

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI

Ljubljana, oktober 2002

SAMO KAPLJA

IZJAVA

Študent Samo Kaplja izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Vlada Dimovskega in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 24.10.2002

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1. FINANČNE INSTITUCIJE IN VLOGA INVESTICIJSKIH SKLADOV	2
1.1. Opredelitev finančnih institucij.....	2
1.2. Zgodovinski razvoj investicijskih skladov.....	4
1.3. Vrste investicijskih skladov.....	7
1.3.1. Vrste investicijskih skladov glede na cilj.....	7
1.3.2. Vrste investicijskih skladov glede na način vnovčitve naložbe v takih skladih.....	8
1.3.2.1. Odprti investicijski skladi.....	8
1.3.2.2. Zaprti investicijski skladi.....	11
1.3.2.1. Posebne oblike skladov in sorodne oblike investiranja.....	13
2. OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV	13
2.1. Klasifikacija vzajemnih skladov.....	13
2.1.1. Delitev vzajemnih skladov glede na vrsto vrednostnih papirjev v premoženju.....	14
2.1.1.1. Vzajemni skladi delnic.....	14
2.1.1.2. Vzajemni skladi obveznic.....	18
2.1.1.3. Vzajemni skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev.....	19
2.2. Prednosti in slabosti investiranja v vzajemne sklade.....	20
2.3. Splošne značilnosti zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje.....	23
2.3.1. Vzajemni skladi.....	24
2.3.2. Družba za upravljanje.....	25
2.3.3. Naložbe vzajemnih skladov.....	26
3. VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI	28
3.1. Nastanek in razvoj vzajemnih skladov.....	28
3.2. Vzajemni skladi in družbe ki jih upravljajo.....	30
3.3. Obseg in dinamika rasti naložb v vzajemne sklade.....	32
3.4. Sestavine investicijskega poslovanja.....	34
3.4.1. Donosnost vzajemnih skladov.....	35
3.4.2. Tveganje vzajemnih skladov.....	35
3.4.3. Stroški in provizije upravljanja vzajemnih skladov.....	38
3.5. Investitorji v vzajemne sklade.....	39
4. POSLOVANJE VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI	40
4.1. Naložbena politika vzajemnih skladov.....	41
4.2. Analiza donosnosti slovenskih vzajemnih skladov.....	42
SKLEP	44
LITERATURA	46
VIRI	47

UVOD

V razvitem finančnem svetu imajo v zadnjih letih v očeh varčevalcev vse pomembnejšo vlogo pri nalaganju prostih denarnih sredstev vzajemni skladi. Ti so, tako kot ostali investicijski skladi, finančni posredniki, ki deficitne finančne celice v gospodarstvu zalagajo s presežnimi denarnimi sredstvi suficitnih finančnih celic. V Sloveniji je zaradi poznega prehoda v tržno gospodarstvo in s tem povezanega mladega in nerazvitega finančnega sistema še vedno bolj pogosta oblika varčevanje v bankah, ki pa je tudi manj tvegano. Vzajemni skladi so tako alternativna oblika varčevanju v bankah, ki je dohodkovno zanimiva in dokaj varna, saj skušajo skladi pri doseganju višjih donosov s svojo investicijsko politiko nevtralizirati tveganje.

Namen diplomskega dela je prikazati vrste vzajemnih skladov, prednosti in slabosti varčevanja v njih ter njihov donos, saj je le – ta poleg tveganja najpomembnejši kazalec pri izbiri med različnimi oblikami varčevanja.

Analizo vzajemnih skladov pričujem s kratko opredelitvijo finančnih institucij in vlogo investicijskih skladov med njimi ter prikazom zgodovinskega razvoja investicijskih skladov v svetu. Pri prikazu zgodovinskega razvoja tujih investicijskih skladov se bom osredotočil na investicijske sklade v ZDA, saj so imeli le - ti največ zaslug za hiter in uspešen razvoj investicijskih skladov v svetu. V tem poglavju bom prikazal tudi delitev skladov glede na cilje, ki jih zastopajo, in glede na način unovčitve naložbe v sklad.

V drugem poglavju bom natančno opredelil vrste vzajemnih skladov glede na njihovo investicijsko politiko, opisal pa bom tudi prednosti in slabosti investiranja v vzajemne sklade. V zadnjem delu tega poglavja bom opisal zakonsko urejenost delovanja in poslovanja vzajemnih skladov in družb za upravljanje v Sloveniji.

V tretjem poglavju bom opisal nastanek in razvoj vzajemnih skladov in družb za upravljanje v Sloveniji. Temu bo sledila analiza obsega sredstev in dinamike rasti nalož. V tem poglavju bom tudi podrobno opisal tri temeljne sestavine vrednotenja učinkovitosti investicijskega poslovanja vzajemnih skladov (donosnost, tveganje in stroški). Tretje poglavje pa bom sklenil z analizo investitorjev v slovenske vzajemne sklade.

V zadnjem poglavju pa bom analiziral poslovanje slovenskih vzajemnih skladov. Predstavil bom naložbeno politiko in prikazal donosnost vzajemnih skladov v zadnjih štirih letih in jo primerjal z rastjo slovenskega borznega indeksa SBI 20.

1. FINANČNE INSTITUCIJE IN VLOGA INVESTICIJSKIH SKLADOV

1.1. OPREDELITEV FINANČNIH INSTITUCIJ

Finančne institucije so specializirana podjetja, ki se ukvarjajo s finančnimi posli v najširšem smislu. Proizvajajo in prodajajo finančne oblike in/ali storitve. V praksi finančne institucije mnogokrat tudi ustvarjajo finančni trg, zato jih ne moremo ločevati. Finančni trg je mehanizem, ki omogoča prenos finančnih prihrankov od ekonomskih subjektov, ki varčujejo (suficitna gospodarska enota), na tiste, ki investirajo v produktivne namene (deficitna gospodarska enota). Naloga finančnega sistema je zagotavljanje takšnega prenosa finančnih prihrankov, da bodo le-ti v gospodarstvu učinkovito uporabljeni. To dosega z vzpostavljanjem neposrednega ali posrednega prenosa prihrankov med suficitnimi in deficitnimi gospodarskimi enotami (Ribnikar, 1996, str. 43).

Finančne institucije lahko razdelimo v različne skupine glede na različne kriterije, po katerih jih razvrščamo. Tako delimo finančne institucije glede na dva principa (Dimovski, 1996, str. 3):

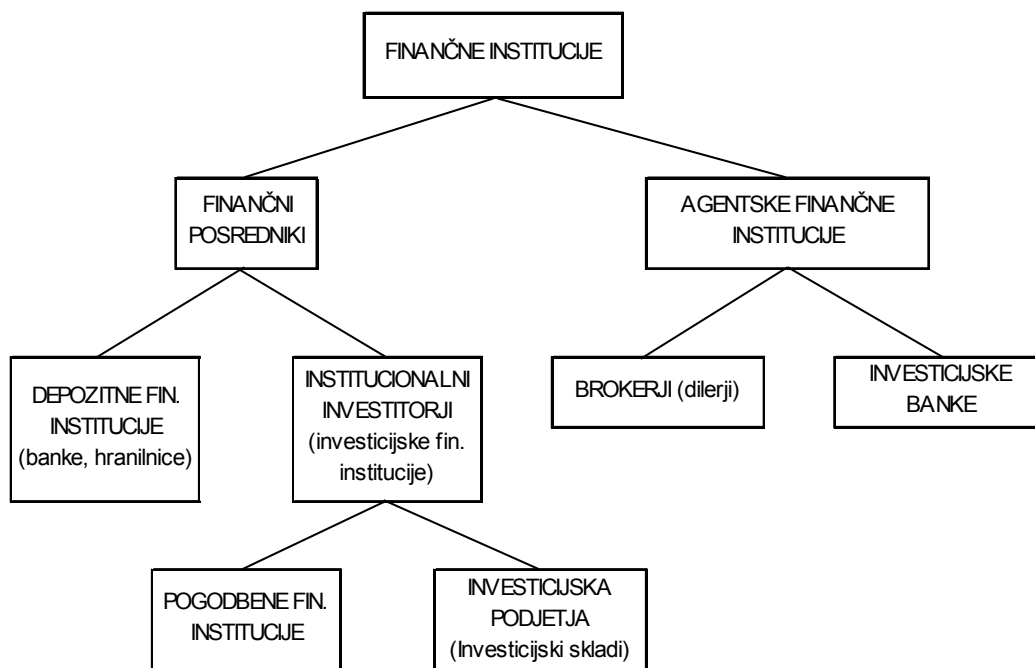
- funkcionalnem načelu in
- institucionalnem kriteriju.

Po funkcionalnem načelu delimo obstoječe finančne institucije glede na njihovo vlogo pri emisiji denarja, in sicer na denarne (monetarne) in nedendarne finančne institucije. Ta delitev je v skladu z Denarno teorijo, ki daje v ospredje mehanizem emisija denarja v narodnem gospodarstvu. Pri tem nas zanima, ali posamezna finančna institucija spada v denarni (monetarni) sistem ali ne oz. ali v okviru svojega poslovanja izdaja denar ali ne. Med denarne (monetarne) finančne institucije uvrščamo centralno banko in tisti del poslovnih bank, ki spada v denarni sistem. Sem pa spada samo tisti del premoženjske bilance poslovnih bank, v katerem so na pasivni strani izkazane tiste vloge, ki jih štejemo h knjižnemu denarju. Med nedendarne finančne institucije pa uvrščamo preostali nedearnari del poslovnih bank in vse ostale finančne institucije. Ker pa ta delitev zahteva delitev posamezne finančne institucije na dva dela, je pri obravnavanju finančnih institucij z vidika njihovega finančnega posredništva neustrezna.

Po institucionalnem kriteriju pa razdelimo posamezne finančne institucije na agentske finančne institucije in finančne posrednike (glej sliko 1). Med agentske finančne institucije uvrščamo t.i. brokerje in dilerje, ki so specializirani za trgovanje z vrednostnimi papirji, in investicijske banke (investment bankers), ki pomagajo podjetjem pri emisiji vrednostnih papirjev. Finančne posrednike pa lahko nadalje razdelimo v dve skupini, in sicer na depozitne finančne institucije (deposit-taking institutions) in investicijske finančne institucije (investing institutions) oz. institucionalne investitorje (institutional investors). Skupna značilnost depozitnih finančnih institucij je, da zbirajo finančne prihranke prebivalstva na osnovi njihovih vlog oz. depozitov z različnim rokom zapadlosti (vloge na vpogled, vezane vloge). Vloge pri depozitnih finančnih institucijah se običajno smatrajo za likvidne finančne oblike, ki zagotavljajo nominalno trdno vrednost v prihodnosti in ob praviloma vnaprej

določeni višini obrestne mere je vnaprej znana tudi njihova nominalna donosnost. Tveganje depozitnih finančnih institucij je tudi manjše od tveganja končnih posojilojemalcev, zato je tudi zanimanje varčevalcev za nalaganje njihovih prihrankov v vloge pri depozitnih finančnih institucijah veliko. Zbrana sredstva varčevalcev depozitne finančne institucije največkrat prenašajo na deficitne gospodarske celice z odobravanjem posojil, tako kratkoročnih kot dolgoročnih, delno pa tudi z nakupi njihovih vrednostnih papirjev. Med depozitne finančne institucije tako uvrščamo poslovne banke, hranilnice, kreditne zadruga in druge finančne institucije, ki varčevalcem nudijo možnost njihovih prihrankov v obliki vlog.

Slika 1: Delitev finančnih institucij po institucionalnem kriteriju



Vir: Dimovski, 1996, str. 3.

Institucionalne investitorje oz. investicijske finančne institucije delimo v dve podskupini, in sicer na pogodbene finančne institucije (contractual financial institutions) in na investicijska podjetja (investment companies) oz. investicijske sklade. Pogodbene finančne institucije (pokojninski zavodi, zavarovalnice) zbirajo prihranke varčevalcev na osnovi posebnih pogodbenih razmerij med varčevalci in pogodbenimi finančnimi institucijami. Njihova primarna naloga je izpolnjevanje pogodbenih obveznosti, medtem ko je opravljanje funkcije finančnega posredništva le njihova sekundarna naloga.

Investicijski finančni posredniki pa zbirajo prihranke varčevalcev na osnovi delnic in delno tudi obveznic ter jih nato investirajo predvsem v vrednostne papirje podjetij. Na ta način posamezniki lahko pridejo do bolj tveganih naložb, česar verjetno ne bi storili v primeru neposrednega investiranja v podjetja.

1.2. ZGODOVINSKI RAZVOJ INVESTICIJSKIH SKLADOV

Prvi znani investicijski skladi na svetu so bili ustanovljeni leta 1822 na Nizozemskem, in sicer kot zaprti investicijski skladi. Nizozemski kralj William I. je tega leta ustanovil prvo investicijsko družbo z imenom "Societe generale des Pays – Bas pour Favoriser L'industrie National". Nato pa so vodilno vlogo pri razvoju teh skladov prevzeli Angleži, ki so po danem konceptu v veliko večjem obsegu in z večjo intenzivnostjo pričeli z razvojem investicijskih skladov. Prvi angleški sklad z imenom "Foreign and Colonial Government Trust" je bil ustanovljen leta 1868 in je prvič v zgodovini zagotovil malim investitorjem manjše tveganje pri investicijah v tuje in kolonialne vrednostne papirje, kar je bilo v tistem času rezervirano samo za velike delničarje.

Prvi investicijski skladi zaprtega tipa so v ZDA nastali po državljanski vojni konec 19. stoletja. Takrat so namreč investicijske družbe iz Britanije in Škotske investirale velike zneske v ameriško gospodarstvo. Vsi skladi, o katerih sem govoril sedaj, so bili zaprtega tipa. Leta 1920 pa so se pojavili tudi odprti investicijski skladi. To je bilo obdobje finančne rasti in inovacij na vseh področjih financ, tako tudi na področju investicijskih skladov. V Bostonu je bil ustanovljen tudi prvi ameriški investicijski sklad, in sicer leta 1924. Zaprti skladi so bili prevladujoči tip investicijskih skladov vse do borznega zloma, ki se je zgodil na črni četrtek, 24. oktobra 1929. Po borznem zlomu se je večina investitorjev obrnila k odprtim investicijskim skladom, ki so kljub borznemu zlomu investitorjem zagotavljali rast in visok nivo storitev. To jih je povzdignilo na prevladujoč tip investicijskih skladov v očeh posameznega investitorja. Borzni zlom je povzročil revizijo stare zakonodaje tako, da so novi zakoni preprečevali goljufije in manipulacije s tečaji vrednostnih papirjev in uzakonili "javno razkritje" vseh pomembnih informacij o vrednostnih papirjih in njihovih izdajateljih. Zakoni, kot je leta 1933 sprejeti zakon Federal Securities Act, leta 1934 sprejeti Federal Exchange Act in nenazadnje leta 1940 sprejeti Federal Investment Company Act, ki predstavlja okvir za registracijo in regulacijo investicijskih podjetij in investicijskih svetovalcev, so v ZDA skupaj z določenimi podzakonskimi akti ohranili zaupanje javnosti v investicijske sklade, še posebej v odprte sklade. Omogočili so namreč zaščito delničarjem skladov pred zlorabami, prestopki managerjev in konflikti interesov, poleg tega pa so posamezni podzakonski akti, kot leta 1970 sprejeti "Federal Investment Company Amendments Act", postavili standarde za managerske in prodajne provizije. Tako so ti zakoni skupaj z močno ekonomijo pripomogli k ponovnemu zaupanju v investicijske sklade po drugi svetovni vojni. Višina sredstev, vloženih v investicijske sklade, se je tako povečala iz 2 milijard dolarjev, kolikor je znašala v letu 1946, na več kot 770 milijard dolarjev v letu 1987.

V petdesetih in zgodnjih šestdesetih letih skladi niso bili posebej priljubljeni. Splošno mnenje med investitorji je bilo, da lahko dosežejo sami višje donose, kot bi jih dosegli, če bi nalagali denar v investicijske sklade. V tem času so bili zaradi stalnega naraščanja tečajev delnic najbolj zanimivi skladi lastniških vrednostnih papirjev ali "equity funds". Konec šestdesetih let se je iz tako usmerjene finančne industrije razvila industrija finančnih storitev z vedno bolj široko ponudbo skladov in storitev za investitorje s srednje velikimi dohodki kot tudi za velike investitorje, posebej v povezavi s tveganim kapitalom. To so bili tako imenovani rizični skladi, s katerimi je prišlo do ponovnega večanja obsega zaprtih skladov. Ti so bili odziv na zahtevo po višji donosnosti, torej višji od tiste, ki jo investitor dosega z individualnimi vlaganji v posamezne delnice podjetij. Uspešna vlaganja v rizične sklade so ob visokem

tveganju prinašala visoke donose, poleg tega pa so bila ta vlaganja tudi osnovno gonilo razvoja tehnologije. Pionirji na tem področju so bili v tistem času American Research & Development Co., I.H. Whitney & Co. in Laurence S. Rockefeller.

Leta 1958 je s podpisom Small Business Act predsednik ZDA Dwight Eisenhower uzakonil tvegani kapital in na ta način oblikoval znotraj ameriške poslovne administracije tudi investicijske družbe za rizični kapital.

Po obdobju zaupanja in vlaganja v rizične sklade v letih 1958-1968 so investitorji po obratu kapitalskega trga med leti 1968 in 1974 spet izgubili zaupanje v sklade in se od njih odvrnili.

V sedemdesetih letih pa so visoka inflacija in obrestne mere ter nestanovitnost trgov vrednostnih papirjev ponovno oživili zanimanje za odprte sklade, še posebej za sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev (money market funds) in sklade municipalnih obveznic (municipal bond funds). Zanimanje za sklade se je še posebej povečalo, ko so omogočili odpiranje IRA računov (Individual Retirement Account) kot pokojninskih planov za tiste, ki niso bili kriti s pokojninskimi plani podjetja. Interes za odprte sklade se je še povečal leta 1982, ko so lahko račune odpirali vsi zaposleni delavci. Nastali so skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev, ki so bili upravičeni do davčnih olajšav, skladi, specializirani za državne in občinske obveznice, skladi dohodka, skladi opcij in dohodka, Ginnie Mae skladi, ki vlagajo GNMA (Government Backed Mortgage Securities) in sektorski skladi. Vsa ta gibanja so bila močno spodbujena še z naraščanjem tečajev vrednostnih papirjev, ki se je začelo leta 1982. Leta 1973 je bilo ustanovljeno Ameriško združenje tveganega kapitala v Chicagu, kar je povzročilo nov razmah zaprtih skladov z rizičnim kapitalom.

Leta 1974 je bilo sprejetih več pravnih aktov, ki so strožje urejali poslovanje pokojninskih skladov, posledično je to pomenilo omejitve naložb v tvegane sklade.

V letu 1978 je bil sprejet davčni predpis, ki je znižal dajatve na kapitalske dobičke z 49,5% na 28% in tako utrl pot obnovi tveganega kapitala.

Leta 1979 je Ministrstvo za delo razveljavilo predpise, ki so onemogočali vlaganje sredstev v tvegane sklade, in opredelilo vlaganje v tvegane sklade kot možno obliko plemenitenja dela sredstev pokojninskih skladov. Tako se je leta 1980 obnovilo vlaganje v tvegane sklade.

Leta 1981 je Reganova vlada s sprejetjem Economic Recovery Tax Act zmanjšala dajatve na kapitalske donose z 28% na 20% in ponovno vzpodbudila vlaganja v tvegane sklade. Po objavi tega zakona je ponovno zaživel trg delnic; več kot 200 družb je postalo javnih in se je vključilo v borzno trgovanje. Najuspešnejše družbe, ustanovljene z rizičnim kapitalom, ki so bile prodane leta 1983, so družbe, kot so: Biogen, Compaq in Lotus.

V letu 1986 so bile popolnoma odpravljene dajatve na kapitalski donos tveganih skladov, kar je ponovno povečalo obseg tveganega kapitala. Leta 1987 je bil dosežen rekordni vložek v tvegane sklade v višini 4,2 milijarde \$. V naslednjih letih so se ta vlaganja nekoliko znižala in so leta 1991 dosegla le še tretjino letnih investicij iz leta 1987.

Letno poročilo ameriških borz investitorjem o vlaganjih v tvegani kapital leta 1988 je pokazalo dolgoročno neugoden položaj investiranja v ta kapital, saj naj bi povprečen donos padel pod nivo pričakovanja investitorjev. Zato je leta 1989 prišlo do

intenzivnega prodajanja premoženja skladov. V obdobju od leta 1989 do 1990 so tvegani skladi, s ciljem skrajšati rok vračanja vloženih sredstev, investirali pretežno v obstoječa podjetja in se izogibali investicij v zgodnji fazi.

V obdobju po zalivski vojni od leta 1991 do 1992 je bilo kritično na področju bančništva, zavarovalništva, pokojninskih skladov in za druge finančne institucije. Naložbe v tvegano industrijo so se v tem obdobju zmanjšale, to pa je povzročilo manjša vlaganja v tvegane sklade.

V letu 1992 je bil uzakonjen Small Business Enhancement Act, ki je drugače urejal razmerje med lastniškim kapitalom in tujimi viri v investicijskih skladih in s tem omogočal ponovno povečanje rizičnih naložb. V letu 1992 se je vlaganje v tvegane sklade podvojilo glede na leto 1991. Pojavili so se novi veliki skladi, ki so uspešno pridobivali nova sredstva. Nastajali so skladi za praktično vsak investicijski cilj, ki ga je hotel posamezni investitor z investiranjem svojih prihrankov doseči. Interes za zaprte oz. odprte investicijske sklade se je spreminjal, vendar pa sta bili obe obliki skladov v tem času investitorjem na razpolago.

Leta 1929 je v ZDA delovalo le 50 skladov, takrat sicer izključno zaprtih, z minimalnim kapitalom. Leta 1940 jih je bilo še vedno samo 68 s 448 milijoni USD kapitala. Danes je v ZDA samo vzajemnih skladov preko 3000 z 800 milijardami USD kapitala. Kar 720 milijard USD je investirano v odprte sklade. Razmerje med odprtimi in zaprtimi skladi je 10:1 v korist odprtih, in sicer zato, ker imajo odprti skladi garancijo za večjo likvidnost, med njimi je tudi večja izbira in so bolj prilagojeni potrebam investitorjev.

Investicijski skladi so bili prvotno ustanovljeni z namenom izpolnjevanja potreb malih investitorjev po profesionalnem managementu in diverzifikaciji njihovega premoženja, danes pa se k skladom obračajo tudi institucionalni investitorji, kot so npr. bančni trusti, pokojninski skladi zaposlenih, zavarovalnice in razne fundacije. Tako je vrednost sredstev, investiranih v investicijske sklade s strani institucionalnih investitorjev, znašala leta 1960 1,2 milijardi USD, leta 1985 pa kar 16801 milijardo USD, kar je predstavljalo 33.9% vseh sredstev, investiranih v sklade.

Prednost nalaganja v sklade je predvsem v profesionalnem upravljanju, diverzifikaciji portfelja, razumnih provizijah, likvidnosti, relativno dobrih rezultatih managerjev ter možnostih pregleda nad delovanjem in rezultati različnih skladov, ki morajo o svojih rezultatih javno poročati delničarjem in državnim organom. Drugi vzrok za povečanje vlaganj institucionalnih investitorjev v investicijske sklade pa je pojav skladov kratkoročnih vrednostnih papirjev v sedemdesetih letih, saj ti še povečajo varnost naložb. Poleg navedenih prednosti skladov pa so na povečanje interesa za sklade vplivali tudi zunanji dejavniki – gibanje na trgu kapitala v ZDA. Trg kapitala je postal vedno bolj nestanovit. Finančni trg je postal vse bolj kompleksen, zato je narasla potreba po profesionalnem managerju z diferenciranim portfeljem in znano strategijo ter množico stranskih storitev kot rešitev za vedno bolj zapleteno sodelovanje na finančnem trgu. Odgovor na vse te zahteve pa predstavlja investicijski sklad.

1.3. VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV

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

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

1.3.1. VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV GLEDE NA CILJ

Želje posameznih investorjev so zelo različne. Posamezni vlagatelji želijo s svojimi vlaganji pridobiti čim večjo dividendo, kar pomeni, da težijo k pridobivanju čim večjih stalnih dohodkov od vloženega kapitala. Spet drugim tekoči dohodki niso pomemben ali vsaj prednostni cilj: njihova želja je maksimalno povečati vrednost svojega vložka. Da bi zadovoljili želje različnih vlagateljev, se zato ustanovljajo skladi z različnim cilji.

Namen ali cilj posamezne investicijske družbe oz. sklada se opredeli že ob ustanovitvi. Od cilja oz. namena sklada je odvisna tudi vrsta vrednostnih papirjev, ki jih ima sklad v svoji aktivi oz. jih kupuje. Številne investicijske namene lahko strnemo v nekatere skupine namenov, ki hkrati predstavljajo tudi obliko družbe oz. sklada, saj so zanjo značilni prav vrednostni papirji, v katere investira.

Temeljne skupine skladov oz. družbe, ki se razlikujejo po namenu, so (Žnidaršič, 1999, str. 27):

1. Sklad rasti (Growth Found)

Cilj takšnega sklada je donosnost kapitala, torej rast cen vrednostnih papirjev, ki jih ima sklad. Da bi dosegli kar največji kapitalski dobiček, t.j. razliko med ceno, po kateri smo delnico kupili, in ceno, po kateri jo lahko prodamo, je nujno potrebna rizičnost. Zato so tu investiranja rizična. Kupujejo se visoko donosni vrednostni papirji, zlasti delnice, katerih cene hitro rastejo. Tovrstne sklade imenujemo tudi Go-Go Funds.

2. Sklad dohodka (Income Found)

Cilj tega sklada je čim večji tekoči gotovinski dohodek iz dividend oz. obresti, zato so predmet nakupa vrednostni papirji z visoko obrestno mero oz. dividendo. Seveda pa večji donos vrednostnega papirja spremlja večje tveganje. Primer takega sklada je Junk Bonds Found, ki investira v podjetniške obveznice slabše kvalitete, ki pa imajo zelo visok donos.

3. Sklad rasti in dohodka (Growth and Income Found)

Poglavitni cilj tega sklada je donosnost kapitala ob hkratnem zagotavljanju nekega gotovinskega dohodka iz dividend in obresti. Rizičnost tega sklada je manjša kot pri prej navedenih, t.j. skladu rasti in skladu dohodka. Predmet nakupa so navadne delnice, zato ga imenujemo tudi Common Stock Found.

4. Sklad dohodka in rasti (Income and Growth Found)

Cilj tega sklada je dohodek iz dividend in šele nato donosnost kapitala. Pri tem so predmet investiranja delnice največjih in najboljših podjetij (Blue Chips) ter preferenčne delnice.

5. Sklad ravnotežja (Balanced Found)

Zasleduje tako tekoči dohodek kot kapitalski donos ter posebej stabilnost investicije. Ta sklad nudi manjši donos ob ugodnih in manjšo izgubo ob neugodnih tržnih gibanjih. Predmet investiranja so različne delnice in obveznice.

6. Sklad brez obdavčenj (Tax Exempt Found)

Ta sklad praviloma investira le v komunalne obveznice, ki navadno niso obdavčene.

7. Sklad obveznic (Bounds Found)

Cilj takega sklada je zagotoviti tekoče stabilne dohodke, zato so predmet investiranja nizko, srednje in visoko kvalitetne podjetniške obveznice.

Poleg navedenih oblik skladov, ki se razlikujejo po cilju, ki ga zasledujemo, pa poznajo v svetu še posebne oblike skladov. Med njimi so najpomembnejši:

- Sklad kratkoročnih vrednostnih papirjev (Money Market Found), ki investira le v kratkoročne vrednostne papirje in je zato visoko likviden.
- Specializirani skladi, ki investirajo le v določene dele industrije ali druge dejavnosti oz. v delnice teh organizacij.
- Poznamo pa tudi Sklad nepremičnin (Real Estate Fond), ki investira v nepremičninske hipoteke in druge nepremičninske vrednostne papirje; le-ti omogočajo udeležbo pri lastništvu teh nepremičnin in pridobivanje rente ter tudi davčne olajšave; zaradi stabilnih, čeprav nižjih donosov so naložbe v te sklade predvsem zelo varne.

1.3.2. VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV GLEDE NA NAČIN UNOVČITVE NALOŽBE V TAKIH SKLADIH

Investicijske sklade med seboj razlikujemo tudi glede na način unovčitve delnice oz. certifikatov, ki so v rokah investitorjev, v te sklade. Delimo jih na t.i. odprte in zaprte investicijske sklade (Žnidaršič, 1999, str. 28).

1.3.2.1. Odprti skladi

V primeru odprtega sklada (Open-end Investment Company/Found), ki navadno ni delničarska družba, lahko investitor kupi ali proda posamezne enote premoženja sklada (npr. investicijski kupon) ob vsakem času. Cena teh kuponov se določa dnevno, in sicer tako, da se tržna vrednost vseh vrednostnih papirjev v aktivih deli s številom izdanih certifikatov enot sklada. Vrednost sklada se dnevno objavlja v časopisju.

Odprti investicijski skladi nudijo investitorjem možnost diverzifikacije vrednostnih papirjev (različne oblike in vrste), kar sicer manjšim investitorjem ni dostopno. To zmanjšuje tudi rizik naložbe. Poleg tega je likvidnost te oblike investiranja velika, saj je vedno možna prodaja oz. nakup. Investicijski sklad pa na ta način zniža stroške prodaje (provizije) svojih certifikatov.

Odprti skladi so najpomembnejši in najbolj razširjen tip investicijskih skladov v ZDA. Največkrat so organizirani kot trusti (oz. kot skupno premoženje), lahko pa tudi kot delniška družba. Lahko bi jih imenovali tudi vzajemni skladi ali skladi s spremenljivim

obsegom kapitala. Njihova glavna značilnost, po kateri se tudi razlikujejo od zaprtih skladov, je v tem, da sklad stalno izdaja oz. prodaja svoje delnice in jih je tudi v vsakem trenutku pripravljen odkupiti od delničarjev, ki jih želijo prodati. To pomeni, da se vrednost sredstev oz. število delnic sklada stalno (dnevno) spreminja. Če managerji prodajo več delnic, kot jih odkupijo, imajo na voljo dodatna sredstva za nove investicije v vrednostne papirje, če pa so odkupi večji od prodaj, morajo del vrednostnih papirjev iz aktive prodati. Tako se vrednost sredstev oz. aktiva zmanjša. Za določen obseg dnevnih odkupov delnic ima sklad stalno na voljo rezervo v gotovini. Če pa odkupi močno narastejo, morajo prodati vrednostne papirje iz svojega portfelja, da dobijo potrebno gotovino za izplačilo delničarjev. Za to lahko rečemo, da delničarji upravljajo odprti investicijski sklad "s svojimi nogami", saj lahko kadarkoli v sklad pridejo ali iz njega odidejo. Hkrati pa sklad tudi kontrolira podjetja, katerih vrednostne papirje ima. Ko pričakuje zmanjšanje tečaja delnic, "s svojimi nogami" gre drugam. Vrednost portfelja se spreminja s spreminjanjem števila prodanih ali dokupljenih delnic sklada. Zato je glavna skrb managerja sklada, da mu delničarji "ne uidejo".

Prodaja in odkup delnic odprtih skladov teče po dnevni ceni – t.i. neto vrednosti aktive na delnico (Net Asset Value per Share), ki velja tisti dan. Izračunajo jo tako, da vrednost premoženja v aktivih (torej vsoto trenutne tržne vrednosti vseh vrednostnih papirjev, ki jih držijo v svoji aktivih) zmanjšajo za znesek vseh dolgov, nato pa to delijo s celotnim številom prodanih delnic. To izračunajo ob koncu vsakega poslovnega dne in pomeni ceno, po kateri delničar proda svoje delnice nazaj skladu, hkrati pa je to tudi cena, po kateri skladi prodajajo dodatne delnice novim investitorjem (če zanemarimo morebitne provizije, ki so opisane v nadaljevanju).

Za določitev vrednosti investicije posameznega investitorja je potrebno pomnožiti dnevno neto vrednost aktive s številom delnic, ki jih investitor ima. Število delnic posameznika lahko naraste ne le z nakupom dodatnih delnic, ampak tudi z reinvestiranjem kapitalskih dobičkov, namesto da bi le-te investitorjem izplačali. Sama vrednost delnic sklada pa naraste, ko narastejo tečaji vrednostnih papirjev v portfelju.

Pravno gledano je odprti sklad samostojna poslovna enota, ločena od njenih upravljavcev oz. investicijskih svetovalcev. Sklad ima upravni odbor, v katerem mora biti tudi določeno število zunanjih neodvisnih članov. Prav tako morajo odprti skladi po zakonu (Investment Company Act-u) delničarjem in ameriški vladni komisiji za vrednostne papirje – SEC (Securities Exchange Commission) stalno pošiljati natančna računovodska poročila in poročila o rezultatih delovanja.

Odprti skladi spadajo v oblike za pretok oz. kanaliziranje dohodkov in investicij (pass-through entity) in so tako zavezanci za plačilo davka od dobička, če sledijo določilom zvezne davčne komisije IRS (Internal Revenue Service). To pomeni, da morajo dejansko vse neto dohodke portfelja, pa naj so v obliki dividend, obresti ali kapitalskih dobičkov, v istem letu izplačati investitorjem oz. jih po njihovem naročilu reinvestirati. Seveda pa so ti dohodki v obliki dohodnine obdavčeni pri samem investitorju.

Obstajata dva glavna tipa odprtih skladov glede na zaračunavanje provizije. Tako ločimo sklade s provizijo (load funds) in sklade brez provizije (no-load funds). Skladi brez provizije odkupujejo svoje certifikate oz. kupone od investitorjev po dejanski neto vrednosti sklada na en kupon, med tem ko skladi s provizijo dodajo še določeno

prodajno oz vstopno provizijo. Ta provizija v ZDA ne sme biti večja od 8,5 % investirane vrednosti, običajno pa znaša okoli 3,5 %, ali še manj (Prohaska, 1998, str. 2).

Skladi s provizijo prodajo in distribucijo delnic prepustijo brokerskim ali drugim posredniškim firmam. Te kupcem svetujejo izbiro ustreznega sklada in pokrivajo razne distribucijske stroške. Za to dodajo prodajno provizijo na neto vrednost aktive.

Skladi brez provizije prodajajo svoje delnice investitorjem direktno (brez posrednikov) po vrednosti neto aktive. Kupci morajo torej sklad sami najti in se odločiti, če je zanje primeren. Vendar večina skladov nudi brezplačne telefonske informacije o svojem poslovanju. Ti skladi nimajo nobenih prodajnih provizij, zato pa morajo investitorji navadno plačati simbolično (npr. 1%) provizijo (redemption fee) ob prodaji delnic, če jih prodajo pred potekom določene dobe. Tako se skladi skušajo izogniti kratkoročnemu trgovanju posameznih investitorjev, ker bi jim to prineslo prevelike transakcijske stroške.

Upraviteljsko provizijo pa zaračunavajo upravljavci vseh skladov v višini 0,5 – 2% povprečne letne vrednosti aktive.

Investitorji morajo paziti še na druge oblike provizije. Gre lahko za provizije, ki se plačujejo namesto ob nakupu ob prodaji delnic (v višini približno 4 %) – to so t.i. back load funds, ter na provizijo, ki jo z zakonskim členom 12 b.1 omogoča tudi SEC. To je provizija za pokrivanje distribucijskih stroškov (prodaja in propaganda) za pridobivanje novih delničarjev. Znaša od 0,25 do 1,25 %.

Delež skladov s provizijo glede na sklade brez provizije je z leti padal. Leta 1974 je bilo kar 80 % investicijskih skladov s provizijo, leta 1984 pa le še 63 %.

Vprašanje, ali so skladi s provizijo upravičeni do večjih stroškov in ali je za investitorja res bolje, če vlaga v tak sklad, ostaja še vedno odprto. Večina finančnih svetovalcev priporoča sklade brez provizije, saj nimajo nič slabših rezultatov oz. donosov. Investitor pa mora sam ugotoviti, ali so nasveti in storitve, ki jih s tem dobi, vredni provizije in ali so dosežki takega sklada primerjalno boljši od sklada brez provizije s podobnim splošnim investicijskim ciljem.

Odprti skladi omogočajo vlagateljem, da lahko kadarkoli dobijo izplačan denar v višini deleža njihovega kapitala v celotnih sredstvih sklada. To pomeni visoko stopnjo likvidnosti za investitorja. Da je to možno, mora sklad v vsakem trenutku imeti možnost izračuna neto vrednosti aktive. Za to pa mora investicijski sklad poznati tečaje vrednostnih papirjev, ki jih ima v aktivih; torej morajo ti vrednostni papirji kotirati na borzah oz. biti tako razširjeni in znani na drugih finančnih trgih, da je njihov tečaj vsak trenutek znan. Neto vrednost aktive mnogih ameriških investicijskih skladov je objavljena v dnevnem finančnem časopisju (npr. The Wall Street Journal). Tako lahko investitor za vsak sklad ugotovi dnevno neto vrednost aktive za delnico sklada, ponudbeno ceno (offering price per share), ki pri skladih s provizijo vključuje provizijo, v kotaciji pa je zapisana tudi višina spremembe v neto vrednosti aktive glede na prejšnji dan ali teden, ko se je trgovalo z delnicami sklada.

Odprti skladi so mnogo bolj popularni od zaprtih, saj se prilagajajo trgu z variabilnim kapitalom, trgujejo s svojimi delnicami po neto vrednosti aktive in imajo organizirano

stalno ponudbo prek bančnih okenc ali brokerjev, kar zagotavlja visoko stopnjo likvidnosti investicije.

Kot posebna oblika odprtega sklada se pojavljajo tudi trusti (Unit Investment Trust). Trust je družba s fiksnim portfeljem, zbranim za čas trajanja trusta. Brokerska firma ki trust ustanovi, nakupi portfelj različnih vrednostnih papirjev, ponavadi dolžniških, in jih plasira pri trustu (navadno posebni bančni oddelek za trusta). Ta te papirje varuje in opravlja administrativne storitve v zvezi z njimi. V zameno za vrednostne papirje pa sponzorju izda odkupljive certifikate o trustu (trust certificates). Te certifikate, ki dokazujejo sorazmerni lastninski delež v sredstvih trusta, brokerska firma proda investitorjem večinoma v zneskih, ki niso manjši do 2000 USD. Tveganje prodaje certifikatov si brokerska firma pokriva z dodajanjem prodajnih provizij na ceno vrednostnih papirjev.

Portfelj "unit trusta" sestavljajo predvsem instrumenti denarnega trga (U.S. Treasury Bills), korporativne obveznice, municipalne obveznice ali ameriške državne obveznice. Obresti od kuponov so razdeljene na investitorje. Če investitor želi certifikate prodati, jih trust odkupi po neto vrednosti aktive. Osnova za izračun neto vrednosti aktive pa so tržne nakupne cene (bid prices) vrednostnih papirjev v portfelju. Denar za odkup certifikatov od investitorjev pridobi sklad s prodajo vrednostnih papirjev v portfelju.

Rok trajanja trusta je določen s končno zapadlostjo vrednostnih papirjev. Ta je lahko npr. 6 mesecev do 1 leta za instrumente denarnega trga ali več 10 let za obveznice.

1.3.2.2. Zaprti skladi

Zaprte sklade (Closed-End Investment Funds) imenujemo tudi investicijski skladi s fiksnim obsegom kapitala. To ime nam pove, da se od odprtih skladov razlikujejo po tem, da je velikost sklada oz. število delnic sklada določeno ob ustanovitvi in fiksno. V tem so podobni delniškim družbam. Zaprti skladi svojih delnic ne odkupujejo, prav tako pa sami ne trgujejo z njimi, ampak to prepuščajo brokerjem na sekundarnem trgu kapitala. Torej so vsi zaprti skladi tudi t.i. load skladi – skladi s provizijo. Provizija za trgovanje na sekundarnem trgu znaša 0,5 – 3%.

Vrednost portfelja oz. premoženja se spreminja le s spremembami tečajev vrednostnih papirjev, ki jih imajo v aktivih, ali pa se poveča z občasnim izdajanjem novih delnic. Investitor lahko kupi delnice sklada ob ustanovitvi sklada oz. ob začetni prodaji novih delnic (initial public offer) ali pa kasneje na sekundarnem trgu od drugega investitorja, ki jih želi prodati. Delnice zaprtih skladov kotirajo na borzah in trgu prek okenc (OTC trg), kjer se oblikujejo njihove tekoče cene.

Tržni tečaj delnice zaprtega sklada ni enak vrednosti aktive na delnico, ampak je odvisen od ponudbe in povpraševanja na sekundarnem trgu. Lahko je diskontna ali premijska cena glede na neto vrednost aktive, čeprav gre navadno za diskont v višini 5 – 20% pod neto vrednost aktive. Zanesljive razlage za ta pojav ni, opazili pa so povezavo med tržnimi gibanji in velikostjo razlike med neto vrednostjo aktive in tržno ceno. V pogojih padajočih tečajev vrednostnih papirjev, ko pesimistični investitorji delnice zavržejo, je diskont večji; v obdobju naraščajočih tečajev pa se diskont oži in je tečaj bližje neto vrednosti aktive. Delni razlog za prodajo z diskontom je morda tudi v možni vgrajeni davčni obveznosti za delničarje zaradi nerazdeljenih preteklih

kapitalskih dobičkov, v preteklih rezultatih skladov ali v brokerskih provizijah za prodajo oz. nakup na borzi, ki jo z diskontom izničijo.

Zaradi takega načina trgovanja z delnicami je pritisk na upravitelje skladov manjši, saj se jim ni treba ukvarjati s skrbjo, da bi jim delničarji ušli. Seveda pa lahko v primeru množičnih prodaj delnic tečaj le-tem močno pade. Hkrati se upravitelj sklada tudi ne ukvarja s stalnimi nakupi in prodajami vrednostnih papirjev, ki jih ima v portfelju, ko je to nujno pri odprtih skladih, kjer investitorji dnevno vstopajo in izstopajo v sklad ali iz njega in povzročajo nastanek presežka sredstev, ki ga je potrebno dodatno investirati, ali primanjkljaja, ki ga morajo kriti s prodajo dela vrednostnih papirjev. Tako ima manager več časa za ustrezne analize vrednostnih papirjev in določanje časovnih terminov nakupov in prodaj vrednostnih papirjev in ima zato mnogokrat tudi ugodnejše investicijske rezultate.

Donosi zaprtih skladov so nemalokrat večji tudi zato, ker so zaradi domnevno manjše likvidnosti oz. fleksibilnosti teh skladov tečaji delnic le-teh zaradi diskonta nižji in dajo pri enaki dividendi dejansko večji donos na vložena sredstva, še zlasti, če se diskont zmanjša po nakupu. Zaprti skladi so obdavčeni tako kot delniške družbe, torej morajo plačati davek na dobiček, medtem ko so odprti skladi praviloma davka opravičeni, če tekoče prerazdelijo dohodek delničarjem.

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

- diverzificirani zaprti skladi (diversified closed-end funds), ki investirajo v širok krog vrednostnih papirjev,
- skladi z dvojnimi namenoma (dual-purpose funds ali leverage funds) imajo enak delež kapitalskih in dohodkovnih delnic. Lastniki dohodkovnih delnic dobijo ves dohodek portfelja, lastniki kapitalskih delnic pa vse neto kapitalske dobičke od portfelja. Ti skladi so časovno omejeni. Od zapadlosti lahko dohodkovne delnice odprodajo ali pa jih (kot tudi kapitalske delnice) zamenjajo za delnice sklada,
- specializirani zaprti skladi (specialized closed-end funds) imajo portfelje omejene glede na tip vrednostnih papirjev, gospodarsko panogo, skupino panog ali geografsko okolje.

1.3.2.3. Posebne oblike skladov in sorodne oblike investiranja

V ZDA deluje še nekaj institucij, ki podobno kot investicijski skladi zbirajo sredstva in jih investirajo po načelu diverzifikacije. Kratko bomo opredelili tri vrste (Žnidaršič, 1999, str. 34):

- investicijski skladi nepremičnin,
- mešani skladi,
- mešani skladi za nepremičnine.

Investicijski skladi nepremičnin ali REIT-i (real estate investment trusts) so po principu še najbolj podobni zaprtim skladom. Ravno tako kotirajo na borzah oz. trgu prek okenc. Portfelj imajo sestavljen iz lastniških vrednostnih papirjev za nepremičnine ali iz hipotek na nepremičnine (mortgages). Ti skladi so opravičeni zveznega davka na dobiček, vse dokler izplačajo vsaj 95 % dobička investitorjem v obliki dividend. Poznamo tri osnovne tipe investicijskih skladov nepremičnin glede na

to, ali investirajo le v hipoteke, samo v nepremičnine ali pa v obe obliki papirjev. V zadnjih letih so se pojavili še nepremičninski odprti skladi (real-estate mutual funds). Ti investirajo v investicijske sklade nepremičnin kot tudi v delnice podjetij za gradnjo nepremičnin.

Comingled real estate funds (CREFs) – mešani skladi za nepremičnine so podobni trustom. So portfelji nepremičninskih vrednostnih papirjev, ki potečejo oz. prenehajo obstajati ob zapadlosti vrednostnih papirjev v premoženju. Vodijo jih v glavnem družbe za življenjsko zavarovanje ali banke za stranke svojih pokojninskih skladov.

Comingled funds – mešani skladi za nepremičnine so po konceptu podobni odprtim investicijskim skladom. Nudijo jih banke ali zavarovalnice kot alternativo individualnim pokojninskim računom (IRS –Individual Retirement Accounts). Vsaka nova enota sredstev (kot pri odprtem skladu) je naprodaj po neto vrednosti aktive in jo lahko investitor tudi proda po neto vrednosti aktive.

2. OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV

2.1. KLASIFIKACIJA VZAJEMNIH SKLADOV

Vsak vzajemni sklad vodi svojo politiko vlaganja premoženja, s katero se skuša približati določenemu segmentu potencialnih investitorjev. Politika investiranja sklada pravzaprav pomeni dolgoročne odločitve sklada o donosu in tveganju vzajemnega sklada in določa, v katere vrste naložb bo sklad vlagal premoženje investitorjev. Zaradi prilagajanja potrebam in željam investitorjev se je v obdobju od ustanovitve prvega vzajemnega sklada do danes razvila vrsta najrazličnejših vzajemnih skladov, ki omogočajo zadovoljitev investitorjev. Tako imajo investitorji možnost investirati svoje prihranke v tri vrste skladov glede na rizičnost posameznega sklada, in sicer v (Rugg, 1986, str. 56):

- sklade agresivne rasti, ki naložbeno politiko usmerjajo predvsem v hitro rast kapitala, kar zahteva špekulativno, agresivno in tvegano investiranje;
- sklade zmerno rasti, katerih investitorji so pripravljeni sprejeti zmerno rizičnost za doseg povprečne rasti kapitala;
- sklade zadržane rasti, ki s svojo politiko minimalizirajo tveganje, pri tem pa ne dosegajo visoke rasti kapitala.

Najbolj razširjena delitev vzajemnih skladov pa se nanaša na vrsto vrednostnih papirjev, ki jih ima posamezni vzajemni sklad v svojem premoženju. Tako ločimo :

- lastniške sklade ali sklade delnic (equity funds),
- dolžniške ali sklade obveznic (fixed income funds) in
- sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev (money market funds)

2.1.1. DELITEV VZAJEMNIH SKLADOV GLEDE NA VRSTO VREDNOSTNIH PAPIRJEV V PREMOŽENJU

V tabeli 1 je prikazana klasifikacija vzajemnih skladov glede na investicijsko politiko vzajemnega sklada, ki svoje premoženje nalaga v različne finančne oblike.

Tabela 1: Klasifikacija vzajemnih skladov glede na vrsto vrednostnih papirjev v premoženju

VZAJEMNI SKLADI					
VZAJEMNI SKLADI DELNIC		VZAJEMNI SKLADI OBVEZNIC		VZAJEMNI SKLADI KVP*	
Splošni	Drugi	Obdavčeni	Neobdavčeni	Obdavčeni	neobdavčeni
Skladi agresivne rasti	Mešani skladi	Skladi državnih obveznic	Nacionalni skladi	Skladi državnih KVP*	
Skladi malih podjetij	Specializirani skladi	Skladi z rokom dospelosti	Skladi OO** ene države		
Skladi rasti	Sektorski skladi	Skladi hipotekarnih obveznic	Zavarovani skladi OO**		
Skladi rasti in dobička	Borzni indeksi skladi	Skladi podjetniških obveznic	Sklad visoko donosnih OO**		
Lastniško dobičkovni skladi	Mednarodni skladi	Mednarodni skladi obveznic			

KVP*: kratkoročni vrednostni papirji , OO**: občinske obveznice

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

2.1.1.1. Vzajemni skladi delnic

Vzajemni skladi delnic vlagajo zbrano premoženje vlagateljev v lastniške vrednostne papirje oziroma delnice. V katere vrste delnic vzajemni sklad vlaga zbrano premoženje, je odvisno predvsem od politike naložb posameznega sklada. Tako različni vzajemni skladi delnic vlagajo svoje premoženje v delnice različnih kakovostnih razredov, kar neposredno vpliva na tveganje in donosnost posameznega vzajemnega sklada.

Sklade lahko kaj hitro razdelimo v več kategorij glede na njihove cilje, vendar pa meje med njimi niso vedno čisto jasne. Da bi pravilno razvrstili posamezni sklad v ustrezno kategorijo, je potrebno pazljivo proučiti osnovni oz. ciljni portfelj posameznega vzajemnega sklada.

Vzajemne sklade delnic v grobem lahko razdelimo v dve skupini, in sicer v (Fredman, 1993, str. 24):

- splošne sklade delnic in
- druge delniško orientirani sklade.

a) Splošni skladi delnic

Splošne sklade delnic delimo glede na tveganje posameznega sklada, ki nastane zaradi različne politike investiranja. Med splošnimi skladi delnic so najbolj tvegani skladi agresivne rasti, medtem ko je portfelj lastniško dobičkovnih skladov najbolj stabilen.

Skladi agresivne rasti

Za te sklade je značilno, da skušajo s svojo investicijsko politiko maksimirati rast vrednosti kapitala v svojem portfelju in so tako znani tudi kot skladi maksimalnega dobička. Upravljalci sklada mnogokrat uporabljajo pri vodenju špekulativne odločitve, kot so nakupi opcij in pravic, najemanje kreditov za nakupe delnic, prodaja na kredit. Tako vodenje povzroča precejšnje tveganje, vendar pa po drugi strani omogoča doseganje visokih oz. nadpovprečnih donosov. Skladi agresivne rasti kupujejo delnice manj znanih podjetij, ki imajo potencialno veliko rast in s tem možnost visokih zaslužkov za vzajemni sklad. Pomanjkljivost takih naložb je, da so precej tvegane in ne zagotavljajo pridobivanja dividend, saj ponavadi taka podjetja ves svoj dobiček namenijo za nadaljnjo rast podjetja. Skladi agresivne rasti sami stremijo k temu, da so čim manjši, saj so tako mnogo bolj fleksibilni pri upravljanju premoženja. Ti skladi so namenjeni predvsem za tiste investitorje, ki so pripravljeni sprejeti visoke rizike oz. so do rizika tolerantni.

Skladi malih podjetij

Investicijska politika skladov malih podjetij je zelo podobna politiki skladov agresivne rasti, le da so njihove naložbe veliko bolj konzervativne. Svoja sredstva vlagajo predvsem v podjetja, ki so majhna in ozko usmerjena, vendar pa imajo možnost hitre rasti in doseganja velikih zaslužkov. Pogosto ta podjetja trgujejo le z nekaj proizvodi in z njimi povezanimi storitvami. Čeprav so naložbe nekoliko manj tvegane, še vedno štejemo te sklade med bolj rizične. Skladi malih podjetij so običajno manjši po obsegu zbranih sredstev od drugih skladov, kar ima tudi svoje prednosti. Zaradi svoje majhnosti tako lažje investirajo svoja sredstva v manjša in potencialno hitro rastoča podjetja, saj so delnice le-teh običajno nizko likvidne in je težje izpeljati večje transakcije delnic brez vpliva na njihovo ceno. Poleg tega pa lahko prevelika diverzifikacija povzroči, da ima sklad v svojem portfelju preveliko število različnih vrednostnih papirjev malih podjetij, kar zmanjša preglednost nad posameznimi obetajočimi vrednostnimi papirji in zmanjša učinkovitost investicijskega poslovanja sklada.

Skladi rasti

Vzajemni skladi, ki spadajo v to kategorijo, so običajno manj tvegani kakor skladi predhodnih dveh skupin. Skladi rasti investirajo svoje premoženje v delnice večjih podjetij, ki so na trgu že uveljavljena in se zanje pričakuje hiter nadaljnji razvoj in nadpovprečna rast kapitala. Taka podjetja že dalj časa dosegajo dobre rezultate, kar dokazujejo tudi tečaji njihovih delnic. Pričakuje se, da bodo dosegala ugodne rezultate tudi v prihodnosti, kar bo povzročalo nenehno rast tečajev. Investicije skladov rasti so usmerjene tudi v delnice podjetij, za katere vlada mnenje, da so podcenjene. Upravljalci takšnih skladov se zanašajo na kapitalske dobičke in ne na donose iz naslova dividend.

Skladi rasti in dobička

Skladi rasti in dobička investirajo v tiste delnice dobro uveljavljenih podjetij, za katere se v prihodnosti pričakujejo visoki kapitalski dobički, izplačevanje dividend in možnost rasti dividend v prihodnosti. Naložbe v delnice teh podjetij so veliko manj tvegane, saj so le-ta večinoma zajeta tudi v tržnih indeksih, kar nakazuje njihovo veliko stabilnost in varnost. Investitorji, ki se odločajo za naložbe v tak sklad, pričakujejo stalen pritok dohodka in manjše tveganje, kot ga imajo skladi rasti. Tečaj delnic velikih podjetij, v katere investira sklad, dosegajo konstantno rast, kar omogoča kar precej visoke kapitalske dobičke, kar zopet privablja potencialne investitorje.

Lastništvo – dobičkovni skladi

Glavni namen oz. cilj lastništvo - dobičkovnih skladov je doseganje nadpovprečnih donosov z investicijami v visoko donosne delnice. Pri teh skladih je doseganje kapitalskih dobičkov sekundarnega pomena. Zato skladi te vrste vlagajo svoja sredstva v visoko donosne delnice, pa tudi v obveznice in zamenljive vrednostne papirje. To so predvsem vrednostni papirji visoko kvalitetnih javnih, industrijskih ali finančnih podjetij. Tveganje pri naložbah investitorjev v lastništvo - dobičkovne sklade je med splošnimi skladi delnic najmanjše, saj so vrednostni papirji, ki jih sklad drži v svojem portfelju, najmanj občutljivi na tržna nihanja. Vendar to ne pomeni, da so brez tveganja, saj so visoko donosne delnice posebej občutljive na obrestno mero. Ko obrestna mera naraste, cena dividendnih delnic pade, tako da ostanejo njihovi donosi konkurenčni vrednostnim papirjem s stalnim donosom.

b) Drugi delniško orientirani skladi

- Mešani skladi

Med mešane sklade spadajo vsi tisti vzajemni skladi, ki nalagajo svoje premoženje poleg v delnice tudi v obveznice in kratkoročne vrednostne papirje. Portfelj mešanega sklada se najbolj približuje tržnemu premoženju. V to skupino spada več kategorij vzajemnih skladov, kot so uravnoteženi skladi (balanced funds), zamenljivi skladi (convertible funds) in skladi alokacije resursov (asset-allocation funds).

Značilnost uravnoteženih skladov je, da imajo v svojem portfelju stalno razmerje med različnimi vrstami vrednostnih papirjev. Običajno imajo med svojimi naložbami od 40 do 60% obveznic visoko kakovostnih podjetij. Za zamenljive sklade je značilno, da vlagajo svoj kapital v zamenljive vrednostne papirje (prednostne delnice ali obveznice), ki jih lahko zamenjajo za vnaprej znano oz. dogovorjeno število navadnih delnic, če jim to v določenem trenutku izboljša poslovanje. Skladi alokacije sredstev nalagajo svoje premoženje poleg v delnice in obveznice tudi v druga sredstva, ki so ekvivalentna denarju. Skladi alokacije sredstev imajo lahko portfelj s stalnim razmerjem med posameznimi naložbami ali pa s spremenljivim razmerjem, odvisno od ustanovitelja sklada.

Specializirani skladi

Ti vzajemni skladi se pri svoji investicijski politiki ozirajo na ozko definirane vrednostne papirje. Pri naložbah so usmerjeni v posamezne finančne instrumente, na posamezno geografsko področje ali gospodarsko panogo. Običajno so manjši, stroški pa večji zaradi določenih specifičnih lastnosti. Tveganost naložb vanje je

bistveno večja kot pri ostalih podobnih skladih, saj je možnost nihanj veliko večja sredi specializiranega področja kot na primer celote. Med te sklade prištevajo tudi sklade opcij in dobička, ki vlagajo svoje premoženje v delnice velikih podjetij, na katere izdajajo nakupne opcije. Poleg dividend imajo ti skladi še dohodek od premij, ki jih prejemajo od kupcev opcij. Z izdajo opcij se skladi opcij in dobička zavarujejo pred padanjem tečajev, vendar se v obdobju rasti cen delnic odpovejo kapitalskim dobičkom.

Sektorski skladi

Ti skladi svojo investicijsko politiko usmerjajo na določeno gospodarsko panogo oz. na posamezni sektor na kapitalskem trgu. Sektorski skladi investirajo na področju zdravstvenih in finančnih storitev, okolja, restavracije, telekomunikacij.... Ti skladi diverzificirajo svoje premoženje v okviru izbranega področja. Zaradi neupoštevanja sektorske diverzifikacije pri svoji investicijski politiki je tveganje teh skladov nekoliko višje kot pri ostalih sektorsko diverzificiranih skladih. Med te sklade bi lahko šteli tudi sklade žlahtnih kovin, ki vlagajo svoje premoženje v zlato in ostale žlahtne kovine, katerih cena se giblje obratno od cen delnic, in sklade javnih dobrin.

Indeksirani skladi

Indeksni skladi nalagajo svoje premoženje v vrednostne papirje tistih podjetij, ki sestavljajo določene tržne indekse, kot so S&P500, SBI 20, FTSE 100.... Tako je v te sklade zajetih kar precej različnih vrednostnih papirjev, saj je v indeksu Standard & Poor's zajetih kar 500 vrednostnih papirjev različnih podjetij. Ti skladi imajo nižje stroške poslovanja, ker niso upravljani, njihovi donosi pa so približno enaki tržnim.

Mednarodni skladi

Naložbena politika mednarodnih vzajemnih skladov je usmerjena predvsem na tuje oz. mednarodne trga kapitala. V svojem portfelju imajo vrednostne papirje tako domačih kakor tudi tujih podjetij. Pri tej obliki sklada prihaja do precejšnje diverzifikacije premoženja, kar se odraža v manjšem tveganju posameznega sklada, vendar pa se srečujejo tudi z drugimi nevarnostmi, kot so državno tveganje, devizno tveganje in slabša likvidnost vrednostnih papirjev v posameznih državah.

2.1.1.2. VZAJEMNI SKLADI OBVEZNIC

Glavna značilnost vzajemnih skladov obveznic je, da imajo svojo aktivo naloženo v dolžniških vrednostnih papirjih podjetij in države na različnih ravneh. Večino njihovih dohodkov predstavljajo obresti, med tem ko so kapitalski dobički manjši. Njihov osnovni cilj je predvsem doseganje čim večjega in stalnega prihodka za njihove vlagatelje.

Vzajemni skladi obveznic se delijo na:

- obdavčene sklade obveznic
- neobdavčene sklade obveznic

a) Obdavčeni skladi obveznic

- Skladi podjetniških obveznic

Skladi podjetniških obveznic večino svojega premoženja naložijo v obveznice podjetij, preostali del pa naložijo v državne obveznice. Obveznice podjetij, v katere sklad investira svoja sredstva, se med seboj razlikujejo po kakovosti. Nekateri skladi vlagajo v visoko donosne obveznice podjetij, ki pa vsebujejo tudi visoko tveganje, saj so močno odvisne od nadaljnjega razvoja podjetja in manj od tržnih gibanj. Drugi kupujejo predvsem obveznice visoko kakovostnih podjetij, ki so manj tvegane. Nekateri skladi pa naredijo kompromis in v svoj portfelj vključijo različno tvegane obveznice.

- Skladi državnih obveznic

Sklad državnih obveznic vlaga svoja sredstva predvsem v državne obveznice, ki so lahko različnih ročnosti. Preostali del sredstev je namenjen naložbam v hipotekarne obveznice in vrednostne papirje agencij, ki jih izdajajo državne organizacije. Tovrstne naložbe imajo zelo nizko tveganje, saj je država prvovrsten plačnik obresti in glavnice.

- Skladi z rokom dospelosti

V portfelju skladov z rokom dospelja predstavljajo velik delež obveznice brez investicijskih kuponov. Te obveznice ne prinašajo obresti in se kupujejo po ceni, ki je diskontirana na osnovi tržne obrestne mere in je od nje tudi ves čas odvisna. Cena obveznice se ves čas povečuje in se ob roku dospelosti izenači z nominalno vrednostjo. Skladno z večanjem cene obveznice se povečuje tudi cena deleža sklada. Ob zapadlosti obveznice investitorji dobijo osnovno vlogo in obresti.

- Skladi hipotekarnih obveznic

V portfelju sklada hipotekarnih obveznic so zbrane obveznice, ki so zavarovane s

hipoteko na nepremičnine in imajo jamstvo za pravočasnost plačila in za primer bankrota.

- Mednarodni skladi obveznic

Investicijska politika mednarodnih skladov obveznic je usmerjena na mednarodni trg kapitala. Skladi vlagajo svoja sredstva v obveznice države in v obveznice visoko kakovostnih podjetij tako doma kot v tujini. Glavna cilja njihovega delovanja sta obresti in porast vrednosti kapitala na osnovi tečajnih razlik.

b) Neobdavčeni skladi obveznic

- Nacionalni skladi občinskih obveznic

Ti skladi investirajo v občinske obveznice v različnih državah. Obveznice, ki jih izdajajo v določeni državi, prinašajo skladom obresti, ki niso obdavčene. Skladi

ponujajo svojim investitorjem visoko geografsko razpršenost, vendar ni nujno, da ta vpliva na manjše tveganje.

- Skladi občinskih obveznic

Razlika med skladi občinskih obveznic ene zvezne države in nacionalnimi skladi je v tem, da skladi občinskih obveznic ponujajo manjšo diverzifikacijo premoženja in s tem večje tveganje, saj vlagajo svoje premoženje le v občinske obveznice ene zvezne države. Spremembe v tej državi so skoraj neodvisne od sprememb v drugih državah. Investitorji te države so oproščeni plačila državnega, zveznega ali celo lokalnega davka iz naslova obresti.

- Skladi visoko donosnih obveznic

Te sklade imenujemo tudi "junk skladi", saj investirajo v kakovostno slabše obveznice. Te imajo običajno višje obresti kot ostale obveznice in imajo daljši rok dospelosti ter predstavljajo kar precejšnje tveganje, da obresti ne bodo izplačane ali da glavnica ne bo vrnjena.

2.1.1.3. Vzajemni skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev

Skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev vlagajo premoženje svojih investitorjev v kratkoročne vrednostne papirje, kot so bančna potrdila o vlogi, bančni akcepti, državne zakladne menice, komercialni zapisi podjetij in drugi instrumenti denarnega trga. Ker so namenjeni kratkoročnemu investiranju, jih imenujemo tudi denarni skladi. Naložbe v denarne sklade so v primerjavi z ostalimi manj tvegane, saj so izdajatelji kratkoročnih vrednostnih papirjev država in uspešnejša podjetja. Zaradi kratkoročnosti pa sprememba obrestne mere nima večjega vpliva na gibanje cen.

Sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev delimo na obdavčene in neobdavčene sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev, odvisno od tega, v katere vrednostne papirje sklad vlaga svoja sredstva. Med obdavčenimi skladi so najpomembnejši skladi državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev, ki so z investicijami v državne papirje najmanj tvegani. Neobdavčeni skladi vlagajo svoja sredstva v različne kratkoročne občinske zapise in občinske obveznice, za katere je značilno da so oproščene davka in so blizu dospelosti.

2.2. PREDNOSTI IN SLABOSTI INVESTIRANJA V VZAJEMNE SKLADE

Za investitorje, ki nimajo zadosti časa in znanja za temeljito analizo posameznega podjetja, je bolje, da svoje prihranke investirajo v vzajemne sklade. Investiranje prihrankov v vzajemne sklade ima kar nekaj prednosti pred individualnim investiranjem (Fredman, 1993, str.10):

1. Razpršitev premoženja

Tveganje premoženja je možno zmanjšati z investiranjem prihrankov v večje število vrednostnih papirjev. Empirične raziskave na razvitih finančnih trgih so pokazale, da z razpršitvijo premoženja med 12 in 20 različnih vrednostnih papirjev lahko občutno

zmanjšamo tveganje tega premoženja. Vzajemni skladi pridobivajo s prodajo svojih delnic prihranke investitorjev, ki jih nato investirajo naprej v večje število tveganih vrednostnih papirjev. S tem opravljajo vzajemni skladi za svoje investitorje razpršitev naložb, katere posamezni investitorji zaradi sorazmerno majhnih prihrankov ne bi mogli doseči v tolikšni meri. S tem zagotovijo individualnemu investitorju večjo varnost njegove naložbe, saj je tveganje delnice sklada povprečje različno tveganih vrednostnih papirjev. Premoženje vzajemnega sklada lahko razpršimo po panogah, v katere investirajo, po geografskih območjih, po tržnih segmentih, kakovosti vrednostnih papirjev, ročnosti (dolgoročni, kratkoročni), po vsebini (lastniški, dolžniški), itd.

2. Strokovno upravljanje

Premoženje vzajemnih skladov upravljajo posebej usposobljeni in izkušeni posamezniki ali skupine, ki so strokovnjaki s področja financ, računovodstva in investicij. Strokovno upravljanje vzajemnih skladov pomeni izbiro in upravljanje s premoženjem vzajemnega sklada v skladu s politiko in temeljnimi investicijskimi cilji sklada. Strokovno upravljanje vzajemnih skladov je pomembna prednost za tiste investitorje, ki sami nimajo znanja, časa, sredstev in izkušenj s področja financ, da bi sami investirali svoje prihranke.

3. Nižji transakcijski stroški

Vzajemni skladi plačujejo proporcionalno precej nižje provizije, kot jih plačujejo investitorji, ki se na trgu pojavljajo samostojno. Zaradi svoje velikosti oz. nakupov večjih količin vrednostnih papirjev na finančnem trgu uspevajo dobiti posamezne diskonte. Manjši transakcijski stroški pa lahko pomembno vplivajo na uspešnost sklada.

4. Storitve delničarjem

Vzajemni skladi nudijo svojim delničarjem poleg zakonsko določenih (npr. periodična poročila investitorjem, prospekt...) tudi veliko dodatnih storitev, kot so:

- Avtomatsko reinvestiranje (Automatic reinvestment)

Ena izmed njih je možnost avtomatičnega reinvestiranja dividend in kapitalskih dobičkov, kar omogoča hitrejšo večanje našega premoženja. Vzajemni skladi avtomatsko reinvestirajo dividende in kapitalske dobičke v nakup dodatnih delnic sklada po ceni, ki ne vsebuje nakupne oziroma vstopne provizije. Nekatere družine skladov (family funds) omogočajo investitorjem, da svoje dobičke od investicije reinvestirajo v kateri koli sklad v okviru družine skladov in tako svojo razpršenost premoženja še povečajo. Individualni investitorji so bolj nagnjena k trošenju pridobljenih dividend.

- Pokojninski načrt (Retirement plans)

Mnogi skladi v svetu ponujajo različne možnosti glede pokojninskega planiranja, zlasti veliki vzajemni skladi. Te možnosti so opisane v prospektu posameznega vzajemnega sklada.

- Avtomatski investicijski načrt (Automatic investment plan)

Avtomatski investicijski plan omogoča izvajanje t.i. "dollar cost averaging" investicijske tehnike. To pomeni omogočanje posameznemu investitorju periodično investiranje vnaprej določenega zneska v določen vzajemni sklad. Iz bančnega računa posameznega investitorja se ob njegovem dovoljenju periodično (npr. mesečno)

nakazuje dogovorjen znesek za nakup delnic vzajemnega sklada ne glede na trenutno tržno ceno delnic. Gre torej za neprestano povečevanje investiranih sredstev v vzajemni sklad, hkrati pa se na dolgi rok izkorišča možnost zniževanja povprečnih stroškov nakupa. S tem postane investiranje posameznika enostavno, urejeno in disciplinirano.

- Transakcije po telefonu (Transaction by phone)

Ta storitev omogoča nakup ali prodajo delnic vzajemnega sklada po telefonu. Vzajemni sklad določi najmanjši znesek prodaje in največji znesek nakupa delnic tega sklada.

- Telefonska zamenjava (Telephone exchange)

Ta dodatna storitev omogoča investitorju enostaven, hiter in učinkovit način prenosa sredstev med posameznimi skladi v okviru določene družine skladov. Telefonska zamenjava je posebej zanimiva v obdobjih velikih tržnih nihanj, ko hočejo investitorji visoko fleksibilnost naložbe. Zaradi prevelike uporabe te storitve je večina skladov omejila število zamenjav, saj bi lahko preveliki prenosi sredstev iz enega sklada v drugega škodili ostalim investitorjem. Zaračunavanje provizij za zamenjavo sklada je odvisno od posameznega vzajemnega sklada, običajno pa je brezplačno.

- Uporaba čekov (Check writing)

To storitev nudijo le skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev. Uporaba čekov omogoča pri sorazmerno visokih obrestnih merah enostaven in hiter dostop do denarja.

- Pošiljanje periodičnih poročil in obračunov (Periodic statements and tax information)

Vzajemni skladi svoje investitorje obveščajo o poslovnih dosežkih sklada in o vsaki spremembi na njihovem računu. Vse to pomaga investitorjem pri izpolnitvi njihove davčne napovedi in spremljanju poslovanja njihovega sklada. Veliko lažje je spremljati poslovanje oziroma hraniti podatke enega vzajemnega sklada, kakor pa spremljati podatke mnogih individualnih podjetij.

- Informacije po telefonu (Information by phone)

Vzajemni skladi imajo za svoje delničarje brezplačne telefonske številke, na katerih dobijo investitorji potrebne informacije o njihovem vzajemnem skladu (dnevne cene, stopnje donosa, ...)

- Načrti prodaje delnic (withdrawal plan)

Mnogi vzajemni skladi v razvitem finančnem svetu nudijo svojim investitorjem sistematično dvigovanje določene vsote denarja iz vzajemnega sklada. Preden pričnejo dvigovati svoja sredstva iz sklada, morajo določiti celotni znesek dvigov, čas izvajanja dvigov in višino posameznega dviga. Za tovrstne dvige se investitorju ne zaračunava izstopna provizija

Ponudba dodatnih storitev niha od sklada do sklada, investitorji pa se z njimi seznanijo v prospektu posameznega vzajemnega sklada. Velikokrat imajo prav te dodatne storitve odločilno vlogo pri izbiri vzajemnega sklada, v katerega bodo bodoči investitorji vložili svoje prihranke. Dodatne storitve so bolj raznolike pri družinah skladov, kar jim daje večjo prožnost in priročnost.

5. Likvidnost

Čim višja likvidnost je pomembna za vsakega investitorja, še posebej za male investitorje, ki lahko v kratkem roku nepričakovano rabijo denar. Vsak investitor lahko proda ali kupi investicijski kupon posameznega vzajemnega sklada vsak delovni dan po ceni, ki velja tisti dan, zmanjšani za morebitno izstopno provizijo oziroma povečani za morebitno vstopno provizijo. V večini primerov ponujajo vzajemni skladi večjo likvidnost, kot pa jo imajo posamezne delnice ali zaprti investicijski skladi. Veliko kapitala se lahko investira ali dvigne iz sklada po čisti vrednosti aktive na ta dan, povečani za morebitno vstopno provizijo oziroma znižani za morebitno izstopno provizijo. Dobro likvidni so tudi vzajemni skladi kot finančne institucije, saj imajo del svojih naložb v denarju in kratkoročnih finančnih naložbah.

6. Varnost pred izgubo zaradi neetične prakse

Verjetnost izgub zaradi finančnih prevar, škandalov ali stečajev, v katerih bi bili vključeni upravljavci vzajemnega sklada, je zelo majhna. Področje poslovanja vzajemnih skladov je podrobno regulirano s ciljem večje varnosti poslovanja, kar je pomembno za zaščito investitorjev in njihovega zaupanja v tovrstne finančne institucije.

Poleg prednosti pa imajo naložbe investitorjev v vzajemne sklade tudi določene slabosti, kot so (Bogle, 1994, str. 55):

- z investiranjem v vzajemne sklade se izgubi neposredni stik med investitorjem in investicijskim svetovalcem;
- vzajemni skladi imajo mnogo neposrednih (nakupne oz. prodajne provizije in provizije, ki pripadajo upravljavcem vzajemnega sklada) in posrednih stroškov (stroški transakcij finančnega premoženja), ki lahko izničijo prej omenjene prednosti vzajemnih skladov;
- v vzajemnih skladih se izgubi investitorjev nadzor nad dosego kapitalskih dobičkov, s tem pa vpliv individualnega investitorja na odločitve, kdaj bo in kdaj ne bo dosegal kapitalskega dobička oz. izgube, upoštevajoč davčni učinek;
- zaradi velikega števila vzajemnih skladov je postala izbira določenega sklada izredno težka.

2.3. SPLOŠNE ZNAČILNOSTI ZAKONA O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE

V Republiki Sloveniji je marca 1994 pričel veljati Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94). Sprejetje zakona je bilo bistvenega pomena za nadaljne uspešno delo investicijskih skladov in družb za upravljanje v Sloveniji. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje določa pogoje za ustanavljanje investicijskih skladov in družb za upravljanje ter ureja način njihovega poslovanja. Največ pa so s tem zakonom pridobili vlagatelji, saj se je njihova varnost investiranja v sklade močno povečala (Prohaska, 1999, str. 14).

Zakon opredeljuje tri vrste investicijskih skladov:

- vzajemne sklade (t.i. odprte sklade) in niso pravne osebe,
- investicijske družbe (zaprte sklade) in so pravne osebe in

- pooblašcene investicijske družbe.

Vzajemni skladi in investicijske družbe sta dve temeljni obliki investicijskih skladov, ki sta poznani tudi v razvitem finančnem svetu. Poleg teh dveh rednih investicijskih družb pa je zakon uredil tudi poslovanje oz. delovanje posebne oblike investicijskih družb – pooblaščenih investicijskih družb. Te so bile v skladu s tem zakonom ustanovljene z namenom zbiranja lastniških certifikatov in nalaganja tako zbranih certifikatov v delnice, ki jih prodaja Sklad Republike Slovenije za razvoj v skladu z Zakonom o lastninskem preoblikovanju podjetij. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje je opredelil tudi družbe za upravljanje investicijskih skladov, saj se le-ti ne smejo upravljati sami. Tako zakon opredeljuje dve vrsti družb, ki upravljajo vzajemne sklade v Republiki Sloveniji:

- družbo za upravljanje in
- pooblaščeno družbo za upravljanje.

Družba za upravljanje lahko upravlja vzajemne sklade in investicijske družbe na območju Republike Slovenije. Za upravljanje pooblaščenih investicijskih družb pa so bile ustanovljene posebne družbe za upravljanje, tako imenovane pooblašcene družbe za upravljanje. Skladi, ki so delovali pred sprejetjem zakonodaje in so delovali izven regulativnih okvirov, so morali do 31.12.1994 prilagoditi svoje poslovanje novo sprejeti zakonodaji, ki jo opredeljuje zakonski okvir delovanj investicijskih skladov in družb za upravljanje. Nadzor nad izpolnjevanjem pogojev za oblikovanje in ustanavljanje investicijskih skladov ter družb za upravljanje in njihovim poslovanjem pa opravlja Agencija za trg vrednostnih papirjev. Agencija je bila ustanovljena z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev leta 1994.

2.3.1. VZAJEMNI SKLADI

Vzajemni sklad je po Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje in ki je bilo financirano z denarjem fizičnih oz. pravnih oseb ter je v lasti teh oseb. Vzajemni skladi niso pravne osebe, temveč zgolj skup premoženja.

Vzajemni sklad lahko oblikuje in upravlja samo družba za upravljanje izključno v korist lastnikov vzajemnega sklada.

Vzajemni skladi zbirajo sredstva z javno prodajo izdanih investicijskih kuponov. Družba za upravljanje pa sme izdati IK šele, ko pridobi dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za upravljanje tega sklada.

Fizična oziroma pravna oseba tako postane lastnik sorazmernega dela vzajemnega sklada z vplačilom vrednosti investicijskega kupona vzajemnega sklada.

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje opredeljuje tudi razpršenost lastništva vzajemnega sklada, saj ima lahko posamezna fizična ali pravna oseba v lasti največ 5% vseh enot premoženja posameznega vzajemnega sklada.

Več kot 5% ima lahko samo v primeru, če je takšno lastništvo posledica prodaje investicijskega kupona vzajemnega sklada drugih oseb, vendar ne sme pridobiti novih investicijskih kuponov, dokler presega število enot premoženja vzajemnega sklada v njeni lasti 5% vseh enot premoženja tega vzajemnega sklada.

Premoženje vzajemnega sklada je razdeljeno na enake enote. Investicijski kupon se lahko glasi na eno ali več enot premoženja vzajemnega sklada. Vrednost investicijskega kupona se ob upoštevanju števila enot premoženjavzajemnega sklada, na katere glasijo, določi tako, da se čista vrednost sredstev vzajemnega sklada deli s skupnim številom enot premoženja vzajemnega sklada , na katere se glasijo investicijski kuponi v obtok.

Investicijski kupon je vrednostni papir, ki se ne more prenašati in daje imetniku naslednje pravice:

- pravico do sorazmernega dela čistega dobička in naložb vzajemnega sklada,
- pravico do sorazmernega dela vrednosti sredstev ob likvidaciji vzajemnega sklada in
- pravico, da mu družba za upravljanje na njegovo zahtevo izplača vrednost investicijskega kupona.

Solastniška pravica investitorja je na investicijskem kuponu izražena s številom enot, na katere se investicijski kupon glasi. Investicijski kupon se glasi na ime in je neprenosljiv. Vplača se lahko samo v denarju in mora biti ob vpisu v celoti plačan. Imetnik investicijskega kupona ima pravico kadarkoli pisno od družbe za upravljanje zahtevati, da mu izplača vrednost investicijskega kupona. Z dnem izplačila vrednosti investicijskega kupona pa prenehajo pravice imetnika kupona, ki iz kupona izvirajo, in s tem preneha tudi lastninska pravica na sorazmernem delu vzajemnega sklada.

Vzajemni sklad lahko oblikuje in upravlja samo družba za upravljanje. Ta je za svoje storitve upravičena do provizij ob vplačilu in izplačilu investicijskega kupona, ki skupaj ne smeta presegati 3% vrednosti investicijskega kupona. Poleg tega je družba za upravljanje upravičena tudi do provizije za upravljanje z vzajemnim skladom, ki ne sme presegati 2% povprečne čiste letne vrednosti sredstev vzajemnega sklada.

Družba za upravljanje (družba prenosnica) lahko s pogodbo prenese upravljanje vzajemnega sklada na drugo družbo (družbo prevzemnico) le, če s tem soglašajo lastniki 70% enot premoženja vzajemnega sklada. Prav tako pa je družba za upravljanje dolžna prenesti upravljanje na drugo družbo za upravljanje, če to zahtevajo lastniki najmanj 70% enot premoženja vzajemnega sklada.

Postopek likvidacij vzajemnega sklada se začne v naslednjih primerih:

- če je s pravnomočno odločbo Agencije družbi za upravljanje odvzeto dovoljenje za opravljanje dejavnosti ali če je bil nad družbo za upravljanje začet stečajni postopek ali postopek likvidacije;
- če v roku 3 mesecev po objavi prvega poziva javnosti k vplačilu investicijskega kupona niso vplačani investicijski kuponi v skupni vrednosti najmanj 50.000.000 SIT;
- če se čista vrednost sredstev vzajemnega sklada zmanjša pod 50.000.000 SIT in v naslednjih treh mesecih ne doseže 50.000.000 SIT;
- če je bila v zadnjem letu čista vrednost sredstev vzajemnega sklada manjša kot 50.000.000 SIT v posameznih obdobjih, ki skupaj presegajo šest mesecev;
- v drugih primerih, določenih s pravili upravljanja vzajemnih skladov.

2.3.2. DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE

Družba za upravljanje je po Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje gospodarska družba, ki je ustanovljena izključno za upravljanje investicijskih skladov. Družba za upravljanje se lahko ustanovi kot delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo v skladu z Zakonom o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/93), z sedežem na območju Republike Slovenije.

Delničarji oziroma družbeniki družbe za upravljanje so lahko domače ali tuje fizične ali pravne osebe. To po Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje lahko tuje pravne ali fizične osebe pridobijo skupaj posredno ali neposredno le 20% delnic oziroma poslovnih deležev družbe za upravljanje. To mejo lahko prekoračijo le v soglasju Agencije za trg vrednostnih papirjev. Če fizična ali pravna oseba pridobi v nasprotju z zakonom delnice oz. poslovne deleže družbe za upravljanje, nima pravice do udeležbe na dobiček in pri upravljanju družbe za upravljanje, hkrati pa lahko Agencija družbi za upravljanje odvzame dovoljenje za opravljanje dejavnosti.

Osnovni kapital družbe je odvisen od števila investicijskih skladov, ki jih ta družba upravlja. Družba, ki upravlja en sklad, mora imeti po zakonu osnovni kapital v višini 50.000.000 SIT. Z upravljanjem vsakega naslednjega investicijskega sklada se znesek osnovnega kapitala poveča za 25.000.000 SIT.

Če je družba za upravljanje delniška družba, sme izdati samo imenske delnice istega razreda, ki morajo biti v celoti plačane z denarjem pred vpisom v sodni register.

Člani uprave družbe morajo imeti ustrezna strokovna znanja in izkušnje s področja financ. Za člana uprave družbe za upravljanje je lahko imenovana oseba, ki izpolnjuje naslednje pogoje:

- visokošolska izobrazba ustrezne smeri,
- strokovni izpit za člane uprave družbe za upravljanje,
- najmanj petletne delovne izkušnje, od tega najmanj tri leta s področja financ.

Družba, ki upravlja več vzajemnih skladov, mora ločeno izkazati sredstvo, obveznosti od virov sredstev, prihodke in odhodke za vsak vzajemni sklad posebej in tudi ločeno prikazati te podatke za samo družbo za upravljanje.

Poleg tega pa se mora opraviti predstavitev delovanja, poslovne politike in notranje organizacije družbe za upravljanje.

Za člane uprave družbe za upravljanje je lahko imenovana le oseba, ki pridobi dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za opravljanje funkcij člana uprave družbe za upravljanje.

Družba za upravljanje ne sme biti lastnica poslovnih deležev v drugih družbah za upravljanje, banke, s katero ima sklenjeno pogodbo za posamezne posle, depozitarjem, ki hrani vrednostne papirje, pri svojih delničarjih in borzno posredniških družbah, ki opravljajo za družbo posle v zvezi s trgovanjem z vrednostnimi papirji investicijskih skladov. Družba za upravljanje tudi ne sme biti lastnik investicijskega kupona vzajemnega sklada, ki ga upravlja. Vendar pa so v finančnem sistemu tudi ekonomski subjekti, ki opravljajo določene storitve, ki jih družbe za upravljanje same ne morejo. Tako mora družba za upravljanje skleniti pogodbo s klirinško-depotno

družbo (depozitar), ki je pooblaščen za opravljanje poslov hrambe vrednostnih papirjev. Prav tako mora pooblastiti banko, da opravlja posle v zvezi z denarnim poslovanjem investicijskega sklada.

Družba za upravljanje mora javnost obveščati o poslovanju investicijskega sklada, s tem da mora izdati prospekt ob javni prodaji investicijskega kupona vzajemnega sklada, izdelati mora letno in polletno poročilo o poslovanju investicijskega sklada in poročilo o sestavi naložb investicijskega sklada ter dnevno obveščati investitorje o vrednosti investicijskega kupona vzajemnega sklada.

2.3.3. NALOŽBE VZAJEMNIH SKLADOV

Investicijski sklad mora zbrana sredstva investirati v posamezne vrednostne papirje tako, da z naložbami v vrednostne papirje omeji in razprši tveganje naložb takšne vrste. Investicijski sklad sme po Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje naložiti zbrana sredstva v:

- vrednostne papirje, ki kotirajo na borzah, ali v vrednostne papirje, s katerimi se javno trguje na drugem organiziranem in nadzorovanem trgu vrednostnih papirjev,
- dolgoročne vrednostne papirje ali kratkoročne vrednostne papirje in denarna sredstva,
- vrednostne papirje domačih in tujih izdajateljev.

Pri sestavi niza naložb mora vzajemni sklad upoštevati določene omejitve:

- naložbe v obliki bančnih denarnih depozitov, vendar ne več kot 25% vseh sredstev,
- naložbe v netržne vrednostne papirje, vendar ne več kot 10% vseh sredstev vzajemnega sklada,
- terjatve, ki nastanejo pri normalnem poslovanju investicijskih skladov, pri čemer mora družba za upravljanje zagotoviti, da se te terjatve izterjajo v običajnih rokih, ki veljajo za takojšnjo (sočasno) izpolnitev obveznosti,
- naložbe investicijskega sklada v denarne depozitne in netržne vrednostne papirje ne smejo skupno presegati 25% vseh sredstev vzajemnega sklada.

Edino Agencija za trg vrednostnih papirjev lahko predpiše in s tem dovoli druge oblike finančnih naložb ter največji dopustni obseg v te finančne naložbe, ki so po določenih kriterijih primerljive z naložbami v vrednostne papirje.

Zaradi večje varnosti poslovanja vzajemnih skladov so po zakonu naložbe vzajemnih skladov omejene. Vzajemni sklad mora imeti najmanj 5% svojih naložb v obliki likvidnih sredstev in kratkoročnih vrednostnih papirjev, katerih rok dospelja ne sme biti daljši od 6 mesecev.

Investicijski sklad ima lahko največ 10% svojih naložb v vrednostnih papirjih tujih izdajateljev in samo v tistih vrednostnih papirjih, ki kotirajo na borzah, ki so članice FIBV (International Federation at stock Exchanges in če so uvrščene v uradni del kotacij), ki jih predhodno določi Agencija za trg vrednostnih papirjev.

Investicijski sklad mora imeti svoje naložbe razpršene v vrednostnih papirjih različnih izdajateljev in ne sme imeti več kot 5% svojih naložb v vrednostnih papirjih istega

izdajatelja in z njim povezanih izdajateljev. Ne glede na to pa ima lahko vzajemni sklad do 10% svojih naložb v vrednostnih papirjih istega izdajatelja in z njim povezanih izdajateljev, če so vsi navedeni vrednostni papirji tržni vrednostni papirji.

Investicijski sklad ima lahko do 70% vseh svojih naložb v vrednostnih papirjih, ki jih izda ali za katere jamči Republika Slovenija, če te naložbe sestojijo iz najmanj petih različnih izdaj, pri čemer posamezna izdaja ne sme presežati 35% vseh naložb investicijskega sklada.

Investicijski skladi, ki jih upravlja ista družba za upravljanje, v svojih naložbah skupaj ne smejo imeti posredno ali neposredno več kot 15% vrednostnih papirjev posameznega izdajatelja in z jim povezanih izdajateljev.

Investicijski sklad ne sme imeti svojih naložb v drugih investicijskih skladih, razen v primeru soglasja in pod pogoji, ki jih predpiše Agencija za trg vrednostnih papirjev.

Investicijski sklad ne sme imeti svojih naložb v družbah za upravljanje, depozitarju (klirinško-depotni družbi), banki, ki je pooblaščen za opravljanje poslov v zvezi z denarnim poslovanjem, borzno posredniških družbah, ki za družbo za upravljanje opravljajo posle v zvezi s trgovanjem z vrednostnimi papirji investicijskega sklada, v pravnih osebah, ki so posredno ali neposredno lastniki več kot 10% delnic oz. poslovnih deležev družb za upravljanje.

Družba za upravljanje se sme zadolževati v svojem imenu in za račun vzajemnega sklada do 10% vrednosti premoženja vzajemnega sklada z najemanjem likvidnostnih kreditov z rokom dospelja največ 6 mesecev.

3. VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI

3.1. NASTANEK IN RAZVOJ VZAJEMNIH SKLADOV

Nastanek in začetek poslovanja vzajemnih skladov v Sloveniji sega v januar 1992, ko so bili ustanovljeni prvi vzajemni skladi v okviru posameznih borznoposredniških hiš oziroma borznih oddelkov bank. Večji vzpon in pravno regulativo so investicijski skladi, podobno kot v drugih državah osrednje in vzhodne Evrope, doživeli z začetkom privatizacije. Investicijski skladi so bili prvič uzakonjeni kot subjekt privatizacije v Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij leta 1992. Pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in način njihovega delovanja pa je uredil šele Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki je pričel veljati 13. marca 1994. Cilji, ki si jih je postavil zakonodajalec s sprejetjem Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, so predvsem tile (Žnidaršič, 1999, str. 41):

- omogočiti nastanek in razvoj novih nebančnih finančnih ustanov z namenom vzpodbujanja in nadaljnjega razvoja trga kapitala vrednostnih papirjev in s tem zagotoviti uravnoteženje slovenskega finančnega sistema,
- omogočiti uporabo zasebnih prihrankov za gospodarski razvoj na način, ki bo z vidika rizika in donosa zanimiv tako za varčevalce kot podjetja,

- zagotoviti drobnim investitorjem potrebno strokovno pomoč pri uporabi prihrankov s ciljem povečanja donosa ob še sprejemljivem tveganju,
- povečati zaupanje drobnih investitorjev v nove finančne ustanove z upoštevanjem zahtevnih evropskih standardov informiranja javnosti in zagotavljanja varnosti poslovanja skladov,
- ugotoviti posebne instrumente varnosti, ki bodo onemogočali manipulacije ali nevestno poslovanje z zbranimi finančnimi sredstvi s strani oseb in institucij, ki bodo upravljale z njimi,
- oblikovati vzajemne sklade in investicijske družbe po zgledu držav evropske skupnosti na podlagi sprejetih smernic in priporočil,
- doseči vključevanje v mednarodne trge kapitala,
- oblikovati pooblaščenke investicijske družbe kot udeleženke v procesu lastninskega preoblikovanja podjetij.

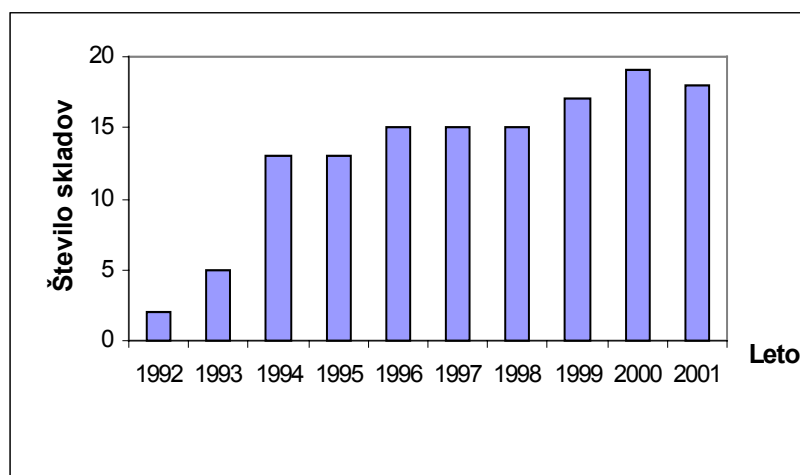
Prvi vzajemni sklad v Sloveniji z imenom Galileo je pričel poslovati s 1.1.1992. Sklad, katerega ustanoviteljica je bila Kmečka družba, posluje še danes in je največji sklad po obsegu vrednosti sredstev v vzajemnih skladih na območju Republike Slovenije. Konkurenco je dobil šele konec leta 1992, ko se mu je pridružil vzajemni sklad LBM Piramida pod upravljanjem LB Maksime. V letu 1993 so bili ustanovljeni trije vzajemni skladi, leto dni kasneje pa kar osem. Tako je v Sloveniji do spremembe zakonodaje (1.1.1995) delovalo že trinajst vzajemnih skladov. Po 1.1.1995 so morali vsi vzajemni skladi preiti v upravljanje družb za upravljanje, ustanovljenih po Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. S to zahtevo ter ostalimi pogoji in obvezami, ki jih je prinesel Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, so mnoge borzne hiše opustile idejo o upravljanju vzajemnih skladov. Borzne hiše z ekonomskega vidika realizirajo več prihodkov s klasičnim svetovanjem, predvsem pa z individualnim upravljanjem s portfelji.

Pri slednjem namreč (Žnidaršič, 1999, str. 110):

- se izognejo določbam zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje v zvezi s strukturo naložb,
- temeljno odločitev o tveganosti portfelja oziroma o naložbeni politiki prenesejo na stranko,
- zaslužijo več kot z vstopno provizijo, saj znotraj obračanja portfelja zaračunavajo še borznoposredniško provizijo, ki znaša običajno 0,5% ali več,
- realizirajo prihodke iz naslova delitve dobička v določenem deležu, pri čemer seveda ne jamčijo za njegov dejanski nastanek,
- se izognejo obvezi po dnevnem vrednotenju in obveščanju o vrednosti portfelja,

Iz slike 2 je razvidno, da je leto 1995 pomenilo prelomnico, saj je po tem datumu pričelo s poslovanjem le šest vzajemnih skladov, med katerimi jih sedaj posluje le še pet, saj je bil vzajemni sklad Miha, ki ga je upravljala družba za upravljanje KBM Infond, konec aprila leta 2001 likvidiran.

Slika 2: Število vzajemnih skladov v Sloveniji ob koncu posameznega leta



Vir: Poročilo Agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 2001 in Alenke Žnidaršič Kranjec, Investicijski skladi v Sloveniji-(ne)uspeh in za koga, 1999, str. 110.

Število vzajemnih skladov se je skozi leta zaradi različnih razlogov spreminjalo (afera DADAS, odvzem borzne licence Niki DZU, likvidacija vzajemnega sklada Miha,...). Danes posluje v Sloveniji 18 vzajemnih skladov, ki jih upravlja 11 družb za upravljanje. Skupna vrednost sredstev vzajemnih skladov v Republiki Sloveniji je bila konec leta 2001 14,63 milijarde tolarjev in je konec maja leta 2002 znašala že 28,26 milijarde tolarjev.

3.2. VZAJEMNI SKLADI IN DRUŽBE KI JIH UPRAVLJAJO

V Sloveniji trenutno posluje 18 vzajemnih skladov, katerih premoženje skupaj znaša dobrih 28,26 milijarde tolarjev (glej tabelo 2). Vzajemni skladi so izrednega pomena za male investitorje, katerim so poleg bančnih vlog odprli nove možnosti investiranja, predstavljajo pa tudi nov način financiranja gospodarstva. Po obliki so vzajemni skladi v Sloveniji delniški, obvezniški ali mešani. Prevladujejo delniški, najmanj pa je obvezniških.

Tabela 2: Vzajemni skladi in družbe za upravljanje

Vzajemni sklad	Upravljavec	Delež delnic sklada v %	Vstopna provizija v %	Izstopna provizija v %	Upravljavška provizija v %
Polžek	Abančna DZU	56,21	2	1	2
Zajček	Abančna DZU	70,99	2	1	2
Sova	Abančna DZU	0	0,50-2,50	0	1
Vipek	Avip	59,84	1	2	2
Hrast	KBM Infond	87,23	3	0	2
S. P. D.	KBM Infond	78,35	3	0	2
Delniški	KBM Infond	85,53	3	0	2
Galileo	KD Investments	92,03	3	0	2
KD Bond	KD Investments	8,96	2	0	1
Rastko	KD Investments	94,37	3	0	2
Skala	Krekova družba	76,05	1,00-2,00	1	2
Piramida	LB Maksima	36,61	0,60-2,00	1	2
Pika	Primorski skladi	39,19	1,5	1,5	2
Živa	Primorski skladi	93,12	1,5	1,5	2
Alfa	Probanka	58,37	3	0	2
Modra kombinacija	Ilirika DZU	69,56	1,4	1,4	2
Triglav Renta	Triglav DZU	45,39	0	3	2
Dolenjski VS	Vizija	74,71	1,5	1,5	2

Vir: Vzajemci. [URL: <http://www.vzajemci.com/splošno.html>], 22.4.2002.

Delniško orientirani vzajemni skladi se z vidika davčne zakonodaje obravnavajo enako kot investiranje v nakup delnic, zatakne pa se pri pojmovanju obvezniških skladov. Obresti na obveznice v lasti fizičnih oseb so po zakonu o dohodnini zaenkrat še neobdavčene. Ker je v primeru vzajemnega sklada neposredni lastnik obveznic vzajemni sklad, ki je pravna oseba, so obresti normalno obdavčljive. V tem primeru je vlagatelj v sklad obveznic posredni lastnik in izgubi tisti del dohodka, ki ga mora sklad plačati kot davek od prihodka iz naslova obresti.

V Sloveniji pa ne obstaja noben denarni sklad, ki ima funkcijo varne in donosne naložbe v obdobju, ko vlagatelji nimajo svojega premoženja, v delu ali celoti, naloženega v delnice, obveznice ali kratkoročne vrednostne papirje. Ti skladi so varen pristan za investitorje v obdobju, ko na trgu ni pravih investicijskih priložnosti. Premoženje denarnega sklada je v obliki različnih valut, upravljavec pa skuša s prodajo oz. nakupom doseči čim večji dobiček. Donosnost tovrstnih skladov naj bi bila večja od donosa v banki. Vzrok za to pa je v osnovi premajhna aktivnost na borzi in premoč bančnega sistema, ki za povrh nudi ugodne obrestne mere na depozite (Poljaševič, 2001, str. 30).

V svetu obstajajo tudi krovni skladi, ki so skladi skladov in so zelo konzervativna oblika naložbe, saj je tveganje razpršeno skozi vse ostale sklade.

Uspešno delovanje vzajemnih skladov je pogojeno z obstojem in z delovanjem trga vrednostnih papirjev. Bolj ko je razvit trg vrednostnih papirjev in več kot je vrednostnih papirjev na trgu, večje so možnosti za uspešno upravljanje skladov in lažje je oblikovati sklade, ki bi ustrezali različnim interesom in nagibom investitorjem. V Sloveniji imamo nezadovoljivo razvit trg vrednostnih papirjev in trg kapitala, ki ju

finančne oblasti premalo dodatno spodbujata, kar se bo dolgoročno pokazalo v slabšem gospodarskem razvoju (Veselinovič, 1997, str. 1).

Za vse vzajemne sklade na slovenskem trgu velja, da so upravljani aktivno in da sestavo premoženja skozi čas vsaj deloma spreminjajo, kar smo na začetku tega prispevka tudi ugotovili. S tehniko tempiranja trga (market timing) upravitelj premoženja skuša doseči nadpovprečno donosnost premoženja tako, da v izbranem obdobju da večjo (manjšo) težo v portfelju naložbam in/ali naložbenim skupinam, za katere v določenem prihodnjem obdobju pričakuje nadpovprečno (podpovprečno) donosnost premoženja (Kleindienst, 2000, str. 12).

Po zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje lahko vzajemni skladi ustanovijo ter nato vodijo in upravljajo samo družbe za upravljanje.

Tabela 3: Deleži posameznih DZU pri upravljanju vzajemnih skladov na dan 31. 12. 2001, merjeno po obsegu čiste vrednosti sredstev v upravljanju

DZU	Vrednost (v mio SIT)	Deleži (v %)
KD Investments	9226,93	63,07
Abančna DZU	1007,10	6,88
Probanka DZU	1225,25	8,38
KBM Infond	593,75	4,06
Avip DZU	513,21	3,50
LB Maksima	475,66	3,25
Primorski skladi	469,06	3,21
Krekova družba	569,65	3,89
Iilirika DZU	235,88	1,62
Triglav DZU	130,48	0,89
Vizija DZU	182,18	1,25
Skupaj	14629,15	100,00

Vir: Vzajemci. [URL:http://www.vzajemci.com/sredstva_VS/Slovenija/VS_SLO_VS_grafi_trzni_delezi.html], 22.4.2002.

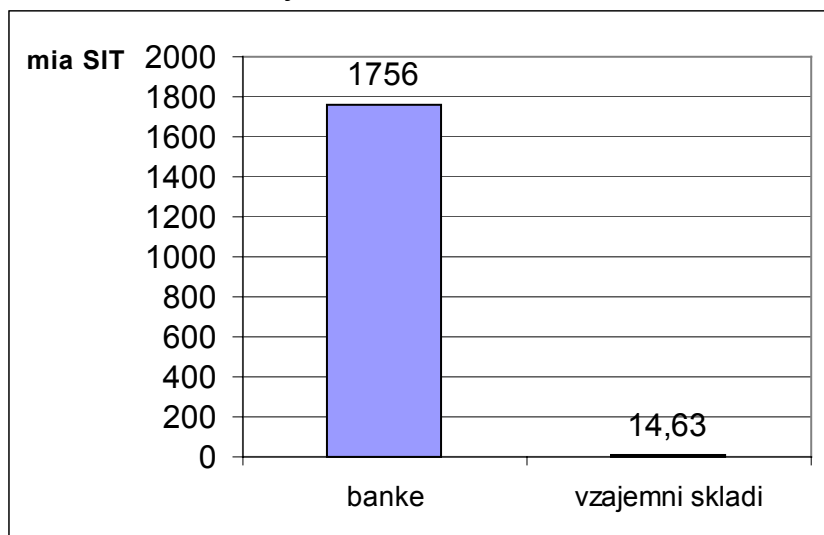
Trenutno v Sloveniji deluje 11 družb za upravljanje, ki upravljajo 18 vzajemnih skladov. Družba za upravljanje KBM Infond je ob koncu leta 2001 upravljala tri vzajemne sklade (Hrast, Delniški in S.P.D), kakor tudi družba za upravljanje KD Investments in Abančna družba za upravljanje. Prva je upravljala sklade Galileo, KD Bond in Rastko, druga pa sklade Polžek, Zajček in Sova. Družba za upravljanje Primorski skladi je upravljala z dvema vzajemnima skladoma (Pika, Živa), preostale družbe za upravljanje pa so upravljale po en vzajemni sklad. Tržni delež posameznih družb za upravljanje glede na čisto vrednost sredstev v upravljanju v njihovih vzajemnih skladih so prikazani v tabeli 3.

Največji tržni delež med vsemi družbami za upravljanje je imela ob koncu leta 2001 družba za upravljanje KD Investments (prej Kmečka družba za upravljanje), saj je imela kar 63,07% delež, kar pa je sicer za eno odstotno točko manj kot ob koncu leta 2001.

3.3. OBSEG IN DINAMIKA RASTI NALOŽB V VZAJEMNE SKLADE

Slovenski vzajemni skladi so konec leta 2001 upravljali premoženje v vrednosti 14,63 milijarde tolarjev. Delež teh prihrankov v celotnih narodnogospodarskih prihrankih je sicer še vedno zanemarljiv, saj je znesek vpoglednih in nevpoglednih tolarških vlog in vlog v tuji valuti pri poslovnih bankah v Sloveniji konec leta 2001 znašal 1756 milijard tolarjev (glej sliko 3).

Slika 3: Sredstva prebivalcev Slovenije v bankah in sredstva v slovenskih vzajemnih skladih v milijardah SIT na 31.12.2001

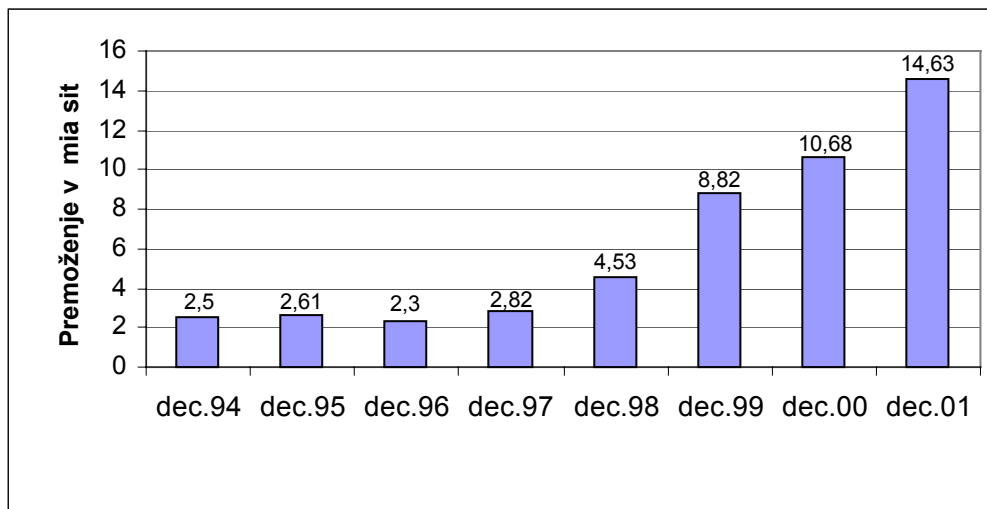


Vir: Vzajemci. [URL:http://www.vzajemci.com/grafi/Graficni_prikazi/Banke_VS_SLO.htm], 22.4.2002.

Za relativno nizko višino sredstev v vzajemnih skladih v primerjavi s sredstvi v bankah je zaslužna tudi država s svojo davčno politiko na področju bančnih obrestnih mer. Država ščiti banke, saj ne obdavčuje bančnih depozitov za razliko od dobička v vzajemnih skladih, če gre za nakup enot vzajemnih skladov za dobo, krajšo od treh let. Na sorazmerno majhen obseg sredstev v vzajemnih skladih pa poleg neobdavčenih obresti vpliva tudi previsoka inflacija, ki praktično "poje" večino pridelanih donosov.

Kot kaže slika 4 so sredstva, naložena v vzajemne sklade v obdobju od leta 1994 pa do leta 1997, ostala skoraj nespremenjena. Razlogi za to so različni, najpomembnejše pa gre iskati v sprejetju ZISDU leta 1994, ki je uredil delovanje vzajemnih skladov, ter v razvpiti aferi Dadas, ki je na borzi povzročila pravi preplah. Agencija za trg vrednostnih papirjev je omejila zgornjo oziroma maksimalno vrednost sredstev v vzajemnih skladih na 6 milijard tolarjev. S tem in podobnimi dogodki iz finančnega sveta (primer Zdenex) se je med ljudmi razširilo negativno mnenje o vlaganju presežkov denarja v oblike, kjer donos do zapadlosti ni znan oz. zjamčen.

Slika 4: Vrednost sredstev vzajemnih skladov v milijardah sit od decembra 1994 do decembra 2001

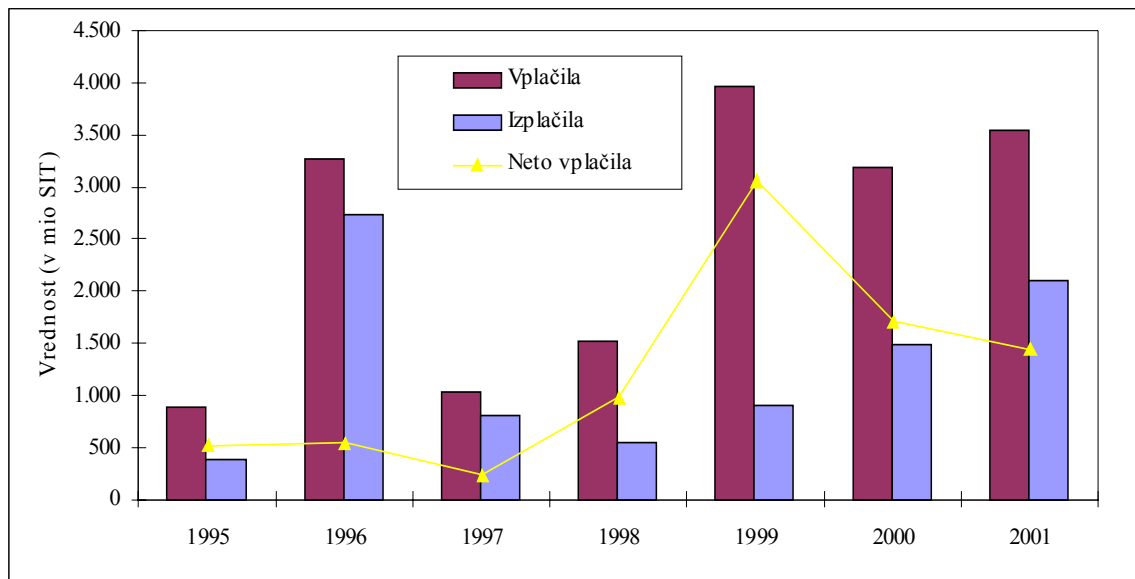


Vir: Poročilo agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 2001 in interni podatki KD Investments, 2002.

Vendar pa obseg prihrankov, ki jih upravljajo vzajemni skladi, od sredine leta 1997 vztrajno narašča. Tako se je vrednost premoženja v upravljanju vzajemnih skladov od 2,82 milijarde tolarjev konec leta 1997 do konca leta 1998 povzpela na 4,53 milijarde tolarjev, konec leta 1999 pa je znašala že 8,51 milijarde tolarjev. V letu 2000 so sredstva v slovenskih vzajemnih skladih prvič v zgodovini presešla 10 milijard tolarjev, saj je bilo konec leta 2000 v 19 vzajemnih skladih 10,68 milijarde tolarjev. Trend rasti naložb v vzajemne sklade se je kljub likvidaciji vzajemnega sklada Miha maja 2001 nadaljeval tudi v letu 2001, tako da so konec decembra vzajemni skladi upravljali že z 14,63 milijarde tolarjev.

To kaže, da se zaupanje ljudi v naložbe v vzajemne sklade veča iz leta v leto, saj se vrednost sredstev v vzajemnih skladih neprestano veča od leta 1997 dalje, na to pa nista bistveno vplivala niti odvzem borzne licence DZU NIKA, niti likvidacija vzajemnega sklada Miha maja 2001. To potrjuje tudi slika 5, iz katere je razvidno, da so bila vplačila v vzajemne sklade vsako leto večja kakor izplačila, kar pomeni, da so bila neto vplačila v vzajemne sklade vsako leto pozitivna.

Slika 5: Letni obseg vplačil in izplačil v vzajemne sklade v obdobju 1995–2001



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

3.4. SESTAVINE INVESTICIJSKEGA POSLOVANJA

Investicijsko poslovanje vzajemnega sklada je ožji pojem kot celotno poslovanje vzajemnega sklada, saj se nanaša samo na tisti del poslovanja, ki je povezan z njegovimi investicijami (naložbami), se pravi tisti del poslovanja, ki se nanaša na t.i. investicijski postopek. Investicije so lahko stvarne ali finančne. Pri investicijah vzajemnih skladov gre običajno za finančne naložbe v delnice in obveznice.

Poglavitne vrste naložb vzajemnih skladov so lastniški in dolžniški vrednostni papirji, nepremičnine in vrednostni papirji, ki so izdani na podlagi tega premoženja, drugi vrednostni papirji, lahko pa tudi dragocene kovine in druge premičnine, izvedeni finančni instrumenti, deleži v investicijskih družbah in upravljanih skladih ter tuj denar. Kombinacijo posameznih (skupin) investicij imenujemo finančno premoženje (angl. portfolio).

Investicijski postopek opisuje, kako bi moral ravnati vsak investitor (torej tudi vzajemni sklad) pri sprejemanju odločitev o poslovanju z vrednostnimi papirji, kot so odločitve o tem, v katere vrednostne papirje investirati, kako velika naj bo investicija in kdaj naj se izvede. Sharp in Alexander menita, da se investicijski postopek izvede v naslednjih petih korakih (Zobavnik, 1997, str. 4):

- določitev investicijske politike
- analiziranje vrednostnih papirjev
- sestava finančnega premoženja
- sprememba finančnega premoženja
- vrednotenje učinkovitosti investicijskega poslovanja finančnega premoženja

Sestava finančnega premoženja vzajemnega sklada kaže upravljalčevo izbiro različnih naložb, ki so običajno izraženev odstotku posamezne skupine naložb (vrednostnih papirjev) v celotnem finančnem premoženju vzajemnega sklada.

Tri temeljne sestavine vrednotenja učinkovitosti investicijskega poslovanja vzajemnega sklada so donosnost, tveganje in stroški (Zobavnik, 1997, str. 4).

3.4.1. DONOSNOST VZAJEMNIH SKLADOV

Pri vzajemnih skladih obstajajo tri sestavine donosa (Zobavnik, 1997, str. 5):

- Dividende in obresti iz naslova dobičke. Investicijski dobiček je enak vsoti dividend in obresti, dobljenih od vrednostnih papirjev v finančnem premoženju vzajemnega sklada
- Razdelitev iz naslova čistih realiziranih kapitalskih dobičkov. Realiziran kapitalski dobiček (izguba) se nanaša na vrednostne papirje, ki so že bili prodani z dobičkom oz. izgubo
- Povečanje (zmanjšanje) čiste vrednosti aktive vzajemnega sklada. Nanaša se na nerealizirane kapitalске dobičke (izgube) in vrednostne papirje, ki niso bili spremenjeni v denarno obliko (prodani), torej jih ima vzajemni sklad še v svoji lasti.

Stopnja donosa vzajemnega sklada za obdobje t (r_t) izračunamo tako, da seštejemo spremembe čiste aktive vzajemnega sklada v preučevanem obdobju ($NAV_t - NAV_{t-1}$), zneske prihodkov I_t (iz naslova vrednostnih papirjev v aktivih vzajemnega sklada) in razdelitvi kapitalskih dobičkov G_t , v tem obdobju in ta seštevek delimo s čisto vrednostjo aktive vzajemnega sklada na začetku obdobja:

$$r_t = \frac{(NAV_t - NAV_{t-1}) + I_t + G_t}{NAV_{t-1}}$$

Donosnost, ki jo doseže posamezni investitor v vzajemni sklad, je navadno nižja od donosnosti vzajemnega sklada kot celote zaradi različnih stroškov, kot so transakcijski stroški, stroški raznih provizij in drugi stroški, povezani z nakupom, prodajo in upravljanjem naložb ter plačilom davkov. Dejanska donosnost naložbe v vzajemni sklad je odvisna tudi od spremembe kupne moči zaradi inflacije (i), ki je ena od sestavin tveganja naložbe. Tako poznamo realno stopnjo donosa (r_r) in nominalno stopnjo donosa (r_n), ki sta v tej zvezi:

$$r_n = r_r + i + r_r \times i$$

3.4.2. TVEGANJE VZAJEMNIH SKLADOV

Stopnja donosa za večino naložb običajno ni znana, kar lahko pomeni možnost velikih izgub ali dobičkov. Ta možnost se običajno imenuje tveganje. Donosnost in tveganje sta navadno v obratnem sorazmerju. Če želi imeti investitor v daljšem časovnem obdobju nadpovprečno visoko donosnost, moramo biti pripravljeni nositi tudi nadpovprečno visoko tveganje.

Za vzajemne sklade obstajajo štirje dejavniki, ki vplivajo na velikost njihovega tveganja (Zobavnik, 1997, str. 6):

- Vrsta vrednostnih papirjev v vzajemnem skladu. Vrednostni papirji majhnih, hitro rastočih delniških družb so bolj tvegani kot vrednostni papirji najboljših velikih delniških družb (blue chips). Na splošno so delnice bolj tvegane kot obveznice

- stopnja, po kateri vzajemni sklad razpršuje svoje finančno premoženje. Finančno premoženje, ki ga sestavlja le deset delnic, bo bolj tvegano kakor tisto, ki vsebuje vrednostne papirje sto izdaj ali več
- stopnja, do kater upravljalec uporablja finančni vzvod oziroma zadolževanje, da bi povečal poslovno uspešnost.
- obseg, do katerega se upravljalec vzajemnega sklada trudi predvideti tržna gibanja oziroma se zavarovati pred tveganjem. Upravljalec sklada lahko zmanjša tveganje z opcijami in terminskimi instrumenti ali s povečanjem deleža denarja v aktivih vzajemnega sklada, če pričakuje, da bodo cene delnic padle, kar lahko zmanjša tveganje vzajemnega sklada.

Vzajemni sklad lahko s svojo naložbeno politiko bistveno vpliva na zmanjšanje tveganja vzajemnega sklada. Tveganje premoženja je poleg od naložb, ki sestavljajo premoženje, odvisno tudi od razmerja med njimi. Tveganje premoženja lahko vzajemni skladi zmanjšajo z diverzifikacijo. Diverzifikacija premoženja vzajemnega sklada pomeni ustrezno kombiniranje posameznih naložb sklada, kar omogoča, da ima vzajemni sklad manjše tveganje ob enaki pričakovani donosnosti (Sharpe, Alexander, 1990, str. 11).

Pri tem procesu se srečuje z različnimi tveganji, kot so tržno tveganje, ki obstaja zaradi splošnega gibanja cen na kapitalskem trgu, tveganje posamezne panoge in posebna tveganja, ki se nanašajo na posamezno delniško družbo. Tveganje vzajemnih skladov se lahko delno odpravi z (Zobavnik, 1997, str. 7):

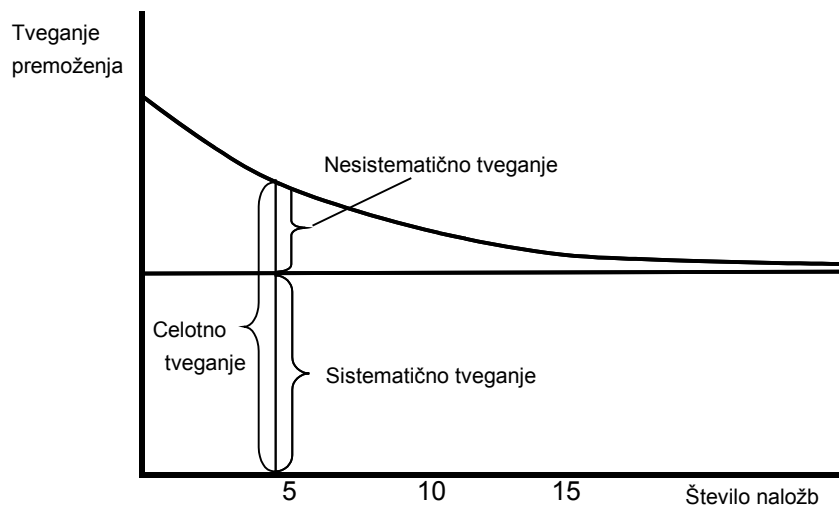
- Alokacijo investicij

Pojem alokacije vrednostnih papirjev je tesno povezan s pojmom odpravljanja tveganj. Pomeni investiranje v različne skupine naložb, kot so delnice, obveznice, nepremičnine in podobno. Alokacija vrednostnih papirjev je lahko celo pomembnejša od njihove razpršitve. Taktična alokacija aktivne se imenuje tudi natančno uravnavanje finančnega premoženja.

- Razpršitev investicij

Posebno tveganje oz. nesistematično tveganje je možno zmanjšati ali ga odpraviti z razpršitvijo naložb v različne skupine vrednostnih papirjev in različne posamezne vrednostne papirje znotraj teh skupin. Vendar pa z razpršitvijo naložb ni mogoče odpraviti sistematičnega tveganja, ki je odvisno od splošnih gospodarskih gibanj. Zaradi tega tveganja se namreč cene vseh vrednostnih papirjev do določene stopnje gibljejo v isti smeri. Iz empiričnih preučevanj sledi, da diverzifikacija premoženja zmanjšuje tveganje premoženja, vendar pa se učinki diverzifikacije hitro zmanjšujejo z večanjem števila naložb (glej sliko 6). Prvih 10 do 15 naključno izbranih naložb prinese veliko večino zmanjšanja tveganja premoženja, ki ga je z diverzifikacijo tveganih naložb mogoče doseči, učinki dodatnih naložb pa so zelo majhni (Mramor, 1997, str. 87).

Slika 6: Tveganje premoženja



Vir: Mramor, 1997, str. 88.

Posebna oblika razpršitve je tako imenovana časovna razpršitev. Za zmanjšanje tveganja in povečanja pričakovanega celotnega donosa pri časovni razpršitvi je treba imeti v lasti določen vrednostni papir, ki je bil kupljen po različnih cenah, različna časovna obdobja. Nakup različnih količin istovrstnih vrednostnih papirjev po različnih cenah pomeni razpršitev tveganja v času, ki tako povečuje donos pa tudi zmanjšuje tveganje celotnega vrednostnega papirja.

- Negativna kovarianca med donosnostmi vrednostnih papirjev v vzajemnem skladu

Tveganje se da dodatno zmanjšati tudi tako, da se naložba vzajemnega sklada razprši v vrednostne papirje, katerih donosnost se giblje v nasprotni smeri.

Tveganje posameznega vzajemnega sklada lahko merimo na različne načine. Tako lahko razdelimo posamezna kvantitativna merila tveganja v tri skupine (Zobovnik, 1997a, str. 12):

- Merila celotnega tveganja
Ta vključujejo rang, standardni odklon, polvarianco in določajo celotno variabilnost donosnosti vzajemnega sklada okoli povprečne vrednosti te donosnosti ali pod njo.
- Merila tržnega tveganja
Merila tržnega tveganja izhajajo iz dejstva, da tveganje vzajemnega sklada izhaja le iz splošnih (tržnih) tveganj, saj se posebna tveganja odpravijo z razpršitvijo naložb. Merilo posebnega tveganja je koeficient beta (β) za delnice in delniške vzajemne sklade ter trajanje (angl. duration) za obveznice oziroma vzajemne sklade obveznic.
- Tveganju prilagojena merila uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov
Navedena merila so se razvila v šestdesetih letih s ciljem primerjave kakovosti upravljanja vzajemnih skladov in poskušajo v enotno merilo združiti donosnost in tveganje posameznega vzajemnega sklada. V to skupino meril tako spada Trejnorjevo merilo uspešnosti investicijskega poslovanja vzajemnega sklada, ki bi ga lahko imenovali tudi kazalnik nagrade za občutljivost. Večja je vrednost tega

merila, uspešnejše je poslovanje. Značilnost naslednjega merila, Jensenovega merila, v primerjavi z prejšnjim je v tem, da to merilo ne primerja vzajemne sklada le med seboj, ampak primerja investicijsko poslovanje vsakega posameznega vzajemnega sklada posebej z nekim absolutnim merilom. Zadnje merilo pa je Sharpovo merilo, ki meri donose glede na celotno tveganje finančnega premoženja, pri čemer je celotno tveganje enako standardnemu odklonu stopenj donosov finančnega premoženja.

3.4.3. STROŠKI IN PROVIZIJE UPRAVLJANJA VZAJEMNIH SKLADOV

Z vodenjem posameznega vzajemnega sklada ima družba za upravljanje različne stroške, ki jih na različne načine prenaša na investitorje vzajemnega sklada. Za razliko od nekaterih tujih vzajemnih skladov, je pristop k skladu oziroma odprtje računa pri posameznem vzajemnem skladu v Sloveniji brezplačno, prav tako pa tudi ni nobenih stroškov vodenja računa. Pri varčevanju v vzajemnih skladih se tako investitorji srečujejo z vstopno, izstopno in upravljalno provizijo (Dimovski, 1996, str. 65).

Vstopna provizija

Pri vsakem nakupu deleža posameznega vzajemnega sklada plača investitor nakupno ali vstopno provizijo. Višina nakupne provizije je odvisna od sklada do sklada in je odvisna od politike, ki jo vodi sklad na tem področju. V Sloveniji se nakupna provizija giblje med 0 in 3 odstotki vrednosti naložbe (glej tabelo 2). Samo pri treh skladih pa je višina vstopne provizije odvisna tudi od števila enot, ki jih posamezni investitor kupi. Večje število enot kupi, nižja je vstopna provizija.

Izstopna provizija

Pri prodaji deleža vzajemnega sklada lahko investitor plača izstopno ali prodajno provizijo. Višina prodajne provizije je poleg od politike upravljalca odvisna tudi od vstopne provizije, saj skupaj ne smeta presežati 3 odstotke. Višina te provizije je v Sloveniji med 0 in 2 odstotkoma vrednosti naložb (glej tabelo 2). Pri nekaterih skladih se višina prodajne provizije z ročnostjo naložbe v sklad spreminja. Daljša ko je naložba v sklad, nižja je provizija, ki jo ob izstopu iz sklada plača investitor. Investitor je lahko za dolgoročno varčevanje v posameznem vzajemnem skladu oproščen plačila prodajne provizije.

Upravljalna provizija

Za upravljanje s posameznim vzajemnim skladom je družba za upravljanje po zakonu upravičena do upravljalne provizije. Višina upravljalne provizije je zapisana v prospektu ter v pravilih upravljanja sklada in lahko po Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje znaša največ 2 % od povprečne čiste letne vrednosti sredstev vzajemnega sklada, ki ga ima v upravljanju. V praksi imajo skoraj vsi vzajemni skladi v Sloveniji maksimalno upravljalno provizijo, razen vzajemnega sklada Sova in KD Bond, ki imata za pokrivanje stroškov poslovanja 1 odstotno upravljalno provizijo (glej tabelo 2).

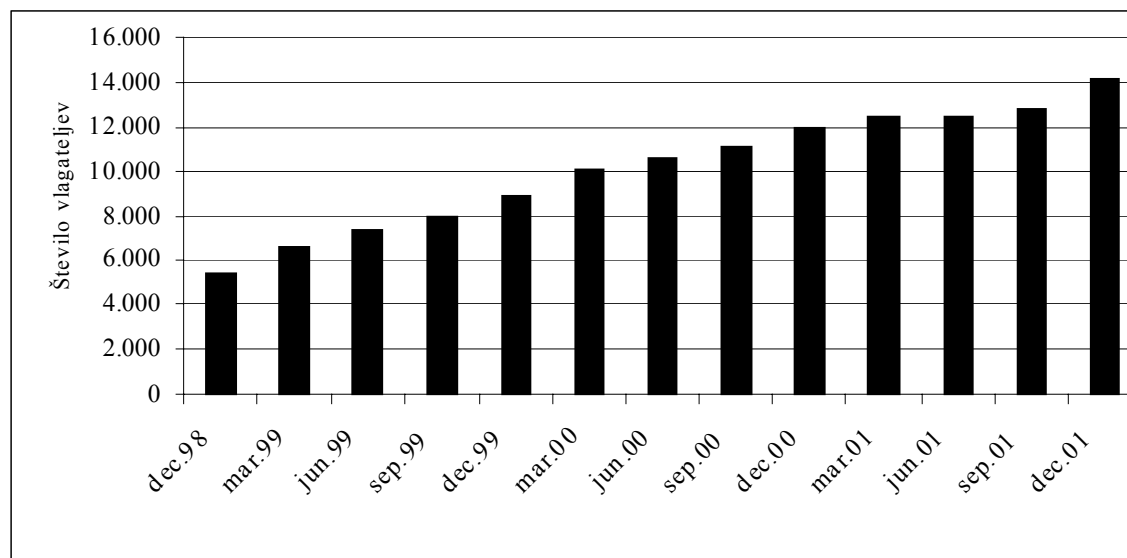
3.5. INVESTITORJI V VZAJEMNE SKLADE

Za naložbe v vzajemne sklade se izmed fizičnih oseb odločajo predvsem ljudje iz srednjega družbenega razreda, redkeje starejši, vsekakor pa tisti, ki ne sodijo v sam vrh poznavanja razmer na kapitalskem trgu. Slednji nalagajo viške svojih sredstev po lastni presoji direktno preko borznih hiš, špekulirajo na sivem trgu in iščejo oblike nalaganja sredstev, kjer imajo pri odločanju o naložbah aktivno vlogo.

V vzajemne sklade nalagajo svoja sredstva ljudje, katerim višina njihovega dohodka omogoča, da del denarja namenijo za plemenitjenje svojega premoženja. Gre za zneske, ki v družinskem ali osebnem proračunu ne pomenijo odrekanja osnovnim potrebam, temveč predstavljajo presežke, ki jih je mogoče pogrešati za določen čas v pričakovanju primerne donosa v prihodnosti.

V vzajemne sklade nalagajo svoja sredstva tiste pravne osebe, ki tudi sicer nalagajo denarna sredstva v dolgoročne oziroma kratkoročne finančne naložbe. Običajno prenesejo v vzajemne sklade del svojih sredstev iz individualnih portfeljev ali pa so jih nanje napotili njihovi hišni brokerji ali drugi poslovni partnerji. V primeru, da gre za manjša privatna podjetja, se lastniki na tem področju obnašajo podobno kot individualne fizične osebe, le da imajo običajno še mnogo bolj izrazite zahteve glede doseganja določenih donosnosti (Žnidaršič, 1999, str. 113).

Slika 7: Gibanje števila vlagateljev v vzajemne sklade od decembra 1998 do decembra 2001



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

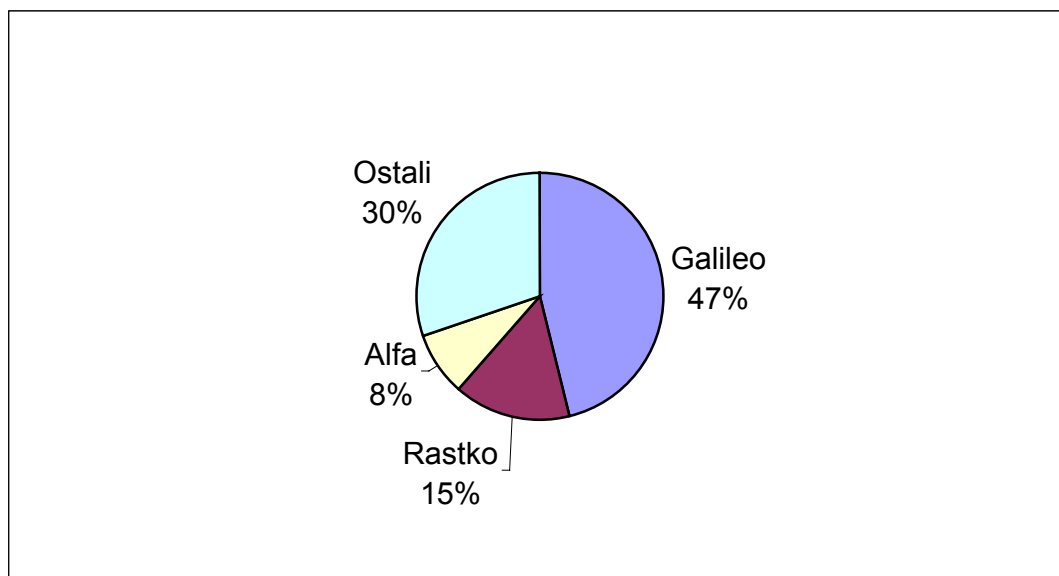
Število vlagateljev v vzajemne sklade se je do konca leta 2001 povečalo na 14.148, to je za 2162 oziroma 18 % več kot leto poprej (glej sliko 7). V prvih treh vzajemnih skladih po številu vlagateljev je kar 80,5% vseh vlagateljev, kar pomeni, da je njihova koncentracija zelo visoka.

4. POSLOVANJE VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

Ob koncu leta 2001 je v R Sloveniji poslovalo 18 vzajemnih skladov (VS), ki jih je upravljalo 11 družb za upravljanje. V letu 2001 je prišlo do likvidacije vzajemnega sklada Miha, ki ga je upravljala družba za upravljanje KBM Infond, saj je sklad od sredine decembra leta 2000 posloval z manj kot 50 milijoni tolarjev sredstev, po zakonu pa mora biti sklad po treh mesecih neprekinjenega obsega sredstev nižjega od 50 milijonov tolarjev likvidiran. Skupna čista vrednost sredstev v vzajemnih skladih je bila ob koncu leta 2001 za 37 % višja kot pred enim letom in je znašala kar 14.628 milijarde SIT.

Največji vzajemni sklad v letu 2001 je bil vzajemni sklad Galileo, ki ga upravlja družba za upravljanje KD Investments (prej Kmečka družba za upravljanje)(glej sliko 8). Njegova čista vrednost sredstev je ob koncu leta znašala 6,729 milijarde SIT, kar je za 32,8 % več kot je bila vrednost sredstev konec leta 2000. Ob koncu leta 2001 je bil tržni delež našega največjega vzajemnega sklada 46 %.

Slika 8: Tržni delež največjih treh vzajemnih skladov v Sloveniji



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

Izmed večjih vzajemnih skladov se je v letu 2001 čista vrednost sredstev najbolj povišala pri vzajemnem skladu Alfa, in sicer za 116 %, s čimer se je njegov tržni delež povečal za 3,1 strukturne točke (glej tabelo 4). Med vsemi vzajemnimi skladi se je najbolj znižala čista vrednost sredstev vzajemnega sklada Polžek, saj je konec leta 2001 znašala 294,99 milijona SIT, kar je za 19,7 % manj kot je znašala prejšnje leto.

Tabela 4: Čista vrednost sredstev vzajemnih skladov ob koncu leta 2000 in 2001

Vzajemni sklad	31. 12. 2000 (v SIT)	31. 12. 2001 (v SIT)	Sprememba v %
Galileo	5.066.884.186	6.729.798.074	32,82
Rastko	1.623.821.741	2.264.261.577	39,44
Alfa	567.359.799	1.225.254.345	115,96
Skala	311.826.442	569.652.555	82,68
Vipek	481.617.845	513.174.534	6,55
LBM Piramida	458.637.687	475.657.813	3,71
Sova	949.777	389.515.010	-
Zajček	308.399.824	322.400.344	4,54
Hrast	301.284.866	317.648.131	5,43
Polžek	367.492.054	294.978.181	-19,73
Pika	230.074.075	256.167.481	11,34
Modra kombinacija	219.773.166	235.881.394	7,33
KD Bond	145.430.662	232.863.539	60,12
Živa	192.824.497	212.888.021	10,41
Dolenjski vzajemni sklad	91.816.347	182.193.607	98,43
SPD	83.555.920	146.444.540	75,27
Triglav Renta	113.167.775	130.483.314	15,3
Delniški	65.101.041	129.666.916	99,18
Miha	49.069.473	0	-
Skupaj	10.679.087.177	14.628.929.376	36,99

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

Ker je vzajemni sklad Sova pričel s poslovanjem konec leta 2000, porast višina čiste vrednosti tega vzajemnega sklada ne odraža realno primerljivega porasta.

4.1. NALOŽBENA POLITIKA VZAJEMNIH SKLADOV

Vzajemni skladi investirajo pridobljena sredstva v delnice, obveznice, kratkoročne vrednostne papirje, bančne depozite ter v druge oblike naložb, ki jih dopušča ZISDU. V katere vrednostne papirje bo posamezni sklad investiral, je odvisno od upravljavca sklada, ki v prospektu opredeli naložbeno oziroma investicijsko politiko vzajemnega sklada, ki ga upravlja.

Med naložbami Slovenskih vzajemnih skladov prevladujejo naložbe v delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev (glej tabelo 5). Teh je bilo ob koncu leta 2001 za 11,4 milijarde SIT oziroma 77,7 % vseh naložb. Obveznic (brez obveznic Republike Slovenije) je bilo za 1104,4 milijona SIT (7,5 % vseh naložb), obveznic Republike Slovenije za 715,7 milijona SIT (4,9 % vseh naložb) in kratkoročnih vrednostnih papirjev Banke Slovenije za 105,5 milijona SIT (0,7 % vseh naložb). V letu 2001 so se naložbe v delnice, s katerimi se trguje na organiziranem

trgu, glede na leto 2000 povečale za 3 milijarde SIT, to je kar 75,8 % skupnega prirasta naložb v vzajemne sklade v letu 2001. Vzajemni skladi so v letu 2000 prvič v svoji zgodovini del svojih sredstev naložili v tuje vrednostne papirje, vendar pa so se te naložbe v naslednjem letu znižale in so znašale konec leta 2001 189 milijonov SIT (1,3 % vseh naložb).

Tabela 5: Agregatna struktura naložb vzajemnih skladov v obdobju 1998–2001

Vrednost (v tisoč SIT)		31. 12. 1998		31. 12. 1999		31. 12. 2000		31. 12. 2001	
		Vrednost	Delež (v %)	Vrednost	Delež (v %)	Vrednost	Delež (v %)	Vrednost	Delež (v %)
1.	Denarna sredstva	97.634	2,15	223.252	2,53	133.830	1,25	235.731	1,61
2.	Terjatve	97.351	2,15	110.664	1,25	76.090	0,71	148.959	1,01
3.	Kratkoročni P (skupaj)	35.611	0,79	410.493	4,65	359.413	3,35	105.549	0,72
4.	Dolgoročni VP (skupaj)	3.978.767	87,77	7.980.244	90,46	9.974.038	92,83	13.488.873	91,85
4.1.	Domači (skupaj)	3.978.767	87,77	7.980.244	90,46	9.781.992	91,04	13.299.825	90,56
4.1.1.	Obveznice (skupaj)	767.036	16,92	1.067.790	12,10	1.306.889	12,16	1.820.146	12,39
4.1.1.1.	Republike Slovenije	331.145	7,30	365.174	4,14	353.687	3,29	711.927	4,85
4.1.1.2.	Druge obveznice	435.891	9,62	702.616	7,96	953.203	8,87	1.108.219	7,55
4.1.2.	Delnice (skupaj)	3.211.731	70,85	6.912.454	78,36	8.475.104	78,88	11.479.679	78,17
4.1.2.1.	Na org. trgu VP	3.013.425	66,47	6.614.922	74,99	8.424.155	78,41	11.411.735	77,70
4.1.2.2.	Zunaj org. trga VP	198.307	4,37	297.532	3,37	50.950	0,47	67.944	0,46
4.2.	Tuji (skupaj)	0	0,00	0	0,00	192.046	1,79	189.048	1,29
4.2.1.	Obveznice (skupaj)	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
4.2.2.	Delnice (skupaj)	0	0,00	0	0,00	192.046	1,79	189.048	1,29
5.	Drugi VP	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
6.	Depoziti v bankah in DFO	323.969	7,15	96.900	1,10	200.791	1,87	707.228	4,82
7.	Skupaj (1+2+3+4+5+6)	4.533.333	100,00	8.821.553	100,00	10.744.162	100,00	14.686.340	100,00

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

4.2. ANALIZA DONOSNOSTI SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV

Pri analizi uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov v Sloveniji sem primerjal nominalno donosnost vzajemnih skladov, merjeno kot spremembo vrednosti enote premoženja, z donosnostjo naložbe v premoženje, ki ga sestavljajo delnice, ki so vključene v indeks SBI 20. Uspešnost poslovanja vzajemnih skladov sem analiziral v letih od 1998 do 2001.

V tabeli 6 so prikazane nominalne donosnosti vzajemnih skladov po posameznih letih in v obdobju od leta 1998 do leta 2001. Povprečne vrednosti so prikazane na osnovi aritmetične sredine. Pri predstavljenih donosih niso upoštevane morebitne vstopne, izstopne in upravljalvske provizije, ki bi prikazane donose poslabšale. Poleg provizij pa na donosnost vzajemnih skladov vpliva še davek na kapitalski dobiček, ki tudi ni upoštevan pri prikazanih donosnostih. Davek, ki znaša 30 %, bi dodatno negativno vplival na znižanje donosnosti, vendar pa se mu lahko posamezni investicijski vlagatelj izogne z neprodajo investicijskega kupona vsaj tri leta. Sestava borznega indeksa skozi opazovano obdobje ni bila stalna, pač pa se je spreminjala oziroma dopolnjevala z različnimi delnicami.

Tabela 6: Stopnja rasti enote premoženja slovenskih vzajemnih skladov v različnih obdobjih

Vzajemni sklad	upravljavec	nominalna donosnost sklada v posameznem letu v %				donosnost v obdobju 1998/2001
		1998	1999	2000	2001	
Polžek	Abančna DZU	19,20	11,66	4,42	14,32	58,88
Zajček	Abančna DZU	18,70	11,73	4,60	17,04	62,36
Sova	Abančna DZU	-	-	-	11,01	-
Vipek	Avip	20,10	15,34	6,66	19,74	76,91
Hrast	KBM Infond	31,30	17,02	4,33	20,94	93,87
S. P. D.	KBM Infond	5,50	28,28	11,94	25,04	89,43
Delniški	KBM Infond	8,70	23,62	8,96	29,21	89,18
Galileo	KD Investments	31,50	19,54	0,47	27,19	100,87
KD Bond	KD Investments	12,80	13,79	13,22	9,65	59,35
Rastko	KD Investments	27,80	32,26	-1,57	20,51	100,47
Skala	Krekova družba	-	-	22,22	21,57	-
Piramida	LB Maksima	13,90	14,43	10,31	13,89	63,74
Pika	Primorski skladi	12,70	17,70	9,42	20,16	74,40
Živa	Primorski skladi	-	-	5,15	25,20	-
Alfa	Probanka	20,40	23,29	24,24	24,15	118,96
Modra kombinacija	Ilirika DZU	16,30	14,48	6,54	15,36	63,64
Triglav Renta	Triglav DZU	-	-	12,28	20,24	-
Dolenjski VS	Vizija	14,50	13,59	3,75	13,79	53,55
SBI 20		22,22	8,15	1,21	16,86	56,34
Povprečni VS		18,10	18,33	8,64	19,38	81,25

Vir: Letno poročilo Agencija za trg vrednostnih papirjev za leto 1998, 1999, 2000 in 2001.

Iz tabele 6 je razvidno, da so vzajemni skladi (z izjemo vzajemnega sklada Rastko v letu 2000) večinoma poslovali pozitivno. Najvišjo nominalno donosnost v posameznem letu skozi celotno opazovano obdobje je v letu 1999 dosegel vzajemni sklad Rastko, katerega nominalna donosnost je znašala 32,26 %. Najslabše leto za rast in s tem naložbo v vzajemne sklade je bilo leto 2000, saj je bila v tem letu povprečna letna donosnost vzajemnih skladov najnižja, vzajemni sklad Rastko pa je celo posloval negativno, saj je bila njegova nominalna donosnost -1,57 %, kar je tudi najslabši dosežek kakega sklada v opazovanem obdobju. Za naložbo v vzajemne sklade je bilo najprimernejše leto 2001, saj je bila to leto najvišja povprečna donosnost vzajemnih skladov in je znašala 19,38 %. V tem letu je kar 12 vzajemnih skladov poslovalo uspešnejše oz. je imelo višjo rast, kakršno je v istem letu dosegel indeks SBI 20. Vsako leto v opazovanem obdobju, razen v letu 1998, je bila povprečna letna donosnost vzajemnih skladov višja, kot je znašala povprečna rast delnic na sekundarnem trgu kapitala, merjena z indeksom SBI 20. Investitor v povprečni vzajemni sklad je tako dosegel višjo nominalno donosnost od investitorja, ki je svoje premoženje razporedil glede na sestavo indeksa SBI 20.

Pri primerjavi nominalne povprečne donosnosti vzajemnih skladov z indeksom SBI 20 je potrebno upoštevati, da indeks SBI 20 zanemara dividendno donosnost delnic, ki so vanj vključene, in da ne SBI 20 in ne vrednost enote premoženja ne upoštevata stroškov posameznega vlagatelja.

Primerjava nominalne donosnosti vzajemnih skladov in indeksa SBI 20 v obdobju od 6.1.1998 do 4.1.2001 kaže, da so vzajemni skladi poslovali uspešno. Iz tabele --- je razvidno, da je bila povprečna nominalna donosnost enote premoženja vzajemnih skladov v opazovanem obdobju 86,26 %. V primerjavi z borznim indeksom SBI 20, ki je v preučevanem obdobju pridobil na svoji vrednosti 56,34 %, je bila tako povprečna rast vzajemnih skladov kar za 29,92 odstotne točke višja od rasti SBI 20. Vsi vzajemni skladi, razen vzajemnega sklada Dolenjski vzajemni sklad, so dosegli v tem obdobju višjo rast, kot je znašala povprečna rast delnic na sekundarnem trgu kapitala, merjena z indeksom SBI 20. Vendar pa je izmed 14 vzajemnih skladov, ki jih je poslovalo v celotnem preučevanem obdobju, le 6 uspelo doseči višjo donosnost, kot pa je bila povprečna donosnost slovenskih vzajemnih skladov. Najvišjo donosnost med analiziranimi vzajemnimi skladi je dosegel vzajemni sklad Alfa z 118,96 %, najslabše pa se je v proučevanem obdobju odrezal Dolenjski vzajemni sklad, ki je dosegel 53,55 % donosnost. Naš največji vzajemni sklad, vzajemni sklad Galileo, je bil po uspešnosti z nominalno donosnostjo 100,87 % takoj za vzajemnim skladom Alfa, na drugem mestu.

Glede na navedene donose vzajemnih skladov lahko zaključim, da so bili učinki vlaganja v vzajemne sklade v povprečju pozitivni in precej višji od povprečne uspešnosti delnic, zbranih v slovenskem borznem indeksu. Vendar pa so razlike med dosežki posameznih skladov precejšnje, kar pa je odvisno tudi od vrste sklada in ostalih dejavnikov, ki vplivajo na donosnost vzajemnega sklada.

SKLEP

Zgodovina nastanka in razvoja vzajemnih skladov v R Sloveniji je izredno kratka v primerjavi s finančno razvitimi državami, kjer je prvi vzajemni sklad pričel s svojim poslovanjem že v letu 1920. Razvoj vzajemnih skladov v svetu je povzročil, da so postali le-ti eden izmed najpomembnejših dejavnikov finančnega sistema in zato pomembni oblikovalci kapitalskega trga. Vzajemni skladi so se v Sloveniji pojavili po prehodu v tržno gospodarstvo in s pojavom privatizacije, ki je povzročila postopno razvijanje trga kapitala. Prvi vzajemni sklad v Sloveniji in hkrati tudi naš največji sklad z imenom Galileo je pričel poslovati 1.1.1992. Pogoje za ustanovitev vzajemnih skladov in družb za upravljanje ter način njihovega poslovanja pa je uredil leta 1994 sprejeti Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki je pričel veljati 13. marca 1994. Trenutno v Sloveniji posluje 18 vzajemnih skladov, ki jih upravlja 11 družb za upravljanje.

Vzajemni skladi so institucije, kjer lahko investitorji oplemenitijo svoje prihranke in so tako alternativa neposrednemu investiranju v vrednostne papirje, varčevanju v bankah in ostalim finančnim posrednikom. Vzajemni skladi so v tujini zelo priljubljena oblika varčevanja, saj so v očeh investitorjev priznani kot primerna kombinacija varnosti, donosa in likvidnosti. Njihova največja prednost je ta, da varčevalcem zagotavljajo razpršenost premoženja in s tem povezano manjše tveganje. Poleg tega pa si z nalaganjem svojih sredstev v vzajemne sklade manjši investitorji zagotovijo strokovno upravljanje svojega premoženja, saj za upravljanje skladov skrbijo strokovnjaki s finančnega področja, ki imajo ustrezna znanja in izkušnje s področja financ. Pri nas je slika nekoliko drugačna. Kljub temu da se vsota sredstev v vzajemnih skladih in število vlagateljev vsako leto povečujeta, je delež vzajemnih

skladov pri zbiranju prihrankov prebivalstva v primerjavi z bančnimi vlogami zanemarljiv. Na banke smo pač glede na sedanje razmere preprosto navajeni in v določeni meri celo prisiljeni ali vsaj navezani (plača, računi, posojila...). Vzajemni skladi so na našem trgu nekaj relativno novega in so se vsaj do sedaj le težko uveljavljali v zavesti varčevalcev oz. naložbenikov. Malo nezaupanja do naložb v vzajemne sklade pa je vsekakor povzročila afera sistema Dadas, kjer je večina varčevalcev ostala praznih rok.

Vzajemni skladi imajo v zadnjem štiriletnem obdobju v povprečju višjo nominalno donosnost od donosnosti premoženja, sestavljenega iz delnice, ki sestavljajo slovenski borzni indeks SBI 20. Prav tako prinašajo v povprečju višje donose, kot pa prinašajo investitorju naložbe v bančne vloge. Vendar pa pretekli donosi niso garancija za prihodnje, zato je potrebno v prihodnje narediti vzajemne sklade še privlačnejše v očeh potencialnih investorjev. Razlogov, ki govorijo v prid nadaljnji rasti vzajemnih skladov, je več, najbolj očitni pa so postopno znižanje obrestnih mer v bankah, prihajajoča ukinitve temeljne obrestne mere (TOM) in pa vedno glasnejše govorice o obdavčitvi bančnih obrestnih mer. Vse to bo spodbudilo varčevalce v bankah, da bodo pričeli razmišljati o učinkovitejšem alociranju težko privarčevanega kapitala, pri tem pa se jim bo ponudila možnost za vlaganje v vzajemne sklade. Ker so točke vzajemnih skladov obravnavane kot delnice, bo k večjemu zanimanju za vlaganje v vzajemne sklade pripomogel tudi bodoči zakon o dohodnini, ki naj bi določil, da se triletni držalni rok za vrednostne papirje pri fizičnih osebah skrajša na eno leto brez obdavčenja dobičkov pri prodaji vrednostnih papirjev. Poleg državnih organov, bodo morali tudi vzajemni skladi in družbe za upravljanje s trženjem vzajemnih skladov in njihovih storitev povečati zanimanje za vzajemne sklade. Ena od možnih smeri za boljše poznavanje vzajemnih skladov je ustanovitev svetovalnih družb, ki bi vlagateljem pomagale pri pridobitvi osnovnih informacij in strokovnem svetovanju, hkrati pa bi jim uredile pristop do vlaganj ter omogočile njihovo informiranost skozi vso varčevalno dobo.

Po vstopu Slovenije v Evropsko unijo se bo konkurenca med vzajemnimi skladi močno povečala, saj bodo k nam prišli tuji vzajemni skladi. Nekatere borznoposredniške hiše že sedaj tržijo in omogočajo domačim vlagateljem nalaganje sredstev v tuje vzajemne sklade. Domači vzajemni skladi bodo izredno težko konkurirali tujim, saj imajo le - te dolgoletno tradicijo in strokovno znanje, ki so ga pridobivali več desetletij. Domači skladi si morajo utrditi položaj med domačimi investitorji, saj bo tuja konkurenca z agresivnim pristopom močno ogrozila razvoj domačih skladov.

LITERATURA

1. Dimovski Vlado: Bančništvo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996, 74 str.
2. Donald D. Rugg: The Dow Jones – Irwin Guide to Mutual Funds. Homewood: Dow Jones Irwin, 1986. 245 str.
3. Fredman Albert J., Wiles Russ: How Mutual Funds Work. New York: New York Institute of Finance, 1993. 334 str.
4. John C. Bogle: Bogle on Mutual Funds: New Perspectives for the Intelligent Investor. New York: Richard D. Irwin, Inc., 1994. 320 str.

5. Kleindienst Robert: Borzni fokus: Kako uspešno slovenski vzajemni skladi plemenitijo prihranke vlagateljev? Finance, Ljubljana, 2000, 13, str. 12.
6. Letno poročilo Agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 2001. [URL: http://www.a-tvp.si/poročilo_2001/poročilo_o_trgu_2001], 18.6.2002.
7. Mramor Dušan: Poglavlja iz poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1997. 125 str.
8. Poljaševič Zdravko, Mikuš Jure: Domači : tuji vzajemni skladi. Kapital, Ljubljana, 11(2001), 264/265 , str. 30.
9. Prohaska Zdenko: Investicijski skladi (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 11, str. 7-10.
10. Prohaska Zdenko: Investicijski skladi (3). Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999), 1-2, str. 13-17.
11. Ribnikar Ivan: Finančne institucije. Bančni vestnik, Ljubljana, 45(1996), 12, str. 43-45.
12. Sharpe William F., Alexander Gordon J.: Investments. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice – Hall Inc., 1990. 768 str.
13. Veselinovič Draško: Slovenski finančni prostor in Evropa. Bančni vestnik, Ljubljana, 46(1997), 12, str. 1.
14. Zobavnik Igor: Investicijsko poslovanje vzajemnih skladov (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 46(1997), 11, str. 2-7.
15. Zobavnik Igor: Investicijsko poslovanje vzajemnih skladov (2). Bančni vestnik, Ljubljana, 46(1997a), 12, str. 12-18.
16. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna: Dej d.o.o., 1999. 428 str.

VIR

1. Vzajemci. [URL: www.vzajemci.com], 22.4.2002.
2. Združenje družb za upravljanje. [URL: www.zdu-giz.si], 14.5.2002.
3. Interni podatki Kmečke družbe za upravljanje, 2002.
4. Podatki Ljubljanske borze.
5. Podatki združenja družb za upravljanje.
6. Prospekti in pravila upravljanja vzajemnih skladov.
7. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94).