

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

VZAJEMNI SKLADI IN ALTERNATIVNE OBLIKE VARČEVANJA

Ljubljana, april 2003

ANDREJ JOVANOVIČ

IZJAVA

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

V Ljubljani, dne _____ Podpis: _____

1. UVOD	0
2. INVESTICIJSKI SKLADI	2
2.1. OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV	2
2.2. OBLIKE INVESTICIJSKIH SKLADOV	2
2.2.1. <i>POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE.....</i>	<i>2</i>
2.2.2. <i>INVESTICIJSKE DRUŽBE</i>	<i>3</i>
2.2.3. <i>VZAJEMNI SKLADI.....</i>	<i>4</i>
2.3. ZAKONSKI OKVIR VZAJEMNIH SKLADOV	5
2.4. VRSTE VZAJEMNIH SKLADOV	7
2.4.1. <i>VZAJEMNI SKLADI DELNIC</i>	<i>8</i>
2.4.2. <i>VZAJEMNI SKLADI OBVEZNIC.....</i>	<i>9</i>
2.4.3. <i>MEŠANI VZAJEMNI SKLADI</i>	<i>10</i>
2.4.4. <i>VZAJEMNI SKLADI KRATKOROČNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV.....</i>	<i>11</i>
3. ANALIZA VZAJEMNIH SKLADOV.....	11
3.1. PREDNOSTI IN SLABOSTI INVESTIRANJA V VZAJEMNE SKLADE	11
3.1.1. <i>PREDNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV</i>	<i>11</i>
3.1.2. <i>SLABOSTI VZAJEMNIH SKLADOV</i>	<i>16</i>
3.2. NASTANEK IN RAZVOJ VZAJEMNIH SKLADOV	17
3.3. OBSEG IN DINAMIKA RASTI NALOŽB V VZAJEMNIH SKLADIH	20
3.4. ANALIZA DONOSOV VZAJEMNIH SKLADOV	22
3.5. DAVČNI VIDIK.....	27
3.6. VARNOST	28
4. ALTERNATIVNE OBLIKE NALOŽB	30
4.1. RENTNO VARČEVANJE.....	30
4.1.1. <i>OPIS.....</i>	<i>30</i>
4.1.2. <i>VARNOST.....</i>	<i>30</i>
4.1.3. <i>POSEBNOSTI.....</i>	<i>31</i>
4.1.4. <i>DAVČNI VIDIK.....</i>	<i>31</i>
4.1.5. <i>ANALIZA DONOSOV</i>	<i>31</i>
4.1.6. <i>KONČNA OCENA.....</i>	<i>32</i>
4.2. VARČEVANJE V OBLIKI VEZANIH VLOG.....	32
4.2.1. <i>OPIS.....</i>	<i>32</i>
4.2.2. <i>VARNOST.....</i>	<i>33</i>
4.2.3. <i>POSEBNOSTI.....</i>	<i>33</i>
4.2.4. <i>DAVČNI VIDIK.....</i>	<i>33</i>
4.2.5. <i>ANALIZA DONOSOV</i>	<i>33</i>
4.2.6. <i>KONČNA OCENA.....</i>	<i>34</i>
4.3. NALOŽBE V OBVEZNICE	35
4.3.1. <i>OPIS.....</i>	<i>35</i>
4.3.2. <i>VARNOST.....</i>	<i>35</i>
4.3.3. <i>DAVČNI VIDIK.....</i>	<i>35</i>
4.3.4. <i>POSEBNOSTI.....</i>	<i>36</i>
4.3.5. <i>ANALIZA DONOSOV</i>	<i>36</i>
4.3.6. <i>KONČNA OCENA.....</i>	<i>37</i>

4.4. NALOŽBE V DELNICE	38
4.4.1. <i>OPIS</i>	38
4.4.2. <i>VARNOST</i>	38
4.4.3. <i>POSEBNOSTI</i>	38
4.4.4. <i>DAVČNI VIDIK</i>	39
4.4.5. <i>ANALIZA DONOSOV</i>	39
4.4.6. <i>KONČNA OCENA</i>	40
4.5. ŽIVLJENJSKO ZAVAROVANJE	41
4.5.1. <i>OPIS</i>	41
4.5.2. <i>PRIMERJAVA TREH OBLIK ŽIVLJENJSKEGA VARČEVANJA MED SEBOJ</i> . 42	
4.5.3. <i>NALOŽBENA POLITIKA</i>	42
4.5.4. <i>ANALIZA DONOSOV</i>	43
4.5.5. <i>VARNOST</i>	43
4.5.6. <i>POSEBNOSTI</i>	43
4.5.7. <i>DAVČNI VIDIK</i>	43
4.5.8. <i>KONČNA OCENA</i>	44
5. SKLEP	44
LITERATURA :	46
VIRI:	48
PRILOGA	

1. UVOD

Vzajemni skladi (v nadaljevanju tudi VS) so v svetu že dolgo ustaljena oblika varčevanja in tudi pri nas postaja ta oblika plemenitenja kapitala vse popularnejša. Zato sem se odločil, da bom v tem diplomskem delu predstavil delovanje VS v Sloveniji in poskušal opredeliti njihov položaj na slovenskem finančnem trgu. Ker je pri nas ta oblika varčevanja še relativno mlada, se seveda pojavljajo mnoge nejasnosti in težave, katere bom predstavil v naslednjih poglavjih diplomskega dela.

Namen mojega diplomskega dela je analizirati delovanje VS kot oblike varčevanja, predstavitev odprtih skladov v Sloveniji in primerjava le-teh z alternativnimi oblikami varčevanja. Cilj pa je ugotoviti uspešnost in problematiko naših skladov oprtega tipa, razloge za nizka vlaganja v to obliko varčevanja pri nas, predstaviti njihove prednosti in slabosti s stališča povprečnega malega investitorja ter pokazati njihovo dejansko koristnost za le-tega. Za to tematiko sem se odločil tudi zaradi tega, ker je pri nas na tem področju opravljenih še relativno majhno število raziskav. Bolj so dostopni podatki iz tujine, katere pa se zaradi specifičnosti slovenskega finančnega trga ne da ustrezno uporabiti.

Diplomsko delo poleg uvoda in sklepa sestavljajo še tri poglavja. V prvem izmed njih so v grobem predstavljeni investicijski skladi, kot ena izmed oblik posredniških finančnih institucij. Sicer pa obstaja več vrst investicijskih skladov in ena izmed njih so tudi VS, ki so tu podrobneje opisani. V naslednjem poglavju sem se še bolj posvetil analizi lastnosti VS. Tako sem ocenil njihove prednosti, slabosti, njihov razvoj in prihodnja pričakovanja ter analiziral značilnosti njihovih donosov. Sledi še primerjava dobljenih ugotovitev z značilnostmi drugih oblik varčevanja v zadnjem izmed omenjenih treh poglavij.

V diplomskem delu sem torej predstavil pozicijo odprtih skladov v Sloveniji. Kot bo razvidno v nadaljevanju tega diplomskega dela, je pri nas le-ta še dokaj slaba, še posebej če upoštevamo njihov položaj v tujini. To je posledica njihove relativno mlade zgodovine v naši državi. Povprečen slovenski varčevalec se raje odloča za varčevanje v obliki depozitnega varčevanja pri bankah ali hranilnicah, kar je deloma zapuščina preteklega političnega in finančnega sistema na eni strani, hkrati pa nepoznavanja osnovnih značilnosti skladov na drugi strani. S premoženjem skladov namreč upravljajo strokovnjaki, ki natančno analizirajo poslovanje podjetij, poznajo trg in neprestano spremljajo informacije o stanju na trgu. Zato so za malega investitorja (ki pričakuje dobre donose ob relativno nizkem tveganju) VS verjetno najboljša oblika varčevanja. In prav to je razlog, da se v svetu vedno več ljudi odloča za ta način varčevanja. Podoben trend je sicer opazen tudi v naši državi, vseeno pa se zastavlja vprašanje, kdaj bomo dohiteli ostale države na tem področju, saj sta zakonodaja in javno mnenje pri nas precej bolj nenaklonjena tej obliki naložb, kot to velja za druge države. Vendar pa se zakonske omejitve v zadnjem času počasi manjšajo in tako vse bolj približujejo evropskim standardom, pa tudi javnost sama se vse bolj nagiba k VS. S tem pa spodbuja razmah vzajemnih skladov pri nas in menim, da lahko ta razmah le pozitivno vpliva na razvoj kompletnega trga kapitala pri nas in s tem tudi na razvoj celotnega gospodarstva.

Poudarek diplomskega dela je na raziskavi donosnosti slovenskih VS, njihovih drugih lastnostih in primerjavi rezultatov z drugimi oblikami naložb v Sloveniji (rentno varčevanje, tolarsko/devizno varčevanje, naložbe v delnice, naložbe v obveznice, življenjsko varčevanje), in to predvsem z vidika treh glavnih lastnosti (finančnih načel) vsake investicije: varnosti, donosa in likvidnosti.

2. INVESTICIJSKI SKLADI

2.1. OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV

Investicijski skladi so finančne institucije, ki zbirajo denarna sredstva z izdajanjem lastniških vrednostnih papirjev (v nadaljevanju tudi VP), to je delnic (investicijske družbe) oziroma investicijskih kuponov (VS), ter zbrana sredstva investirajo v različne vrste naložb, ki tvorijo portfelj sklada. Namenjeni so predvsem malim investitorjem, ki zaradi pomanjkanja časa, informacij, denarja ali znanja ne želijo sami investirati v VP, ampak to prepuščajo strokovnjakom (Prohaska, 1999, str. 7). V skladih so oblikovani analitski oddelki, ki po vsem svetu spremljajo razvoj gospodarstva, podjetij in panog ter pripravljajo informacijsko podlago za odločanje o trgovanju z VP. Varnost premoženja zagotavljajo z razpršitvijo zbranega kapitala v finančne inštrumente številnih neodvisnih izdajateljev. Na ta način investitorji posredno postanejo solastniki večjega števila podjetij, kljub relativno majhnim prihrankom.

Ustrezna razpršitev naložb, strokovno upravljanje premoženja ter doseganje ekonomije obsega pri stroških poslovanja se uvrščajo med najpomembnejše prednosti investicijskih skladov v primerjavi z neposrednim investiranjem ali investiranjem preko drugih finančnih institucij. Poleg tega skladi nudijo vlagateljem tudi široko paleto dodatnih storitev, večjo likvidnost in varnost vloženih prihrankov zaradi vedno bolj poostrelega nadzora nad njihovim poslovanjem. Skladi v bistvu omogočajo zadovoljevanje različnih investicijskih potreb posameznikov preko številnih oblik investicijskih skladov, tako glede različnih ciljev, ki jih zasledujejo, kot glede načina unovčitve naložb.

2.2. OBLIKE INVESTICIJSKIH SKLADOV

V zakonu so opredeljene tri vrste investicijskih skladov (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002) :

- I.** Pooblaščen investicijska družba (v nadaljevanju tudi PID);
- II.** Zaprt investicijski sklad ali tudi investicijska družba;
- III.** Odprt investicijski sklad ali VS ali sklad s spremenljivim donosom.

2.2.1. POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE

PID je posebna oblika investicijske družbe. Ustanovila se je z namenom javnega zbiranja lastniških certifikatov in odkupa delnic, ki so izdane in prenesene na Sklad Republike Slovenije za razvoj v skladu z Zakonom o lastninskem preoblikovanju podjetij. Po osnovni shemi za razdelitev družbenega kapitala je pripadalo PID 20% družbenega kapitala. Poleg tega lahko PID sprejema tudi denarna sredstva in investira v druge tržne VP in nepremičnine. Z njim upravlja pooblaščen družba za upravljanje. PID spada med investicijske sklade zaprtega tipa. Njihove delnice kotirajo na prostem trgu Ljubljanske borze. Investitor od sklada ne more zahtevati, da odkupi njegov papir, ampak ga mora prodati na sekundarnem trgu. Vrednost osnovnega kapitala mora znašati minimalno 100 mio SIT in je opredeljena z nominalno vrednostjo in številom izdanih in prodanih delnic v primarni izdaji, ki morajo biti v celoti vplačane pred vpisom v sodni register (Pahor, 2000, str. 91).

PID je sicer le prehodna oblika, saj se bodo morali v skladu s predpisi začeti prilagajati pogojem, ki veljajo za prave investicijske sklade (investicijske družbe in VS) in se nato dokončno uskladiti z njimi, ali pa se preoblikovati v delniško družbo (javne finančne holdinge). V okviru upravljanja s PID pa ima pooblaščen družba za upravljanje še posebno vlogo. Lahko se namreč aktivno vključuje v upravljanje podjetij, katerih delnice se nahajajo v aktivih PID. S tem se dimenzija PID širi v tako imenovane »venture« sklade, ki z nakupom nadzornih deležev v podjetjih nastopajo kot aktivni lastniki (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 65).

Kot zanimivost naj omenim še, da so imeli delničarji PID na podlagi Zakona o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb možnost zamenjati svoje delnice iz tega naslova za pokojninske bone.

2.2.2. INVESTICIJSKE DRUŽBE

Gre za posebno vrsto investicijskega sklada, ki je organizirana kot delniška družba. Vrednost osnovnega kapitala je opredeljena s številom in nominalno vrednostjo izdanih in prodanih delnic v okviru primarne emisije. V tem primeru investitor lahko kupi delnice sklada ob ustanovitvi družbe, druga možnost prisvojitve delnic, pa je od drugega investitorja na sekundarnem trgu. Delnice je možno kupiti izključno po ceni, ki se oblikuje na podlagi tržne ponudbe in povpraševanja (Sharpe, 1995, str. 637). Ta naložba je zato bolj tvegana. Kljub temu pa ima ta oblika tudi svoje prednosti, saj management sklada ni obremenjen z nenehnimi prodajami in nakupi delnic sklada in se lahko bolj posveti investicijski politiki. S tem lahko da prednost dolgoročni uspešnosti, kar seveda prinaša boljše rezultate.

Investicijsko družbo lahko z dovoljenjem Agencije za trg vrednostnih papirjev ustanovi samo ena družba za upravljanje (v nadaljevanju tudi DZU). Najnižji znesek osnovnega kapitala investicijske družbe mora znašati 200 mio SIT, vse delnice pa morajo biti navadne in istega razreda. Delnice družbe se glasijo na imetnika, njihova prenosljivost pa ne sme biti omejena. Vplačajo se lahko le v gotovini, in to v celoti pred vpisom družbe v sodni register. Posamezna pravna ali fizična oseba lahko pridobi največ 5% vseh delnic posameznega investicijskega sklada te oblike. V nasprotnem primeru izgubi pravico do udeležbe v dobičku in upravljanju investicijske družbe.

Investicijska družba je sicer pravna oseba, vendar se po zakonu ne more upravljati sama. Za posle upravljanja finančnega premoženja mora namreč s pogodbo o upravljanju pooblastiti DZU. DZU mora pri vodenju investicijske družbe ravnati z ustrežno strokovno skrbnostjo in hkrati upoštevati pogodbo o upravljanju, določbe Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju tudi ZISDU) in dodatne predpise Agencije za trg vrednostnih papirjev. Pri tem lahko pride do konflikta interesov, saj mora biti DZU pri opravljanju svoje funkcije neodvisna in samostojna, hkrati pa zagotavljati investicijskemu skladu tudi vpogled in nadzor nad svojim poslovanjem (Dimovski, 1995, str. 114).

Za opravljanje svojih storitev je DZU v skladu s pogodbo za upravljanje upravičena do letne provizije za upravljanje, ki pa ne sme presegati 2% povprečne letne čiste vrednosti sredstev investicijske družbe. Poleg tega je DZU upravičena še do povrnitve stroškov ustanovitve sklada v višini 2% vrednosti njenega osnovnega kapitala. Naložbe družbe morajo zagotavljati omejitev in razpršitev tveganja, ZISDU pa tudi podrobneje predpisuje, v katere VP sme družba naložiti denar in kako morajo biti naložbe razpršene, da se zagotovi ustrezna varnost premoženja družbe.

2.2.3. VZAJEMNI SKLADI

Odperti ali VS so skladi, katerih velikost ob ustanovitvi ni določena. Opredeljeni so kot premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v VP (Mramor, 1993, str. 93). Gre za vrsto finančnih institucij, ki od svojih investitorjev pridobivajo denar za nadaljnje investicije v različne VP. Investitor dobi v zameno za svoj denar investicijski kupon tega sklada. Investicijski kupon je neprenosljiv imenski VP, kar pomeni, da se z njim ne trguje na sekundarnem trgu. DZU se imetniku tega kupona zavezuje, da mu bo v skladu s pravili upravljanja VS izplačala:

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

Vsak delovni dan so torej pripravljene sprejeti nove delničarje in odkupiti svoje delnice, po vrednosti, ki je zelo blizu čiste vrednosti aktive VS. Razlika med nakupno in prodajno ceno delnice VS (če obstaja) se imenuje vstopna ali/in izstopna provizija ter znaša nekaj odstotkov (v Sloveniji trenutno do 3%). Zato se celotno premoženje sklada nenehno spreminja. Z izdajanjem novih investicijskih kuponov se premoženje povečuje, z odkupom pa zmanjšuje.

Tabela 1: Temeljne razlike med vzajemnim skladom in investicijsko družbo

Vzajemni sklad	Zaprta investicijski sklad
Z delnicami VS se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev.	Delnice zaprtih skladov se prodajajo in kupujejo na borzi.
Tečaj delnic je vedno enak čisti vrednosti sredstev na delnico.	Cene delnic se oblikujejo na osnovi dnevne ponudbe in povpraševanja udeležencev trga.
Število izdanih enot premoženja sklada se vsakodnevno spreminja, odvisno od povpraševanja in ponudbe investitorjev.	Število delnic je stalno in se poveča le, če se upravitelj sklada odloči za izdajo nove emisije delnic (kot pri delniški družbi).
Naložbe, ki sestavljajo portfelj VS so večinoma tržljive – trgovanje na borzi.	Zaprta skladi imajo lahko v svojem portfelju tudi znaten del netržljivih naložb
Vlagatelj ob nakupu/prodaji točk sklada plača vstopno/izstopno provizijo DZU, ki upravlja s premoženjem sklada.	Ob trgovanju z delnicami vlagatelj plača provizijo borznemu posredniku, ki je ponavadi nižja od vstopne/izstopne provizije VS.
Tveganje investiranja v zaprti investicijski sklad je višje od tveganja pri investiranju v VS z enako sestavo premoženja.	

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

Cena investicijskega kupona je čista tržna vrednost VS, ki odpade na en investicijski kupon oz. se proporcionalno ujema z odstotkom vložka posameznega investitorja. Vrednost enote premoženja (v nadaljevanju tudi VEP) se določa tako, da se čista vrednost sredstev VS deli s skupnim številom enot premoženja VS v obtoku (Mramor, 2000, str. 100). Metodologijo za izračun čiste vrednosti sredstev sklada in VEP sklada določi Agencija za trg vrednostnih papirjev in je enaka za vse. Praviloma se izračunava ob koncu vsakega delovnega dne na osnovi enotnih tržnih tečajev VP, ki jih ima v lasti VS. Sorazmerno se giblje seveda tudi VEP. Čista tržna vrednost VS je razlika med tržno vrednostjo sredstev in obveznostmi sklada. Sredstva sklada sestavljajo gotovina, tržna vrednost kratkoročnih vrednostih papirjev, tržna vrednost dolgoročnih VP, posojila, depoziti in terjatve. Med obveznostmi se štejejo obveznosti od nakupa investicijskih kuponov in VP, obveznosti do DZU, obveznosti za plačilo davkov in druge obveznosti. (Dimovski, 2000, str. 175-176).

2.3. ZAKONSKI OKVIR VZAJEMNIH SKLADOV

Ustrezna zakonodaja je nujen pogoj za uspešno poslovanje vzajemnih skladov. Namen zakonodaje je predvsem zaščita malih investorjev, ki se odločijo za tako vrsto investicij. V večini držav so VS urejeni s posebno zakonodajo, ki se razlikuje od splošne ureditve gospodarskih družb in ureditve bančnega sektorja. V Sloveniji je to področje urejeno predvsem z ZISDU, posredno pa tudi z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju tudi ZTVP), Zakonom o deviznem poslovanju (v nadaljevanju tudi ZDP), Zakonom o prvem pokojninskem skladu republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (v nadaljevanju tudi ZPSPID) in z Zakonom o gospodarskih družbah (v nadaljevanju tudi ZGD). Poleg tega morajo DZU upoštevati tudi predpise s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev, ki se s pravnega vidika enakovredne postavkam zakona. Za neupoštevanje zakona ali predpisov s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev so v ZISDU predvidene in našteje ustrezne sankcije. Glavne značilnosti ZISDU so povzete v spodnji tabeli.

Tabela 2: Zakonska opredelitev vzajemnega sklada v Sloveniji

VSEBINA	VZAJEMNI SKLAD
Definicija	Premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive VP
Ustanovitveni kapital	Najmanj 50 milijonov SIT, zgornje meje ni
Ustanovitelj	Družba za upravljanje
Upravljanje	Družba za upravljanje
Statut, pogodba za upravljanje	Odobritev Agencije za trg vrednostnih papirjev
Vrednost investicijskega kupona	Čista vrednost sklada / skupno število enot premoženja sklada
Razpršenost lastnikov	Posamezna oseba ima lahko največ 5% vseh enot premoženja sklada
Izplačilo	Kadarkoli ga zahteva imetnik investicijskega kupona (do 5 dni)
Ustanovitveni stroški	Do 2% čiste vrednosti sklada
Omejitve za naložbe	<ul style="list-style-type: none"> • najmanj 75 % v VP, ki kotirajo na borzah • največ 20 % v depozite pri posamezni kreditni ustanovi • najmanj 5 % v likvidnostna sredstva in v kratkoročne VP • največ 5 % v VP istega izdajatelja in z njim povezanih izdajateljev • največ 35 % v VP, ki jih izda ali za katere jamči Republika Slovenija ali njena lokalna, regionalna skupnost • največ 10 % v posamezni drugi sklad
Informacije	<ul style="list-style-type: none"> • prospekt o javni prodaji investicijskega kupona VS • letno in polletno poročilo o poslovanju vzajemnega sklada • poročilo o sestavi naložb vzajemnega sklada • vrednost investicijskih kuponov • pravila upravljanja vzajemnega sklada
Likvidacija	<ul style="list-style-type: none"> • če je DZU odvzeto dovoljenje za upravljanje dejavnosti • če čista vrednost premoženja VS v roku štirih mesecev od dneva, ko je DZU prejela odločbo Agencije o dovoljenju za upravljanje VS, ne doseže 20 mio SIT • če se čista vrednost sklada zmanjša pod 20 mio SIT in v naslednjih tridesetih dneh ne doseže tega zneska

Vir: Dimovski, Gregorič, 2000, str. 173 in ZISDU.

ZISDU opredeljuje VS kot premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive VP. Iz tega sledi, da VS ni pravna oseba, temveč le vsota premoženja. Posledica tega je, da lahko tak sklad oblikuje in upravlja v svojem imenu in za račun imetnikov investicijskih kuponov samo DZU, a mora prej pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev. Oblikovanje odprtega sklada poteka v petih fazah: sprejem pravil upravljanja vzajemnega sklada, pridobitev dovoljenja Agencije za trg vrednostnih papirjev, vpisovanje in vplačilo ter izdaja investicijskih kuponov, investiranje z vplačili investicijskih kuponov pridobljenih denarnih sredstev v VP, morebitna izplačila za odkupljene investicijske kupone.

DZU upravlja sklad v svojem imenu in za račun imetnikov investicijskih kuponov. Pravno razmerje tako obstoji neposredno med imetniki investicijskih kuponov in DZU. Vsebina tega pravnega razmerja je določena s pravili upravljanja VS. Za opravljanje svojih storitev je DZU upravičena do provizije od vplačil in izplačil investicijskih kuponov, ki po prejšnjem zakonu skupaj ni smela presežati 3% vrednosti investicijskega kupona, po novem zakonu, pa je višina te provizije prepuščena DZU samim. Poleg tega ji pripada tudi letna provizija za upravljanje, ki pa ne sme presežati 2% povprečne čiste vrednosti sredstev VS.

Sicer pa je DZU gospodarska družba s sedežem na območju Republike Slovenije, ki se ustanovi izključno za upravljanje finančnega premoženja investicijskih skladov. Lahko je organizirana kot delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo v skladu z določili ZGD. Družbeniki oziroma delničarji družbe so lahko domače in tuje fizične ali pravne osebe. Tuje osebe lahko pridobijo posredno ali neposredno skupno maksimalno 20 % delnic DZU le s soglasjem Agencije za trg vrednostnih papirjev. Zakon tudi določa, da v primeru, da delnice družbe pridobi oseba, ki do tega ni upravičena, izgubi tako pravico do udeležbe pri dobičku, kot tudi pravico do sodelovanja pri upravljanju družbe.

Prav tako je naloga DZU, da poskrbi za ustrezno informiranost imetnikov investicijskih kuponov. Osnovni vir informacij mora tako biti prospekt, katerega lahko vsi investitorji dobijo na vseh vpisnih mestih oziroma mora biti dostopen po pošti. Prospekti omogočajo možnim investitorjem lažje odločanje med različnimi skladi, prav tako pa predstavljajo neko obliko promocije za sam sklad. Poleg tega DZU pripravlja tudi letna in polletna poročila o poslovanju ter sestavi naložb VS in objavlja tekoče podatke o VEP sklada in odstotnih premikih cen v dnevnem časopisju, na Internetu, nekatere pa tudi na teletekstu TV Slovenija.

Vplačevanje je predvideno v obliki gotovine, hkrati pa zakon zagotavlja tudi likvidnost, saj določa družbam, da morajo lastnikom izplačati vložek kadarkoli ob predložitvi investicijskega kupona. Glede na osnovni namen ustanovitve sklada, morajo biti njegove naložbe v VP takšne, da zagotavljajo omejevanje tveganja na eni strani in razpršitev tveganja na drugi strani. V ta namen ZISDU podrobno predpisuje, v katere oblike naložbe lahko sklad oz. DZU vlaga zbrana denarna sredstva in kako morajo biti te naložbe razpršene. Tako so dovoljene oblike naložb investicijskih skladov naslednje:

- naložbe v vrednostne papirje, ki kotirajo na borzah ali v vrednostne papirje, s katerimi se javno trguje na drugem organiziranem in nadzorovanem trgu vrednostnih papirjev. Tržni vrednostni papirji morajo pri tem izpolnjevati pogoje, ki jih Agencija za trg vrednostnih papirjev predpiše glede obsega, strukture, kontinuiranosti trgovanja ter lastnosti izdajatelja vrednostnih papirjev;
- v dolgoročne in kratkoročne vrednostne papirje in denarna sredstva;
- v vrednostne papirje domačih in tujih izdajateljev.

2.4. VRSTE VZAJEMNIH SKLADOV

VS se med seboj razlikujejo predvsem glede na politiko vlaganja in investicijske cilje, ki jih imajo. Cilj in s tem politika ter vrsta sklada so opredeljeni že ob ustanovitvi. Glavna cilja vseh VS sta donosnost sklada z vidika njegovega delničarja (stalen tok denarnih izplačil) in kapitalski dobiček VS (rast vrednosti VP v skladu) oziroma različne kombinacije obeh.

Skupna značilnost vseh investicijskih politik VS je, da žele v okviru določenih ciljev dosegati čim boljše rezultate, da bi s tem pritegnili nove investitorje. Ker pa imajo investitorji različne cilje in prioritete, so skladi začeli oblikovati premoženje iz VP različne narave, dospelosti, tveganja, donosnosti... VS se z vodenjem določene politike vlaganja skušajo približati ciljnemu segmentu potencialnih investitorjev. Ta politika določa, v katere vrste naložb bo sklad vlagal premoženje investitorjev, torej kakšna bosta tveganje in donos.

Glede na tveganje imajo investitorji možnost vlagati v tri osnovne vrste skladov (Rugg, 1986, str. 56). To so:

- skladi agresivne rasti, ki naložbeno politiko usmerjajo večinoma v hitro rast kapitala, posledica česar je špekulativno, agresivno in tvegano investiranje;
- skladi zmerno rasti, ki so usmerjeni v zmerno rast kapitala ob zmernem tveganju;
- skladi zadržane rasti, ki poskušajo omejiti tveganje in ne dosegajo visoke rasti kapitala.

Tveganje je seveda povezano s sestavo naložb. Nekako velja, da se agresivnost sklada meri z odstotkom njegovih naložb v delnice. Glede na ta kriterij lahko slovenske VS še podrobneje razdelimo v pet skupin (Kleindienst, 2000, str. P4-P7):

- Agresivni delniški skladi: več kot 75% naložb v delnicah;
- Zmerno agresivni delniški skladi: 60-75% naložb v delnicah;
- Konzervativni delniški skladi: 45-60% naložb v delnicah;
- Mešani skladi: nobena od naložbenih skupin ne prevlada;
- Obvezniški sklad: večino naložb v obveznicah.

Poleg tega se lahko vzajmeni skladi ločijo tudi po tem, kako financirajo upravljanje premoženja. V skladu s tem kriterijem poznamo (Mramor, 2000, str. 89-93):

- sklade s provizijo (load funds), kjer investitor plača provizijo ob vstopu in/ali izstopu;
- sklade brez provizije, kjer poteka prodaja neposredno in ni nikakršne provizije.

Najbolj razširjena delitev vzajemnih skladov pa je glede na vrsto vrednostnih papirjev, ki sestavljajo portfelj sklada (Fredman, 1993, str. 23-54). Najprej jih lahko razdelimo na štiri osnovne skupine :

- lastniške ali sklade delnic (equity mutual funds);
- dolžniške ali sklade obveznic (bond mutual funds);
- sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev (money market mutual funds);
- mešane sklade.

Vsaka od teh štirih skupin pa ima še vrsto podskupin, kar je vidno v Tabeli 3 (glej na str. 8), njihov natančnejši opis pa je podan v naslednjih poglavjih (Fredman, 1993, str. 23-54).

Tabela 3: Razvrstitev vzajemnih skladov

Skladi delnic	Skladi obveznic	Skladi kratkoročnih VP	Mešani skladi
<p>Splošni:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Agresivne rasti • Malih podjetij • Rasti • Rasti in dobička • Lastniško dobičkovni <p>Drugi:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Specializirani • Sektorski • Indeksni • Mednarodni 	<p>Obdavčeni:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Podjetniških obveznic • Državnih obveznic • Z rokom dospelosti • Hipotekarnih obveznic • Mednarodni <p>Neobdavčeni:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dvakrat neobdavčeni • Nacionalni • Visokih donosnosti 	<ul style="list-style-type: none"> • Obdavčeni • Neobdavčeni 	<ul style="list-style-type: none"> • Uravnovežen i • Alokacije sredstev • Zamenljivi • Družine skladov

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

2.4.1. VZAJEMNI SKLADI DELNIC

VS delnic investirajo zbrana sredstva v lastniške VP oziroma delnice. V katere delnice vlagajo je odvisno predvsem od vrste sklada. Skladi namreč vlagajo v delnice različnih kakovostnih razredov, od česar sta odvisna donos in tveganje sklada. VS delnic lahko v grobem razdelimo v dve skupini, in sicer splošne sklade delnic in druge delniško orientirane sklade. Glavna razlika med oblikama je, da se splošni skladi orientirajo na širši trg, medtem ko so druge oblike specializirane na posamezna področja. Med splošne delniške sklade sodijo:

- **Skladi agresivne rasti.** Cilj teh skladov je želja po doseganju hitre rasti vrednosti kapitala, zato se zanemarija dohodek iz dividend. Managerji teh skladov se poslužujejo različnih spekulativnih tehnik, kot so nakupi opcij, najemanje kreditov... Portfelj je sestavljen iz delnic mladih, nepoznanih podjetij, pri katerih se pričakuje visoka stopnja rasti ob zelo visoki stopnji tveganja padca tečajev. To so najbolj tvegani VS;
- **Skladi malih podjetij.** Ti skladi investirajo v delnice majhnih in ozko usmerjenih podjetij z možnostjo hitre rasti in doseganja velikih zaslužkov. Naložbena politika teh skladov je zelo podobna politiki skladov agresivne rasti. Razlika je v tem, da so naložbe teh VS bolj konzervativne in s tem manj tvegane. Vseeno pa gre za zelo tvegane naložbe;
- **Skladi rasti.** Primerni so za investitorje, ki želijo visoko stopnjo donosa in so za to pripravljeni sprejeti določeno tveganje. Portfelj sklada sestavljajo delnice večjih in uveljavljenih podjetij, za katere se predvideva hiter nadaljnji razvoj in nadpovprečna rast kapitala. Druga možnost so delnice podjetij, katerih tržna vrednost naj bi bila podcenjena. Gre za naložbe v t.i. ciklične delnice, ki se hitro odzivajo na spremembe v gospodarstvu;
- **Skladi rasti in dobička.** Portfelj sestavljajo predvsem delnice uveljavljenih podjetij, ki so zajete v tržnih indeksih in za katere je značilna visoka donosnost kapitala in prejemanje visokih dividend. Naložbe v te delnice veljajo za dokaj zanesljive. Ti skladi omogočajo stabilnost v denarnih pritokih skupaj z relativno visokimi donosi pri nizkem tveganju;
- **Lastniško dobičkovni skladi.** Cilj je doseganje nadpovprečnih donosov. Doseganje kapitalne rasti je sekundarno. Naložbena strategija je zato usmerjena v visoko donosne delnice (lahko tudi v obveznice ali druge zamenljive VP). Vendar tu ne gre za tvegane naložbe. Iščejo se predvsem VP kvalitetnih javnih, industrijskih in finančnih podjetij.

Med druge delniško orientirane sklade pa sodijo:

- **Specializirani skladi.** Specializirani skladi investirajo v VP določene skupine podjetij z določenimi skupnimi, ožje definiranimi karakteristikami (posebni finančni instrumenti, določeno geografsko območje ali gospodarska panoga). Donosi teh skladov so odvisni od uspešnosti poslovanja določene panoge oz. gibanja v državi. Zato lahko rečemo, da na nek način negirajo načelo razpršitve, s čimer se poveča tveganje;
- **Sektorski skladi.** Ti skladi so še bolj specializirani, saj so usmerjeni le na določeno gospodarsko panogo ali celo samo sektor na finančnem trgu. Tako investirajo denimo na področje zdravstvenih storitev. Seveda je posledica te koncentriranosti še večje tveganje;
- **Indeksni skladi.** Ti skladi so pasivni investitorji, ki investirajo v košarico delnic, katere vključuje borzni indeks. To so običajno indeksi s široko bazo. Indeksni skladi imajo zelo nizke stroške, ker so avtomatizirani (ne zahtevajo dodatnega upravljanja ali dodatne analize, saj se sestava njihovega premoženja spreminja skladno s sestavo izbranega borznega indeksa). Njihovi donosi in tveganje so blizu tržnim;
- **Mednarodni skladi.** Mednarodni skladi investirajo svoje premoženje v VP ene ali več držav. Z razpršitvijo premoženja poskušajo zmanjšati tveganje padca cen delnic. Vendar pa ima to lahko za posledico nastanek drugih tveganj, kot so državno tveganje, devizno tveganje ali zmanjšanje likvidnosti.

2.4.2. VZAJEMNI SKLADI OBVEZNIC

V primerjavi z delniškimi skladi so skladi obveznic manj donosni, a hkrati manj tvegani in bolj stabilni. Skladi obveznic namreč investirajo zbrana sredstva v dolžniške VP podjetij in države. Večina dohodkov prihaja od obresti. S tem je povezan tudi cilj, ki ga zasledujejo pri investicijski politiki - doseganje maksimalnega in stabilnega tekočega dohodka. Kapitalski dobički pri naložbah v obveznice imajo čedalje večji pomen zaradi neprestanih gibanj obrestnih mer, ki vplivajo na ceno obveznice. Vpliv sprememb obrestnih mer na ceno obveznice sklada je večji, če je obdobje do dospelja obveznice daljše in če je nižja kuponska stopnja obveznice. Skladi obveznic se tako med seboj razlikujejo glede na rok dospelosti, vrsto obveznic, kakovost izdajateljev in način obdavčenja. Investitorji imajo pri naložbi v sklad obveznic nekaj prednosti pred neposrednim nakupom obveznic. Skladi obveznic načeloma nimajo roka dospelja, zato je lažje določiti stopnjo donosa.

Ker je pomembna ločnica med obvezniškimi skladi njihova obdavčenost, jih v skladu s tem kriterijem delimo na obdavčene in neobdavčene (Fredman, 1993, str. 23-54). Slednji so zanimivi predvsem za investitorje iz višjih davčnih razredov, saj jim kljub nižjim stopnjam donosa prinašajo višji dobiček po plačilu osebnih davkov. Sem spadajo:

- **Skladi občinskih obveznic ene zvezne države ali dvakrat neobdavčeni skladi.** Pojavljajo se na ameriškem trgu. Ti skladi investirajo v občinske obveznice ene same države. Prebivalci te države so z naložbami v tak sklad oproščeni zveznega, državnega in v nekaterih primerih tudi lokalnega davka. Prisotna je večja stopnja tveganja, saj se spremembe v tej državi ne skladajo s spremembami drugih držav;
- **Nacionalni skladi.** Tudi ti se pojavljajo predvsem na ameriškem trgu. Za te sklade je značilna visoka geografska razpršitev naložb, ker vlagajo v občinske obveznice več zveznih držav. Te državne obveznice prinašajo skladom obresti, ki niso obdavčene;
- **Skladi visokih donosov ali »junk« neobdavčeni skladi.** Investirajo v kakovostno slabše in bolj dolgoročne občinske obveznice. Tveganje, izplačila obresti in glavnice so visoki.

Bolj pogosti v svetu pa so obdavčeni skladi obveznic, ki so kljub obdavčitvi večinoma donosnejši od neobdavčenih in s tem zanimivi predvsem za manjše, konzervativne investitorje. Mednje sodijo:

- **Skladi podjetniških obveznic.** Večino portfelja teh skladov predstavljajo obveznice podjetij in le manjši del zavzemajo državne obveznice. Glede na kakovost podjetij, ki so v portfelju posameznega sklada, ločimo:
 - Visoko donosne podjetniške sklade obveznic, ki investirajo izključno v visoko tvegane obveznice (Junk bonds). Te obveznice izdajajo zelo zadolžena podjetja, kar prinaša visoko stopnjo tveganja ob seveda potencialnih visokih donosih;
 - Visoko kakovostne podjetniške sklade obveznic, ki imajo v svojem portfelju obveznice nacionalnih, zelo zanesljivih izdajateljev in so zato tudi manj tvegane;
 - Splošne podjetniške sklade obveznic, katerih pozicija je nekje med prvima dvema;
- **Skladi državnih obveznic.** Sklad državnih obveznic vloga svoja sredstva predvsem v državne obveznice. Preostali del sredstev je namenjen naložbam v hipotekarne obveznice in VP agencij, ki jih izdajajo državne organizacije. Tovrstne naložbe imajo nizko tveganje, saj je država prvovrsten plačnik, a tudi nižje donose;
- **Skladi z rokom dospelosti.** Tu večino premoženja predstavljajo brezkuponske obveznice, ki ne prinašajo obresti in se kupujejo po diskontirani ceni. Ta cena je odvisna od tržne obrestne mere in se v skladu z njo tudi spreminja. Cena obveznice se poleg tega ves čas viša in se na koncu izenači z nominalno. Hkrati se povečuje tudi VEP in sicer sorazmerno s ceno obveznic. Ob zapadlosti obveznice vlagatelji dobijo osnovno vlogo in obresti;
- **Skladi hipotekarnih obveznic.** Portfelj teh skladov je sestavljen iz VP, ki so zavarovani s hipoteko na nepremičnine in imajo dvojno jamstvo (za pravočasnost plačila in za primer bankrota). Izdaja jih država ali pa njene institucije;
- **Mednarodni skladi obveznic.** Ti skladi so usmerjeni v obveznice mednarodnega trga kapitala. Sredstva vlagajo v obveznice države in visoko kakovostnih podjetij. Glavna cilja njihovega delovanja so obresti in porast vrednosti kapitala na osnovi tečajnih razlik.

2.4.3. MEŠANI VZAJEMNI SKLADI

V svojem portfelju imajo ti skladi vse vrste VP. Tako investirajo v delnice, obveznice in kratkoročne VP. Za njih je značilna visoka diverzificiranost portfelja in so zato manj tvegani. Ti skladi se še najbolj približujejo tržnemu premoženju. Sem spadajo naslednji VS:

- **Uravnoveženi skladi.** Razmerje med delnicami in obveznicami v teh skladih je stalno 3:2. Politika vlaganja temelji na ohranitvi in dolgoročni rasti osnovnega kapitala ter dobička od investicij sklada. V portfelju so visoko kakovostne delnice, državne obveznice in obveznice kakovostnih podjetij;
- **Skladi alokacije sredstev.** Ti skladi ponujajo diverzificiran portfelj lastniških in dolžniških VP ter gotovine in njenih ekvivalentov. Struktura portfelja je odvisna od managerja in se oblikuje v skladu s pričakovanji investitorjev;
- **Zamenljivi skladi.** Premoženje teh skladov predstavljajo zamenljivi VP. To so VP, ki se jih lahko po vnaprej določeni ceni zamenja za vnaprej določeno število navadnih delnic istega izdajatelja. Ti skladi prinašajo na eni strani dobičke od investicij, na drugi strani pa, kot posledico rasti tržne vrednosti, možne kapitalske dobičke;
- **Družine skladov.** Ta oblika skladov združuje druge VS z različnimi investicijskimi cilji in politikami vlaganja, upravlja pa jih lahko ena DZU ali več. Vsak od teh skladov naj bi imel v svojem portfelju vsaj en sklad kratkoročnih VP, en obvezniški in en delniški VS. Ti skladi načeloma omogočajo bolj stabilne donose ob nekoliko nižjem tveganju.

2.4.4. VZAJEMNI SKLADI KRATKOROČNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Ti skladi imajo v svoji aktivi VP, ki se prodajajo na denarnem trgu (bančna potrdila o vlogi, državne zakladne menice, komercialni zapisi podjetij, dogovori o ponovnem odkupu). To so edini skladi, ki omogočajo kratkoročno varčevanje. Zagotavljajo namreč visoko likvidnost ob nizki stopnji tveganja in majhni upravljavski proviziji ter omogočajo dostop do denarnega trga tudi malim investitorjem. Nizko stopnjo tveganja dosegajo z nalaganjem v kratkoročne VP kakovostnih podjetij in države, na katere ne vpliva sprememba obrestne mere. Delijo se na obdavčene in neobdavčene. Ločijo se po vrstah kratkoročnih VP, ki sestavljajo portfelj.

- **Obdavčeni.** Sem sodijo predvsem skladi državnih kratkoročnih VP (državne zakladne menice in državni dogovori o ponovnem odkupu), ki so tudi najmanj tvegani in skladno s tem tudi manj donosni;
- **Neobdavčeni.** Ti VS investirajo v kratkoročne občinske zapise ali obveznice, ki so blizu dospelja (2 - 4 mesece), kar omogoča vlagatelju, da se izogne plačilu davka na dobiček.

3. ANALIZA VZAJEMNIH SKLADOV

3.1. PREDNOSTI IN SLABOSTI INVESTIRANJA V VZAJEMNE SKLADE

VS nudijo svojim investitorjem vrsto ugodnosti na eni strani, po drugi strani pa imajo tudi svoje slabosti v primerjavi z drugimi oblikami varčevanja. Katere lastnosti so bolj pomembne je odvisno od posameznega investitorja. On namreč najbolje pozna svoje potrebe in v skladu z njimi se mora odločiti, katera oblika investicije mu najbolj ustreza. Zato se bom v tem poglavju najprej posvetil analizi prednosti in slabosti skladov odprtega tipa, nato pa bom opisal še druge lastnosti skladov, po katerih se razlikujejo od drugih oblik naložb.

3.1.1. PREDNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV

I. Široka diverzifikacija premoženja

Mali investitorji, če se že odločijo za sodelovanje na finančnem trgu, sami praktično ne morejo učinkovito razpršiti svojega premoženja. Za kaj takega imajo predvsem premalo finančnih sredstev. Razpršitev premoženja pa je pomembna dejavnost pri investiranju na finančnem trgu, saj se na ta način lahko odpravi precejšen del tveganja, a ohrani možnost relativno visokega donosa (Viršek, 2000, str. 12). Tveganje lahko na splošno kvalificiramo v tri kategorije (Dimovski, 1995, str. 108):

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

Z razpršitvijo kapitala lahko v določeni meri odpravimo prvi dve postavki tveganja, medtem ko se tretji postavki ne moremo izogniti. In prav to ponujajo VS, ki povezujejo večje število investitorjev in nato investirajo – razpršijo zbrani kapital v njihovem imenu. Odprti skladi torej omogočajo malemu investitorju enakopravno udeležbo na finančnem trgu, kljub relativno nizkemu vložku kapitala. S tem ko skladi odprtega tipa kupujejo VP različnih izdajateljev lahko rečemo, da pravzaprav oblikujejo nekakšno povprečno ali tržno premoženje. Tako vsak investitor v VS v bistvu kupuje enote tržnega premoženja in s tem tudi sprejema neko povprečno – tržno tveganje.

Seveda pa je diverzifikacija portfelja odvisna tudi od same investicijske politike sklada. Tako bodo agresivnejši skladi, torej skladi, ki investirajo v nadpovprečno rizične papirje in upajo, da bodo s tako investicijsko politiko dosegli boljše rezultate, veliko bolj nihali od tržnega premoženja in obratno. Po drugi strani pa tudi skladi, ki se specializirajo samo na določeno panogo, tudi z razprševanjem znotraj te panoge, ne morejo ustrezno odpraviti panožnega tveganja. Vsekakor pa odpravijo tveganje podjetja in že s tem so bolj varni od naložbe v delnice ali obveznice posameznega podjetja.

II. Strokovno upravljanje

Če je prvi razlog za nesodelovanje malih varčevalcev na finančnem trgu pomankanje sredstev, je drugi vsekakor pomanjkanje ustreznih informacij in znanja. Mali investitorji ponavadi ne premorejo ne časa ne želje po ustrezni izobrazbi za poslovanje na denarnem trgu ali trgu kapitala. VS pa zaposlujejo posebej izobražene in izkušene posameznike ali celo skupine strokovnjakov s specializiranim znanjem za upravljanje ter vodenje premoženja, in s tem tudi skladov, ki dobro poznajo trg. Ti strokovnjaki zbirajo in analizirajo množice informacij o trgu ter skušajo na podlagi pridobljenih podatkov oblikovati takšno investicijsko politiko sklada, ki bo v prvi vrsti zagotavljala visoke donose ob željeni stopnji varnosti naloženih sredstev. Kakšna bo kombinacija teh dveh kriterijev, oziroma kateri izmed kriterijev je bolj zastopan, je zopet odvisno od tega kakšne so zahteve investitorjev in s tem za kakšno obliko sklada gre. Vzajemni sklad, ki investira svoja sredstva pretežno v obveznice je praviloma bolj stabilen, a hkrati dolgoročno manj donosen od vzajemnega sklada, ki investira večinoma v delnice.

Za razliko od malih investitorjev ti strokovnjaki proučevanju trga posvečajo celoten delovni čas in ne le občasen pogled na tržno stanje (Hearth, 2001, str. 79-80). S tem so bolj v središču dogajanja in se zato lahko hitreje odzovejo na spremembe trga. Reakcijski čas pa je na borzi zelo pomemben. Poleg tega so managerji sklada tudi boljše poučeni že o samih zakonitostih delovanja finančnega trga, pa tudi bolj izkušeni, saj gre za profesionalce, ki živijo od te vrste dela. Skladi so namreč upravičeni do upravljaljske provizije, ki se odmeri kot procent od povprečne čiste letne vrednosti sklada. Zato jim ni vseeno, ali bodo sprejemali odločitve, ki bodo obrodile pozitivne rezultate. Seveda vse to še ne garantira uspešnega poslovanje sklada, vsekakor pa je verjetnost uspeha mnogo večja.

III. Likvidnost

Likvidnost je ena izmed najbolj pomembnih lastnosti vsake naložbe. Nekako jo uvrščamo ob bok donosu in tveganju in velja za tretje finančno načelo. Stopnjo likvidnosti posamezne naložbe ocenjujemo glede na čas, ki je potreben, da pridemo do vložene denarja, in to v gotovinski obliki. Gotovina je namreč najbolj likvidna med vsemi oblikami finančnih sredstev, saj je edino denarno sredstvo, ki v praktično vsakem trenutku omogoča izpeljavo katerekoli finančne transakcije.

Naložba v VS velja za visoko likvidno, saj je po zakonu določeno, da morajo skladi izplačati investitorju njegov vložek najkasneje v roku petih dneh od izdaje zahteve po izplačilu. Denar v skladu torej dejansko ni vezan. Pri tej obliki naložbe ni nobenih pogodb z določenimi roki vplačil in višino zneskov in torej tudi nobenih pogodbenih kazni. Točen čas trajanja omenjene transakcije imajo sicer odprti skladi določen v svojem pravilniku, vendar je ta čas ponavadi enak od sklada do sklada.

Do določene mere je to odvisno tudi od višine zahtevanih sredstev, saj lahko večje transakcije (predvsem vnovčitev investicijskih kuponov) vplivajo na delovanje sklada. To sicer velja v glavnem za manjše sklade. Pri tem pa je seveda potrebno upoštevati tudi dejstvo, da mali investitorji večinoma nimajo tako visokih naložb, ki bi lahko vplivale na normalno delovanje sklada. Zato lahko rečemo, da ima delničar sklada možnost investicijske kupone kupiti ali prodati katerikoli dan po ceni, ki velja na tisti dan. Pri tem mora seveda na dejansko izvršitev počakati največ pet dni.

K visoki likvidnosti skladov veliko prispeva tudi trgovanje z lastnimi delnicami po neto vrednosti aktive ter organizirana stalna ponudba preko bančnih okenc ali brokerjev. Tako lahko rečemo, da so za majhnega investitorja naložbe v VS skoraj tako likvidne kot bančne vloge na vpogled ali tekoči oziroma žiro račun, ki veljajo za drugo najlikvidnejšo obliko med finančnimi sredstvi, takoj za gotovino. Zakon namreč predvideva, da morajo biti vsa vplačila nakazana na račun sklada (gotovinsko plačilo direktno DZU, ki upravlja sklad namreč ni možno). Enako velja tudi za izplačila, saj jih DZU ob zahtevku ne izplača v gotovinski obliki, temveč nakaže ustrezna sredstva na bančni račun vlagatelja. Če pri tem upoštevamo še dejstvo, da gre pri skladih praktično za dolgoročno varčevanje, je ta stopnja likvidnosti presenetljivo visoka. Pri večini drugih oblikah dolgoročnega varčevanja, je likvidnost praviloma bistveno manjša, ali pa je za prezigodnji dvig predvidena pogodbeni kazen, kar nam seveda znižuje vrednost investicije.

IV. Nizki transakcijski stroški

VS trgujejo z velikimi vsotami denarja, naenkrat kupijo ali prodajo precejšnjo količino VP, za kar ob trgovanju prejmejo tudi količinski popust. Posamezni investitorji v primerjavi s skladi s spremenljivimi donosi plačujejo precej višje provizije pri nakupih in prodajah na finančnem trgu. Z naložbami v odprte sklade investitorji prihranijo del denarja, saj skladi ne zaračunavajo tako visokih provizij kot borzni posredniki. To predvsem pride do izraza pri večkratnem trgovanju z VP, saj ima pri enkratnem nakupu in prodaji posameznik nekoliko nižje stroške, kot znašajo provizije skladov.

Prav tako je treba omeniti, da je vsota vstopne in izstopne provizije slovenskih skladov zaenkrat še znatno nižja kot drugod po svetu. To lahko upoštevamo kot dodatno prednost slovenskih VS. Medtem ko se pri nas (še v skladu s starim ZISDU, po katerem vsota vstopne in izstopne provizije ni smela presežati treh odstotkov) ta vsota dvigne do največ treh odstotkov, je v svetu višina te vsote okoli pet, šest odstotkov. Višina je odvisna predvsem od agresivnosti sklada. Tako imajo agresivni skladi običajno višje provizije od konzervativnih. V ZDA na primer, vsota vstopne in izstopne provizije po zakonu ne sme biti večja od 8,5 % investirane vrednosti, običajno pa znaša okoli 5%, ali še manj (Prohaska, 1998, str. 7-10). Vendar pa lahko pričakujemo, da se bo višina teh dveh provizij v Sloveniji zaradi uskladitve omenjenega zakona z evropskimi standardi dvignila na raven držav Evropske unije in da bodo naši skladi izgubili to konkurenčno prednost. V novem ZISDU je namreč višina vstopne in izstopne provizije prepuščena oceni DZU, ki upravlja sklad.

Ti dve proviziji sta sicer izraženi v odstotku od zneska vplačila v sklad oziroma izplačila iz sklada. Vezani sta na vrednost točke ob vstopu (vstopna provizija) oziroma izstopu (izstopna provizija). Poleg tega zaračunajo DZU še upravljavsko provizijo, in sicer v višini največ dveh odstotkov od povprečne čiste letne vrednosti VS, ki ga imajo v upravljanju. Vendar pa je ta provizija že všteta v VEP sklada, tako da donosov dodatno ne bremeni.

V. Prihranek časa

V današnjih dneh, ko je čas denar, se stroški investitorja zmanjšajo tudi na račun prihranka časa, ki bi ga posameznik porabil za odločitve o nakupih in prodajah svojih VP, za razne analize in raziskave o izbranih VP, pa tudi za sam postopek nakupa ali prodaje finančnih instrumentov. Poleg tega je dostop do potrebnih informacij za ustrezne odločitve zelo otežen. Potrebno je namreč preučiti ekonomski položaj velikega števila podjetij in posameznik, ki je redno zaposlen, za to preprosto nima časa. Skladi pa omogočajo vlagatelju, da svoj čas učinkoviteje porabi, medtem ko upravljajo z njegovo investicijo. Z naložbo v VS torej investitor lahko prihrani tudi svoj čas, saj mu nadaljnjih naložbenih odločitev ni treba več sprejemati (Lubej, 2001, str. 12-13). Edino kar se mora vlagatelj odločiti je v kateri sklad bo naložil svoja sredstva, vse ostale odločitve glede upravljanja portfelja, pa zanj opravi DZU, ki upravlja izbrani VS.

VI. Nadzor nad poslovanjem investicijskega sklada.

Poslovanje VS je pod strogim nadzorom raznih državnih institucij (predvsem gre tu za Agencijo za trg vrednostnih papirjev), s čimer se zagotovi varnost investorjev. Prav tako je delovanje skladov urejeno s številnimi zakoni (predvsem ZISDU) in predpisi s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev. Obvezne so tudi letne revizije poslovanja sklada in DZU s strani neodvisnih revizijskih družb. Njihova poročila mora DZU dati na voljo vsem vlagateljem, isto pa velja tudi za pravila upravljanja in prospekte skladov.

Prospekti so uradni, po zakonu javno dostopni dokumenti, ki jih izdajo DZU. V njih so definirane vse pomembne lastnosti posameznega sklada, ravno tako pa vsebujejo mnoge pomembne informacije o družbi, ki upravlja sklad. V bistvu so tu navedeni splošni pogoji poslovanja. To so predvsem cilji sklada, naložbena politika in ocena tveganja investiranja v VS. Pri tem je pomembno poudariti, da se prospekti in tudi pravila upravljanja sklada skozi čas spreminjajo. Skladno s tem so DZU dolžne prostpekte in pravila upravljanja periodično ažurirati. Prav tako prospekt ne sme biti sredstvo za propagiranje izdajatelja oziroma VP, ki se ponuja z njim, ampak je namen prospekta, da popolno in točno informira kupce o ponujenem skladu in družbi, ki sklad upravlja (Stošicki, 1994, str. 60-63).

Pravila upravljanja VS so najpomembnejši akt, ki ga morajo poznati bodoči kupci investicijskih kuponov sklada. Z njimi je namreč opredeljeno delovanje sklada, v njih pa so zapisane tudi vse najpomembnejše značilnosti poslovanja sklada, kot so ime VS, DZU in njen sedež, pogodba z banko o opravljanju posameznih poslov, pogodba z depozitarjem, naložbena politika VS, provizija DZU, način obveščanja javnosti in lastnikov investicijskih kuponov o poslovanju VS, postopek spremembe pravil, izdajanje in vplačevanje investicijskih kuponov, postopek in način razdelitve čistega dobička VS lastnikom investicijskih kuponov, postopek likvidacije VS in podobne informacije. Pravila za upravljanje VS morajo biti brezplačno na voljo na vseh mestih, na katerih se vplačujejo investicijski kuponi. Poleg tega so skladi dolžni obvestiti svoje investitorje o morebitni spremembi pravil in v skladu s tem predložiti veljaven pravilnik svojim vlagateljem (Odar, 1995, str. 61-85).

Za dodatni nadzor poslovanja sklada mora imeti VS tudi odbor investitorjev, ki je kontrolno telo izvoljeno s strani vlagateljev samih. Ta odbor bdi nad upravljanjem sklada s strani DZU in tako omogoča še dodatno kontrolo nad delovanjem sklada. Pa tudi sami vlagatelji lahko nadzirajo delovanje sklada. Poleg že omenjenih pravil upravljanja, prospekta in revidiranega letnega poročila mora biti vlagateljem na voljo tudi zadnje polletno (nerevidirano) poročilo, z navedeno strukturo premoženja in finančnimi izkazi. Iz teh dokumentov lahko investitor točno razbere podatke o vseh provizijah in stroških, ki lahko bremenijo sklad. Ostale stroške poslovanja sklada mora pokrivati DZU iz lastnih sredstev in ne iz denarja varčevalcev. Za še večjo kontrolo lahko vlagatelj (15. v mesecu) zahteva tako imenovane ISM obrazce, iz katerih so razvidne naložbene strukture VS za pretekli mesec. V skladu z novim ZISDU, pa nad delovanjem DZU bdi tudi posebna banka skrbnica, katera celo nosi odškodninsko odgovornost za vse nepravilnosti v zvezi s poslovanjem sklada. Rezultat vsega tega je močno zmanjšanje možnosti likvidacije sklada, zaradi neetičnega poslovanja upravljavcev sklada ali kakšne druge oblike malverzacije.

VII. Široka paleta storitev investitorjem

Skladi poleg svoje osnovne funkcije ponujajo še mnogo drugih storitev, tako da lahko vsakdo najde sklad, ki mu je kar najbolj po meri. Med te storitve lahko štejemo enostaven postopek nakupa in prodaje delnic, možnost avtomatičnega reinvestiranja dividend in razdeljenih kapitalskih dobičkov, priprava poročila za davčno službo, varovanje VP, stalno informiranje delničarjev, oblikovanje pokojninskega ali investicijskega načrta. Prav tako lahko investitorji sami izberejo na kakšen način bodo vplačevali svoja sredstva v sklad. Tako se lahko odločijo za enkratno vlogo, ali pa za obročno vplačevanje v obliki trajnika. Možna je seveda tudi vmesna pot, za katero se odloča največji delež varčevalcev. Gre za večkratno vplačevanje različnih zneskov, kakor pač odgovarja vlagateljem. Pri vplačilu obstajata samo dve omejitvi. Da vplačilo ne sme biti manjše od prodajne VEP in da ima lahko posamezni vlagatelj v lasti največ 5% sklada. Nekatere DZU omogočajo svojim vlagateljem, da namesto investicijskih kuponov prejmejo samo izpisek z investicijskega računa. To je za vlagatelja bolj prijazna rešitev, saj se investicijski kuponi hranijo pri DZU in vlagatelj nima skrbi. V primeru izgube investicijskega kupona bi namreč moral vlagatelj le-tega preklicati v Uradnem listu. Praktičnost takega načina vplačila se pokaže tudi pri mesečnem vplačevanju v VS, saj vlagatelj namesto gore papirja prejme samo izpisek, podoben tistemu iz banke. Vse to z namenom, da bi bila celotna stvar za investitorja čim enostavnejša in udobnejša.

VIII. Zasebnost podatkov o lastništvu investicijskih kuponov

Ena od manj prijetnih lastnosti investiranja v (nematerializirane) delnice v Sloveniji je, da lahko vsakdo pri Centralni klirinško depotni družbi kupi delniško knjigo podjetja, katerega delničar je tudi sam. Iz delniške knjige podjetja pa je razvidno, kdo ima v lasti koliko delnic tega podjetja. Za marsikaterega lastnika delnic je to velika slabost trenutne slovenske ureditve. Zato je treba poudariti, da investicijski kuponi za razliko od delnic niso vodeni pri KDD in se torej seznama imetnikov ne da kupiti.

DZU, ki vodijo evidenco imetnikov investicijskih kuponov, skrbno varujejo podatke o lastništvu investicijskih kuponov in jih posredujejo samo na izrecno zahtevo tistih pooblaščenih uradnih organov, ki imajo za to zakonsko podlago (odredba sodišča itd.). Osebni podatki so varovani v skladu z veljavno zakonodajo, poleg tega pa ne obstaja centralno mesto, kjer bi bili zbrani vsi podatki vseh DZU. Skratka, za VS velja tako stroga ureditev, kot za banke (bančna tajnost), kar zagotavlja zasebnost podatkov o lastništvu investicijskih kuponov.

3.1.2. SLABOSTI VZAJEMNIH SKLADOV

I. Število vzajemnih skladov

Število obstoječih VS se iz dneva v dan povečuje. To pomeni, da lahko investitorji izbirajo med nešteti skladi, ki jim ponujajo podobne storitve. Posledica te zasičenosti trga je, da imajo investitorji oteženo delo pri izbiri sklada. Skladov je tako veliko, da tudi tisti investitorji, ki vedo kaj hočejo, lahko izbirajo med več skladi s praktično enako ponudbo, kaj šele tisti vlagatelji, ki ne vedo točno, kaj bi radi. Roko na srce na slovenskem finančnem trgu situacija še ni tako huda, saj trenutno v Sloveniji deluje 18 odprtih skladov. Ko pa pogledamo v svet vidimo, da je izbira skladov dejansko neverjetna in povprečni investitor ima nemalo težav pri izboru.

S tem se posledično poveča tudi poraba časa vlagatelja pri njegovih naložbenih odločitvah. Sedaj sicer ne izbira med nešteti VP, v katere bo lahko investiral, zato pa mora dobro premisliti kateri sklad najbolj ustreza njegovim potrebam. Tako se mora najprej odločiti katera oblika sklada je zanj najbolj primerna. Nato pa mora še znotraj izbrane oblike skladov poiskati najprimernejšega. Seveda pa vlagatelj ne more v naprej vedeti, kateri sklad bo najbolje posloval v prihodnosti. Pomaga si lahko le s sestavo portfelja sklada in s preteklimi donosi, ki pa niso nobena garancija za donose v prihodnosti.

II. Stroški

Vrednost portfelja in donosnost VP v portfelju sklada sta obremenjena s stroški upravljanja in drugimi stroški poslovanja (provizije pri nakupu in prodaji delnic sklada, provizije, ki pripadajo upravljavcem odprtega sklada, stroški transakcij finančnega premoženja). V bistvu investitorji z vstopnimi, izstopnimi in upravljavskimi provizijami, katere plačujejo, krijejo celotno delovanje sklada. Tako so lahko skupni stroški za individualnega investitorja, ki ni pretirano aktiven na finančnem trgu celo nekoliko višji, kot če bi sam deloval na borzi.

Za posamezno transakcijo borzno-posredniške hiše namreč zaračunavajo provizijo v višini približno enega odstotka. Skladi pa zahtevajo za svoje delo (zaenkrat) do pet odstotkov provizije (vstopna + izstopna + upravljavska provizija). Tako je očitno ob enkratni transakciji na boljšem posamezni investitor. Vendar pa ne smemo pozabiti, da skladi na borzi trgujejo vsakodnevno in v primeru vsakodnevnega trgovanja na borzi skladi vendarle poslujejo z mnogo nižjimi stroški, kot bi to uspevalo individualnemu investitorju (Bogle, 1994, str. 55). Poleg tega so po odbitju upravljavske provizije vlagatelji deležni celotnega preostalega dobička doseženega s trgovanjem z VP, medtem ko si borzna hiša (v primeru individualnega upravljanja premoženja) običajno vzame še dodaten delež doseženega dobička in s tem zmanjšuje realno vrednost donosa.

III. Pomanjkanje nadzora nad kapitalnimi dobički

Vlagatelj, s tem ko investira v VS, praktično izgubi nadzor nad doseganjem kapitalnega dobička. V primerjavi s posamezno naložbo, ko investitor natančno ve, kakšen je dosežen kapitalni dobiček, je pri skladih s spremenljivimi donosi spremljanje doseganja dejanskega kapitalnega dobička močno oteženo. Prav tako vlagatelj tudi nima popolnega nadzora nad tokom kapitalnega dobička, saj poskušajo skladi vse svoje dohodke delničarjem plasirati, kar se da ažurno. Zato investitor ne more sam odločati o časovnem zaporedju kapitalnih dobičkov, s čimer je močno omejeno davčno odločanje vlagatelja (Bogle, 1994, str. 55). Posledica tega so lahko dodatni stroški investitorja. Ker sam ne more regulirati kapitalnih dobičkov iz naslova VS, ima to lahko za posledico višje skupne prihodke, s tem pa skok v višji davčni razred in višje davke.

IV. Možnost sodelovanja pri upravljanju sklada

Pravzaprav gre za onemogočenost sodelovanja pri upravljanju VS. Investitor lahko ob nakupu delnic sklada oceni pričakovane donose na podlagi investicijske politike sklada, temeljnih ciljev sklada ali njihovih preteklih uspehov. Na podlagi te ocene lahko tudi do neke mere predvidi, kateri izmed skladov se bo najbolj ujemal z njegovim načinom investiranja. To pa je tudi vse kar lahko naredi glede upravljanja. Ne more namreč vplivati na trgovanje z VP sklada in s tem na sestavo portfelja. To opravlja sklad neodvisno od želja posameznih investorjev. Zasleduje le cilje svoje naložbene politike in predvideva, da ravna v skladu z željami kupcev investicijskih kuponov. V bistvu gre za pomanjkanje osebnega stika med vlagatelji in upravljavci, saj se le-ti med seboj nikoli niti ne vidijo. Kaj šele, da bi razpravljali o investicijski politiki sklada (Bogle, 1994, str. 55).

3.2. NASTANEK IN RAZVOJ VZAJEMNIH SKLADOV

V svetu VS obstajajo že več deset let, skoraj sto. Prvi so se pojavili že leta 1928, eden najbolj znanih med njimi je bil Pioneer Fund. Skladi so postajali vedno bolj popularni in vedno več ljudi se je odločalo za tako obliko naložbe, ta trend pa se je ohranil vse do današnjih dni. Gre predvsem za male investitorje, razlog za njihovo odločitev pa je seveda, da preferirajo zgoraj našteje prednosti skladov, pred njihovimi slabostmi. Tako so vzajemni skladi v razvitih gospodarskih sistemih celo prevladujoča oblika investicijskih skladov in nasploh ena najpomembnejših oblik varčevanja. To potrjujejo tudi statistični podatki. Samo v ZDA je bilo konec leta 2001 preko 8 000 odprtih skladov, na svetu pa je ta številka narasla preko 50 000 (Investment Company Institute, 2002).

Tabela 4: Razvrstitev vzajemnih skladov po datumu ustanovitve

Ime Sklada	DZU	Začetek poslovanja	Tip sklada
Galileo	KD Investments	01.01.1992	delniški-zmerno agresivni
Piramida	LB Maksima	31.12.1992	mešani
Polžek	Abančna DZU	01.09.1993	delniški-konzervativni
Modra kombinacija	Ilirika DZU	18.11.1993	delniški-zmerno agresivni
Hrast	KBM Infond	01.01.1994	delniški-zmerno agresivni
Pika	Primorski skladi	21.01.1994	mešani
Vizija	Vizija	01.02.1994	delniški-zmerno agresivni
S.P.D.	KBM Infond	01.03.1994	delniški-zmerno agresivni
Delniški	KBM Infond	01.03.1994	delniški-zmerno agresivni
Alfa	Probanka DZU	01.03.1994	delniški-konzervativni
Vipek	Avip	08.03.1994	delniški- zmerno agresivni
Zajček	Abančna DZU	23.06.1994	delniški-zmerno agresivni
Rastko	KD Investments	23.08.1996	delniški-agresivni
KD Bond	KD Investments	23.08.1996	obvezniški
Živa	Primorski skladi	16.11.1999	delniški-agresivni
Renta	Triglav DZU	22.12.1999	delniški-konzervativni
Skala	Krekova družba	15.03.2000	delniški-zmerno agresivni
Sova	Abančna DZU	24.11.2000	obvezniški

Vir: Slovenski spletni servis namenjen vzajemnim skladom, 2002.

V Slovenji so investicijski (in z njimi tudi vzajemni) skladi, tako kot v ostalih državah v tranziciji postali znani šele z lastninjenjem. V tabeli 4 (glej str. 17) lahko vidimo, da je prvi tak sklad v Sloveniji začel delovati 1.1.1992.. To je bil vzajemni sklad Galileo. Med svojim obstojem je zamenjal več družb za upravljanje. Tako ga je najprej upravljala posredniška hiša PM&A, nato DZU Beta Invest, od leta 1996 dalje pa Kmečka družba za upravljanje (ki se je med tem večkrat preoblikovala in preimenovala). To je še en podatek, ki priča v prid varnosti vzajemnih skladov. Ta sklad je sicer še danes največji v Sloveniji po obsegu vrednosti sredstev, njegov tržni delež med vsemi skladi te oblike pa se giblje nekje med 40 in 50 odstotkov in je daleč pred konkurenco (glej Sli. 1, na str. 19). Še danes prvi konkurent nadzira le približno 15 odstotni delež slovenskega trga (Rastko). Pa še tega upravlja ista DZU. Edini sklad, ki še dosega 10 odstotni delež je Alfa, vsi drugi skladi pa imajo znatno manjše deleže od slabih 6 odstotkov do zgolj slabe polovice odstotka. Očitna je torej velika koncentracija kapitala v slovenskih VS.

V naslednjih letih je bilo ustanovljeno še 14 vzajemnih skladov, večinoma delniških, prelomnica pa je leto 1995, ko je bil sprejet prvi ZISDU. Le-ta je nalagal, da morajo vsi VS preiti pod okrilje DZU. Ta zakon in vzporedne odločbe so botrovale zmanjšanju števila novoustanovljenih VS, saj so bili po uvedbi tega zakona ustanovljeni le še trije. Končni rezultat je danes 18 poslujočih VS, katere upravlja 11 DZU. V obdobju od ustanovitve prvega sklada pa do danes so nekateri skladi prenehali z delovanjem, se spojili z drugimi skladi ali pa so jih prevzele druge DZU. V prihodnosti lahko pričakujemo nov razmah števila skladov kot posledico dolgo pričakovanega novega ZISDU. Ta je usklajen s standardi in direktivami Evropske unije, torej bolj naklonjen varčevanju v VS. Poleg tega pa nekatere slovenske DZU že tako pogledujejo preko naše meje v tujino. Predvsem zanimiv je Luksemburg zaradi zelo ugodnega načina obdavčitve kapitalskih dobičkov.

Tabela 5: Družbe za upravljanje razvrščene glede na tržni delež na 10.02.2003.

Ime DZU	Skladi, ki jih DZU upravlja	Tržni delež DZU (sklada) v %
KD Investments	Galileo, Rastko, Kd Bond	60,40 (43,32; 15,27; 1,84)
Probanka	Alfa	12,96
KBM Infond	Delniški, Hrast, S.P.D.	6,74 (3,00; 2,03; 1,71)
Krekova družba	Skala	5,80
Abančna DZU	Zajček, Polžek, Sova	5,48 (2,98; 1,49; 1,01)
Ilirika DZU	Modra kombinacija	2,59
Primorski skladi	Živa, Pika	2,02 (1,34; 0,68)
Avip DZU	Vipek	1,49
Vizija	Vizija	1,18
LB Maksima	Piramida	1,01
Triglav DZU	Renta	0,31

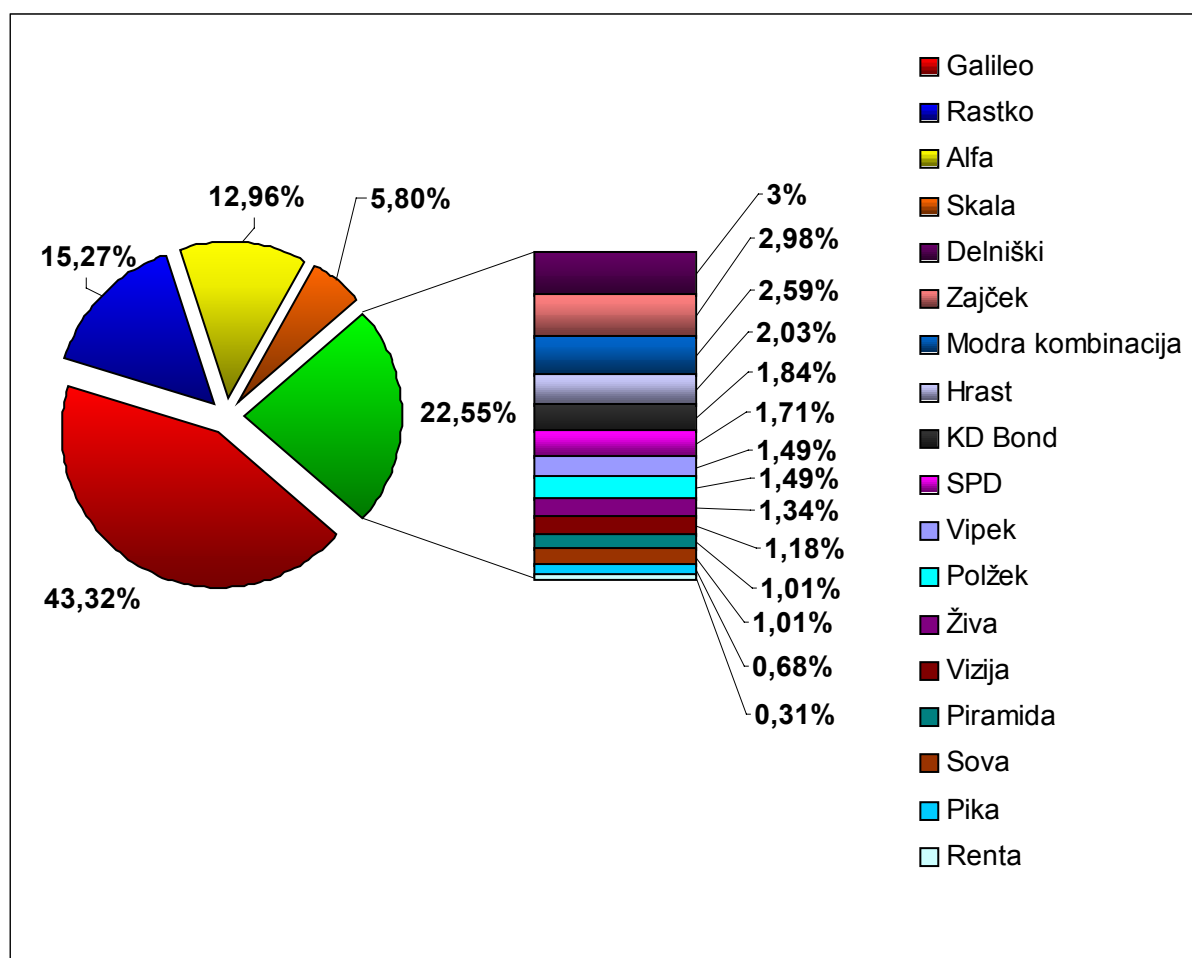
Vir: Tržni delež slovenskih vzajemnih skladov v %, 2002.

Med DZU na slovenskem trgu prevladuje KD Investments, naslednica kmečke družbe. Kot je razvidno iz zgornje tabele nadzira kar dobrih 60 % trga, medtem ko prvi zasledovalec Probanka le 11,46 %. Omeniti velja še KBM Infond, Krekovo družbo in Abančno DZU, ki imajo vsaka okoli 6%, delež drugih družb pa je skoraj zanemarljiv, saj nadzirajo skupaj manj kot 10 % trga. To nakazuje na veliko koncentracijo sredstev pri posameznih družbah in s tem skladih, saj trije največji skladi (Galileo, Rastko in Alfa) upravljajo z dobrimi 70 % premoženja. Po drugi strani pa 14 skladov, ki so po velikosti premoženja najmanjši upravlja z manj kot 25 % celotne mase sredstev (glej Sli. 1, na str. 19).

Prevlada KD Investments na trgu je predvsem posledica najbolj sistematične in agresivne tržne strategije med vsemi slovenskimi DZU. Svoje stranke obvešča o svoji ponudbi preko vseh medijev, ki so ji na razpolago. Tako lahko zasledimo njene oglase na Internetu, teletekstu, v dnevnem časopisju, oglas imajo celo ob začetku dnevnika na TV SLO 1, prav tako pa izdaja tudi svoj informativni bilten in ima odprto brezplačno telefonsko linijo. Poleg tega ima tudi najbolj razvito mrežo agentov na terenu, ki imajo na razpolago tiskano gradivo za predstavitev skladov katere upravlja KD Investments in zato sploh ni čudno, da njeni skladi sodijo med najhitrejše pri pridobivanju na rasti čiste vrednosti. Lahko bi rekli, da se lahko druge slovenske družbe zgledujejo po njej, kar se v praksi tudi dogaja, saj se tudi imena in oglasi konkurenčnih družb vse pogosteje pojavljajo v medijih.

Vseeno pa mora tudi DZU KD Investments še veliko postoriti na tem področju, če bi se rada primerjala s konkurenčnimi skladi po svetu. Tržna mreža le-teh je še veliko bolj dodelana in učinkovita pri pridobivanju novih vlagateljev. In zaradi sprejetja novega ZISDU, bodo vsi slovenski VS vključno s KD Investments morali dohiteti inozemske sklade na tem področju. Z novim zakonom se namreč podirajo meje finančnih trgov, kar pomeni, da bodo od sedaj naprej lahko tudi tuji odprti skladi sodelovali na slovenskem trgu in s tem konkurirali domačim skladom pri pridobivanju denarnih sredstev slovenskih varčevalcev. Seveda to predstavlja novo nevarnost za slovenske odprte investicijske sklade in mnogi menijo, da slovenski VS ne bodo kos tujim, ko ti enkrat prodrejo na slovenski trg.

Slika 1: Tržni Delež Slovenskih vzajemnih skladov glede na premoženje na dan 10.02.2003.



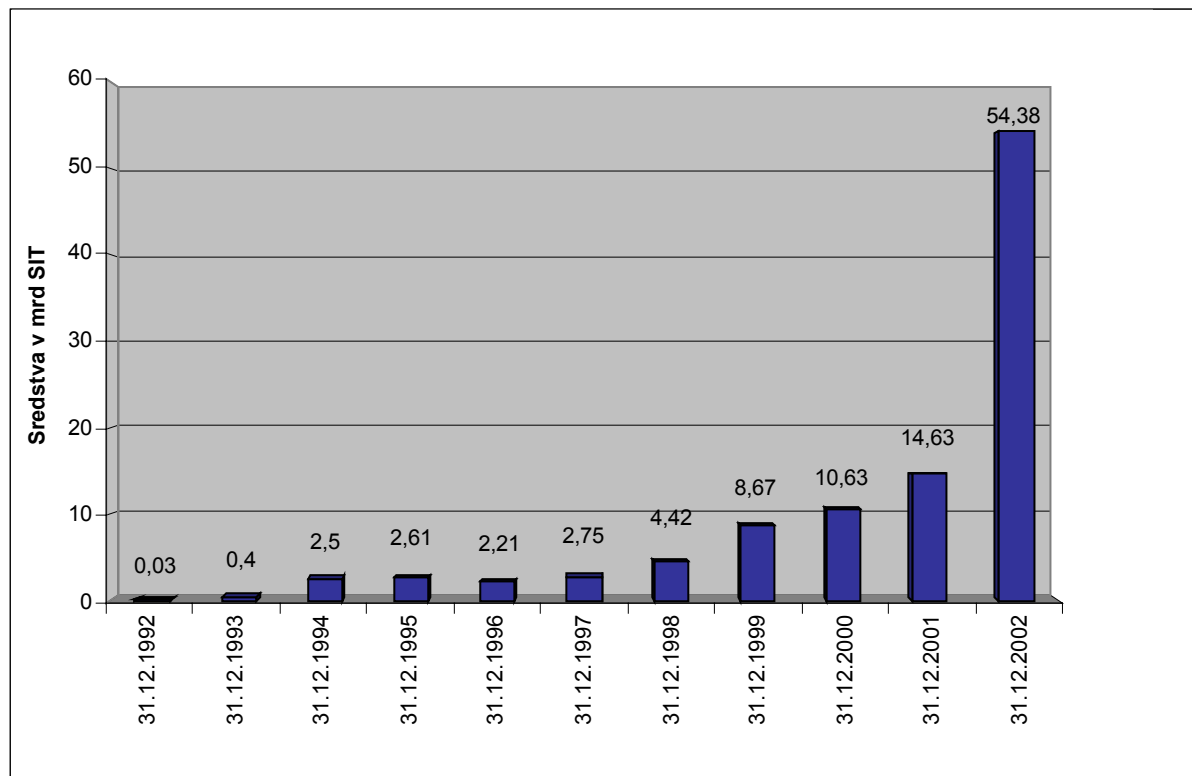
Vir: Tržni delež slovenskih vzajemnih skladov v %, 2002.

3.3. OBSEG IN DINAMIKA RASTI NALOŽB V VZAJEMNIH SKLADIH

Medtem ko se razmerje tržnih deležev posameznih skladov ne spreminja bistveno, pa to ne velja za skupno vrednost sredstev v slovenskih skladih odprtega tipa. Ta se namreč stalno povečuje in to vedno hitreje. Glede na spodnjo sliko bi to rast skoraj lahko poimenovali za eksponentno. To predvsem velja za zadnja leta, ko je ta rast res vsako leto bolj očitna in znatna. Vendar pa začetki niso bili tako lepi. Po prvotnem navdušenju ob začetku poslovanja prvih takih skladov v Sloveniji, se je rast skupne vrednosti sredstev v VS ustavila. Tako so sredstva naložena v VS v obdobju od leta 1994 do 1997 ostala praktično nespremenjena. Razlog za to so bile prvotne težave, ki so značilne za vse novo nastajajoče finančne instrumente. Prvi vzrok je bil sprejetje prvotnega ZISDU, katerega osnovni namen je bil zavarovanje naložb, stabilnost skladov in finančnega trga. Posledica pa je bila, da se je mnogo družb raje odločilo za druge oblike delovanja na finančnem trgu. Na višino sredstev so prav tako vplivale različne finančne afere. Najbolj neslavna je bila afera DZU Dadas, ki je povzročila pravi preplah na borzi, pa tudi razni drugi finančni škandali, ki sicer nimajo nobene povezave z VS, kot je bila piramidna igra »Catch the cash« in podobne, so zasejale nezaupanje investorjev do vseh nebančnih načinov varčevanja.

Tu velja omeniti tudi navade slovenskih varčevalcev. Povprečen Slovenec namreč varčuje v bankah, kar lahko pripišemo tudi slabi izobraženosti. Veliko varčevalcev se namreč ne zaveda, kaj vse ponujajo slovenski odprti investicijski skladi in so očitno mnenja, da so za to obliko investiranja potrebni visoki dohodki in da gre za zelo tvegano obliko naložbe. Na to nakazuje predvsem dejstvo, da pri nas v VS sedaj varčujejo predvsem varčevalci, ki so v starostnem razredu med 45 in 64 let, so v višjem dohodkovnem razredu in imajo nadpovprečno izobrazbo (Androjna, 2002, str. 20).

Slika 2: Vrednost sredstev vzajemnih skladov v milijardah SIT po posameznih obdobjih

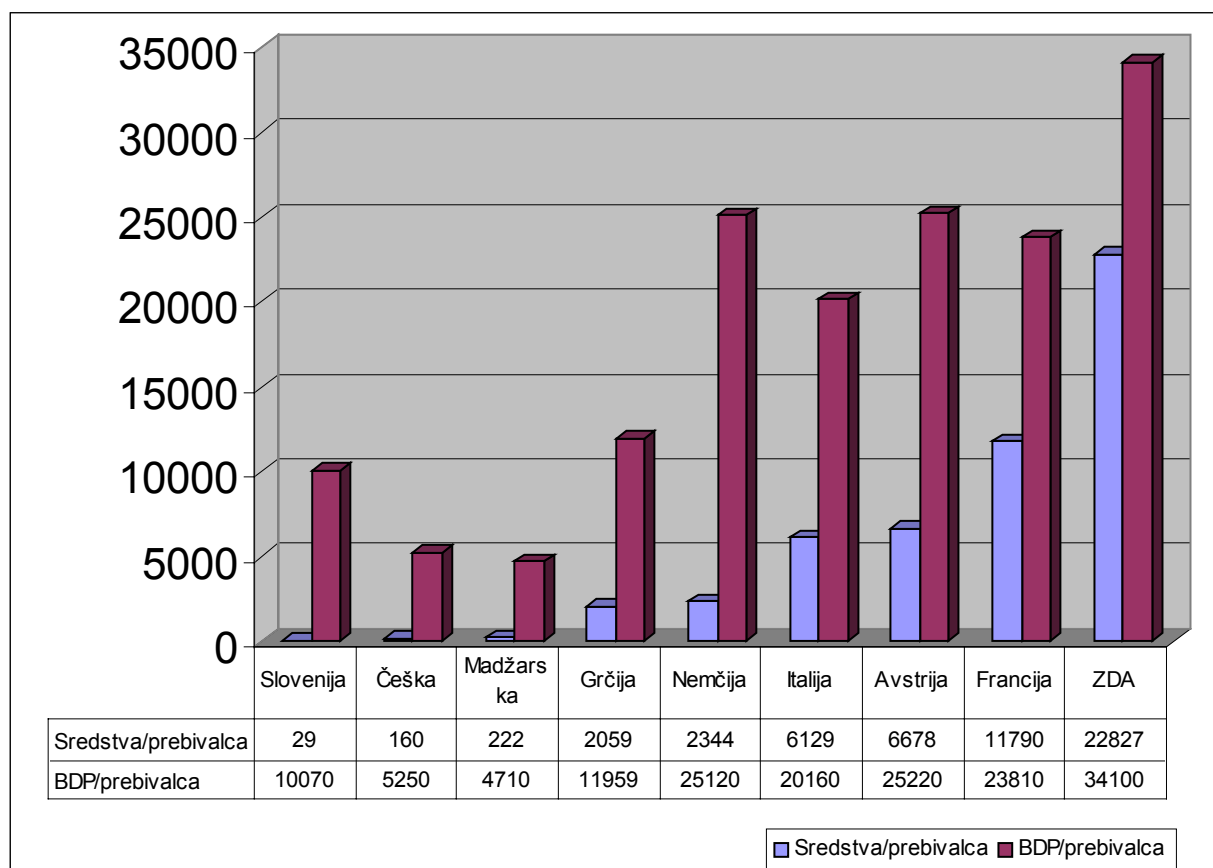


Vir: Žnidaršič Kranjc, 1999, str.112; Tečajnica vzajemnih skladov 1999, 2000, 2001, 2002 in Gibanje količine sredstev v slovenskih vzajemnih skladih v milijardah SIT, 2002.

Pa tudi skladi sami so pri predstavitvi in trženju svojih storitev zaenkrat še preveč pasivni, tako da tudi sami ne prispevajo k večji izobrazbi potencialnih vlagateljev. Nikakor pa ne smemo pozabiti na zakonodajo, ki je vse prej kot spodbudna. Predvsem zakonodaja, ki omejuje naložbene možnosti slovenskih skladov in promovira skladom nenaklonjeno davčno politiko, je tista, ki ovira sklade in njihov razvoj. In prav na področju zakonodaje se kmalu obetajo nove spremembe v smislu približevanja evropskim normam, kar obeta še večji razmah skladov (Lubej, 2001, str. 12-13).

Vendar pa se stanje spremijna. Tako zakoni, kot tudi varčevalci, so vse bolj naklonjeni tej obliki varčevanja. Samo v zadnjem letu so se sredstva v vzajemnih skladih povečala za 270% (izračun na podlagi Sli. 2, glej str. 20). Razlog za tako hitro rast vrednosti sredstev v skladih odprtega tipa so verjetno visoki donosi, ki jih le-ti dosegajo v zadnjih nekaj letih. Vprašanje pa je, do kdaj še bodo slovenski VS obdržali tako raven uspešnosti, in hkrati s tem, ali in do kdaj se bo vrednost sredstev v VS tako naglo povečevala. Ljudje se znajo hitro premisliti, če donosi ne bodo dosegali njihovih pričakovanj

Slika 3: Sredstva v vzajemnih skladih na prebivalca po državah v letu 2001 in primerjava z BDP na prebivalca v letu 2001, v USD



Vir: Vloga v vzajemne sklade per capita v USD v letu 2001, 2002 in World development indicators, 2002.

Kljub temu neverjetnemu porastu pa slovenski varčevalci še vedno »zaostajajo« za investitorji drugih držav. To je jasno razvidno na zgornji sliki. Slovenci smo leta 2001 v povprečju namenili le 29 USD za varčevanje v VS. To predstavlja le približno 0,3% BDP-ja, medtem ko prebivalci držav Evropske Unije za ta namen porabijo med 30 do 50% ali pa še več. Seveda se mi z njimi še ne moremo primerjati, saj se je pri nas ta oblika investiranja pojavila šele pred desetimi leti, medtem ko investicijski skladi v državah z razvitejšim finančnim trgom obstajajo že skoraj sto let.

Lahko pa se zato primerjamo z drugimi državami, ki so se pred kratkim lastninile, kot sta Madžarska in Češka. In tudi v primerjavi z njimi premalo vlagamo v VS. V omenjenih dveh državah so državljani vložili v sklade odprtega tipa 4,7% oziroma 3% svojega BDP in to kljub temu, da je le-ta za približno pol manjši kot pri nas.

Kot sem že omenil, pa se stanje pri nas drastično izboljšuje, saj se ta procent hitro dviguje. Če upoštevamo, da je skupna višina sredstev v slovenskih VS na 31.12.2002. 54,38 mrđ SIT, tečaj USD pa 221,0708 SIT (Bilten Banke Slovenije, januar 2003, str. 51) potem to znaša 245,98 mio USD. Če nadalje upoštevamo, da je prebivalstvo Republike Slovenije na 30.06.2002 štelo 1.995.718 Slovencev (Bilten Banke Slovenije, januar 2003, str. 6) in predvidevamo, da se v pol leta ta številka ni bistveno spremenila, lahko izračunamo, da so se sredstva v VS na prebivalca dvignila na 123,25 USD. Če sedaj upoštevamo še, da BDP na prebivalca za leto 2001 znaša 9451 USD (Bilten Banke Slovenije, januar 2003, str. 71) in da lahko pričakujemo letno rast BDP v letu 2002 v višini približno 3%, potem lahko predvidevamo, da bo BDP/prebivalca leta 2002 znašal približno 9734,5 USD. Na podlagi te ocene lahko nato sklepamo, da dandanes namenimo za tovrstne naložbe približno 1,26% BDP-ja.

Ta procent je sicer še vedno nizek v primerjavi z drugimi državami (tudi tranzicijskimi), vendar se njegova višina opazno povečuje. In trenutni trend nakazuje, da se bo ta odstotek še občutno povečal v prihodnjem obdobju. Pričakujemo lahko celo, da se bo v kratkem izenačil vsaj z odstotkom, ki ga imajo države v tranziciji (kot sta Madžarska in Češka). Dolgoročno pa lahko upamo, da se bo dvignil na raven razvitih evropskih držav.

3.4. ANALIZA DONOSOV VZAJEMNIH SKLADOV

Donosnost VS je za investitorja odločilni dejavnik pri izbiri sklada. Naložba v vzajemni sklad pa mu prinaša donose iz treh naslovov. To so:

- Dividende na delnice sklada. Skladi imajo svoje premoženje naložene v VP (lastniške in dolžniške), za katere prejema obresti ali dividende. Le-te tvorijo čisti dobiček sklada, ki ga je družba dolžna razdeliti med imetnike investicijskih kuponov v roku enega leta;
- Denarni donosi od ustvarjenih kapitalskih dobičkov. Skladi trgujejo na borzi, kjer ustvarjajo kapitalske dobičke ali izgube (odvisno od tega, če prodajo kupljene VP po višji ali nižji ceni od nakupne). Isto velja za netržne VP, le da se z njimi trguje preko okenc in ne na borzi. In tudi te kapitalske dobičke so skladi dolžni razdeliti med imetnike investicijskih kuponov v roku enega leta;
- Čista sprememba VEP. Sprememba vrednosti premoženja je posledica spreminjanja tečaja VP, ki jih ima sklad v svojem portfelju. Imetniki investicijskih kuponov dosežejo dobiček, če je prodajna vrednost kupona večja ob prodaji kot ob nakupu VEP.

Pri tem pa je treba omeniti, da zgornja definicija velja predvsem za sklade v svetu, oziroma da gre za teoretično definicijo, ki ima v praksi mnogokrat drugačno obliko. Tako pri nas skladi večinoma ne razdelijo niti dividend niti obresti lastnikom sklada. Tudi denarne donose od ustvarjenih dobičkov ne namenijo razdelitvi. V večini primerov so edini donosi, katere dobi investitor posledica zadnje postavke, se pravi spremembe čiste vrednosti premoženja. Prvi dve postavki pa upravljavci skladov reinvestirajo na finančnem trgu in tako poskušajo še povečati tretjo postavko.

V skladu s tem sem se posvetil analizi donosov VS z vidika čiste spremembe vrednosti enote premoženja. Zato sem najprej zbral VEP konec leta vseh skladov in jih periodično razporedil v smiselno tabelo (glej Prilogo 1). Da sem prišel do nominalne stopnje donosa v letu t ($n(t)$) sem VEP konec tega leta (leto t) primerjal z VEP konce prejšnjega leta (leto t-1). Uporabil sem naslednjo formulo:

$$n(t) = (VEP_{(t)} / VEP_{(t-1)} - 1) * 100$$

Dobljeni rezultati so prikazani v spodnji tabeli. Ker nominalni donosi skladov po letih močno varirajo, sem zaradi lažje primerljivosti v zadnjem stolpcu v tabelo vključil tudi letno povprečje, ki ga je dosegel posamezni sklad v celotnem obdobju svojega delovanja. Letno povprečje je izračunano kot geometrično povprečje, to pa zaradi obrestno-obrestnega učinka. Tako bi investitor prišel do istega končnega zneska, če bi dosegal dejanske donose skozi celotno obdobje poslovanja VS, ali pa če bi se njegova naložba vsako leto povečala za izračunano letno povprečje. V zadnji vrstici je izračunano še skupno povprečje letnih donosov vseh skladov. To povprečje predstavlja letni donos, katerega si je lahko obetal investitor, če je naložil svoja sredstva v naključni VS, oziroma povprečni donos VS v opazovanem obdobju.

Tabela 6: Nominalni donosi vzajemnih skladov po letih

IME SKLADA	LETNA NOMINALNA STOPNJA DONOSA											LETNO POVPREČJE
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	
Galileo	169,03	85,18	53,59	15,54	21,76	29,27	31,46	19,54	0,47	27,19	58,84	41,17
Piramida		53,60	29,58	20,42	9,17	14,13	14,13	13,22	11,25	13,89	28,97	20,22
Polžek			35,19	28,73	10,36	21,12	19,26	11,67	6,00	12,59	40,56	20,10
Modra k.			26,35	32,04	-2,50	19,28	16,31	14,45	6,56	15,37	56,05	16,40
Hrast				12,97	10,35	14,65	31,32	17,01	4,33	20,94	51,66	19,66
Pika				19,30	8,69	16,05	12,55	17,64	9,44	20,16	24,17	15,89
Vizija					4,81	18,85	14,45	13,59	3,75	13,80	34,93	14,50
SPD				19,67	-17,96	23,97	5,50	28,27	11,94	25,05	49,87	16,77
Delniški				11,39	-19,23	23,98	8,74	23,62	8,96	29,19	47,14	15,22
Alfa				26,43	16,76	23,53	20,40	23,31	24,24	24,15	52,77	26,07
Vipek				25,94	18,53	21,37	20,05	15,37	6,63	19,74	40,66	20,71
Zajček				29,08	9,22	26,53	18,73	11,72	5,48	16,06	54,47	20,60
Rastko						28,79	27,65	32,26	-1,57	20,51	60,52	26,72
KD Bond						21,25	12,80	13,79	13,22	9,65	18,24	14,76
Živa									5,15	25,20	54,01	26,57
Renta									12,28	20,24	29,99	20,62
Skala										21,57	55,15	37,34
Sova										11,00	12,32	11,66
Povprečje												21,39

Vir: Gibanje vrednosti enote premoženja vzajemnih skladov v SIT, 2002. in lastni izračuni na podlagi priloge 1.

Pri zgoraj prikazanih stopnjah donosov niso upoštevane vstopne in izstopne provizije. Le-te se razlikujejo od sklada do sklada, seštevek obeh provizij pa zaenkrat še ne presega 3% vloženega zneska posameznega investitorja. Upravljaljska provizija, ki lahko znaša največ 2% čiste vrednosti sklada, pa je upoštevana že v izračunu VEP, saj se dnevno odvaja od sklada in pomeni obveznost do DZU, zato ne vpliva na izračune v zgornji tabeli.

Pri opazovanju donosnosti skladov s spremenljivimi donosi je prav tako potrebno upoštevati tudi davek na kapitalski dobiček, ki je bil v Sloveniji uveden 1.1.1997 in znaša 30%. Vendar pa se lahko investitor izogne tej obveznosti z neprodajo investicijskih kuponov v obdobju treh let. Prav tako je zelo verjetno, da se bo ta doba še znižal na eno leto ali celo 6 mesecev, kot je v večini držav EU.

Kot vidimo so VS v desetletnem obdobju v povprečju dosegli 21,39% nominalni letni donos, kar je izjemno visoko. Tudi če upoštevamo donose po posameznih letih, lahko opazimo, da skladi praktično nikoli niso prinašali kapitalske izgube, vsaj ne v nominalnem smislu. Seveda bi za popolnejšo sliko poterbovali realne letne donose. Do njih se lahko pride z upoštevanjem inflacije za obravnavana obdobja. Pri nas se za merjenje inflacije uporablja indeks cen življenjskih potrebščin. Ustrezne stopnje rasti cen življenjskih potrebščin so navedene v spodnji tabeli.

Tabela 7: Letne stopnje rasti cen življenjskih potrebščin

Leto	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Letne st. rasti	207,3	32,9	21	13,5	9,9	8,4	8	6,1	8,9	8,4	7,5
Indeks 92=100	100	132,9	160,8	182,5	200,4	217,1	234,3	248,7	270,8	293,7	315,7

Vir: Bilten Banke Slovenije, januar 2003, str. 75.

Poleg same stopnje rasti so navedeni tudi bazni indeksi, kjer je za bazo uporabljena raven cen življenjskih potrebščin iz leta 1992. S pomočjo teh indeksov sem VEP iz priloge 1 preračunal na raven cen iz leta 1992 in tako dobil $VEP_{(t, 92)}$. To sem storil tako, da sem VEP opazovanega leta ($VEP_{(t)}$) delil z baznim indeksom istega leta ($BI_{(t)}$) in rezultate prikazal v tabeli (glej Prilogo 2). Uporabil sem torej spodnjo formulo:

$$VEP_{(t, 92)} = VEP_{(t)} / BI_{(t)}$$

Nato sem primerjal $VEP_{(t, 92)}$ posameznega sklada med seboj po letih in tako prišel do realnih letnih stopenj donosa. Pri tem sem uporabil isto metodologijo izračunavanja kot za nominalne donose. Rezultati so vidni v Tabeli 8 prikazani na naslednji strani (glej str. 29). Iz tabele je razvidno, da je povprečen realen donos v slovenskih VS znašal celo 10,18 odstotkov. Kar pomeni, da je ta oblika naložbe izvrstna investicija, kljub nihanju tečaja. Če bolj pozorno pogledamo tabeli 6 (glej str. 23) in 8 (glej str. 25), lahko opazimo značilne gospodarske cikle, ki se ponavljajo vsake štiri leta. Iz tega lahko sklepamo, da se v sklade spleča vlagati za obdobje v dolžini najmanj štirih let, če se hočemo izogniti tveganju gospodarskih ciklov. Nasplošno sicer velja pravilo, da se gospodarski cikel ponovi približno vsakih pet let. Poleg tega lahko opazimo, da so negativni donosi relativno nizki v primerjavi s pozitivnimi. To pa pomeni, da kljub recesijam gospodarstva, denar v VS najmanj obdrži svojo realno vrednost.

Očitno je tudi, da ni vseeno niti v katere sklade nalagamo svoje suficite, saj so razlike med donosi posameznih skladov, dobro vidne. Letna razlika v povprečnem realnem donosu skladov s spremenljivimi donosi varira tudi več kot 20%. Tako je najslabši slovenski odprti sklad dosegal povprečno letno realno rast na ravni zgolj 3,41 odstotkov (sklad Sova), medtem ko je najuspešnejši med njimi dosegal zavidljivih 27,2 odstotkov (sklad Skala) povprečne realne letne rasti. Ta podatek pa je treba jemati z rezervo, saj ta dva sklada delujeta šele dve leti. Bolj verodostojni podatki pokažejo, da se letni realni donosi VS med seboj razlikujejo za približno 10% (sklada Rastko in Vizija). Iz tabele 8 (glej str. 25), lahko razberemo tudi, da so skladi kljub stalnim spremembam VEP dolgoročno gledano varna naložba, saj so vsi dosegli pozitivno letno povprečje.

Tabela 8: Realni donosi vzajemnih skladov po letih, ob upoštevanju cen iz leta 1992

IME SKLADA	LETNA REALNA STOPNJA DONOSA											LETNO POVPREČJE
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	
Galileo	-12,46	39,34	26,94	1,80	10,88	19,32	21,80	12,62	-7,73	17,27	47,78	14,82
Piramida		15,58	7,10	6,10	-0,58	5,35	5,75	6,67	2,17	5,01	19,98	7,16
Polžek			11,74	13,42	0,51	11,80	10,51	5,21	-2,65	3,81	30,76	9,09
Modra k.			4,42	16,35	-11,22	10,10	7,77	7,83	-2,14	6,38	45,17	8,51
Hrast				-0,46	0,50	5,83	21,68	10,24	-4,19	11,51	41,10	9,98
Pika				5,11	-1,02	7,12	4,29	10,83	0,51	10,79	15,52	6,52
Vizija					-4,56	9,70	6,05	7,02	-4,72	4,93	25,53	5,88
SPD				5,46	-25,28	14,42	-2,23	20,83	2,81	15,31	39,43	7,32
Delniški				-1,85	-26,45	14,46	0,75	16,46	0,06	19,11	36,90	5,90
Alfa				11,40	6,33	14,03	11,56	16,17	14,10	14,47	42,12	15,87
Vipek				10,97	7,94	12,04	11,24	8,69	-2,07	10,41	30,85	10,95
Zajček				13,73	-0,53	16,79	10,01	5,25	-3,13	7,00	43,71	10,84
Rastko						18,88	18,28	24,60	-9,61	11,11	49,33	17,47
KD Bond						11,93	4,52	7,20	3,98	1,10	10,00	6,39
Živa									-3,43	15,44	43,28	16,89
Renta									3,12	10,87	20,93	11,40
Skala										12,09	44,34	27,20
Sova										2,34	4,49	3,41
Povprečje												10,18

Vir: Gibanje VEP vzajemnih skladov v SIT, 2002 in lastni izračuni na podlagi priloge 1.

Če smo natančnejši lahko celo opazimo, da so načeloma donosnejši skladi, ki veljajo za agresivnejše, se pravi skladi, ki imajo v svojem portfelju večji odstotek naložb v lastniške vrednostne papirje (Tabela 9, glej na str. 27). Torej v tiste oblike naložb, katere na finančnem trgu smatramo za bolj tvegane. Vendar hkrati s tem tudi bolj donosne in prav v tem tiči razlog za njihov uspeh.

Ob še globlji posvetitvi tej povezavi, lahko opazimo, da gre za medsebojno odvisnost med omenjenima parametroma. To lahko preverimo z izračunom korelacijskega koeficienta med donosnostjo odprtih skladov v opazovanem obdobju in deležem njihovih naložb v lastniške VP. Korelacijski koeficient namreč izraža stopnjo povezanosti med dvema spremenljivkama. Rezultat je 0,56, kar kaže na določeno stopnjo povezanosti opazovanih spremenljivk. Tudi če pogledamo dva najuspešnejša sklada, lahko vidimo, da sta oba delniško usmerjena (sklada Rastko in Skala) in imata v svojem portfelju 69,36 (sklad Skala) oziroma kar 84,19 (sklad Rastko) odstotkov delnic. Nasprotno pa je najmanj uspešen prav obvezniški sklad (sklad Sova), ki v svojem portfelju sploh nima delniških oblik naložb. Ob tem je treba še poudariti, da se delež delnic, ki ga imajo skladi v svojem portfelju stalno spreminja. Možno je namreč, da se odstotek delnic v premoženju sklada spremeni tudi za 20%, odvisno od ocene trga.

Vendar pa nas ti rezultati ne smejo zavesti v prepričanje, da gre za zlato pravilo. Tako lahko primerjamo tudi sklada Delniški (delniški-agresivni sklad) in KD Bond (obvezniški sklad), ki sta po obliki naložb povsem obratno usmerjena, pa kljub temu dosegata približno enake stopnje donosa. Končne sodbe torej ne moremo podati z gotovostjo. Velja le, da delniško usmerjeni skladi, torej skladi z agresivnejšo naložbeno politiko, pogosteje dosegajo višje donose od obvezniških in to predvsem na račun bolj tveganih naložb.

Tabela 9: Primerjava tipov sklada z uspešnostjo

Ime Sklada	Tip sklada	Nominalni d.	Realni d.	% delnic
Skala	delniški - zmerno agresivni	37,34	27,20	69,36
Rastko	delniški - agresivni	26,72	17,47	84,19
Živa	delniški - agresivni	26,57	16,89	85,85
Alfa	delniški - konzervativni	26,07	15,87	50,49
Galileo	delniški - zmerno agresivni	41,17	14,82	67,19
Renta	delniški - konzervativni	20,62	11,40	56,87
Vipek	delniški - zmerno agresivni	20,71	10,95	61,24
Zajček	delniški - konzervativni	20,60	10,84	58,81
Hrast	delniški - zmerno agresivni	19,66	9,98	71,53
Polžek	mešani	20,10	9,09	42,41
Modra k.	delniški - zmerno agresivni	16,40	8,51	62,43
SPD	delniški - zmerno agresivni	16,77	7,32	73,12
Piramida	mešani	20,22	7,16	38,48
Pika	mešani	15,89	6,52	22,32
KD Bond	obvezniški	14,76	6,39	2,58
Delniški	delniški - zmerno agresivni	15,22	5,90	74,48
Vizija	mešani	14,50	5,88	40,26
Sova	obvezniški	11,66	3,41	0

Opomba: % delnic velja na 31.12.2002

Vir: Slovenski spletni servis namenjen vzajemnim skladom. [URL: <http://www.vzajemci.com>], 31.12.2002.

Slovenski vzajemni skladi so v preteklosti torej dosegali nadpovprečno visoke stopnje donosa. Kaj pa lahko od njih pričakujemo v prihodnosti? V tem delu seveda ne bom poskušal napovedati prihodnost slovenskih skladov s spremenljivimi donosi, ampak bom zgolj poskušal nakazati možne smeri razvoja donosov VS v prihodnosti. V skladu s tem se moramo zavedati, da pretekli donosi niso nobena garancija za prihodnost. Kljub temu pa se precejšen del napovedi vrti prav okoli preteklih donosov.

Tako nekateri strokovnjaki napoveujejo znižanje stopenj donosov v prihodnosti, prav zaradi visokih donosov v preteklem letu. Spet drugi pa pričakujejo nadaljevanje neverjetnega leta 2002, ko so skladi dosegali nominalne donose tudi do 60% in napoveujejo celo zlato obdobje skladov v Sloveniji. Prvi kot argument navajajo prenapihnenost tečajev delnic, saj se je vrednost delnic v zadnjih dveh letih povečala za približno 85%, če upoštevamo SBI20 (glej Tab. 13, na str. 39), kar je res neverjetno. In v skladu s cikličnim delovanjem gospodarstva bi bilo po svoje logično pričakovati padec tečajev delnic (Kleindienst, 2002, str. 20). Po drugi strani pa nasprotniki verjamejo, da so tržne vrednosti delnice slovenskih podjetij še vedno nekoliko nižje od knjigovodskih in pričakujejo še nadaljno porast cen delnic. Optimisti prav tako vidijo priložnost za vnovičen skok borznih indeksov in s tem tudi VEP odprtih skladov v potencialni integraciji Slovenije v Evropsko unijo.

Če pogledamo borzne razmere držav, kot so Danska, ki je v Evropsko unijo vstopila leta 1973, Avstrija, Švedska in Finska, ki so vstopile leta 1995 in jih lahko po velikosti še najbolj primerjamo s Slovenijo, ugotovimo silovit skok borznih indeksov že v prvem letu pristopa. S precejšno gotovostjo smemo torej pričakovati ponovitev uspeha tudi ob vstopu naše države v Evropsko unijo. Seveda pa bo nujno, da bo oblast spremljala in inteligentno vodila zgodovinsko pomembno preobrazbo ter s socialnimi ukrepi omogočila, da bodo od nje imeli korist vsi. Prve korake v to smer je vodstvo države že naredilo, kar se kaže v mnogih že sprejetih zakonih in zakonih, ki še čakajo na obravnave (Čanžek, 2001, str. 3).

Prav te spremembe zakonodaje, naj bi blagodejno vplivale na nadaljni razvoj odprtih skladov v Sloveniji. Nov ZISDU (uskladitev z Direktivo o investicijskih skladih - 85/611EEC, 88/220/EEC in 95/26/EC), že tako omogoča skladom, da vlagajo v tuje VP brez količinske omejitve. Poleg tega pa naj bi prišlo tudi do spremembe davčne zakonodaje, ki naj bi na eni strani skrajšala špekulativno dobo (iz treh let na eno) ter obdavčila (do sedaj neobdavčene) obresti na bančne vloge. To bo sigurno pripomogla k razvoju trga kapitala in s tem tudi k razvoju VS, saj bodo bančne vloge izgubile eno izmed svojih poglobitvenih prednosti. Poleg tega pa oblasti vodijo politiko zniževanja obrestne mere, kar še dodatno preusmerja varčevalce na kapitalski trg in s tem tudi v vzajemne sklade.

Kot možno prednost VS vidijo strokovnjaki tudi javno mnenje varčevalcev. Če je le-to pred časom bilo zelo nenaklonjeno tej obliki varčevanja, je v zadnjem obdobju mogoče čutiti vse bolj pozitivno razmišljanje o tem načinu investiranja. To se kaže predvsem v vedno večji količini sredstev, ki jo Slovenci namenjamo varčevanju v skladih. Po drugi strani pa je to lahko tudi dvorezen meč. Pesimisti vidijo v tem nevarnost prenasičenosti trga. Posledica tega je lahko, da se bodo skladi morali odločiti za manj kakovostne naložbe. Vendar mislim, da za to ni prave nevarnosti, saj nov ZISDU skladom omogoča neomejeno širitev čez mejo. Tako bodo lahko slovenski VS presežek svojih sredstev namesto v nekakovostne naložbe na slovenskem trgu usmerili v tujino in se s tem izognili prenasičenosti domačega trga. Seveda pa odprava omenjenih zakonskih omejitev hkrati pomeni tudi prihod tujih skladov na naš trg in s tem povečanje stopnje konkurence. A pri temu je treba upoštevati, da so tuje borze veliko bolj privlačne za naše sklade kot naš finančni trg tujini. V preteklosti so slovenski skladi pokazali veliko zanimanja za tuje VP in se pritoževali zaradi omejevalnega zakona, ki jim je dovoljeval le 10 odstotno udeležbo tujih VP v premoženju.

Glede na vse omenjene razloge, mislim, da je resnica nekje vmes. Po svoje imajo prav tisti, ki napovedujejo nadaljevanje trenda visokih donosov skladov še v nadaljnjih letih, vendar ne verjamem, da lahko skladi v bližnji prihodnosti ponovijo uspehe iz leta 2002. Mnogo je odvisno tudi od ukrepov države. Če bo res spremenila zakonodajo v prid skladom in če se bomo vključili v EU, potem se skladom v prihodnosti pišejo lepi časi. Sta pa to dva velika če-ja in vprašanje je, kako se bo vse skupaj na koncu obrnilo.

3.5. DAVČNI VIDIK

Davčni vidik sem nekoliko obravnaval že v prejšnjih poglavjih, vendar je treba to področje natančneje obdelati. Najprej je potrebno ločiti vlagatelje na fizične in pravne osebe. Če je vlagatelj fizična oseba in je s prodajo točk ustvaril dobiček (se pravi pozitivno razliko med prodajno in nakupno vrednostjo investicijskega kupona), mora biti posledično pozoren na davek na kapitalski dobiček. Akontacija davka na kapitalski dobiček znaša namreč 30% na osnovo, vendar pa je dejanski znesek davka odvisen od dohodninskega razreda davčnega zavezanca. Poleg dohodninskega razreda, pa je pomemben tudi čas, ki je minil od nakupa do prodaje VEP sklada. Davčna zakonodaja je namreč naklonjena dolgoročnemu varčevanju v VS. Tako je v primeru, da je od nakupa do prodaje točk minilo več kot tri leta, dobiček popolnoma neobdavčen. Če je od nakupa do prodaje minilo šest mesecev ali celo manj, je osnova za davek razlika med vrednostjo točk ob prodaji in vrednostjo točk ob nakupu. Če pa je minilo od nakupa do prodaje več kot šest mesecev a hkrati ne več kot tri leta, je osnova za davek enaka razliki med vrednostjo točk ob prodaji in revalorizirani vrednosti točk ob nakupu. Tu je potrebno še omeniti, da se od osnove za omenjeni davek ne odšteva vstopnih in izstopnih provizij. Torej ti dve postavki ne vplivata na davčno osnovo.

Posledično morajo fizične osebe, ki so ustvarile dobiček, do zadnjega dne v februarju oddati dva obrazca. To sta »Napoved za odmero davka od dobička iz kapitala od prodaje vrednostnih papirjev in deležev v kapitalu« in pa »Popisni list vrednostnega papirja« za VEP skladov, ki so jih prodali v preteklem koledarskem letu. Tiste fizične osebe, ki so prodale točke po treh letih od nakupa ali kasneje, pa teh obrazcev ne oddajo in niso davčni zavezanci iz tega naslova. Nato davčna uprava na podlagi teh dokumentov odmeri akontacijo davka iz tega naslova, ki ga je potrebno plačati s položnico. To pa še ni vse. Sledi obrazec »Napoved za odmero dohodnine«, ki ga je potrebno oddati do konca marca in še tu navesti znesek plačanega davka na kapitalski dobiček. Ta znesek pa povečuje osnovo za odmero dohodnine, kar lahko pomeni, da skočimo v višji davčni razred in s tem še povečamo naše davčne obveznosti. Očitno je torej, da državni predpisi spodbujajo dolgoročno varčevanje v skladih.

Vendar je pri tem potrebno opozoriti na napovedi, da naj bi se omenjeno obdobje treh let skrajšalo na eno leto. Do tega ukrepa naj bi prišlo zaradi prilagoditve predpisov Evropski uniji. V tamkajšnjih državah je ta »špekulativna doba« namreč dolga eno leto. Poleg tega je dejstvo, da si Slovenija prizadeva postati članica evropske unije in ena izmed zahtev za to je tudi poenotenje finančnih predpisov in še nekaterih drugih delov zakona. Prav tako je potrebno dodati še to, da se triletno obdobje šteje za vsako vplačilo posebej in da velja načelo FIFO (first in first out). To pomeni, da nam DZU ob izplačilu vedno najprej izplača ves neobdavčen vložek in šele nato tisti del investicije, ki še ni presegel špekulativne dobe treh let in je torej podvržen obdavčitvi.

Če pa je vlagatelj v VS pravna oseba, je le-ta oproščena omenjenega davka na kapitalski dobiček. V tem primeru se dobiček od prodaje točk sklada namreč šteje med prihodke pravne osebe in je podvržen Zakonu o davku od dobička pravnih oseb. Po tem zakonu znaša davek 25 odstotkov na davčno osnovo. Tako pri pravnih osebah ne obstaja špekulativno triletno obdobje, po preteku katerega je dobiček od prodaje točk sklada odprtega tipa prost davka. Posledično so ta dobiček pravne osebe po zakonu dolžne prikazati tudi v izkazu uspeha podjetja.

3.6. VARNOST

Varnost naložb je ena izmed pomembnejših lastnosti tako za povprečnega kot tudi institucionalnega varčevalca. Na prvi pogled je to slaba stran VS v primerjavi z drugimi oblikami naložb. Tako vsaj razmišlja povprečen slovenski varčevalec. Noben zakon namreč ne jamči za vložena sredstva, kot to velja za banke. Ne smemo pa pozabiti, da je v primeru likvidacije vsak investitor upravičen do likvidacijskega deleža, ki je sorazmeren z njegovim vložkom v sklad. Tudi v ZISDU je poslovanje skladov podrobno definirano. Točno določeno je koliko lahko tvegajo skladi s svojimi naložbami, kako morajo razpršiti svoje naložbe, da bi bila zagotovljena čim večja varnost malim investitorjem. In prav ta razpršenost je razlog, da so odprti skladi pravzaprav najvarnejša oblika naložbe. Malo je namreč verjetno, da bo celotno gospodarstvo delovalo neuspešno na dolgi rok.

Prav tako je mnogo ljudi mnenja, da lahko skladi propadejo. Še posebej v primeru propada DZU. Vendar pa to ne drži, saj sredstva sklada niso v lasti DZU. Premoženje sklada je namreč po zakonu (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002) popolnoma ločeno od premoženja DZU. Naloga DZU je izključno upravljanje sklada. V primeru nepravilnosti pri opravljanju dejavnosti upravljanja skladov ali likvidacije določene družbe, se lahko omenjeni družbi sklad odvzame in prenese na novega upravljavca ali pa se sklad likvidira (unovči naložbe sklada) in dobiček razdeli med vlagatelje.

Edina izguba, ki jo lahko utrpijo varčevalci je padec vrednosti VEP. Investicijski kupon pa praktično nikoli v celoti ne izgubi svoje vrednosti, saj predstavlja naložbe v veliko število različnih lastniških in dolžniških VP. Tako ni preveč verjetno, da bodo vse investicije sklada naenkrat propadle. Seveda vedno obstaja tudi možnost, da bodo propadla ali slabo poslovala vsa podjetja in druge naložbe v katere je sklad s spremenljivimi donosi investiral svoja sredstva. Lahko namreč pride do vojne ali pa do naravne katastrofe ali česa podobnega. V tem primeru, bi skladi izgubili praktično celotno svoje premoženje in VEP bi se približal ničli. Skladno s tem bi seveda tudi vlagatelji praktično izgubili svoj celotni vložek v VS, ali pa vsaj veliko večino. To pa je praktično tudi edini način, na katerega lahko investitorji v sklade s spremenljivimi donosi izgubijo svoj vložek.

Vendar pa ne smemo pozabiti, da bi v omenjenih primerih stradalo celotno gospodarstvo in edino res varno obliko naložbe bi v tem primeru predstavljala gotovina v nogavici. Vsi pa vemo kakšen je realen donos gotovine naložene na ta način. Negativen. Vse to so seveda ekstremni scenariji, do katerih po vsej verjetnosti ne bo prišlo. To pa pomeni, da se gospodarstvo verjetno ne bo porušilo in da bodo skladi ohranili in po vsej verjetnosti celo povečevali vrednost svojega premoženja.

Za varnost svoje naložbe lahko poskrbijo tudi investitorji sami. Sklad je namreč dolžan objavljati letna in polletna poročila, ki morajo celo biti revizirana s strani neodvisne revizijske družbe. Ta poročila pa morajo biti dostopna vsem vlagateljem. Isto velja tudi za prospekte in pravila poslovanja sklada. Vsi ti dokumenti omogočajo investitorju nadzor nad poslovanjem sklada. Za še večjo varnost morajo skladi po zakonu imeti tudi odbor investitorjev, ki je izvoljen s strani vlagateljev samih. Investitor sicer ne more direktno vplivati na poslovanje sklada, lahko pa se prostovoljno odloča, če izbrani sklad še vedno ustreza njegovim potrebam.

Poleg vsega tega pa je po novem ZISDU vsaka DZU dolžna imeti svojo banko skrbnico, ki bo morala pri VS skrbeti, da bodo prodaja, izdaja in odkup izplačanih investicijskih kuponov potekali po predpisih ter da se bo tako izračunavala tudi čista vrednost enote premoženja odprtega sklada. Skratka skrbela bo, da DZU upravljajo VS v skladu z zakoni in predpisi Agencije za trg vrednostnih papirjev. Da bi banke skrbnice vestno opravljale nadzor nad poslovanjem DZU, ima skrbniška banka tudi odškodninsko odgovornost, ki je ni mogoče izključiti ali omejiti. Imetnikom investicijskih kuponov namreč odgovarja za škodo, ki jo povzroči pri morebitnem nepravilnem ravnanju. Paziti mora na njihove interese oziroma interese delničarjev investicijske družbe. Poleg vseh drugih državnih institucij, ki skrbijo za pravilnost delovanja, mora torej sedaj še banka skrbnica skrbeti za vestno poslovanje sklada.

Tako lahko povzamemo, da so skladi pravzaprav ena najbolj varnih naložb, če ne upoštevamo stabilnost donosov. Pri donosih je problem v tem, da pretekli donosi niso nobena garancija za prihodnost. V skladu s tem VS ne nudijo donosov v fiksni višini. Gre za spremenljive številke, ki ne garantirajo, da bodo v prihodnosti vsaj približno enako visoke. Možno je, da bodo ti donosi nižji ali pa celo negativni. Po drugi strani pa je tudi možno, da bodo skladi dosegali še višje donose. Najbolj verjetno pa je vseeno, da se bodo slovenski vzajemni skladi držali povprečnih realnih donosov okoli 10% (odvisno tudi od oblike sklada), kar velja tudi za odprte sklade v večini drugih držav (Matko 1999, str. 530). Tu seveda govorim o povprečnih letnih donosih, saj je za sklade značilno nihanje donosov. Teh 10 odstotkov pa je posledica lastnosti skladov, katere sem opisal v prejšnjih poglavjih (predvsem razpršitve in strokovnega upravljanja). Vprašanje, ki si ga moramo zastaviti je torej samo, ali smo pripravljeni sprejeti tveganje in donosnost, ki nam ju ponujajo skladi, ali pa imamo raje drugačne kombinacije omenjenih dveh parametrov.

4. ALTERNATIVNE OBLIKE NALOŽB

Veliko je različnih načinov varčevanja in vsak izmed njih ima svoje prednosti, pa tudi svoje slabosti. V nadaljevanju bom skušal predstaviti še druge oblike varčevanja, ki so na voljo slovenskemu varčevalcu in poskušal potegniti določene vzporednice med posameznimi oblikami nalaganja suficitnih denarnih sredstev. Pri tem se bom omejil na dolgoročno obdobje, se pravi obdobje nad 5 let. To pa zaradi tega, da bodo primerjave med oblikami naložb realnejše, saj določene oblike varčevanja prinašajo spremenljive donose skozi obdobja varčevanja. Pa tudi sicer velja, da je za ustvarjanje premoženja potrebno varčevati več let.

4.1. RENTNO VARČEVANJE

4.1.1. OPIS

Rentno varčevanje je zagotovo ena izmed tistih oblik dolgoročnega varčevanja, ki se je med varčevalci, potem ko so ugotovili, da bo potrebno za zagotovitev življenjskega standarda v kasnejših letih (tu seveda mislim tudi na pokojnino) narediti še kaj dodatnega, hitro razširila. Namenjeno pa je lahko še drugim ciljem: šolanju otrok, nakupu stanovanja ipd. Sama oblika varčevanja je precej prilagodljiva potrebam in željam varčevalcev, ker obstaja precej možnosti izbire. Najpomembnejše lastnosti lahko strnemo v nekaj točk:

- **Valuta varčevanja:** izbiramo lahko med možnostmi: v tolarjih, tolarjih z devizno klavzulo in devizah (ATS, DEM, USD, EUR...);
- **Način varčevanja:** mesečni, trimesečni, polletni ali letni pologi ter enkratni polog (pri obeh načinih je običajno določen minimalen znesek);
- **Doba varčevanja:** ponujena nam je široka možnost trajanja varčevanja in izplačevanja. Po zadnjem vplačanem pologu lahko varčevanje zaključimo ali poljubno podaljšamo. Ob zaključku varčevanja pa sledi obvezno eno leto mirovanja celotne vplačane vsote;
- **Obrestovanje:** naša privarčevana sredstva se ves čas dobe varčevanja, mirovanja in izplačevanja obrestujejo po obrestni meri, ki jo sestavljata realna obrestna mera in klavzula za ohranjanje vrednosti;
- **Izplačilo privarčevanih sredstev:** je lahko opravljeno na več načinov: enkratno, rentno (mesečna, polletna ali letna izplačila) ali kombinacija predhodnih načinov. Izplačilo rente lahko tudi odložimo za določeno dobo, ki jo sami izberemo. Privarčevana sredstva skupaj z obrestmi se vedno izpolnijo v tisti valuti, v kateri so bila izvršena vplačila;
- **Prejemnik izplačila:** prejemnik je lahko sam varčevalec, ali pa katerakoli druga oseba, ki jo določimo ob sklenitvi pogodbe ali kasneje z dodatno izjavo.

4.1.2. VARNOST

Rentno varčevanje sodi med zelo varne naložbe, ker so njihovi ponudniki banke, kjer imamo varčevalci v primeru stečaja banke zajamčeno izplačilo vlog do višine 4,2 mio SIT. Drug argument za varnost rentnega varčevanja pa je sam način obrestovanja, saj s klavzulo (TOM / devizno klavzulo) ohranjamo vrednost naloženih sredstev, realna obrestna mera pa nam jih povečuje. Oboje skupaj pomeni, da smo s to obliko varčevanja v vsakem primeru povečali vrednost našega finančnega premoženja.

4.1.3. POSEBNOSTI

Pri rentnem varčevanju je potrebno biti pozoren na številne posebnosti:

- Varčevanje lahko prekinemo (odstopimo od pogodbe), vendar v večini primerov ne prej kot v dveh letih varčevanja. V tem primeru sledi sankcija v obliki poročila obresti po spremenjeni obrestni meri (navadno kot za enomesečni depozit) vse od sklenitve rentnega varčevanja do izplačila.;
- V primeru nezmožnosti vplačevanja obrokov banka najprej podaljšuje dobo varčevanja za zaostale obroke (vendar največ do nekega roka). Po tem času pride do odstopa pogodbe, ki ji sledi poročilo obresti po sankcionirani obrestni meri (npr. kot za vpogledne vloge);
- Če je koristnik 3. oseba, mora le-ta najpozneje do konca dobe varčevanja s posebno pisno izjavo sprejeti to pogodbeno korist. Banke sedaj tudi uveljavljajo takšen način rentnega varčevanja za tretjo osebo, da je lastnik sredstev na računu rentnega varčevanja vse od začetka vplačevanja njegov koristnik, kar zmanjšuje težave v primeru smrti rentnega varčevalca;
- V primeru smrti lastnika sredstev banka eno leto po prejemu pravnomočnega sklepa o dedovanju dedičem izplača privarčevana sredstva. Dediči lahko tudi vstopijo v pogodbeno razmerje, da ne pride do prekinitve, in nadaljujejo z rentnim varčevanjem;
- Obrestna mera je spremenljiva in torej ni enaka za celotno obdobje varčevanja;
- V času varčevanja lahko zvišujemo znesek in dobo varčevanja, nikakor pa ne obratno;
- V času sklenjene pogodbe lahko spremenimo koristnika in način izplačila iz enkratnega v rentno (ne pa obratno). Hkrati velja, da dediči, ki ohranijo pogodbeno razmerje, ne morejo spremeniti pogojev, pod katerimi je sklenil pogodbo prvotni upravičenec.

4.1.4. DAVČNI VIDIK

Pri rentnem varčevanju gre za obliko varčevanja, ki prinaša donose v obliki obresti, le-te pa v Republiki Sloveniji še niso obdavčene, kot to velja za večino drugih držav (tudi v EU). Zato lahko rečemo, da je to v tem trenutku ena izmed prednosti rentnega varčevanja pred drugimi oblikami naložb. V prihodnosti bo s prilagajanjem naše davčne zakonodaje direktivam EU prišlo do sprememb tudi na tem področju, kar bo negativno vplivalo na donosnost tovrstne oblike finančnih naložb.

4.1.5. ANALIZA DONOSOV

Ko ocenjujemo donose pri rentnem varčevanju, se moramo zavedati, da gre kljub vsemu za bančni način varčevanja. To pomeni, da ja ta oblika varčevanja v marsičem podobna depozitnemu. Edina razlika je ta, da naj bi bili donosi nekoliko višji od povprečnih donosov na vezane vloge. Ponavadi so približno izenačeni z obrestno mero, ki jo prejemo, če se odločimo za nekajletno vezano varčevanje. Ta »višji« donos je neke vrste nagrada za varčevalce, ker se obvežejo, da bodo vsako obdobje (vsak mesec, vsakih nekaj mesecev, leto) vplačali nov obrok in to dokler ne poteče pogodbeno obdobje. Pri tem je treba še povedati, da gre vseeno za spremenljive donose. Banke si namreč pridržujejo pravico, da spreminjajo dogovorjeno obrestno mero. Že sama oblika obrestnih mer je spremenljiva ($TOM + x \%$).

Donosi so torej nekoliko višji od bančnih, a še vseeno ne dosegajo donosov nekoliko bolj tveganih naložb, saj se trenutne obrestne mere za to obliko varčevanja, gibljejo na približno $TOM + 4\%$. To obrestno mero lahko enačimo z realno in če jo primerjamo z donosi skladov, vidimo, da dobimo približno polovico vrednosti, ki jo lahko pričakujemo v VS.

Tabela 10: Deklarirane obrestne mere v odstotkih na 20.9.2002

IME BANKE	rentno varčevanje		tolarski vezani depoziti(večletni)	
	Realno (TOM+)	nominalno	TOM+	devizna klavzula+
Abanka	4,10	11,96	4,10	3,90
Nova KBM	4,1-4,2	11,96-12,06	4,15	4,15
NLB	3,75-4,10	11,61-11,96	4	3,85
PBS	4,20	12,06	4-4,20	4-4,20

Vir: uradna bančna ponudba, na njihovih internetnih straneh, 2002.

4.1.6. KONČNA OCENA

Rentno varčevanje lahko uvrstimo med tiste oblike varčevanja, ki so zelo primerne za zagotavljanje življenjskega standarda v poznejših letih, ker je med vlogami načeloma najvišje obrestovano, ker je v primerjavi z drugimi naložbami nadvse varna oblika in ker so obresti pri nas doslej še neobdavčene. To lahko podkrepimo tudi z lastnostjo, da je s svojimi številnimi možnostmi zelo prilagodljiva željam varčevalcev. Seveda pa vsebuje tudi nekaj slabih strani, med katere sodijo: nelikvidnost, sankcije v primeru prekinitev/nezmožnosti izpolnitve vplačil, obvezna doba mirovanja (tudi pri dedovanju) ter da ne dovoljuje spreminjanje pogodbenih določil (npr. če je gibanje tečaja deviz ugodnejše od TOM, da spremenimo klavzulo).

Če primerjamo to obliko varčevanja z investiranjem v VS, lahko ugotovimo, da je rentna oblika varčevanj v večini pogledov slabša. Kot prvo nudi nižje donose. Donosi skladov so namreč vsaj 50% višji. Prav tako je slabši tudi likvidnostni vidik, saj vloženih sredstev (za razliko od VS) ne smemo predčasno dvigniti, če se nočemo odpovedati pripadajočim obrestim. Po drugi strani je davčni vidik sicer boljši, saj davek na obresti pri nas ne obstaja. Vendar ne smemo pozabiti, da se država pripravlja na uvedbo tega davka, kar izniči eno stran enačbe. Po drugi strani, pa so tudi dohodki VS neobdavčeni, če varčujemo na dolgi rok. Tako lahko povzamemo, da je davčni vidik podoben. Kar se tiče varnosti naše naložbe, je rentno varčevanje v prednosti, saj so vloge do višine 4,2 mio SIT zavarovane po zakonu. Ko pa gre za višje zneske, sta obe obliki na istem, s tem da lahko ta znesek v primeru rentnega varčevanj povsem izgubimo, pri VS pa ne, saj VEP nikoli v celoti ne izgubi svoje vrednosti. Med prednosti rentnega varčevanja velja prišteti tudi stabilnost donosov, česar pri skladih ni.

4.2. VARČEVANJE V OBLIKI VEZANIH VLOG

4.2.1. OPIS

Varčevanje v bankah in hranilnicah predstavlja obliko finančne naložbe, ki je v Sloveniji najbolj razširjena. Tudi zadnji podatki bank kažejo, da se obseg varčevanja prebivalstva realno povečuje, to velja tako za tolarsko kot devizno varčevanje. Najbolj priljubljene so še vedno kratkoročne vloge, saj je njihova ponudba zaenkrat še precej bolj razvita kot pri drugih oblikah finančnih naložb. Pri varčevanju v obliki vezanih vlog gre za sklenitev pogodbe o vezavi denarnih sredstev za določeno obdobje po določeni obrestni meri plus klavzuli za ohranjanje vrednosti (TOM ali devizna klavzula). V času vezave pripisuje banka obresti (mesečno, kvartarno, polletno ali letno) h glavnici, ali pa jih varčevalcu izplačuje. Najbolj pestra je ponudba zlasti glede na ročnost vezav: vpogledne vloge, vezave za obdobja krajša od 31 dni, znotraj leta, nad letom, dvema, tremi ali petimi leti. Pojavljajo pa se tudi druge oblike varčevanja glede na namen, ciljno skupino...

4.2.2. VARNOST

Naložba v obliki tolarskega, ali deviznega varčevanja kot vse naložbe v bankah, sodi v obsegu zajamčenega zneska 4,2 mio SIT za zelo varno naložbo, saj za njihovo izplačilo skrbi sistem solidarnega jamstva in Banka Slovenija. Znesek, ki presega zajamčeno vlogo, pa predstavlja tvegano naložbo, ki v primeru stečaja banke nima jamstva. Lahko rečemo, da je varnost enaka kot pri rentnem varčevanju, saj zakon obe obliki podobno obravnava.

4.2.3. POSEBNOSTI

Pri kateremkoli tolarskem ali deviznem varčevanju (na vpogled, vezave za različna obdobja) morajo biti varčevalci pozorni na to, da je obrestna mera spremenljiva in se mesečno prilagaja gibanju realne obrestne mere in gibanju inflacije. Zato ob sklenitvi npr. 5-letnega depozita ne velja, da bo tedaj veljavna nominalna obrestna mera veljala vseh pet let, ampak se lahko tudi mesečno spreminja (Potisk, 2002, str. 31).

Naslednje dejstvo, na katero želim opozoriti je, da vezanega depozita nikoli ne morem prekiniti. Vsaj ne brez kakšnih kazni oziroma izpada dohodka. V primeru potrebe po finančnih sredstvih nam lahko v banki ponudijo zgolj razne premostitvene kredite, ki se obrestujejo po višji obrestni meri kot velja za naš depozit. To pa pomeni, da smo zopet na minusu, oziroma da so nam naša sredstva praktično nedosegljiva, kar vsekakor negativno vpliva na likvidnost naložbe.

Omeniti velja tudi, da znotraj pogodbenega časa ne moremo spremeniti ročnosti vezave ali drugih pogojev (npr. valuta v kateri varčujemo, sprememba zneska). Za razliko od rentnega varčevanja pri vezanih vlogah ne moremo varčevati v korist neke tretje osebe, lahko pa to osebo pooblastimo za razpolaganje s sredstvi. V primeru smrti velja tako kot za druge oblike premoženja pravnomočen sklep o dedovanju, ki je osnova za spremembo koristnika depozita po pretečenem varčevalnem obdobju.

4.2.4. DAVČNI VIDIK

Obresti so pri vseh oblikah vezanih depozitov naš donos na vložena sredstva in v naši državi niso obdavčene. Vsaj za enkrat še ne. Pričakuje se namreč, da bo država ta zakon spremenila in da bo obresti obdavčila, tako kot je to v nekaterih drugih evropskih državah. Sicer pa je davčni vidik zagotovo eden izmed dejavnikov, ki govori v prid varčevanju v bankah, saj so mnoge druge naložbe npr. v VP pod določenimi pogoji obdavčene.

4.2.5. ANALIZA DONOSOV

Iz Tabele 11 (glej na str. 34) lahko razberemo, da je bolj ali manj vseeno za katero obliko revalorizacijske klavzule se odločimo (TOM ali devizna klavzula). Realni donosi so čez celotno obdobje na približno enaki ravni. V celotnem opazovanem obdobju je razlika med realnimi donosi obeh oblik revalorizacije zgolj slabih 7 odstotnih točk (ob upoštevanju obrestno-obrestnega računa). To pa je za desetletno obdobje relativno malo. Ta izenačenost donosov je še posebej očitna v obdobju zadnjih petih let (1998-2002), ko so bili realni donosi obeh oblik praktično identični. Nekoliko drugače je pri nominalnih donosih, kjer je na prvi pogled mnogo privlačnejša tolarska revalorizacijska klavzula. Vendar moramo upoštevati, da se spreminja tudi razmerje tolar/opazovana deviza, posledica česar je potem izenačitev realnih donosov ne glede na obliko klavzule, po kateri se revalorizirajo vezane vloge.

Tabela 11: Povprečne deklarirane obrestne mere bank

LETO	tolarska revalorizacijska klavzula(%)			devizna klavzula(%)		
	r	razpon	n	r(D)	razpon	n
1993	11,2	1,1	37,1	9,9	0,9	38,4
1994	11,0	0,7	31,9	10,7	1,1	18,4
1995	9,7	0,5	18,9	8,8	0,8	17,7
1996	7,2	0,3	17,6	6,4	0,9	10,5
1997	6,4	0,7	15,8	5,7	1,3	9,8
1998	4,3	0,3	13,2	4,3	0,7	6,6
1999	4,0	1,0	10,6	4,0	0,9	9,0
2000	4,5	1,1	14,0	4,5	1,1	12,1
2001	4,7	1,0	13,7	4,7	1,0	9,7
2002	3,6	0,9	11,5	3,8	0,8	8,0

Vir: Bilten Banke Slovenije, januar 2003, str. 40-41.

Pri opazovanju zgornje tabele, se ne moremo ogniti očitnemu trendu padanja obrestne mere, ki se je spustila na TOM + 3,6% v letu 2002. V decembru 2002 pa se je omenjena obrestna mera spustila celo na TOM + 3% (Bilten Banke Slovenije, januar 2003, str. 40). Ta negativni trend je posledica vladne politike, ki na ta način poskuša pospešiti gospodarsko rast. V skladu s tem lahko pričakujemo podobno raven obrestnih mer za bančne vloge tudi v prihodnosti, saj je trend nizkih obrestnih mer na bančne vloge prisoten v celotnem svetu.

Če sedaj te donose primerjamo z rezultati odprtih investicijskih skladov, je opazna kar velika razlika, saj so realni donosi skladov občutno višji. Koliko višji pa je seveda odvisno od tega, katero leto uporabimo za primerjavo. Glede na leti 1993 in 1994 so donosi bančnih vlog celo nad nivojem povprečne donosnosti slovenskih skladov v celotnem obdobju njihovega delovanja. Če pa upoštevamo bančno obrestno mero v zadnjih petih letih, ki se je vrtela na ravni okoli realnih 4%, pa so donosi skladov skoraj dvakrat višji. Ob upoštevanju, da se ta razlika ustvari vsako leto, je končna razlika po več kot dvajsetih letih ogromna.

4.2.6. KONČNA OCENA

Za varčevalce, ki niso navdušeni nad tveganjem in si želijo zagotoviti stabilen in pregleden donos pri svojih finančnih naložbah, je varčevanje v bankah in hranilnicah zagotovo najprimernejša oblika varčevanja tako pri manjših kot večjih zneskih. Kratkoročne naložbe (vezave do enega leta) so tiste oblike, ki so primernejše za varčevanja v času, ko nastajajo večja neravnovesja med gibanji tečajev in inflacijo, pa tudi če nimamo nekega določenega cilja za varčevanja. Dolgoročno varčevanje, sicer predstavlja donosnejšo obliko naložbe, vendar moramo pri tem upoštevati tudi nekaj njegovih slabosti. Najbolj zagotovo izstopa nelikvidnost, saj dolgoročnega depozita ne moremo prekiniti ali pa med trajanjem spremeniti pogojev, če so se le-ti spremenili v korist drugačne oblike vezave. Ta oblika varčevanj je lahko primerna za oblike varčevanja, kjer ne želimo imeti skrbi pri nenehnem sklepanju pogodb, spreminjanju pogojev varčevanja, ampak varen in stabilen donos, ki sicer prinaša letno manjši donos kot rentno varčevanje, saj ima slednje precej daljšo ročnost.

Če torej primerjamo depozitno varčevanje z VS lahko potegnemo podobne zaključke kot pri rentnem varčevanju. V primerjavi z VS se torej depozitno varčevanje v večini pogledov ne splača, odvisno zopet od naših želja in potreb. Če smo pripravljeni sprejeti določeno stopnjo tveganja, potem banke sigurno niso najboljša izbira. V nasprotnem primeru, pa je varčevanje v obliki vezanih vlog (ne glede na ročnost) verjetno najprimernejša oblika investiranja.

4.3. NALOŽBE V OBVEZNICE

4.3.1. OPIS

Obveznice so dolžniški VP, ki ga izdajatelj ponudi vlagateljem z namenom pridobitve dolgoročnih finančnih sredstev. Izdajatelji so lahko država, občine, banke ali druge gospodarske družbe, ki jih izdajo zaradi različnih ciljev. Tako jih Republika Slovenija izdaja z namenom financiranja državnega proračuna, prevzema raznih obveznosti, financiranja izvoza, prestrukturiranja... Gospodarske družbe pa za financiranje najrazličnejših dolgoročnih projektov. Osnovna značilnost obveznice je, da izdajatelj do zapadlosti obveznice izplačuje obresti (letno, polletno), glavnico pa navadno ob roku dospelja obveznice. Pri anuitetnih obveznicah pa se glavnica izplačuje po delih skupaj z obrestmi. Izdajatelj celotno emisijo razdeli na določeno število obveznic po nominalni vrednosti (npr. 10.000 SIT), ki jih ponudi javno, ali pa se odloči za zaprto ponudbo, ki je dostopna le določenim investitorjem. Pri izdaji se določi tudi obrestna mera, ki vsebuje realno obrestno mero in klavzulo za ohranjanje vrednosti (TOM ali sprememba tečaja). Za razliko od bančnih depozitov je pri obveznicah realna obrestna mera celotno obdobje fiksna in je zato lažje izračunati celotno donosnost naložbe za to vrsto VP. Po drugi strani pa se obveznice malokrat kupujejo po tržni vrednosti. Njihova vrednost se v večini primerov namreč oblikuje na trgu, medtem ko je donos fiksiran na nominalno vrednost obveznice, kar zopet otežuje izračun realnega donosa naložbe.

4.3.2. VARNOST

Imetnikom obveznic jamči za izplačilo obresti in glavnice izdajatelj sam s svojim premoženjem. Zato velja, da so obveznice Republike Slovenije najvarnejša naložba, ki jo bomo v vsakem primeru dobili obrestovano po izdani realni obrestni meri in glede na amortizacijski načrt prejeli vsa izplačila od izdajatelja. Za razliko od republiških obveznic pa morajo investitorji biti bolj pazljivi pri drugih obveznicah, katerih izdajatelji so banke ali podjetja (pri nas sicer v praksi ne obstajajo podjetniške obveznice). Pri bankah velja že prej omenjeno jamstvo v višini 4,2 mio SIT, pomembne pa so tudi posamezne lastnosti določene izdaje obveznic (ali so podrejene, torej imajo prednost druge vloge, ali ima izdajatelj pravico predčasnega odkupa terjatev...). Varnost naše naložbe je tako odvisna od izdajateljeve uspešnosti poslovanja, likvidnosti.. Druga pomembna lastnost pri varnosti obveznic pa je dejstvo, da je obveznica VP, ki ima svojo tržno vrednost, ki se oblikuje pri trgovanju na kapitalskem trgu na osnovi ponudbe in povpraševanja. Spreminjanje tečaja obveznice pomeni, da lahko vlagatelj ustvari tudi izgubo pri glavnici, če jo npr. kupi v času višjih tečajev, in jo proda, ko je cena zanj manj ugodna.

4.3.3. DAVČNI VIDIK

V osnovi so naložbe v VP obdavčene, in sicer je obdavčen ustvarjen dobiček. Konkretno pri obveznicah to pomeni, da smo davčni zavezanci za plačilo 30% davka od dobička, če smo med nakupom in prodajo obveznice ustvarili pozitivno razliko pri glavnici. Ta davek plačamo v naslednjem letu, ko smo dobiček ustvarili. Realizirani kapitalski dobički štejejo tudi v osnovo za dohodnino, pri čemer nam že plačan davek iz kapitalskega dobička predstavlja akontacijo dohodnine. Obresti pri nas še niso obdavčene in nam predstavljajo neto donos. Pomembno je tudi omeniti, da lahko naložbe v državne VP uveljavljamo v okviru 3% davčne olajšave pri dohodnini, in sicer za leto, ko smo državno obveznico kupili.

4.3.4. POSEBNOSTI

Obveznica ima nekakatero lastnosti na katere želim opozoriti:

- Z njimi se lahko trguje na organiziranem trgu, kar zahteva tudi določene stroške, ki nam povečujejo ceno obveznic, to pa pomeni manjši donos;
- Zaradi stroškov in precej šibke ponudbe obveznic na našem trgu tudi velja, da so obveznice primernejše za višje zneske, medtem ko manjšim vlagateljem, predvsem tiste najvarnejše, ne predstavljajo zanimivih donosov;
- Pri izračunu interne stopnje donosnosti (kar je najprimernejši in najbolj pogost način izračuna donosa obveznice do zapadlosti) se upoštevata naslednji predpostavki: donos je izračunan do zapadlosti ter vsa vmesna izplačila vložimo po isti ceni nazaj v to obveznico;
- Posebnost je tudi vnaprejšnje poznavanje vseh izplačil (vsaj nominalnih obresti), saj izdajatelj ob izdaji pripravi amortizacijski načrt dolga in potek izpolnjevanja obveznosti;
- Trgovanje z večino obveznic (tako državnih kot drugih) ponavadi poteka v svežnjih (večji in vnaprej dogovorjeni posli), medtem ko je običajnega prometa v manjših količinah manj, saj so lastniki obveznic ponavadi večji institucionalni vlagatelji (izjema so obveznice Slovenskega odškodninskega sklada, Slovenske razvojne družbe,...).

4.3.5. ANALIZA DONSOV

Pri obveznicah je treba najprej ponovno opozoriti, da obrestna mera, ki je napisana na obveznici ni realna. In to navkljub obrestni klavzuli, indeksaciji glavnice ali tuji denominirani valuti. Poleg omenjenih stvari je treba upoštevati tudi vrednost obveznice ob nakupu. Tako nam enotni tečaj pove, koliko moramo obveznico preplačati oziroma koliko je podcenjena. Obrestna mera na sami obveznici, pa nam pove, kolikšen je donos, kadar je enotni tečaj 100%. Torej, če moramo za obveznico plačati 104% njene vrednosti, donos pa naj bi bil 6%, to pomeni, da bomo realno dobili 5,77%. V tem primeru bi namreč morali za obveznico, ki ima nominalno vrednost 100 enot, plačati 104 enote. Donos 6% pa se kljub temu nanaša na nominalno vrednost. Torej bomo dobili 6 enot obresti, to pa predstavlja 5,77% od 104. enot. Obratno seveda velja, če je enotni tečaj pod 100%. Takrat so realne obresti toliko višje.

Tabela 12: Donosi in valute izbranih obveznic

Ime obveznice	Obrestna mera (v %)	Valuta izdaje	Enotni tečaj	Realni donos (v %)	Nominalni donos
RS10	4,50+TOM	SIT	101,00	4,46	4,5
RS14	4,00+TOM	SIT	101,00	3,96	4
RS18	6,00	EUR	101,00	5,94	6
RS23	6,00	EUR	104,00	5,77	6
RS24	4,20+TOM	SIT	100,50	4,18	4,2
RS25	4,70+TOM	SIT	104,50	4,50	4,7
RS26	5,375	EUR	104,15	5,16	5,375
RS38	5,625&	EUR	107,50	5,23	5,625
RS39	1+TOM	SIT	95,70	1,04	1
SOS2	6	EUR	98,94	6,06	6
SKR1E	5	EUR	99,27	5,04	5
Povprečje				4,67	

Opomba: enotni tečaji veljajo na 31.12.2002;

Vir: Bilten Banke Slovenije, januar 2003, str.44 in časopis Delo, 03.01.2003, str.10

Zaradi lažje primerjave donosov obveznic z donosi drugih oblik investiranja sem navedel donose le nekaterih obveznic, s katerimi se trguje na Ljubljanski borzi. Izbral sem obveznice, ki sodijo med najpomembnejše (Letno poročilo ljubljanske borze, 2001, str. 26.), hkrati pa se z njimi sklepa tudi precej prometa.

Povprečna realna donosnost opazovanih desetih obveznic je znašala 4,67%, pri čemer je treba opozoriti na dve stvari. Gre predvsem za tako imenovane varne delnice. Varne zato, ker za njih jamči država ali pa državne institucije in zato ne obstaja nevarnost glede poplačila dolga ob zapadlosti glavnice ali kuponov. Obveznice izdane s strani drugih pravnih oseb (kot so podjetja ali banke) praviloma ponujajo višje donose, vendar so tudi bolj tvegane. Vendar pa v Sloveniji praktično ne poznamo obveznic s strani podjetij. Poleg tega ne smemo pozabiti, da gornji rezultati niso pod vplivom transakcijskih stroškov, katere moramo plačati ob nakupu ali prodaji obveznic. In ti stroški niso ravno zanemarljivi. Hkrati pa lahko ob prodaji obveznic dosežemo pozitivno, a tudi negativno razliko med prodajno in nakupno ceno.

Kakorkoli že, donosi obveznic so nekoliko nižji od donosov VS, a hkrati tudi nekoliko višji od donosov bančnih načinov varčevanja. Seveda se donosi nedržavnih obveznic še nekoliko približajo donosom VS, vendar so zato toliko bolj tvegani.

4.3.6. KONČNA OCENA

Naložbe v VP (in s tem tudi obveznice) ne moremo ocenjevati tako posplošeno kot npr. vezane vloge, saj obstajajo med obveznicami precejšnje razlike pri tveganju in donosih. Manj donosna oblika so predvsem varnejše republiške obveznice, kjer so stopnje donosnosti v primerjavi z bančnimi vezanimi vlogami celo slabše (če upoštevamo stroške trgovanja, unovčitve kuponov). Vendar na našem trgu obstajajo tudi obveznice, kjer so donosi na bistveno višji ravni (imajo pa neke posebnosti, daljši rok dospelja, večje tveganje...). Za vlagatelje, ki želijo oblikovati dolgoročno donosno naložbo, so zanimive prav te obveznice. Med slednje lahko uvrstimo obveznice SOS2 in SKR1, kjer so letni donosi kar nekaj odstotnih točk višji od najvišjih obrestnih mer na banki, hkrati pa predstavlja ta obrestna mera fiksno donosnost vse do dospelja.

Omeniti moram še najpomembnejšo prednost naložb v obveznice, in sicer njihovo likvidnost. Ker so obveznice vrednostni papir s katerim se trguje na organiziranem trgu (Ljubljanski borzi), lahko skoraj vedno (obstajajo tudi manj likvidne obveznice) unovčimo našo naložbo pred zapadlostjo. Pri tem se moramo zavedati, da lahko s tem ustvarimo izgubo, ker je npr. trenutno povpraševanje slabo ali pa je negativno splošno gibanje trga obveznic. V boljših razmerah seveda lahko tudi pri obveznicah ustvarimo pozitivno razliko, kar nam poleg obresti predstavlja dodaten donos. Omenil sem že, da je ta dobiček obdavčen, medtem ko obresti niso.

Primerjava z VS, ponuja nekoliko drugačne rezultate. Vsekakor lahko rečemo, da so donosi skladov občutno višji, vendar tudi toliko bolj tvegani. Bolj ko se izenačuje tveganje omenjenih naložb, bolj so si tudi donosi podobni. Pa tudi nekateri izmed skladov so že tako usmerjeni samo v obveznice, na podlagi česar lahko sklepamo, da so ti skladi nekoliko varnejši, a hkrati prinašajo nekoliko nižje donose (na ravni obveznic). Kar se tiče likvidnosti in davčnih obveznosti pa lahko rečemo, da so obveznice in skladi približno v isti kategoriji. Obe obliki naložb sta namreč ob varčevanju na daljši rok praktično neobdavčeni, in hkrati visoko likvidni. Za obveznice tako obstaja sekundarni trg, kjer jih lahko v trenutku prodamo, VEP sklada pa so le-ti po zakonu obvezni izplačati nasproti zahtevi. .

4.4. NALOŽBE V DELNICE

4.4.1. OPIS

Delnice so lastniški VP, ki dajejo njihovim imetnikom pravico do dividende, upravljanja in poplačila lastniškega deleža v primeru stečaja, likvidacije (Kleindienst, 2001, str. 124-127). Na slovenskem kapitalskem trgu se trguje z večino večjih, uglednejših in poslovno uspešnih podjetij, ki so svoje delnice javno ponudila v procesu privatizacije. Za varčevalce, ki iščejo možnosti plasiranja prostih finančnih sredstev, predstavljajo delnice zanimivo obliko naložbe, ki lahko prinese bistveno višje donose kot veljajo na denarnem trgu (vezani depoziti, rentno varčevanje), hkrati pa delnice predstavljajo tudi bolj tvegano obliko varčevanja. Vsak posameznik se lahko odloči za tovrstno varčevanje, pri tem tudi ni pomembna višina denarnega zneska, vendar se mora pred tem odločiti v kolikšni meri je pripravljen sprejeti tveganje, da se vrednost njegove naložbe tudi zmanjša. Nakup in prodajo delnic lahko opravimo preko pooblaščenega člana borze (borzno-posredniške hiše in banke), v času lastništva delnic nekega podjetja pa imamo pravico do sodelovanja pri upravljanju (udeležba na skupščini), pravico do obveščnosti o poslovanju družbe in pravico do izplačila dividend. Pri delnicah lahko ustvarimo dva vira donosa. Prvi vir je torej dividenda, ki jo izplača izdajatelj VP, drugi del pa predstavlja kapitalski dobiček, ki pomeni razliko med prodajno in nabavno ceno delnice. Seveda pa je lahko kapitalski dobiček tudi negativen.

4.4.2. VARNOST

Če moramo razporediti varčevanje v bankah, v obveznicah, VS in v delnicah po varnosti, so delnice zagotovo najbolj tvegana oblika naložbe. Sama ocena tveganosti temelji na dejstvu, da so delnice VP s tržno ceno, ki se oblikuje glede na ponudbo in povpraševanje. Cena delnic je tako rezultat številnih različnih odvisnih in neodvisnih dejavnikov, pri katerih so pomembnejši tile: dobiček družbe, rast in vodenje podjetja, tržni delež, potencial rasti, borzni marketing, obveščnost javnosti ipd. Mnogo hitreje in pogosteje kot pri obveznicah se lahko pri delnicah zgodi, da njihova cena naglo pade/zraste, kar ima negativne/pozitivne učinke na vrednosti naše naložbe. Iz današnjega okolja prihajajo hitre, vratolomne in nepredvidljive spremembe, kar lahko hitro pripelje do tega, da podjetje izgubi tržni delež, ustvari negativni poslovni rezultat, ali pa se pojavijo drugi negativni učinki, ki omajajo delničarjevo zaupanje v podjetje, čemur sledi padeč tečaja. Varnost delnice je torej odvisna od nihanja njegove tržne cene, na katero vplivajo dejavniki iz podjetja, ali pa iz splošnega makroekonomskega okolja. V Sloveniji so predvsem večji slednji vplivi, saj so poslovni rezultati že vrsto let nadvse spodbudni, gibanje tržne cene na borzi pa temu do lanskega leta še ni sledilo. Šele v letu 2002 so se tržne vrednosti delnic približno izenačile z njihovimi knjižnimi vrednostmi. Pri temu pa moramo upoštevati, da je težko natančno oceniti, kdaj sta omenjeni vrednosti izenačeni.

4.4.3. POSEBNOSTI

Najpogostejše pravilo, katerega naj bi se držali pri naložbah v VP, je razpršitev naložb, saj lahko le tako zmanjšamo tveganje, ki je prisotno prav pri vsakem izdajatelju. Vlagatelji moramo zato svoje finančno premoženje razdeliti v delnice različnih izdajateljev (npr. po panogah, tveganju, preteklem gibanju, likvidnosti ipd), vendar tudi pretirano drobljenje ni priporočljivo. Slednje ne predvsem zato, ker vlaganje v delnice zahteva tudi spremljanje samega borznega dogajanja, novic, ki prihajajo iz poslovnega sveta in drugih dejavnikov, ki imajo vpliv na gibanje tržne cene delnic.

Naslednja posebnost, ki naložbe v delnice loči od ostalih, je neodvisnost donosnosti delnic od inflacije in spreminjanja deviznih tečajev, tako da ti dve klavzuli za ohranjanje realne vrednosti naložbe nista neposredno sestavni del donosa (kot npr. TOM pri depozitu ali obveznici). Še opaznejša je razlika pri napovedovanju bodočih donosov, ki so najlažje napovedljivi pri obveznicah, nekoliko manj natančno je napovedovanje pri bančnih depozitih, v skupino, kjer pa je napovedovanje prihodnjih donosov najtežje, pa zagotovo sodijo delnice (pa tudi vzajemni skladi). Vse napovedi temeljijo na številnih predpostavkah, subjektivnih merilih in ocenah ter mnogih pričakovanjih, kar vse skupaj predstavlja majhno verjetnost, da bi natančno določili ceno neke delnice v prihodnosti (to velja tako za kratka kot dolga obdobja).

4.4.4. DAVČNI VIDIK

Vsaka fizična oseba (rezident ali nerezident), ki je na območju Slovenije dosegla dobiček s prodajo VP in je od dneva pridobitve do dneva prodaje preteklo manj kot tri leta, je zavezanec za davek od dobička. V osnovo vključimo razliko med prodajno in nakupno ceno v delnico, če smo jo prodali pred pretekom šestih mesecev, od datuma pridobitve. V primeru posedovanja delnice več kot šest mesecev lahko nakupno ceno valoriziramo s koeficientom rasti cen na drobno. Pomembno je omeniti, da se pozitivna davčna osnova zmanjšuje za morebitne realizirane izgube, vendar največ do višine pozitivne osnove. Od davčne osnove bomo plačali 30% davek, hkrati pa bodo naši kapitalski dobički upoštevani še pri odmeri dohodnine. Dobiček bo povišal davčno osnovo, že plačani davek od dobička iz kapitala pa se bo odštel od odmerjene dohodnine. Ta postopek kaže, da je davčna obremenitev tovrstnih zaslužkov precejšnja, kar pa lahko z daljšimi naložbami (več kot tri leta) preprečimo. Ne smemo pozabiti še ene obdavčitve pri delnicah, in sicer obdavčitev dividend. Tudi v tem primeru najprej izplačevalec plača davek v višini 25% (ta nam predstavlja akontacijo), prejeta dividenda pa prav tako sodi v našo davčno osnovo pri odmeri dohodnine.

4.4.5. ANALIZA DONOSOV

Analiza donosov delnic je zelo zapletena, saj je v samo analizo (podobno kot pri obveznicah) praktično nemogoče zajeti vse delnice, s katerimi se trguje na trgu. Zato se bom osredotočil le na borzne indekse, ki vključujejo več različnih delnic. V praksi namreč velja nepisano pravilo, da se celotno borzno dogajanje nekako giblje v skladu s temi indeksi.

Tabela 13: Indeksa SBI in IPT

Indeks	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Povprečje
SBI20	1.018,48	1.396,81	1.448,75	1.183,26	1.404,70	1.705,77	1.806,26	1.807,94	2.151,59	3.340,20	
Sprememba v %		37,15	3,72	-18,33	18,71	21,43	5,89	0,09	19,01	55,24	14,11
SBI20(realno)	1.018,48	1154,39	1054,86	783,98	858,57	965,35	963,44	885,55	972,21	1403,98	
Realna rast v %		13,34	-8,62	-25,68	9,51	12,44	-0,20	-8,08	9,79	44,41	3,63
IPT						1.618,99	1.806,98	1.627,44	1.765,60	2.635,36	
Sprememba v %							11,61	-9,94	8,49	49,26	12,95
IPT(realno)						1.618,99	1703,09	1408,55	1409,66	1957,34	
Realna rast %							5,19	-17,29	0,08	38,85	4,86

Vir: Pregled gibanja tečajev v določenem obdobju, 2002.

Indeks SBI 20 sestavljajo delnice naslednjih dvajsetih družb: Lek - razred A, Krka, Mercator, Sava, Petrol, Intereuropa, Gorenje, Pivovarna Laško, Pivovarna Union, Žito, Luka Koper, Delo Prodaja, Istrabenz, Kolinska, Droga, Merkur, Terme Čatež, Aerodrom Ljubljana, Emona Obala Koper in Etol (Pregled gibanja tečajev v določenem obdobju, 2002). Slovenski borzni indeks je po svoji naravi indeks, tehtan s tržno kapitalizacijo delnic. To pomeni, da je pomen ali delež posamezne delnice v izračunu indeksa sorazmeren velikosti izdaje delnic, pri čemer je predpisana dovoljena gornja meja udeležbe posameznega izdajatelja v indeksu 10 odstotkov.

Indeks prostega trga IPT pa kaže splošna gibanja tečajev delnic na prostem trgu Ljubljanske borze. Vanj so vključene redne delnice 15 različnih izdajateljev s prostega trga Ljubljanske borze. Indeks je po svoji naravi indeks, tehtan s tržno kapitalizacijo delnic, in se izračunava po enaki osnovni formuli kot indeks SBI 20. Največji dovoljeni delež delnic posameznega izdajatelja v indeksu je 15 odstotkov (Pregled gibanja tečajev v določenem obdobju, 2002).

Iz Tabele 13 (glej na str. 39.), je razvidno, da delnice na dolgi rok, niso najučinkovitejša naložba. In to kljub temu, da delnice, ki so vključene v indeksa SBI in IPT, veljajo za dobre delnice. Seveda je treba pri tem upoštevati, da gre za določeno tehtano sredino. Tako obstaja velika verjetnost, da so posamezne delnice zajete v indeksu, dosegle višje donose. Vendar vsekakor velja tudi obratno. Oba indeksa sta v opazovanem obdobju dosegla realni donos v višini približno 4 odstotkov, pri čemer pa ne smemo zanemariti veliko oscilacijo. Tako letni donosi varirajo od 44,41% dobička v letu 2002 do 25,68% izgube v letu 1996. Lahko bi rekli, da opazovana indeksa res predstavljata, delovanje borze. Vse to seveda pomeni, da delnice niso najprimernejša oblika plemenitenja sredstev za tiste varčevalce, ki imajo namen denar vložiti v določeno investicijo in nato za nekaj časa »pozabiti« nanj. Nasprotno velja za investitorje, ki radi pogosto spreminjajo sestavo svojega portfelja. Mednje sodijo tudi špekulanti.

Špekulanti, ki največ trgujejo s to obliko naložbe, najraje vidijo prav to obliko donosov. Se pravi obliko donosov z velikimi oscilacijami. Tako lahko pridejo do večjih zaslužkov. Ko je delnica na nižji vrednosti, vložijo svoja sredstva vanjo in počakajo, da se cena delnice dvigne na najvišjo raven, nakar se odločijo za prodajo. Seveda je težko oceniti, kako se bo delnica gibala. Zato pa se temu reče špekulacija. In mnogo ljudi, ki se odloči za tak način vlaganja svojih finančnih presežkov, na koncu ostane skoraj brez vsega. Delnice torej omogočajo najvišje donose, a hkrati tudi največje izgube. Podobno kot pri obveznicah, pa tu ne smemo pozabiti, da delnice prinašajo tudi nek dodaten donos v obliki dividende. To lahko donose še malo poveča ali zniža. Po drugi strani, pa tudi ne gre pozabiti, da je trgovanje z njimi tudi drago, saj je potrebno vsako transakcijo povezano z delnicami plačati, kar zopet zniža donos te naložbe.

4.4.6. KONČNA OCENA

Naložbe finančnih sredstev v lastniške VP so v svetu že precej razširjene, tako da podatki o številu prebivalcev, ki se ukvarjajo z VP, precej presegajo naše razmere. Do neke mere seveda drži, da sta kapitalski trg in naložbe v delnice ter obveznice pri nas še mlada pojava in zato slabo razvita, pa vendarle bi večje število vlagateljev na finančnem trgu prispevalo k njegovemu normalnemu delovanju. Možnosti za največje zaslužke so zagotovo pri vlaganju v delnice, s tem pa lahko poskusi prav vsakdo, četudi z nakupom le majhnega števila delnic oz. za nek majhen znesek. Ob možnostih velikih zaslužkov se moramo zavedati, da trgovanje z delnicami prinaša tudi mnoge neprijetne posledice, kamor sodijo davčne obremenitve (plačilo davka, napoved, višanje osnove za dohodnino), ki celoten donos zmanjšujejo.

Ob vsem tem pa ne smemo pozabiti, da vlaganje v delnice spremlja tudi bistveno večje tveganje, kajti tako kot dobiček lahko hitro ustvarimo tudi izgubo in znižanje realne vrednosti vloženih sredstev. Pri delnicah je napovedovanje bodočih vrednosti veliko bolj tvegano in nepredvidljivo kot pri obrestih na banki, kjer so spremembe manjše in manj pogoste. Ob mamljivih, hitrih in nasploh dobrih donosih pa moram poudariti še eno izredno pomembno pozitivno lastnost naložb v delnice, to je velika likvidnost. Delnice, s katerimi poteka trgovanje na organiziranem trgu, lahko kadarkoli prodamo in v roku nekaj dni spremenimo našo naložbo v najlikvidnejšo obliko sredstev, to pa je gotovina.

Če sedaj primerjamo delnice z VS, lahko rečemo, da omogočajo višje donose, seveda ob ustreznem špekulativnem znanju, pa tu nekaj sreče. Prav tako pa omogočajo najvišje izgube med vsemi oblikami naložb. Nekakšno pravilo je, da je delnica oblika naložbe za ljudi, ki se nahajajo na mestu dogajanja. Ti namreč posedujejo najboljše informacije, na podlagi katerih lahko predvidevajo bodoče gibanje tečajev delnic. Vsi drugi, ki bi radi zlahka zaslužili, pa so ponavadi razočarani nad rezultatom. So pa delnice ena najbolj likvidnih oblik varčevanja, saj jih lahko praktično v vsakem trenutku zamenjamo za denar – podobno kot VEP. Problem je samo v tem, da je takrat, ko se odločimo za prodajo ali nakup VP lahko že prepozno. To sicer velja za obe obliki naložb, vendar bolj za delnice, saj imajo skladi bolj razpršene naložbe, kot jih ima v praksi posameznik. Glede davkov sta si obe naložbi nekako enakovredni, tako da je končno vprašanje zopet, kakšna kombinacija donosov in varnosti nam najbolj ustreza?

4.5. ŽIVLJENJSKO ZAVAROVANJE

4.5.1. OPIS

Življenjska zavarovanja, ki jih v Sloveniji ponujajo kot storitev zavarovalnice, so v svetu že stalna praksa. Del slovenske javnosti ima že izkušnje pri življenjskem zavarovanju in varčevanju hkrati. Življenjska zavarovanja so sestavljena iz dveh delov, in sicer:

- varčevanja in
- zavarovanja za primer smrti oziroma doživetja.

Pod varčevanje je treba razumeti tri oblike, ki se pojavljajo v današnjih časih in jih ponujajo slovenske zavarovalnice (Kodrič, 2001, str. 44-45):

- **Klasično življenjsko zavarovanje za primer smrti in doživetja.** Pri tem zavarovanec plačuje zavarovalnici premijo, del katere pokriva rizik smrti, večina preostanka pa se uporabi za varčevanje. Zavarovalnica ta varčevalna sredstva plemeniti po lastni presoji, seveda v skladu z zakonskimi omejitvami, ki so povsod po svetu relativno stroge. V primeru uspešnega nalaganja sredstev med trajanjem zavarovalne dobe (najpogosteje med 10 in 25 let) zavarovalnica zavarovancem sproti pripisuje del ustvarjenega dobička. Ko je dobiček enkrat pripisan, ga zavarovancu ni mogoče več odvzeti. Gre za pogodbo, pri kateri zavarovalnica jamči višino zavarovalne vsote ves čas trajanja zavarovanja, ob doživetju (če ne pride do smrtnega primera) pa izplača v začetku dogovorjeno vsoto, povečano za pripisane dobičke. Minimalni donos pri takem varčevanju je torej zajamčen. Navzgor donos ni omejen, v praksi pa je relativno skromen. Klasično življenjsko zavarovanje z varčevalno komponento, kot ga ponuja večina slovenskih zavarovalnic, je danes pri nas daleč najpogostejši tip kombinacije zavarovanja z varčevanjem;

- V osemdesetih in devetdesetih letih, ko je prihajalo do velikih rasti delnic na svetovnih borzah, pa se je predvsem na razvitejših zahodnih trgih med prebivalstvom krepilo povpraševanje po zavarovanju, kjer bi bilo možno dosežati višje dobičke na varčevalnem delu. Tako se je uveljavilo življenjsko zavarovanje z naložbenim tveganjem, kjer z varčevalnim delom ne upravlja neposredno zavarovalnica, ampak ga v imenu zavarovanca običajno naloži v enega ali več vzajemnih ali indeksnih skladov, za katere se zavarovanec odloči ob sklepu police. V svetu obstaja množica različic tega »variabilnega« zavarovanja, ki se pojavljajo pod različnimi komercialnimi imeni, v bistvu pa gre za **življenjsko zavarovanje vezano na sklad**. Pri tem načinu torej zavarovalnica vnaprej ne jamči višine privarčevanih sredstev ob doživetju, pač pa je izplačilo odvisno od tega, kako se je gibala vrednost izbranih skladov. Končno izplačilo je lahko večje od tistega, ki bi ga dobila oseba pri ekvivalentnem klasičnem življenjskem zavarovanju, lahko pa je tudi manjše, točen znesek je znan šele ob izteku zavarovanja. Donos torej ni omejen niti navzgor niti navzdol in to tveganje glede višine izplačila nosi zavarovanec sam. Zavarovanje z naložbenim tveganjem sedaj novi zakon o zavarovalništvu omogoča tudi v Sloveniji;
- Obstaja pa tudi tretja možnost, ki je posebej popularna v ZDA, kjer si na tržišču ostro konkurira več tisoč zavarovalnic in drugih finančnih družb, ki ponujajo razne investicijsko-varčevalne produkte. Zavarovanec lahko posebej sklene **življenjsko zavarovanje** samo za primer smrti **in ločeno od tega sam varčuje**. Če pride do smrti zavarovanca, zavarovalnica zagotavlja izplačilo dogovorjene zavarovalne vsote upravičencu, ob doživetju (izteku zavarovanja) pa zavarovancu ne izplača nič, podobno kot npr. pri avtomobilskem kasko zavarovanju. Premija torej krije samo rizik smrti in varčevalnega dela sploh ne vključuje. Zato je, kljub temu, da zagotavlja enako zaščito za primer smrti, neprimerno cenejša od premije pri klasičnem zavarovanju ob identičnih ostalih pogojih (starost in spol zavarovanca, zavarovalna doba itd).

4.5.2. PRIMERJAVA TREH OBLIK ŽIVLJENJSKEGA VARČEVANJA MED SEBOJ

Bistvena prednost klasičnega življenjskega zavarovanja pred variantama 2 in 3 je zagotovljena minimalna višina izplačila ob doživetju. Po drugi strani je lahko prednost variant 2 in 3 potencialno višji donos na varčevalnem delu (v primeru ugodnih gibanj vrednosti skladov) od tistega pri klasičnem življenjskem zavarovanju. Prednost fond police pred varianto 3 je možnost zastave zavarovalne police. Glavna prednost variante 3 pred ostalima pa je najnižji strošek zavarovanca: pri tej varianti bo za varčevanje namenjen odstotkovno največji del vsakokratnega zavarovančevega vplačila.

4.5.3. NALOŽBENA POLITIKA

Naložbena politika za vsa življenjska zavarovanja je zakonsko urejena v Zakonu o zavarovalništvu. Nadzorni organ (Agencija za zavarovalni nadzor) izvaja kontrolo nad naložbeno politiko zavarovalnice, ki mora biti mesečno usklajena z določbami zakona. Naložbe v prvovrstne VP, katerih izdajatelj je država niso omejene (velja za naložbe na domačem trgu kapitala in na tujih trgih kapitala), pri vseh ostalih naložbah pa so določeni maksimalni deleži za vrsto naložbe (npr. delnice, točke VS, nepremičnine, terjatve v obliki posojil, bančne depozite, gotovino) ter maksimalni deleži naložbe v enega izdajatelja. Uskladitve naložbenih politik z novim Zakonom o zavarovalništvu je večina slovenskih zavarovalnic že izvedla v lanskem in v začetku letošnjega leta. Te omejitve seveda veljajo le za klasično življenjsko zavarovanje.

4.5.4. ANALIZA DONOSOV

Za primerjavo donosov zavarovalnic z drugimi oblikami naložb, je dovolj že, da pogledamo, kako se razdeli premija življenjskega varčevanja. Vplačana premija življenjskega zavarovanja obsega:

- vstopne stroške;
- del premije za kritje tveganja smrti (višina zneska je odvisna od spola in starosti zavarovanca);
- administrativne (režijske) stroške;
- in v primeru, da je zavarovalna doba, krajša od 10 let, še 6,5% davek od zavarovalnih poslov.

Šele tisto, kar po tem ostane, gre kot varčevalna komponenta v naložbe. Kar se bodočega privarčevanega zneska tiče, je zato konkurenčni boj že na samem začetku izgubljen zaradi različnih začetnih položajev (Kodrič, 2002, str. 4). Seveda pa se razlike v donosih razlikujejo, glede na obliko izbranega življenjskega zavarovanja.

4.5.5. VARNOST

Varnost naložbe je v prvi meri odvisna od načina življenjskega zavarovanja, ki smo ga izbrali. Varnost vplačanih sredstev za klasična življenjska zavarovanja je predvsem v strukturi naložbene politike posamezne zavarovalnice. Zakonsko je predpisano, da morajo biti sredstva in naložbe za življenjska zavarovanja na ločenih računih od računov zavarovalnice, saj sredstva pripadajo zavarovancem. Za sredstva jamčijo zavarovalnice s svojim premoženjem. Tako lahko ocenim, da je varnost te oblike varčevanj zelo visoka. Pri drugih dveh oblikah življenjskega zavarovanja, pa zavarovalnice jamčijo samo za tisti del, katerega tudi upravljajo.

4.5.6. POSEBNOSTI

Posebnost življenjskih zavarovanj je predvsem sestavljenost iz dveh delov in sicer iz varčevalnega dela, ko zavarovanec pridobi ali rento ali izplačana neto sredstva ter iz zavarovalnega dela za primer smrti (mnoge zavarovalnice poleg življenjskega zavarovanja v istem paketu ponujajo tudi dodatno nezgodno zavarovanje, ki se ob zaključku varčevanja ne izplača). Posebnost je tudi ta, da je običajno vnaprej določena obrestna mera življenjskega zavarovanja, k sredstvom pa se ponavadi letno pripisuje tudi del dobička zavarovalnice, če ga leta ima.

4.5.7. DAVČNI VIDIK

Davčni vidik je ena izmed prednosti zavarovalnic. Država spodbuja to obliko naložb. Za dolgoročna zavarovanja so zavarovanci namreč oproščeni plačila 6,5% davka od prometa zavarovalnih poslov. Zavarovancu, ki vplačuje premije za življenjsko zavarovanje, predstavlja letno vplačilo davčno olajšavo v okviru 3% davčnih olajšav.

4.5.8. KONČNA OCENA

Življenjska zavarovanja so glede na donosnost naložbe najmanj privlačna. Če pa upoštevamo, da smo poleg varčevalnega dela upravičeni tudi za zavarovanja v primeru smrti in doživetja, ter da imamo možnost sklenitve dodatnega nezgodnega zavarovanja, so nekoliko bolj privlačna. Razumeti je namreč treba, da je storitev, ki jo prodajajo zavarovalnice predvsem varnost. To je glavni razlog, da ponujajo nižje donose, saj se je varčevalna oblika zavarovanja razvila šele kasneje. Prva in osnovana funkcija zavarovalnic, je torej varnost. Vprašanje pa je, koliko cenimo to varnost. Pri tem ne smemo pozabiti, da bi znesek, ki ga vsak mesec vplačamo na račun zavarovalnice, lahko tudi kako drugače naložili. Če torej upoštevamo, da bi ta znesek lahko naložili v donosnejše naložbe, pridemo do zanimive ugotovitve. Že po nekaj letih, bi si lahko v primeru nezgode, sami izplačali več, kot pa nam ponuja zavarovalnica. Toda, ali smo zadosti disciplinirani, da vsak mesec vlagamo ta del denarja. Posameznik mora sam presoditi, ali ima s sklenitvijo življenjskega zavarovanja koristi (npr. dedovanje, izplačilo zavarovalne vsote v primeru smrti sorodnikom ipd.). Kot velja za vsa zavarovanja pa moramo prebrati sestavne dele police, kjer so navedeni in opisani bistveni elementi za izplačilo sredstev ter pogoji za prekinitve zavarovanja.

5. SKLEP

Vzajemni skladi so institucije, kjer lahko ljudje investirajo svoje prihranke z namenom oplemenitenja premoženja. Praviloma se v njih varčuje na dolgi rok in tako predstavljajo alternativo neposrednemu investiranju v vrednostne papirje, varčevanju v bankah ali življenjskemu zavarovanju, pa tudi drugim načinom vlaganja svojih finančnih presežkov.

Ta oblika varčevanja sodi v razvitih državah med najpomembnejše inštrumente finančnega sistema. Temu primerna je tudi zgodovina odprtih skladov v svetu. Skladi odprtega tipa imajo v tujini namreč že stoletno tradicijo. Pri nas je to obdobje desetkrat krajše in v skladu s tem je tudi obnašanje varčevalcev v Sloveniji mnogo manj naklonjeno taki obliki varčevanja. V Sloveniji so ljudje še vedno preveč konzervativni pri izbiri naložb svojih prihrankov. V večji meri se odločajo predvsem za naložbe v tiste institucije, kjer je možnost doseganja pričakovanih donosov najbolj gotova. Tako je delež sredstev, ki ga Slovenci namenimo za tovrstno investicijo zanemarljiv. In to ne samo v primerjavi z razvitimi državami. Tudi druge države, ki so šle skozi fazo tranzicije, so nas že zdavnaj prehitele.

Razlogi za nezadovoljivo stanje slovenskih vzajemnih skladov so bili že navedeni in mislim, da bo v prihodnosti treba sprejeti nekatere ukrepe, ki bodo pospešili razvoj obravnavanih finančnih institucij. Predvsem država bi se morala bolj zavedati pomembnosti razvoja vzajemnih skladov in njihovega vpliva na razvoj celotnega finančnega sistema, ter z ustrezno zakonsko regulativo, pa tudi celotno gospodarsko politiko podpreti njihov razvoj.

Pri tem ne smemo pozabiti pomembnosti novega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki pomeni uskladitev s pravnim redom Evropske unije. Zakon je prinesel ogromno sprememb v slovenske razmere. In večino naj bi jih spodbujala varčevanje v vzajemnih skladih. K preobratu bo verjetno pripomogel tudi zakon, ki bo nalagal obdavčitev obresti na bankah, saj bo prisilil varčevalce v druge oblike varčevanja, predvsem v vzajemne sklade. Pričakovati je skrajšanje dobe plačila davka na kapitalski dobiček, kar bo še dodatno vzpodbudilo investitorje za vložek na borzo.

Pa tudi s strani investitorja samega so vzajemni skladi verjetno najprimernejša oblika varčevanja. Predvsem to velja za dolgoročno varčevanje malih investitorjev, ki so zelo pomembni za razvoj celotnega gospodarstva.

Mislim, da mi je v prejšnjih poglavjih uspelo prikazati očitno prednost vzajemnih skladov pred drugimi oblikami naložb. Ta način investiranja je predvsem bolj donosen, pa tudi bolj likviden kot varčevanje v bankah, ki je trenutno pri nas najbolj razširjeno. V primerjavi z neposrednimi individualnimi naložbami, pa je poleg prihranka časa in drugih stroškov tudi veliko bolj varen. Skladi namreč z razpršitvijo premoženja poskrbijo za odpravo nesistematičnega tveganja. To pa ne pomeni, da so donosi skladov nizki v primerjavi z borznimi donosi. Sami donosi skladov so najmanj enakovredni donosom, ki bi jih dosegel posamezni mali investitor z omejeno količino informacij, časa in sredstev na finančnem trgu. V tej konkurenci med različnimi oblikami naložb je edina prednost, ki jo lahko ponudi življenjsko zavarovanje, večja mera varnosti v primeru nenačrtovanih nezgod.

Lahko bi rekli, da so vzajemni skladi najboljša kombinacija donosnosti, varnosti in likvidnosti, ki jo lahko doseže mali investitor v današnjem ustroju finančnega sistema. Prihodnost skladov pa zglada še lepša.

LITERATURA :

- 1. Androjna Roman: Vzajemnim skladom se z novim zakonom obetajo (še) lepši časi. Finance, Ljubljana, 16.09.2002, str. 20.**
- 2. Bogle John C.: Bogle on Mutual Funds: New Perspectives for the Intelligent Investor. New York: Richard D. Irwin, Inc. 1994. 320 str.**
- 3. Čanžek Ludvik: EU za borzo blagodejna. Finance, Ljubljana, 16.07.2001, str 3.**
- 4. Dimovski Vlado: Upravljanje investicijskih skladov. Ekonomski vidik upravljanja. Zbornik 3. Letnega srečanja Zveze ekonomistov Slovenije. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije, 1995, str. 105-115.**
- 5. Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra: Temelji bančništva. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.**
- 6. Fredman Albert J., Wiles Russ: How Mutual Fund Work. New York [etc.] : New York Institute of Finance, 1993. 334 str.**
- 7. Hearth Douglas, Zaima Janis K.: Contemporary Investments. Security and Portfolio Analysis. 3rd edition. Fort Worth: Harcourt College Publishers. 2001. 641 str.**
- 8. Kleidienst Robert: Kako uspešno slovenski vzajemni skladi plemenitijo prihranke vlagateljev. Finance, Borzni fokus, Ljubljana, 2000, 13. str. P4–P7.**
- 9. Kleidienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana: Gospodarski vestnik. 2001. 542 str.**
- 10. Kleidienst Robert: Vlagatelji. Razlogi za visoko rast tečajev. Bilten Ljubljanske borze, Ljubljana, 12(2002), 22, str. 18-20.**
- 11. Kodrič Sani: Zavarovalno varčevalne kombinacije. Kapital, Maribor, 13.8.2001, str.44-45.**
- 12. Kodrič Sani: Življenjsko zavarovanje ali neposredno varčevanje v vzajemnih skladih. Delničar, Ljubljana, April 2002, str. 4.**
- 13. Lubej Samo: Vzajemni skladi – varčevalna alternativa prihodnosti. Večer, priloga Premoženje, Ljubljana, 4.6.2001, str. 12-13.**
- 14. Lubej Samo: Slovenski vzajemni skladi pridobivajo zaupanje. Večer, priloga Premoženje., Ljubljana, 11.6.2001. str. 12-13.**
- 15. Matko Silva: Vzajemni skladi v Sloveniji. Naše gospodarstvo, Ljubljana, 45 (1999), 5/6, str. 511 - 532.**
- 16. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.**

17. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
18. Odar Marjan: Poslovanje VS. Iks, Ljubljana, 6, 1995, str. 61-85.
19. Potisk Mateja: Rentno varčevanje za starost. Kapital, Maribor, 2002, 280, str. 30-31.
20. Pahor Marko: Investicijski skladi. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2000, str. 87–105.
21. Prohaska Zdenko: Investicijski skladi (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 11, str. 7-10.
22. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
23. Rugg Donald D.: The Dow Jones-Irwin Guide to Mutual Funds. Homewood (Ill.): Dow Jones-Irwin, 1986. 245 str.
24. Sharpe William F., Alexander Gordon J., Bailey Jeffery V.: Investments. Englewood Cliffs (N.J.): Prentice-Hall International, 1995. 1085 str.
25. Stošički Natalija: Prospekti za javno ponudbo vrednostnih papirjev investicijskega sklada. Gospodarski vestnik- svetovalec, Ljubljana, 1994, str. 60-63.
26. Viršek Damjan, Zorman Gašper: Vednik – vzajemni skladi. Delničar, Ljubljana, September 2000, str. 12-15.
27. Žnidaršič-Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji-(ne)uspeh in za koga. Postojna: Dej, 1999. 421 str.

VIRI:

1. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana, 12(2003), 1, str. 105.
2. Gibanje količine sredstev v slovenskih vzajemnih skladih v mio SIT. [URL: http://www.vzajemci.com/Sredstva_VS/Slovenija/VS_SLO_grafi_gibanja_kolicine_sredste_v.htm], 31.12.2002.
3. Gibanje VEP vzajemnih skladov v SIT [URL:http://www.vzajemci.com/Gibanje_VEP/Slovenija/VEP_SLO_VS.htm], 31.12.2002.
4. Investment Company Institute. [URL: http://www.ici.org/facts_figures/intl_survey_4_01.html], 25.08.2002.
5. Letno poročilo ljubljanske borze 2001. Ljubljana: 2001, str. 35
6. Pregled gibanja tečajev v določenem obdobju. [URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/trgovanj/indeksi/inIntera.asp>], 31.12.2002
7. Slovenski spletni servis namenjen vzajemnim skladom. [URL: <http://www.vzajemci.com>], 31.12.2002
8. Tečajnica Ljubljanske borze. Delo, Ljubljana. 10.02.2003, str. 36
9. Tržni delež slovenskih vzajemnih skladov v %. [URL: http://www.vzajemci.com/Sredstva_VS/Slovenija/VS_SLO_VS_grafi_trzni_delezi.htm], 31.12.2002.
10. Vloga v vzajemne sklade per capita v USD v letu 2000. [URL: http://www.vzajemci.com/grafi/Graficni_prikazi/VS_per_Capita.htm], 31.12.2002.
11. World development indicators database. [URL:<http://devdata.worldbank.org/external/dgcomp.asp?rmdk=110&smdk=473880&w=0>], 31.12.2002.
12. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS št. 30/90).
13. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS št. 6/94, 68/96, 25/97, 32/97, 10/98, 26/99, 56/99, 110/2002).
14. Zakon o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS št.50/99).

PRILOGA 1: Spreminjanje VEP po letih

IME SKLADA	začetna vrednost	LETO										
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Galileo	40,00	107,61	199,27	306,06	353,63	430,57	556,58	731,66	874,63	878,72	1.117,63	1.509,66
Piramida	6.115,74		9.393,83	12.172,59	14.657,95	16.002,30	18.263,46	20.844,42	23.600,23	26.256,23	29.904,30	35.743,41
Polžek	100,00		121,33	164,03	211,16	233,04	282,25	336,62	375,92	398,47	448,65	552,91
Modra k.	100,00		105,72	133,58	176,38	171,97	205,12	238,57	273,04	290,95	335,66	441,09
Hrast	1.000,00			1.270,20	1.434,95	1.583,52	1.815,49	2.384,19	2.789,79	2.910,50	3.519,94	4.557,46
Pika	1.000,00			1.263,40	1.507,18	1.638,10	1.901,00	2.139,63	2.517,16	2.754,78	3.310,16	3.814,23
Vizija	100,00				144,63	151,58	180,15	206,19	234,22	243,00	276,53	324,92
SPD	100,00			110,25	131,94	108,25	134,20	141,58	181,61	203,30	254,22	324,75
Delniški	100,00			108,77	121,16	97,86	121,33	131,93	163,09	177,70	229,57	289,75
Alfa	1.000,00			1.305,45	1.650,49	1.927,13	2.380,67	2.866,21	3.534,21	4.391,02	5.451,50	6.933,40
Vipek	1.000,00			1.332,33	1.677,96	1.988,82	2.413,87	2.897,96	3.343,43	3.565,21	4.269,13	5.411,52
Zajček	100,00			172,41	222,54	243,06	307,54	365,14	407,93	430,27	499,36	665,29
Rastko	1.000,00					1.012,93	1.304,53	1.665,28	2.202,45	2.167,82	2.612,44	3.492,89
KD Bond	1.000,00					1.066,27	1.292,90	1.458,37	1.659,53	1.878,88	2.060,16	2.286,17
Živa	1.000,00								978,16	1.028,51	1.287,68	1.693,32
Renta	1.000,00								1.000,38	1.123,21	1.350,54	1.584,25
Skala	5.000,00									6.101,79	7.417,66	9.968,70
Sova	100,00									101,66	112,84	119,71

Opomba: Vrednosti veljajo na 31.12. v navedenem letu, razen za leto 2002, ko je ustrezen datum 30.6.2002.

Vir: http://www.vzajemci.com/Gibanje_VEP/Slovenija/VEP_SLO_VS.htm

PRILOGA 2: Letno spreminjanje VEP po letih po cenah iz leta 1992

IME SKLADA	Začetna vrednost	LETO										
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Galileo	40	107,61	149,94	190,34	193,77	214,86	256,37	312,27	351,68	324,49	380,53	479,41
Piramida	6.115,74		7.068,34	7.570,02	8.031,75	7.985,18	8.412,46	8.896,47	9.489,44	9.695,80	10.181,92	11.350,72
Polžek	100		91,29	102,01	115,7	116,29	130,01	143,67	151,15	147,15	152,76	175,58
Modra k.	100		79,55	83,07	96,65	85,81	94,48	101,82	109,79	107,44	114,29	140,07
Hrast	1.000,00			789,93	786,27	790,18	836,25	1.017,58	1.121,75	1.074,78	1.198,48	1.447,27
Pika	1.000,00			785,7	825,85	817,42	875,63	913,2	1.012,13	1.017,27	1.127,05	1.211,25
Vizija	100				79,25	75,64	82,98	88	94,18	89,73	94,15	103,18
SPD	100			68,56	72,3	54,02	61,81	60,43	73,02	75,07	86,56	103,13
Delniški	100			67,64	66,39	48,83	55,89	56,31	65,58	65,62	78,16	92,01
Alfa	1.000,00			811,85	904,38	961,64	1.096,58	1.223,31	1.421,07	1.621,50	1.856,15	2.201,78
Vipek	1.000,00			828,56	919,43	992,43	1.111,87	1.236,86	1.344,36	1.316,55	1.453,57	1.718,49
Zajček	100			107,22	121,94	121,29	141,66	155,84	164,02	158,89	170,02	211,27
Rastko	1.000,00					505,45	600,89	710,75	885,59	800,52	889,49	1.109,21
KD Bond	1.000,00					532,07	595,53	622,44	667,28	693,83	701,45	726
Živa	1.000,00								393,31	379,8	438,43	537,73
Renta	1.000,00								402,24	414,77	459,84	503,1
Skala	5.000,00									2.253,25	2.525,59	3.165,67
Sova	100									37,54	38,42	38,02

Opomba: Vrednosti veljajo na 31.12. v navedenem letu, razen za leto 2002, ko je ustrezen datum 30.6.2002.

Vir: http://www.vzajemci.com/Gibanje_VEP/Slovenija/VEP_SLO_VS.htm