

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

VZAJEMNI SKLADI KOT MOŽNOST
NALOŽBE DENARJA

Ljubljana, september 2002

JERNEJ KASTELEC

KAZALO

UVOD	2
1. TEORETIČNA IN ZAKONSKA OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV	3
1.1. NASTANEK IN RAZVOJ VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI	3
1.2. KLASIFIKACIJE VZAJEMNIH SKLADOV	3
1.3. ZAKONSKA OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV	5
1.3.1. VZAJEMNI SKLAD	6
1.3.2. INVESTICIJSKI KUPON	6
1.3.3. STROŠKI VLAGATELJEV	6
1.3.4. LIKVIDACIJA VZAJEMNEGA SKLADA	7
1.3.5. NALOŽBE VZAJEMNIH SKLADOV	7
1.3.6. OBJAVA INFORMACIJ	7
1.4. DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE	8
1.5. AGENCIJA ZA TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV (ATVP)	8
1.6. INVESTITORJI V VZAJEMNE SKLADE	9
1.7. PREDNOSTI IN SLABOSTI INVESTIRANJA V VZAJEMNE SKLADE.....	9
2. PRIMERJAVA IN ANALIZA SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV IN DRUŽB ZA UPRAVLJANJE	11
2.1 DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE VZAJEMNIH SKLADOV	11
2.2 ANALIZA DONOSNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV	12
2.3 ANALIZA OBSEGA SREDSTEV V VZAJEMNIH SKLADIH.....	15
2.4. ANALIZA STRUKTURE NALOŽB.....	18
2.5. RAZVRSTITEV SKLADOV GLEDE NA TIP	20
3. PRIMERJAVA NALOŽB SREDSTEV V VZAJEMNE SKLADE Z DRUGIMI NALOŽBENIMI MOŽNOSTMI	21
3.1 VZAJEMNI SKLADI.....	23
3.2 TUJI VZAJEMNI SKLADI	26
3.3 BANKE	27
3.4. BORZA.....	29
3.4.1. DELNICE	30
3.4.2. OBVEZNICE	32
3.5. POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE (PID-i)	35
3.6 ZAVAROVALNICE – ŽIVLJENJSKO ZAVAROVANJE	36
3.6.1. FOND POLICA.....	38
3.7. DODATNO POKOJNINSKO ZAVAROVANJE.....	39
SKLEP	43
LITERATURA	44
VIRI	45

UVOD

Slovenija je leta 1991 začela svojo pot samostojnosti in suverenosti. Od takrat do danes se je zgodilo veliko sprememb, novosti, novih spoznanj in dognanj. Eno od področij, ki je doživelo največji premik v obnašanju in razmišljanju, je prav zagotovo finančno področje. Naj omenim le najpomembnejše dogodke in spremembe: ustanovitev in razvoj borze, vzpostavitev lastne valute, vzpostavitev lastne denarne politike, privatizacija podjetij, prihod tujih konkurenčnih finančnih institucij in širjenje ponudbe finančnih produktov.

V diplomskem delu se bom opredelil predvsem na zadnjo od navedenih, torej področje širjenja ponudbe finančnih produktov. Še v času »stare« Jugoslavije so bile banke edine, ki so zbirale denarne presežke vlagateljev. Bile so monopolne institucije in so sestavljale v povezavi s takratno Narodno banko Slovenije in Jugoslavije ter zavarovalnicami tako rekoč celotni denarni in finančni trg. Z osamosvojitvijo se je to spremenilo.

Na trg zbiranja presežnih sredstev državljanov in podjetij je prišla konkurenca. Zavarovalnice z življenjskimi zavarovanji, borza z vrednostnimi papirji, vzajemni skladi, spremenili so se bančni produkti, s pokojninsko reformo je prišlo dodatno pokojninsko zavarovanje. Posledično je na trgu prišlo do poplave informacij o različnih produktih, kateri je najboljši, kateri ima največ prednosti in kakšne so prednosti pred drugimi, kateri produkt največ nudi vlagatelju, zakaj je bolje vlagati v posamezen produkt in ne konkurenčnega. Ljudje, ki so vse to poslušali, brali in videli, so se izgubljali med vsemi temi informacijami. Posledica tega in nezaupanje lepim besedam so pripeljali do dejstva, da imajo danes, deset let po osamosvojitvi, banke še vedno primaren in monopolen položaj pri zbiranju presežnih sredstev posameznikov in podjetij.

Namen diplomskega dela je predstaviti vzajemne sklade kot eno od možnosti naložbe denarja in jih primerjati z drugimi naložbami na finančnem trgu. Za vlagatelja bo pravilna odločitev in popolnost informacij o ponudbi na trgu finančnih produktov iz leta v leto bolj pomembna.

V prvem poglavju sem opisal vzajemne sklade s teoretičnega vidika in njihovo zakonsko opredelitev po trenutno veljavnem zakonu. Namen je bil predstaviti vzajemne sklade v smislu kaj so, kakšni so bili njihovi začetki, kakšne so zakonske opredelitve in omejitve in kako jih razvrščamo v različne skupine, glede na posamezne značilnosti.

V drugem poglavju sem izdelal praktično predstavitev in analizo slovenskih vzajemnih skladov. Primerjavo sem naredil z dejavniki, ki so najpomembnejši pri odločitvi posameznika za določen vzajemni sklad, predvsem preteklo donosnostjo, naložbeno strukturo, velikostjo sklada in upraviteljem sklada.

V tretjem poglavju, ki je tudi najpomembnejši vsebinski del diplomskega dela, sem primerjal vzajemne sklade s konkurenčnimi finančnimi produkti in institucijami. Analiza temelji na devetih najpomembnejših kriterijih, ki odločajo o pristopu k neki naložbi ali od nje odvrtačajo. To so: varnost, donosnost, likvidnost, davčne prednosti, osnovna socialna varnost, preglednost, prilagodljivost, enostavnost in stroški.

1. TEORETIČNA IN ZAKONSKA OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV

1.1. NASTANEK IN RAZVOJ VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

Začetek vzajemnih skladov v Sloveniji beležimo v letu 1992, ko je posredniška družba PM&A ustanovila sklad Galileo, ki je danes najstarejši in hkrati največji slovenski vzajemni sklad¹. Od leta 1996 sklad Galileo upravlja družba za upravljanje KD Investments d.d. Konec leta 1992 se mu je pridružil vzajemni sklad LBM Piramida, s katerim upravlja družba LB Maksima. V letu 1993 so bili ustanovljeni še trije vzajemni skladi, v letu 1994 pa še nadaljnjih osem, kar pomeni, da je bilo do spremembe zakonodaje, in s tem tudi pravne ureditve vzajemnih skladov v Sloveniji, ustanovljenih trinajst vzajemnih skladov. Z njimi so upravljale predvsem borzno-posredniške hiše in borzni oddelki bank. S sprejetjem Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, pa je na tem področju prišlo do velikih sprememb. Danes je na slovenskem finančnem trgu prisotnih osemnajst vzajemnih skladov, s katerimi upravlja enajst družb za upravljanje (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 109).

1.2. KLASIFIKACIJE VZAJEMNIH SKLADOV

Vzajemni skladi niso slovenska ideja. V svetu obstajajo že skoraj 80 let². Ker se je do danes število vzajemnih skladov v svetu povzpelo do številke 30.000, so se razvile različne klasifikacije, ki vlagatelju omogočajo lažjo odločitev pri iskanju najbolj primerne sklada, glede na njegove potrebe in pričakovanja.

¹ V letu 2002 praznuje sklad Galileo 10. obletnico nastanka. Njegov tržni delež na dan 30.6.2002 je 44,28%.

² Prvi odprti sklad je bil MASSACHUSETTS INVESTORS TRUST, ki je bil ustanovljen leta 1924.

Medtem ko eni posamezniki dajejo večji pomen donosu in s tem višjemu tveganju, pa drugi bolj konzervativni vlagatelji zahtevajo zmeren in konstanten donos ob nizki stopnji tveganja. Na osnovi donosa in tveganja lahko sklade razdelimo v tri skupine (Rugg, 1986, str. 56):

- Skladi agresivne rasti (aggressive growth funds). Sredstva nalagajo predvsem v visoko tvegane vrednostne papirje, pri čemer se ustvarja visoka donosnost, hkrati pa je tudi tveganje pri krajšem obdobju investiranja večje.
- Skladi zmerne rasti (moderate growth funds). Sredstva nalagajo v kombinacijo visoko donosnih in bolj tveganih in nižje donosnih in manj tveganih vrednostnih papirjev, kjer se dosega zadovoljiva stopnja donosa ob sprejemljivi stopnji tveganja.
- Skladi zadržane rasti (conservative growth funds). Ti skladi nalagajo sredstva predvsem v nizko donosne in manj tvegane vrednostne papirje, ker je težnja investorjev predvsem v izničenju tveganja oziroma znižanju tveganja na minimum.

Druga klasifikacija skladov je glede na naložbeno politiko skladov, torej v katere skupine vrednostnih papirjev pretežno vlagajo zbrana sredstva. Ponovno jih delimo v tri glavne skupine (Fredman, 1993, str. 23-54):

- Vzajemni skladi delnic (common stock mutual funds). Naložbena politika teh skladov temelji na nalaganju zbranih sredstev v delniške vrednostne papirje, kar pomeni, da sta njihovo delovanje in uspešnost odvisna predvsem od delniškega trga. Tveganje in spremembe so tu večje in pogostejše. Donosnost temelji na kapitalnem donosu, torej rasti cene delnice, in izplačanih dividendah.
- Vzajemni skladi obveznic (bond mutual funds). Na drugi strani imamo sklade obveznic, ki so nasprotje delniškim, saj zagotavljajo zmeren in bolj konstanten donos ob sprejemljivem tveganju. Donosnost temelji na obrestih, medtem ko je kapitalni donos manj pomemben, saj se cene obveznic ne spreminjajo tako, kot je to značilno za delnice.
- Vzajemni skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev (money market mutual funds). Lahko jih imenujemo tudi denarni skladi. Njihova politika nalaganja temelji na naložbah sredstev v vrednostne papirje s kratkim rokom dospelosti, ki imajo višjo donosnost kot na primer bančna vezana vloga. Ti vrednostni papirji so predvsem zakladne menice, blagajniški zapisi, komercialni zapisi

podjetij, REPO posli³, bančni akcepti in potrdila o bančnih vlogah. Prednost teh skladov je zaradi njihove kratkoročnosti predvsem v visoki likvidnosti in nizkem tveganju.

Naslednjo delitev lahko določimo na osnovi zaračunavanja provizij glede na način prodaje enot sklada. Pri tem ločimo t.i. »load« in »no-load« sklade (Sharpe, 1985, str. 571). Za prve, »load« sklade je značilno, da prodajo točk sklada vrši direktno upravljalec sklada in za to ne zaračunava nobene vstopne ali izstopne provizije. Investitorji kupujejo točke po dejanski vrednosti enote premoženja oziroma točke na dan nakupa. Na drugi strani imamo »no-load« sklade, ki se tržijo preko prodajnih zastopnikov in brokerjev, ki pa za svoje delo zahtevajo provizijo. Ta se odraža v vstopni ali izstopni proviziji, ki jo mora plačati investitor v sklad. Relativna višina provizije je odvisna tudi od velikosti naložbe in sicer je obratno sorazmerna.

Omenjene tri delitve niso edine možne. Sklade lahko delimo tudi glede na njihovo geografsko usmerjenost naložbene politike⁴, glede na usmerjenost naložbene politike v posamezno gospodarsko panogo⁵, glede na vlagatelje⁶. Posebna oblika skladov so skladi, katerih naložbena politika je, da vlagajo v druge sklade (krovni skladi) in posamezne indekse (indeksni skladi).

1.3. ZAKONSKA OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki pravno formalno ureja področje vzajemnih skladov, je stopil v veljavo marca leta 1994. Kot poglavitna sprememba velja, da morajo s 1.1.1995 vsi vzajemni skladi preiti v upravljanje družb za upravljanje, ki so ustanovljene in določene po navedenem zakonu. Poglavitni cilj zakona je bila ureditev in standardizacija področja vzajemnih in drugih skladov, ki bi pospešila vlaganje v njih. Država je tako omogočila svojim državljanom, da se poleg že uveljavljenih finančnih institucij na kapitalskem trgu pojavijo še nove, ki bodo z državnim nadzorom in omejitvami lahko glede na tveganje in donosnost vsaj konkurenčne, če ne celo boljše od že obstoječih primerljivih (zavarovalnice, banke).

³ Posli ponovnega odkupa (repurchase agreement).

⁴ V svetu poznamo sklade, ki vlagajo le v posamezna gospodarstva (trg ZDA, trg EU, posamezna država) in sklade, ki vlagajo zbrana sredstva na širša gospodarska območja ali kar v celotno svetovno gospodarstvo.

⁵ Poznamo sklade, ki vlagajo le v farmacevtske vrednostne papirje, sklade, ki vlagajo le v vrednostne papirje tehnoloških podjetij, v vrednostne papirje petrokemičnih podjetij.

⁶ Ločimo sklade v katere vlagajo zgolj pravne osebe in veliki institucionalni investitorji in sklade, v katere lahko vlagajo vsi - tako podjetja kot fizične osebe.

1.3.1. VZAJEMNI SKLAD

Vzajemni sklad ni pravna oseba ampak premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v vrednostne papirje in druge naložbe. To premoženje je financirano s sredstvi fizičnih in pravnih oseb, ki jih sklad pridobi preko javne prodaje investicijskih kuponov (točk) sklada in se oblikuje ter upravlja izključno v korist vlagateljev v sklad. Njegova temeljna značilnost je, da velikost sklada ni opredeljena ob ustanovitvi, zato mu rečemo tudi odprti sklad. Velikost premoženja sklada se spreminja dnevno preko nakupov in prodaj točk sklada investitorjev.

1.3.2. INVESTICIJSKI KUPON

Investicijski kupon je vrednostni papir, ki se glasi na ime. Izražen je v številu točk vzajemnega sklada, imetnik pa z njim dokazuje lastništvo do deleža v skladu. Lastništvo investicijskega kupona daje imetniku pravice do: sorazmernega dela čistega dobička iz naložb vzajemnega sklada, sorazmernega dela vrednosti sredstev ob likvidaciji vzajemnega sklada in izplačila vrednosti investicijskega kupona. Vrednost investicijskega kupona se določa glede na vrednost posamezne enote premoženja (točke sklada), ki pa se izračuna tako, da se celotna vrednost premoženja sklada⁷ deli s skupnim številom točk sklada (Metodologija za izračun čiste vrednosti sredstev investicijskega sklada in vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada, 1995). Vplačilo točk sklada je možno le v denarju. Izplačilo točk sklada se opravi na podlagi pisnega zahtevka imetnika točk in sicer najkasneje v roku pet delovnih dni od prejema zahtevka.

1.3.3. STROŠKI VLAGATELJEV

Družba za upravljanje za svoje storitve zaračunava provizijo, ki je sestavljena iz treh delov. Prvi in drugi del predstavljata vstopna in izstopna provizija, ki skupaj ne smeta presegati 3% vloženih oziroma izplačanih sredstev. Tretji del pa predstavlja upravljalna provizija, ki se računa na letnem nivoju in ne sme presegati 2% povprečne čiste letne vrednosti sredstev vzajemnega sklada.

Poleg navedenih stroškov, ki zadevajo vsakega investitorja, se iz skupnih sredstev sklada plačujejo tudi nadomestila Agenciji za trg vrednostnih papirjev, ki opravlja nadzor nad poslovanjem sklada, Klirinško depotni družbi za vodenje računa nematerializiranih vrednostnih papirjev, banki za opravljanje poslov hrambe

⁷ Celotno vrednost premoženja sklada izračunamo kot seštevek vseh vrednosti (cena*število) vrednostnih papirjev in drugih naložb, ki jih ima sklad v lasti v danem trenutku, od katerih odštejemo vse obveznosti sklada.

materialnih vrednostnih papirjev in provizija Ljubljanski borzi in Klirinško depotni družbi za opravljanje poslov nakupa in prodaj vrednostnih papirjev.

Vsi ostali stroški, ki so povezani s poslovanjem skladov⁸, bremenijo direktno družbo za upravljanje in ne vlagateljev.

1.3.4. LIKVIDACIJA VZAJEMNEGA SKLADA

Likvidacija vzajemnega sklada se začne kadar ali družba za upravljanje ali sam vzajemni sklad ne izpolnjujeta zahtev, ki so določene z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanja. V tem primeru pride do prodaje vseh vrednostnih papirjev, ki jih ima sklad v lasti. Tako pridobljena denarna sredstva se potem po poplačilu stroškov likvidacije razdelijo lastnikom v višini posameznega lastništva v vzajemnem skladu. Namesto likvidacije je možen tudi prenos upravljanja sklada na drugo družbo za upravljanje, ki izpolnjuje določila zakona.

1.3.5. NALOŽBE VZAJEMNIH SKLADOV

Vzajemni sklad sme zbrana sredstva nalagati v vrednostne papirje, ki kotirajo na borzi ali drugem organiziranem in nadzorovanem trgu vrednostnih papirjev. Ti vrednostni papirji so lahko dolgoročni ali kratkoročni, izdajatelj pa je lahko domača ali tuja pravna oseba. Omejitve, ki veljajo za vzajemne sklade so: najmanj 75% naložb v vrednostnih papirjih, ki kotirajo na borzi, najmanj 5% zbranih sredstev v denarju ali kratkoročnih vrednostnih papirjih z rokom dospelosti do šest mesecev, največ 10% v vrednostnih papirjih tujih izdajateljev. Glede razpršenosti naložb pa veljajo omejitve: ne več kot 10% naložb v vrednostnih papirjih istega izdajatelja ali z njim povezanih⁹ izdajateljev pri vrednostnih papirjih sprejetih na borzo oziroma 5% pri vrednostnih papirjih, s katerimi se trguje na drugih trgih vrednostnih papirjev, največ 70% naložb v državnih vrednostnih papirjih, pri čemer morajo biti naložbe sestavljene iz najmanj petih izdaj, posamezna izdaja pa ne sme presegati 35% vseh naložb vzajemnega sklada.

1.3.6. OBJAVA INFORMACIJ

Družba za upravljanje mora lastnike oziroma vlagatelje vzajemnega sklada ves čas obveščati o poslovanju sklada. Poleg izdanega prospekta ter polletnega in letnega

⁸ Med te stroške uvrščamo: stroške revizij, storitev borzno posredniških hiš, pravniške storitve, oglaševanje, tiskovine.

⁹ Povezana izdajatelja sta pravni osebi, za kateri velja, da ima eden v drugem večinski delež, da je eden odvisen od drugega, da sta koncernski družbi, da sta vzajemno kapitalsko udeležena, da sta povezana s podjetniško pogodbo, da sta medsebojno neodvisni družbi, ki imata skupno obvladujočo družbo.

poročila o uspešnosti poslovanja in sestavi naložb, mora dnevno in javno objavljati podatke o vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada, ki ga upravlja. Ti podatki morajo biti objavljeni v javnih občilih.

1.4. DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE

Po zakonu je družba za upravljanje gospodarska družba, ki se ustanovi izključno za upravljanje investicijskih skladov (vzajemni in drugi skladi) in je lahko ustanovljena kot delniška družba ali družba z omejeno odgovornostjo, njeni družbeniki pa so lahko fizične ali pravne osebe. Najnižji dovoljeni znesek osnovnega kapitala znaša 50.000.000 tolarjev in se mora povečati za 25.000.000 tolarjev za vsak dodatni upravljan sklad. Pred vpisom v sodni register mora družba za upravljanje pridobiti ustrezno dovoljenje za opravljanje dejavnosti s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev. Družba za upravljanje ne sme biti posredno ali neposredno lastnik investicijskih kuponov vzajemnega sklada, ki ga upravlja, prav tako pa ne sme biti lastnik delnic ali deležev pravnih oseb, ki sodelujejo pri poslovanju z vzajemnimi skladi. Sem uvrščamo druge družbe za upravljanje, banke, depozitarja, borznoposredniške hiše in lastne delničarje. Pri poslovanju z vzajemnimi skladi družba za upravljanje sodeluje z drugimi finančnimi institucijami, od katerih sta najpomembnejši banka, ki opravlja posle plačilnega prometa, in Klirinško depotna družba, ki opravlja posle hrambe vrednostnih papirjev.

1.5. AGENCIJA ZA TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV (ATVP)

ATVP je državna institucija, ki je ustanovljena s sklepom državnega zbora Republike Slovenije, z namenom nadzora trga vrednostnih papirjev, na katerem delujejo tudi družbe za upravljanje in s tem vzajemni skladi. ATVP izdaja dovoljenja za opravljanje poslov družbam za upravljanje, preko rednih dnevnih poročil konstantno nadzoruje delovanje družb, hkrati pa lahko v primeru nepravilnosti dovoljenje tudi odvzame in s tem povzroči likvidacijo sklada ali zamenjavo upravitelja sklada. Družba za upravljanje mora ATVP obveščati o finančnem stanju, statusnih spremembah, lastnikih družbe, likvidnostnih težavah in drugih zadevah, ki so pomembne pri samem poslovanju družbe. Dvakrat letno opravi neodvisna revizorska hiša revizijo poslovanja družbe za upravljanje, s katero se ugotavljajo pravilnosti ali morebitne nepravilnosti v poslovanju. Poročilo te hiše dobi v vpogled ATVP. Do odvzema dovoljenja s strani ATVP lahko pride v primerih, kadar družba ne odpravi nepravilnosti pri poslovanju v določenem času, ali če huje krši določbe Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ali če so družbi prenehali veljati pogoji za opravljanje dejavnosti upravljanja vzajemnih skladov. V kateremkoli od teh primerov ATVP izda odredbo o

začetku postopka za odvzem dovoljenja, v katerem se ugotavlja, tudi ob pogovoru z družbo za upravljanje, ali je postopek odvzema dejansko upravičen ali ne.

1.6. INVESTITORJI V VZAJEMNE SKLADE

Po zakonu so lahko investitorji v vzajemne sklade vse fizične in pravne osebe. Prvotno je vlaganje namenjeno predvsem malim fizičnim investitorjem, ki lahko že z nizkim denarnim vložkom dosežejo učinkovito razpršenost svojega premoženja, s čimer znižajo tveganje, hkrati pa dosegajo povprečne donose višje kot v bankah. Vzajemni skladi niso primerni za kratkoročne in »špekulativne« investitorje. Razloga zato sta v stroških in davku na kapitalski dobiček, ki zmanjšujeta donos. Za vlagatelje je priporočljivo, da v sklade vlagajo predvsem tista sredstva, ki jih ne bodo potrebovali vsaj tri leta, saj se s tem izognejo omenjenemu davku.

Pravne osebe, ki vlagajo svoja sredstva v vzajemne sklade, se obnašajo podobno kot fizične. Prav tako gre pri njih za zmanjševanje tveganja z razpršitvijo, edina pomembna razlika je v tem, da so zneski vloženih sredstev običajno višji. Vložena sredstva se v bilancah beležijo kot kratkoročne finančne naložbe, saj jih lahko kadarkoli prodajo. Z vidika davkov olajšav ni, saj po Zakonu o davku iz dobička pravnih oseb za nakupe tržnih vrednostnih papirjev, kamor uvrščamo tudi točke vzajemnih skladov, ti nakupi ne zmanjšujejo osnove za ugotovitev davka iz dobička.

1.7. PREDNOSTI IN SLABOSTI INVESTIRANJA V VZAJEMNE SKLADE

Idealna naložba v svetu ne obstaja. Kot vsaka oblika investiranja oziroma vlaganja sredstev ima tudi vzajemni sklad svoje prednosti in slabosti. Od vsakega investitorja pa je odvisno, kaj pri odločitvi, za ali proti vlaganju, prevlada.

Zaradi hitre rasti vrednosti vloženih sredstev v vzajemne sklade po celem svetu in nenazadnje tudi v Sloveniji, prinašajo vzajemni skladi pomembne koristi (Kleindienst, 2001, str. 443):

- Učinkovito zmanjšanje investicijskega tveganja. Tveganju na trgu vrednostnih papirjev se v celoti nikoli ne moremo izogniti. Lahko pa ga zmanjšamo z razpršitvijo premoženja. Ravno to omogočajo vzajemni skladi, pri čemer lahko že z majhnim vložkom dosežemo nizko oziroma sprejemljivo stopnjo tveganja.
- Profesionalno upravljanje premoženja. Premoženje vzajemnega sklada upravlja družba za upravljanje, ki ima zaledje v analitski službi, ki ves čas spremlja kaj se na

trgu vrednostnih papirjev dogaja in s pravilno naložbeno politiko povečuje donosnost sklada. Investitorju ni potrebno podrobno spremljati trga, zbirati informacije, delati analize, ampak to zanj opravijo strokovnjaki, ki imajo za to potrebno znanje.

- Prihranek časa. Če primerjamo investitorja, ki neposredno investira v vrednostne papirje in investitorja, ki to opravi preko vzajemnega sklada, porabi slednji bistveno manj časa, saj naložbene odločitve prepusti strokovnjakom. To pa ne pomeni, da je investitor v vzajemni sklad lahko popolnoma pasiven do svojega premoženja. Že na začetku se mora odločiti za sklad, ki po sestavi ustreza njegovim pričakovanjem, hkrati pa mora tudi v času trajanja naložbe upoštevati dogajanja in spremembe, ki lahko vplivajo na donosnost in varnost naložbe.

- Enostavnejše upravljanje premoženja. Investitor z vložkom v vzajemni sklad ne pridobi delnic podjetij, ampak točke sklada. V primeru, da želi zamenjati za denar le del svoje naložbe, proda le del točk sklada, s čimer se mu razpršitev premoženja ne zmanjša.

- Druge koristi. Vzajemni skladi nudijo tudi druge spremljajoče koristi. Izgradni program varčevanja, kjer se vlagatelj odloči za redna in enaka vplačila, avtomatično reinvestiranje dividend in obresti, ki omogočajo nižje davke in s tem višje donose, in kombinacija z drugimi storitvami, ki jih ponuja upravitelj sklada ali njegov poslovni partner.

Slabosti vlaganja v vzajemne sklade na drugi strani odbijajo investitorje in poleg nezaupanja zmanjšujejo skupno višino vloženi sredstev v vzajemne sklade:

- Stroški. Pri vzajemnih skladih poznamo tri vrste stroškov. Vstopni in izstopni stroški so neposredni, upravljalški pa so posredni in jih vlagatelj praktično ne vidi. Več o stroških je napisano v nadaljevanju diplomskega dela na strani 24.

- Omejitev odločanja vlagatelja. Posameznik ima možnost odločanja, v kateri vzajemni sklad bo vlagal, ne more pa direktno vplivati na to, kakšen bo portfelj sklada, v katerega bo denar vložil. Pri odločitvi mu pomaga naložbena politika sklada, ne pa količina in kakovost posameznih vrednostnih papirjev, ki so trenutno v portfelju, saj jih lahko upravitelj sklada glede na naložbeno politiko in težnje po doseganju višje donosnosti kadarkoli zamenja.

- Število vzajemnih skladov. Trenutno v Sloveniji konkurenca vzajemnih skladov še ni premočna. V prihodnosti se bo predvsem zaradi možnosti vlaganja v tuje vzajemne sklade, konkurenca med skladi povečala. To bo zmanjšalo preglednost in enostavnost odločanja za vlagatelja.

2. PRIMERJAVA IN ANALIZA SLOVENSКИH VZAJEMNIH SKLADOV IN DRUŽB ZA UPRAVLJANJE

Analiza slovenskih družb za upravljanje in vzajemnih skladov zajema dejavnike, ki so za potencialnega investitorja pomembni z vidika odločitve, kateri vzajemni sklad je primeren zanj. Ti dejavniki so donosnost sklada, varnost vloženih sredstev z vidika velikosti in razpršenosti, naložbena struktura sklada in višina stroškov.

Obdobje analize je dolgo tri leta in šest mesecev in je primerno dolgo, saj se v tem času investitor že »izogne« plačilu davka na kapitalski dobiček, poleg tega pa je tudi z vidika varnosti in doseganja pričakovane donosnosti to najkrajša priporočljiva doba vlaganja. Za dele analize, kjer primerjava v času ni pomembna, so uporabljeni podatki na dan 30.6.2002.

2.1 DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE VZAJEMNIH SKLADOV

Na dan 30.6.2002, je v Sloveniji delovalo 11 družb za upravljanje, ki so se ukvarjale z upravljanjem vzajemnih skladov. Od vseh se edino Ilirika DZU in Abančna DZU upravljata izključno vzajemne sklade, vse ostale pa upravljajo poleg vzajemnih skladov tudi premoženje pooblaščenih investicijskih družb (PID-ov)¹⁰. Tabela 1 nam prikazuje, katere vzajemne sklade upravlja posamezna družba za upravljanje in kakšna je bila skupna vrednost vseh sredstev, ki jih upravlja posamezna družba za upravljanje na dan 30.6.2002, slika 1 pa tržne deleže družb za upravljanje na dan 30.6.2002.

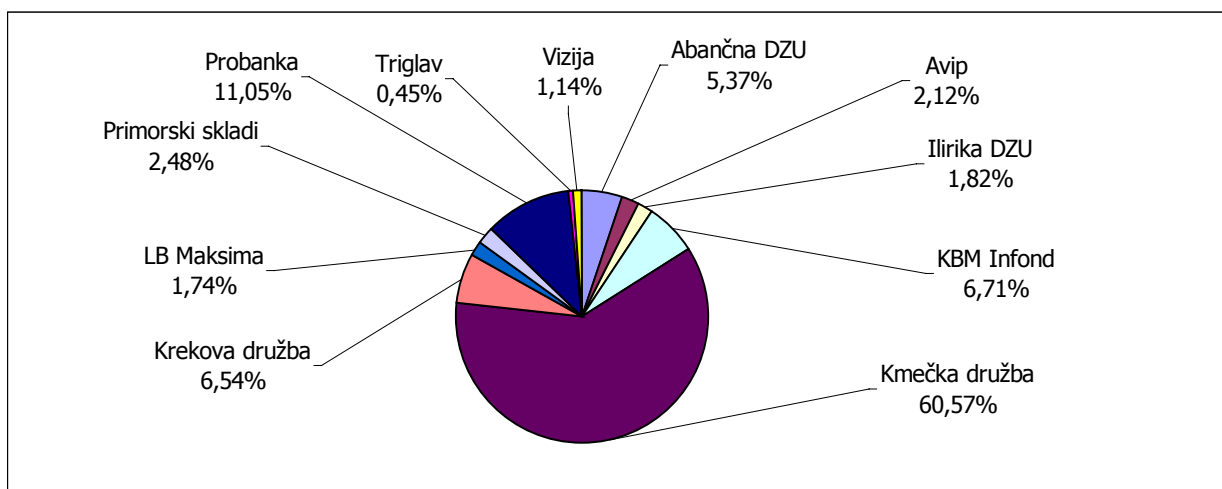
Tabela 1: Družbe za upravljanje, skladi, ki jih upravljajo in vrednost premoženja vzajemnih skladov, ki jih upravljajo na dan 30.06.2002 (v 000 sit)

DZU	SKLADI, KI JIH UPRAVLJAJO	SKUPNA VREDNOST PREMOŽENJA SKLADOV
Abančna DZU	Polžek, Zajček, Sova	1.760.135
Avip	Vipek	694.849
Ilirika DZU	Modra kombinacija	598.076
KBM Infond	Hrast, SPD, Delniški	2.201.753
KD Investments	Galileo, Bond, Rastko	19.867.897
Krekova družba	Skala	2.145.859
LB Maksima	LBM Piramida	570.954
Primorski skladi	Pika, Živa	812.732
Probanka	Alfa	3.624.224
Triglav	Triglav renta	147.360
Vizija	VSV	375.139

Vir: Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov na dan 30.6.2002, 2002, str. 8.

¹⁰ Več o PID-ih v nadaljevanju (točka 4.4.) diplomskega dela.

Slika 1: Tržni deleži družb za upravljanje na trgu vzajemnih skladov glede na višino sredstev, s katerimi upravljajo na dan 30.06.2002



Vir: Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov na dan 30.6.2002, 2002, str. 8.

Največji delež med družbami za upravljanje ima KD Investments, ki je največja družba v Sloveniji. Na začetku leta 1999 je bil tržni delež skladov KD Investments 55%. Kljub temu, da se je število skladov od takrat do 30.6.2002 povečalo, je tržni delež KD Investments celo narasel na dobrih 60%. Vzroke za tako moč in tako prepričljivo tržno vodstvo gre iskati v tradiciji, uspešnosti poslovanja in predvsem v aktivnem odnosu s svojimi obstoječimi in novimi strankami.

Visok tržni delež, in s tem višina zbranih sredstev, omogoča KD Investments učinkovito razpršitev premoženja in nižanje stopnje tveganja za vlagatelje, hkrati pa z visokim deležem lastništva v posameznem podjetju tudi možnost odločanja o poslovanju le-tega. S tem, ko je KD Investments pomemben lastnik v posameznih podjetjih, prihaja prvi do informacij, ki so ključne za poslovanje podjetja, posredno pa tudi za vlagatelje v vzajemne sklade.

Na drugem mestu po tržnem deležu je Probanka z dobrimi 11%, sledita pa ji KBM Infond in Krekova družba s slabimi 7%. V začetku leta 1999 je bila na drugem mestu Abančna DZU s 13,8% tržnim deležem, tržni delež Probanke pa je bil le 2,7%.

2.2 ANALIZA DONOSNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV

Donosnost je dejavnik, ki ponavadi vpliva na odločitev o tem, v kateri sklad bo posameznik vložil svoja sredstva. Pretekli donosi niso garancija za prihodnje donose. Natančne prihodnje donose je nemogoče napovedati, jih je pa moč, glede na kazalce,

ki vladajo v slovenskem in svetovnem gospodarstvu, glede na pretekle izkušnje in druge vplivne dejavnike, vsaj okvirno predvideti. Predvidevanja so bolj natančna v daljšem časovnem obdobju. Zaradi nenehnega gibanja cen vrednostnih papirjev se namreč vzponi in padci v daljšem obdobju medsebojno izničujejo, s tem pa tudi pričakovana donosnost postane bolj verjetna.

Tabela 2: Nominalna⁽¹⁾ donosnost vzajemnih skladov v različnih obdobjih (v %)

Vzajemni sklad	donosnost 1.1.- 31.12. 1999	donosnost 1.1.- 31.12. 2000	donosnost 1.1.- 31.12. 2001	donosnost 1.1.99– 30.6. 2002
Polžek	11,66	5,00	12,59	64,25
Zajček	11,71	4,91	16,06	82,20
Sova	/	⁽²⁾ 1,66	11,00	⁽²⁾ 19,71
Vipek	15,34	6,66	19,74	86,74
Hrast	17,00	4,33	20,94	91,15
SPD	28,27	11,94	25,05	129,38
Delniški	23,61	8,96	29,19	119,52
Galileo	20,50	0,47	27,19	106,33
KD Bond	14,07	13,22	9,65	56,76
Rastko	33,08	-1,57	20,51	109,75
Skala	/	⁽³⁾ 22,04	21,57	⁽³⁾ 99,37
LBM Piramida	14,49	10,31	13,89	71,48
Pika	18,02	9,26	20,16	78,27
Živa	⁽⁴⁾ -2,21	4,88	25,20	⁽⁴⁾ 69,33
Alfa	23,30	24,23	24,15	137,41
Modra kombinacija	14,52	5,57	15,37	84,89
Triglav renta	⁽⁵⁾ 0,05	12,28	20,24	⁽⁵⁾ 58,43
VSV	14,60	3,75	13,80	57,58

⁽¹⁾ Nominalna donosnost je donosnost, v kateri niso upoštevane vstopne in izstopne provizije ter inflacija v proučevanem obdobju.

⁽²⁾ sklad posluje od 24.11.2000

⁽³⁾ sklad posluje od 15.3.2000

⁽⁴⁾ sklad posluje od 16.11.1999

⁽⁵⁾ sklad posluje od 22.12.1999

Vir: Prikaz gibanja vrednosti enot premoženja oziroma točk slovenskih vzajemnih skladov, 2002.

Donosnost vzajemnih skladov, ki je po posameznih obdobjih prikazana v tabeli 2, se kaže v rasti vrednosti točke sklada. Donosnost vzajemnih skladov lahko primerjamo z donosnostjo SBI20¹¹. Razloga sta predvsem dva. SBI20 je podobno kot vzajemni sklad sestavljen iz večjega števila vrednostnih papirjev, poleg tega pa ima posamezen

¹¹ Slovenski borzni indeks (SBI 20) je sestavljen iz delnic 20 slovenskih podjetij. Delež posamezne delnice v indeksu je različen. Izračunava se kot zmnožek vseh cen delnic z njihovimi deleži v indeksu. Indeks nam prikazuje povprečno donosnost vrednostnih papirjev na trgu.

vzajemni sklad v svojem portfelju vsaj nekaj, če ne kar večino delnic, ki sestavljajo tudi SBI20.

V letu 1999 je bila donosnost povprečnega vzajemnega sklada pri izračunu z preprosto aritmetično sredino enaka 16,13%. Če odštejemo sklada, ki sta v tem letu pričela z zbiranjem sredstev, je bila povprečna donosnost vzajemnega sklada kar 18,58%. V enakem obdobju je SBI20 dosegel rast zgolj 7,21%, kar pomeni, da je bila povprečna donosnost v vzajemnih skladih bistveno večja od povprečne donosnosti v delnicah SBI20. Največji donos sta ustvarila sklada Rastko in SPD.

Leto 2000 za slovenske vzajemne sklade z vidika donosnosti glede na pretekla leta ni bilo najbolj uspešno. Povprečna donosnost je bila komaj 7,64%, kar pa je v primerjavi z SBI20, ki je v enakem obdobju porasel le za 0,55%, izredno dober uspeh. Največjo donosnost sta ustvarila sklada Skala in Alfa. Skladu Alfa je tak uspeh omogočilo temeljito preoblikovanje portfelja v februarju 2000. Zaradi borzne depresije v tistem času, so se osredotočili zgolj na vrednostne papirje, za katere so pričakovali, da bodo prinašali dividende. Prodali so 80% portfelja in ga naložili v vrednostne papirje podjetij, ki so izplačevali visoke dividende (Intereuropa, Kompas MTS, Droga Portorož, DZS). Na ta način so slabšo kapitalsko donosnost povišali z boljšo dividendno donosnostjo (Horvat, 2000, str. 9).

V letu 2001 nam primerjava povprečnega vzajemnega sklada in SBI20 ponudi izredno zanimiv rezultat. Rast indeksa in donos povprečnega sklada sta bila skoraj izenačena, saj je znašala rast indeksa 19,22%, donos povprečnega vzajemnega sklada pa 19,24%. Razloge za večjo izenačenost kot v preteklih letih je treba iskati v večjem borznem dogajanju, bolj aktivnem upravljanju družb za upravljanje z zbranimi sredstvi, v večji količini zbranih sredstev v skladih in v donosih skladov, ki so dejansko odraz borzne rasti cen vrednostnih papirjev in ne posledica privatizacije in poceni nakupov vrednostnih papirjev. Le-ti so v preteklih letih vplivali na visoke donose vzajemnih skladov.

Primerjava donosnosti daljšega časovnega obdobja nam pokaže, da je povprečni slovenski vzajemni sklad v obdobju od 1.1.1999 do 30.6.2002 dosegel 95,30%¹² donosnost. V istem obdobju je bila rast SBI20 v višini 70,45%. Najuspešnejši sklad v tem obdobju je Probankin sklad Alfa. Skladi, ki so še presegli 100% donos pa so SPD, Delniški, Rastko in Galileo.

Če povzamemo vse navedene podatke, lahko ugotovimo, da je bila donosnost naložbe v vzajemne sklade skozi proučevano obdobje višja kot donosnost SBI20.

¹² Ne upoštevam skladov, ki so s poslovanjem začeli po 1.1.1999.

Ugotavljam tudi, da je bila donosnost delniških skladov v primerjavi z obvezniškimi višja, kar potrjuje teorijo, da so delnice v povprečju na daljši rok bolj donosne kot obveznice. Podobno lahko razberemo tudi iz podatkov v praksi¹³.

Opravljen analiza je pokazala, da je bila donosnost vzajemnih skladov v skupnem proučevanem obdobju višja od rasti SBI20. Pri drugi analizi (Mastnak, 2002, str. 18-19), obdobje 31.12.1998–31.12.2001 razdelimo na sedem časovnih podobdobj¹⁴, glede na rast (4 obdobja), ustaljenost (1 obdobje) in padec (2 obdobji) SBI20. Z njo želimo pokazati primerjavo oziroma sledenje pozitivnih in negativnih donosov vzajemnih skladov SBI20. Ta analiza nam pokaže, da donosnost vzajemnih skladov v obdobjih, ko indeks SBI20 narašča, zaostajajo za rastjo indeksa (povprečna rast indeksa v teh obdobjih na letnem nivoju je 32%, povprečna rast vzajemnih skladov pa 20%). Na drugi strani je v obdobjih padanja SBI20, padanje vrednosti vzajemnih skladov manjše (povprečni padec indeksa v dveh obdobjih je bil 24% na letnem nivoju, povprečni padec vzajemnega sklada pa le 3,5%). V obdobju mirovanja vrednosti SBI20, pa je povprečna vrednost vzajemnih skladov celo narasla za 5%.

2.3 ANALIZA OBSEGA SREDSTEV V VZAJEMNIH SKLADIH

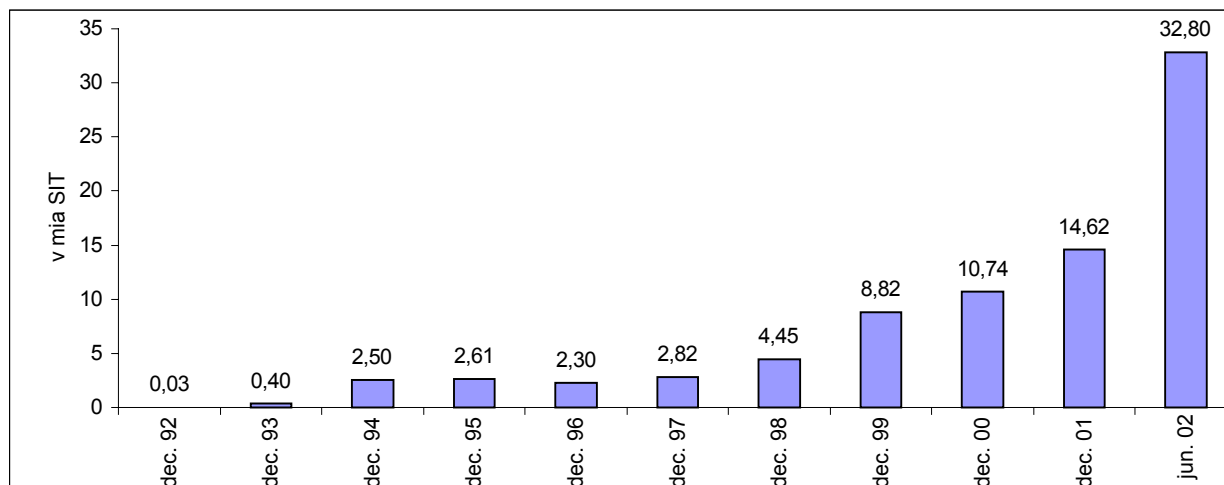
Skupna vrednost vzajemnega sklada oziroma obsega sredstev v vzajemnem skladu se nenehno spreminja. Razloga sta dva. Prvi je spreminjanje skupne vrednosti vzajemnega sklada, kot posledica nihanja cen vrednostnih papirjev in spreminjanja strukture naložb (delež denarja, delež depozitov, delež delnic in obveznic). Drugi je spreminjanje skupne vrednosti vzajemnega sklada, kot posledica dnevnih nakupov in prodaj točk vzajemnega sklada s strani vlagateljev. Obseg sredstev vzajemnega sklada se tako izračuna kot seštevek vrednosti vseh naložb, ki jih ima vzajemni sklad na posamezen dan, če pa to vrednost razdelimo na skupno število točk, ki jih imajo vlagatelji na isti dan, dobimo vrednost posamezne točke vzajemnega sklada.

V sliki 2, ki nam prikazuje obseg celotnih sredstev v vzajemnih skladih ob koncu posameznih let in na dan 30.6.2002, lahko opazimo, da se je obseg sredstev v vzajemnih skladih iz 32 milijonov tolarjev konec leta 1992 povečal na 32,8 milijarde tolarjev konec sredine leta 2002. Prva občutna rast sredstev v vzajemnih skladih je prisotna v letu 1994. Rast v tem obdobju ni toliko posledica poslovanja skladov, kot dejstva, da so obstajali investitorji, ki so bili pripravljeni prevzeti tveganje nove oblike nalaganja denarja.

¹³ Podatki iz ZDA med leti 1969 in 1999 kažejo, da je bila povprečna letna donosnost obveznic 9,14%, povprečna letna donosnost delnic na podlagi indeksa S&P 500 pa 12,67% (Vir: Interno gradivo podjetja Individa d.o.o.).

¹⁴ Obdobja: 31.12.1998-2.4.1999, 3.4.1999-6.7.1999, 7.7.1999-18.10.1999, 19.10.1999-25.5.2000, 26.5.2000-8.11.2000, 9.11.2000-25.4.2001, 26.4.2001-31.12.2001.

Slika 2: Vrednost celotnih sredstev v vzajemnih skladih po posameznih letih na dan 31.12. in na dan 30.6.2002 (v mia sit)



Vir: Gibanje količine sredstev v posameznih slovenskih vzajemnih skladih, 2002.

V obdobju od konca leta 1994 do konca leta 1997 je bila višina sredstev v vzajemnih skladih konstantna ali je celo malo padala (v letu 1996). Razlogov je bilo več. Eden je bil afera Proficie Dadas d.o.o. in druge finančne goljufije, predvsem piramidalne igre, ki so omajale ugled vzajemnih skladov in rast naložb v njih. Na zmanjšanje naložb je vplival tudi ukrep Agencije za trg vrednostnih papirjev, ki je določila zgornjo mejo vrednosti sredstev v posameznem skladu na 6 milijard in dejstvo, da so bile poleg tradicionalnega značaja obresti v bankah visoke. Razlog je tudi premalo agresivna politika trženja vzajemnih skladov s strani družb za upravljanje.

Močnejša rast vrednosti naložb v vzajemne sklade je prisotna v zadnjih treh letih. Prvi občutni skok se je zgodil v letu 1999, ko se je skupna vrednost sredstev vzajemnih skladov glede na leto 1998 podvojila. Največja relativna in absolutna rast nasploh je bila dosežena v letošnjem letu (letu 2002), saj se je obseg sredstev v vzajemnih skladih v do 30.6.2002 glede na konec leta 2001 povečal za 124%. V primerjavi z bančnimi vlogami je ta delež prihrankov v narodnem gospodarstvu še vedno zanemarljiv in znaša glede na podatke¹⁵ z dne 31.12.2001 zgolj 0,85% vseh vlog¹⁶, ki jih imajo prebivalci Slovenije v bankah.

Tabela 3 prikazuje gibanje obsega sredstev v posameznem vzajemnem skladu v različnih obdobjih. Razlike med skladi so posledica razlik v času ustanovitve, aktivnosti pri trženju vzajemnih skladov s strani posamezne družbe za upravljanje, donosov v

¹⁵ Skupna vrednost sredstev v bankah je znašala 1.756 mia sit, v vzajemnih skladih pa 15 mia sit (Vir: Sredstva prebivalcev Slovenije v bankah in sredstva v slovenskih vzajemnih skladih na dan 31.12.2001, 2002).

preteklosti in strukture naložb, predvsem deleža delnic, ki preko donosa najhitreje povečuje vrednost sklada.

Tabela 3: Obseg sredstev v posameznem vzajemnem skladu na dan 31.12.1998, 31.12.1999 in 31.12.2000, ter na dan 30.6.2001 (v mio SIT)

VZAJEMNI SKLAD	31.12.1999	31.12.2000	31.12.2001	30.6.2002
Polžek	428,75	367,84	295,01	457,61
Zajček	336,70	308,71	322,40	848,76
Sova	/	⁽¹⁾ 0,95	389,69	453,76
Vipek	528,14	482,42	513,21	694,85
Hrast	244,18	305,66	317,65	719,04
SPD	34,58	84,12	146,44	550,68
Delniški	53,77	65,52	129,66	932,04
Galileo	4.871,29	5.078,96	6.729,81	14.523,10
KD Bond	72,43	145,89	232,86	438,31
Rastko	901,33	1.647,08	2.264,26	4.906,48
Skala	/	⁽²⁾ 323,21	569,65	2.145,86
LBM Piramida	462,57	462,42	475,66	570,95
Pika	243,64	230,16	256,17	349,70
Živa	⁽³⁾ 113,97	193,20	212,89	463,04
Alfa	187,83	569,38	1.225,25	3.624,22
Modra kombinacija	183,59	222,43	235,88	598,08
Triglav renta	⁽⁴⁾ 16,56	115,09	130,48	147,36
VSV	95,28	91,97	182,18	375,14

⁽¹⁾ sklad posluje od 24.11.2000

⁽²⁾ sklad posluje od 15.3.2000

⁽³⁾ sklad posluje od 17.11.1999

⁽⁴⁾ sklad posluje od 23.12.1999

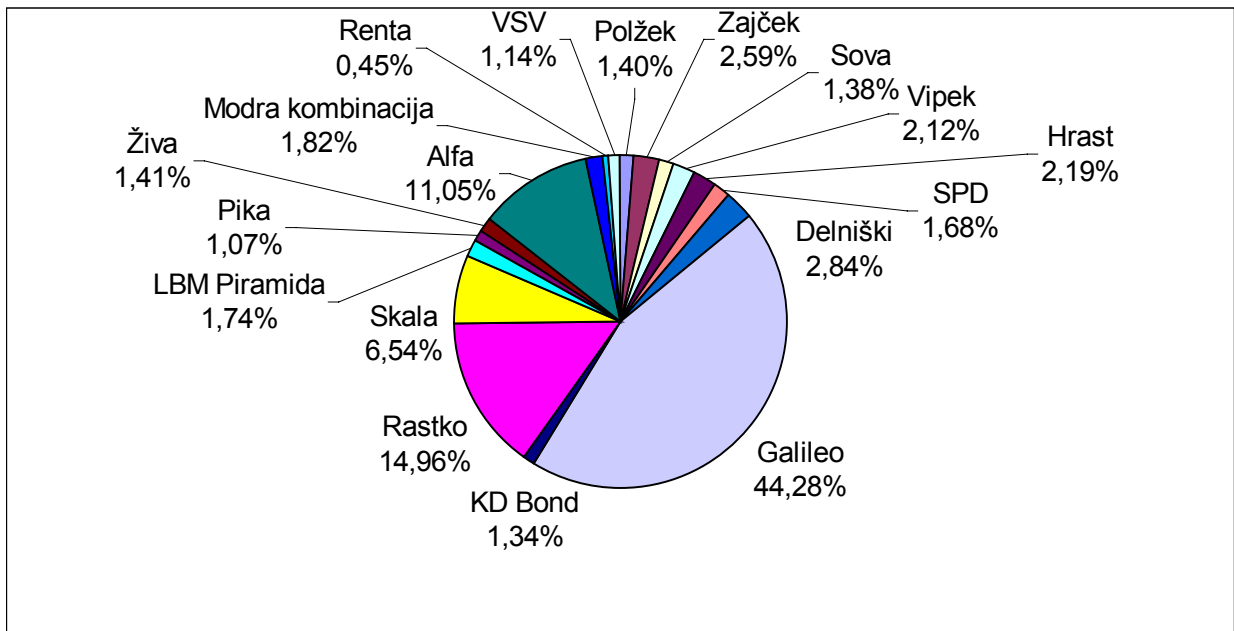
Vir: Struktura naložb vzajemnih skladov, 2002; Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov na dan 30.6.2002, 2002, str. 8.

Na podlagi podatkov o obsegu sredstev v vzajemnih skladih ugotavljam, da se je v proučevanem obdobju vrednost sredstev vsem skladom povečala. Največjo absolutno rast je dosegel sklad Galileo, najvišjo relativno rast od skladov, ki so bili ustanovljeni pred letom 1999, pa sklad Alfa, ki je povečal obseg sredstev v obdobju od 31.12.1999 do 30.6.2002 za 1.830%. Po posameznih letih so največjo absolutno rast dosegali skladi: v letu 2000 sklad Rastko z 746 milijoni, v letu 2001 sklad Galileo z 1.651 milijoni in v prvi polovici letošnjega leta ponovno sklad Galileo z 7.793 milijone. Najvišjo relativno rast po posameznih letih pa so dosegli: v letu 2000 sklad Triglav renta s 595%, v letu 2001 sklad Alfa s 115% in v prvi polovici letošnjega leta sklad Delniški s 618%.

¹⁶ Skupne vloge v bankah so seštevek vpoglednih vlog, vezanih vlog in vlog v tuji valuti.

Primerjava med največjim in najmanjšim skladom nam pokaže, da ima na dan 30.6.2002 največji sklad Galileo približno 99-krat večjo vrednost sredstev kot najmanjši sklad Triglav renta.

Slika 3: Tržni deleži posameznih vzajemnih skladov glede na obseg sredstev v vzajemnem skladu na trgu vzajemnih skladov na dan 30. 6. 2002



Vir: Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov na dan 30.6.2002, 2002, str. 8.

V sliki 3 nam primerjava tržnih deležev posameznih vzajemnih skladov prikazuje, da ima največji sklad Galileo zbranih dobrih 44% vseh sredstev v slovenskih vzajemnih skladih. Skupaj z drugim največjim skladom Rastkom ta delež naraste na skoraj 60%. Tako visok delež predstavlja konkurenčno prednost pred drugimi skladi, saj vlagatelji v ta dva sklada dosegajo večjo razpršenost vloženega premoženja kot vlagatelji v druge vzajemne sklade. Po drugi strani ima deset najmanjših vzajemnih skladov le dobrih 13% vseh sredstev. To nam kaže na izredno visoko centralizacijo in vpliv dveh oziroma treh (poleg Galilea in Rastka tudi sklad Alfa) skladov na celoten trg.

2.4. ANALIZA STRUKTURE NALOŽB

Struktura naložb posameznega vzajemnega sklada je poleg donosnosti ključnega pomena za vlagatelja. Razlog je v tem, da se s strukturo naložb določa tudi stopnja tveganja vzajemnega sklada. Zaradi lažje ponazoritve celotno strukturo naložb razdelimo v tri skupine. Prva in najbolj tvegana so delnice, druga manj tvegana so obveznice in tretja »netvegana« so denarna sredstva, ki jih poleg čistega denarja

sestavljajo tudi terjatve, depoziti v banki in kratkoročni visoko likvidni vrednostni papirji. Delež posamezne skupine naložb v posameznem vzajemnem skladu se med skladi razlikuje. Natančno primerjavo med skladi in časovno za vsak sklad nam prikazuje tabela 4. V njej vidimo, da so razlike v strukturi naložb med skladi zelo različne in v večini primerov v skladu z opredeljeno naložbeno politiko posameznega sklada.

Tabela 4: Prikaz strukture naložb posameznih vzajemnih skladov na dan 31.12.1999 in 30.6.2002 (v %)

Vzajemni sklad	31.12.1999			30.06.2002		
	Delnice	Obveznice	Denar	Delnice	Obveznice	Denar
Polžek	70,63	21,11	8,25	48,93	38,01	13,06
Zajček	77,93	14,08	7,99	66,21	17,78	16,01
Sova	⁽¹⁾ 0	⁽¹⁾ 89,81	⁽¹⁾ 10,19	0	82,28	17,72
Vipek	63,24	31,61	5,15	74,77	23,97	1,26
Hrast	89,62	6,13	4,25	64,24	20,00	15,76
SPD	86,41	0	13,59	63,95	19,37	16,68
Delniški	88,04	0	11,96	71,16	17,42	11,42
Galileo	89,51	4,50	5,99	77,12	12,33	10,55
KD Bond	0	90,36	9,64	1,07	90,98	7,95
Rastko	77,61	0	22,39	88,48	2,93	8,59
Skala	⁽¹⁾ 74,66	⁽¹⁾ 10,56	⁽¹⁾ 14,78	69,26	24,70	6,04
LBM Piramida	36,78	38,99	24,23	39,30	44,09	16,61
Pika	35,99	52,24	11,77	36,23	58,44	5,33
Živa	93,67	0	6,33	86,64	0	13,36
Alfa	61,46	21,98	16,55	58,07	23,57	18,36
Modra kombinacija	47,44	45,79	6,78	71,81	20,18	8,01
Triglav renta	21,35	0	78,65	57,42	38,10	4,48
VSV	58,04	19,71	22,25	10,73	73,40	15,87

⁽¹⁾ na dan 31.12.2000

Vir: Struktura naložb vzajemnih skladov, 2002; Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov na dan 30.6.2002, 2002, str. 8.

Primerjava naložbene strukture vzajemnih skladov v dveh obdobjih nam pokaže, da se nekateri skladi z naložbeno strukturo bolj kot drugi prilagajajo trenutnim razmeram na kapitalskem trgu. Primerjava nam tudi pokaže, da so skladi spreminjali svojo naložbeno strukturo v vse smeri, kar pomeni, da so eni odstotek delnic v portfelju povečevali, drugi pa zmanjševali.

Večje spremembe v naložbeni strukturi so po pričakovanju naredili skladi, ki so po svoji osnovni opredelitvi mešani (Galileo, Hrast, Alfa). Manjše spremembe glede

naložbene strukture so pri skladih, ki so po svoji osnovni opredelitvi ali delniški (Rastko, Živa) ali obvezniški (Bond, Sova).

V prihodnje je pričakovati bolj stabilno naložbeno strukturo pri delniških in obvezniških skladih, medtem ko je pri mešanih skladih pričakovati večje variiranje odstotka delnic in obveznic v naložbeni strukturi skladov (Grgič, 2000, str. 4).

2.5. RAZVRSTITEV SKLADOV GLEDE NA TIP

Glede na sestavo naložb lahko slovenske vzajemne sklade razdelimo v pet osnovnih skupin (Kleindienst, 2000, str. P4-P7):

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

Razvrstitev slovenskih vzajemnih skladov (tabela 5) glede na sestavo naložb pokaže, kakšno tveganje in donos je za pričakovati pri vlaganju v posamezen sklad. Večji kot je delež delnic v vzajemnem skladu, večje je tudi tveganje zmanjšanja vrednosti premoženja in večji je pričakovan donos. Na drugi strani je vlaganje v sklade z večjim odstotkom obveznic manj tvegano, kar v daljšem časovnem obdobju z veliko verjetnostjo pomeni nižji donos.

Z vlagateljevega vidika je treba najprej opredeliti dobo vlaganja v sklad in stopnjo tveganja, ki jo je pripravljen sprejeti. V osnovi velja, daljše kot je obdobje vlaganja, bolj je lahko naložba tvegana, kar pomeni, da je tudi verjetnost, da bo donos večji, večja.

Primerjava v času nam pokaže, da so eni skladi bolj, drugi pa manj spreminjali naložbeno strukturo. Večje spremembe so pri mešanih skladih, kjer imajo družbe za upravljanja možnost bolj fleksibilne politike glede deleža delnic in obveznic v portfelju sklada. Manjše razlike so pri obvezniških in delniških skladih, kjer se deleži delnic ali obveznic v portfelju v večji meri niso spreminjali.

Tabela 5: Razporeditev vzajemnih skladov glede na strukturo naložb v skupine in primerjava v času na dan 31.12.1999 in dan 30.6.2002

Vzajemni sklad	Tip sklada	
	31.12.1999	30.06.2002
Polžek	delniški-zmerno agresivni	delniški-konzervativni
Zajček	delniški-agresivni	delniški-agresivni
Sova	obvezniški	obvezniški
Vipek	delniški-zmerno agresivni	delniški-zmerno agresivni
Hrast	delniški-agresivni	delniški-zmerno agresivni
SPD	delniški-agresivni	delniški-zmerno agresivni
Delniški	delniški-agresivni	delniški-zmerno agresivni
Galileo	delniški-agresivni	delniški-zmerno agresivni
KD Bond	obvezniški	obvezniški
Rastko	delniški-agresivni	delniški-agresivni
Skala	delniški-zmerno agresivni	delniški-zmerno agresivni
LBM Piramida	mešani	mešani
Pika	mešani	mešani
Živa	delniški-agresivni	delniški-agresivni
Alfa	delniški-konzervativni	delniški-konzervativni
Modra kombinacija	mešani	delniški-zmerno agresivni
Triglav renta	mešani	delniški-konzervativni
VSV	delniški-konzervativni	obvezniški

Vir: Struktura naložb vzajemnih skladov, 2002; Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov na dan 30.6.2002, 2002, str. 8.

3. PRIMERJAVA NALOŽB SREDSTEV V VZAJEMNE SKLADE Z DRUGIMI NALOŽBENIMI MOŽNOSTMI

V Sloveniji se je z razvojem finančnega trga začela razvijati tudi ponudba različnih naložbenih produktov različnih finančnih institucij. Banke imajo še vedno primarno in najpomembnejšo vlogo, ki se bo v prihodnosti najverjetneje zmanjševala. Zavarovalnice imajo podobno tradicijo kot banke, vendar bolj na področju premoženjskih in avtomobilskih zavarovanj, medtem ko so na področju osebnih zavarovanj in možnosti varčevanja prisotni šele v zadnjem desetletju. Borza, kot osrednja finančna institucija sekundarnega trga kapitala¹⁷, je korenit razvoj doživela s privatizacijo. Število vrednostnih papirjev, s katerimi se je trgovalo na njej se je povečalo, kar je omogočilo njen razvoj, ki ga je po drugi strani omejeval ukrep Centralne banke o omejitvi tujih direktnih investicij. Privatizacija je omogočila razvoj

¹⁷ Sekundarni trg kapitala je trg, na katerem se trguje z vrednostnimi papirji in je različen od primarnega trga kapitala, na katerem se vrednostne papirje izdaja.

pooblaščenih investicijskih družb (PID-ov), ki so zbirali sredstva dodeljena s certifikati, njihov uspeh ali neuspeh pa se do danes še ni natančno pokazal. S preoblikovanjem pokojninskega sistema je prišlo do nastanka pokojninskih družb in pokojninskih vzajemnih skladov. Tuji vzajemni skladi in tuji vrednostni papirji pa so naložbe, ki šele prihajajo.

Vsaka izmed naštetih naložb ima svoje prednosti in slabosti. Idealne naložbe ni. Odločitev vsakega posameznika je, katere značilnosti posamezne naložbe so zanj pomembne in katere slabosti na njegovo naložbeno odločitev vplivajo negativno. Faktorjev, ki vplivajo na odločitev je veliko. Za potrebe diplomskega dela se bom osredotočil na devet najpomembnejših.

- Varnost. Temeljna lastnost vsake naložbe mora biti varnost. Dejstvo je, da popolnoma varne naložbe ni. V vsaki obstaja neka stopnja tveganja. Posameznik (vlagatelj) mora opredeliti, kakšno stopnjo tveganja je pripravljen sprejeti, kajti od višine tveganja je odvisen tudi donos.
- Donosnost. Je poleg varnosti drugi najpomembnejši dejavnik za privlačnost naložbe. Višja kot je, bolj je naložba privlačna, s tem pa tudi bolj tvegana. Donosnost in tveganje se torej izključujeta. Donosnost je odvisna predvsem od dveh faktorjev in sicer od časa trajanja naložbe (daljša kot je, višja je donosnost) in zneska naložbe (višji kot je, višja je donosnost).
- Likvidnost je tretji izmed najpomembnejših dejavnikov pri varčevanju. Pomeni, da lahko svojo naložbo kadarkoli zamenjamo za denar oziroma lahko iz nje odplačujemo lastne tekoče obveznosti. Bolj kot je naložba dolgoročna, večji pomen ima likvidnost.
- Davčni vidik nam pove, kako odločitev za naložbo vpliva na naše davčne obveznosti oziroma bremenitve. Država je zaradi težnje po čim večjem dolgoročnem varčevanju svojih državljanov večino dolgoročnih naložb priredila tako, da zmanjšujejo davčne obveznosti.
- Osnovna socialna varnost. Gre za zaščito lastne delovne sposobnosti in zaščito lastne družine v primeru nepričakovanih dogodkov, kot so smrt, težje poškodbe ali invalidnost.
- Preglednost – popolnost informacij. Omogoča, da v vsakem trenutku točno vemo, kaj se z našo naložbo dogaja, kam vlagamo, kakšne so naše obveznosti, kolikšen je donos, kaj se z našim denarjem dogaja.
- Enostavnost. Manj pomemben, a ne nepomemben faktor, ki lahko v današnjem obdobju pomanjkanja časa vpliva na odločitev posameznika pri naložbi.
- Prilagodljivost. Pove nam, kako je naložba prilagodljiva glede na naše želje po spremembah med trajanjem naložbe. Nekatere naložbe so zelo prilagodljive spremembam želja in potreb, spet druge popolnoma neprilagodljive. Za

vlagatelja je prilagodljivost zelo pomembna predvsem zaradi nepričakovanih dogodkov in različnih življenjskih obdobjih med trajanjem naložbe.

- Stroški. Vsaka naložba ima stroške, odvisno je le, kako so ti stroški prikazani in kdaj. Lahko so neposredni, torej jih vlagatelj plača v denarju ali pa posredni, ki se kažejo v nižjem donosu naložbe. Lahko se jih plača ob pristopu k naložbi ali pa šele ob zaključku naložbe.

Pri analizi naložb upoštevamo še eno pomembno predpostavko in sicer, da gre za dolgoročno naložbo, to je naložbo za obdobje daljše od deset let. Namen analize je prikazati prednosti in slabosti posamezne naložbe pri dolgoročnem varčevanju, ki nima osnove v špekulacijah, ampak v dolgoročnem finančnem cilju.

3.1 VZAJEMNI SKLADI

Čeprav marsikdo misli, da so vzajemni skladi tvegana naložba, temu ni tako. Razloga sta predvsem dva. Prvi je državna institucija, to je Agencija za trg vrednostnih papirjev, ki vrši dnevno kontrolo nad poslovanjem vzajemnih skladov. To pomeni, da ima stalen nadzor nad poslovanjem in vsemi transakcijami, ki jih družba za upravljanje s sredstvi vlagateljev opravi. Razlog je v zagotavljanju poslovanja vzajemnih skladov v skladu z zakonom in v skladu z načeloma varnosti in donosnosti. Dodaten ukrep k varnosti predstavlja tudi polletna revizija poslovanja družbe za upravljanje in vzajemnega sklada, ki jo opravi neodvisna revizorska hiša. Varnost je zagotovljena tudi s tem, da je premoženje sklada ločeno od premoženja družbe za upravljanje. Drugi pomemben dejavnik varnosti je velika razpršitev premoženja sklada¹⁸. Zbrana sredstva vlagateljev so razdeljena na veliko število različnih vrednostnih papirjev, s čimer se znižuje stopnja tveganja in odvisnost vrednosti točke sklada od gibanja cene posameznega vrednostnega papirja. V primeru, da cena enega vrednostnega papirja zraste, drugega pa pade, se pozitivni in negativni učinek izničita. Če primerjamo dve možnosti, nakup posameznega vrednostnega papirja in nakup točk sklada, ugotovimo, da v prvem primeru propad podjetja, kamor smo vložili denar, pomeni izgubo denarja v celoti, v drugem primeru pa propad istega podjetja pomeni izgubo le dela vloženih sredstev. Višina izgube je odvisna od deleža celotnega premoženja sklada, ki je bil naložen v propadlem podjetju.

Pretekli donosi v vzajemnih skladih niso garancija za bodoče donose. Donosi so po letih različni in so odvisni od gibanja tečajev vrednostnih papirjev, ki jih ima posamezen vzajemni sklad v svoji naložbeni strukturi. Donosnost je moč predvideti na podlagi preteklih podatkov in predvidevanja o gibanju celotnega kapitalskega trga in

¹⁸ Primer: Sklad Galileo je imel na dan 30.6. sredstva razpršena na 70 različnih vrednostnih papirjev (Vir: www.vzajemci.com, 15.7.2002).

poslovanju posameznih podjetij na njem. Medtem ko je kratkoročne donose težje predvideti, lahko z večjo verjetnostjo govorimo o povprečnih dolgoročnih donosih. Lete lahko predvidimo glede na dolgoročne pretekle podatke o donosnostih na globalnem nivoju, glede na predvidevanja o gibanju domačega in svetovnega gospodarstva v daljših časovnih obdobjih oziroma ciklih, glede na politično stabilnost države. Slovenski vzajemni skladi so imeli v svoji preteklosti izredno visoke donose¹⁹. Ti donosi so bili posledica visokih borznih rasti cen vrednostnih papirjev, ki so bili ob uvrstitvi na borzo podcenjeni, in posledica privatizacije, ko so se posamezni vrednostni papirji ob notranjih in zunanjih odkupih prodajali globoko pod njihovo realno vrednostjo in kasnejšo tržno ceno. V prihodnosti je velika verjetnost, še posebej zaradi priključitve k evropski uniji, da bodo donosi slovenskih vzajemnih skladov primerljivi z donosi evropskih in svetovnih. To pomeni nekje 12-15% nominalno povprečno dolgoročno donosnost.

Z vidika likvidnosti so vzajemni skladi najboljša naložba. Vsak vlagatelj lahko premoženje oziroma točke, ki jih ima v skladih, proda kadarkoli po njihovi odkupni ceni, denar od prodaje pa mora družba za upravljanje po zakonu nakazati vlagatelju na račun najkasneje peti delovni dan od prejete pisne zahteve za izplačilo. Ker so vzajemni skladi odprtega tipa, prodanih točk ne rabi nihče kupiti, zato je likvidnost res popolna in boljša kot pri direktnem nakupu vrednostnih papirjev na borzi, kjer mora obstajati ob prodaji vrednostnega papirja tudi kupec istega vrednostnega papirja.

Tudi z vidika davkov je naložba v vzajemni sklad izredno ugodna. Davek na kapitalni dobiček se plača le v primeru, da je od dneva nakupa do dneva prodaje točk sklada minilo manj kot tri leta. V tem primeru se plača davek v višini 30% razlike med prodajno in nakupno vrednostjo točke, celoten znesek pa je potrebno upoštevati tudi pri dohodninski osnovi, od katere odštejemo že plačanih 30%. Ker družba za upravljanje lastnikom vzajemnega sklada čistega dobička in dividend ne deli, ampak ga reinvestira v sklad, davka iz tega naslova ni. Kadar je vlagatelj pravna oseba, se prodaja točk sklada šteje med prihodke pravne osebe, ki so podvrženi plačilu davka od dobička pravnih oseb. Pri pravnih osebah tako davčnih prednosti ni, razen v primeru, če ima pravna oseba na drugi strani dovolj odhodkov oziroma stroškov, ki zmanjšujejo davčno osnovo za plačilo davka od dobička.

Vzajemni skladi ne nudijo osnovne socialne varnosti. V primeru poškodb ali smrti lahko črpamo le naloženi in oplemeniteni znesek v skladih.

Naslednja pozitivna lastnost je prilagodljivost. Vsak posameznik lahko v sklad vplača kadarkoli želi in kolikor želi. Vložek je tako časovno kot vrednostno popolnoma

¹⁹ Primer: Sklad Galileo ima od ustanovitve povprečen 40% nominalni letni donos.

odvisen od vlagatelja. Vloženi znesek je lahko zaokrožen, saj družbe za upravljanje število kupljenih točk izračunavajo na dve ali celo štiri decimalke. Edina omejitev je minimalni vložek v višini ene kupljene točke. Tudi ob prodaji točk je število prodanih točk odvisno od vlagatelja. Lahko proda eno točko ali pa celotno vrednost premoženja v posameznem skladu.

Po zakonu morajo družbe za upravljanje dnevno obveščati vlagatelje o spremembah vrednosti točk in trenutni donosnosti. Vlagatelji imajo na ta način natančen pregled nad stanjem svojega premoženja. Podatki se objavljajo v dnevnem časopisju, na televiziji in internetu. Poleg tega so vlagateljem na voljo tudi podatki o trenutnih naložbah sklada, naložbeni politiki, poslovanju družb za upravljanje in mnenjih ter ugotovitvah neodvisnih revizorskih hiš. Preglednost naložbe v vzajemnih skladih je s tem za vlagatelja večja kot pri katerikoli drugi naložbi.

Pristop k vlaganju sredstev v vzajemne sklade je enostaven. Z izpolnitvijo pristopne izjave in vplačilom prvega vložka postanete lastnik sklada v sorazmernem deležu vloženi sredstev. Celoten postopek vplačevanja poteka preko bank ali pošte. Vplačevanje je možno preko splošne položnice, trajnega naloga ali administrativne prepovedi, medtem ko pravne osebe v vzajemni sklad vplačujejo z virmanom.

Pri vlaganju v vzajemni sklad vlagatelj neposredno občuti dve vrsti stroškov in sicer vstopne in izstopne. Slovenski skladi zaračunavajo različne vstopne in izstopne stroške, vendar seštevek enih in drugih po zakonu ne sme presegati 3% vplačanega ali izplačanega zneska. Za investitorja so boljši tisti skladi, ki zaračunavajo višje vstopne kot višje izstopne stroške. Razlog je v tem, da je vrednost točke ob vplačilu nižja kot ob izplačilu, zato je relativno 3% ob vplačilu manj kot ob izplačilu in vlagatelju ostane več. Druga vrsta stroškov so posredni stroški upravljanja, ki jih zaračunava družba za upravljanje za svoje delo. Njihova višina je maksimalno 2% vrednosti točke na letnem nivoju. Posredni so zato, ker jih družbe za upravljanje dnevno vračunavajo v točke sklada in zato vlagatelja praktično ne bremenijo.

Vzajemni skladi so naložba, ki predstavlja optimalno razmerje med donosnostjo, varnostjo in likvidnostjo. Njihov razvoj v Sloveniji se še ni dobro začel. Glede na svetovne podatke je naložba v vzajemni sklad najbolj primeren način dolgoročnega varčevanja in vprašanje časa je, kdaj bodo slovenski varčevalci spoznali, da je temu tako. V prihodnosti se bo število vzajemnih skladov in posledično konkurenčnost med njimi povečala. Verjeten je tudi prenos nekaterih manj uspešnih skladov k bolj uspešnim družbam za upravljanje in širitev portfelja skladov tudi v tuje vrednostne papirje (Lubej, 1999, str. P3).

3.2 TUJI VZAJEMNI SKLADI

Tuji vzajemni skladi so pravzaprav razlog, da imamo v Sloveniji razvit trg vzajemnih skladov. V svetu obstaja okoli 30.000 vzajemnih skladov, ki upravljajo z premoženjem v višini 8.500 milijard ameriških dolarjev. Razmah v smislu povečanja števila skladov in zbranih sredstev so doživeli v osemdesetih letih, v devetdesetih letih pa so se uveljavili kot najpogostejša oblika posrednega investiranja na trg kapitala. Z razvojem je prišlo do različnih opredelitev vzajemnih skladov, kot je to navedeno v prvem poglavju diplomskega dela (Poljaševič, 2001, str. 30-31).

S prvim julijem 2001 je Banka Slovenije odpravila vse omejitve glede vlaganja v tujini. S tem je omogočila, da lahko vsaka fizična ali pravna oseba direktno ali preko posrednikov kupuje tuje vrednostne papirje ali tuje finančne naložbe. Mednje uvrščamo tudi tuje vzajemne sklade (Lebar, 2001, str. 32).

Z vidika obravnavanih dejavnikov se tuji vzajemni skladi obnašajo enako kot slovenski. Razpršitev premoženja v njih je v povprečju višja kot v slovenskih, saj imajo zbranih več sredstev, večja pa je tudi možnost za razpršitev naložb v različna gospodarstva, kar še dodatno zmanjšuje stopnjo tveganja.

Donosnost se med posameznimi skladi na kratek rok sicer močno razlikuje, dolgoročno pa je višja kot obresti na primerljive naložbe v banke ali zavarovalnice.

Naložba v tuje vzajemne sklade je popolnoma likvidna. Prekinitev vlaganja je tako odvisna od vsakega posameznika.

Večina evropskih vzajemnih skladov ima svoje sedeže v Luksemburgu ali na Irskem. Razlog je v plačilu davkov, ki so v teh dveh državah nižji. Slovenska država fizičnim osebam zaenkrat omogoča, da so pri ustvarjenih dobičkih iz naslova nakupa in prodaje tujih vrednostnih papirjev popolnoma neobdavčeni, pri pravnih osebah pa se ta dobiček prišteva k osnovi za davek iz dobička pravnih oseb.

Tudi z vidika preglednosti in prilagodljivosti se skladi obnašajo tako kot slovenski. Podatki o vrednosti točk so dnevno objavljeni v javnih medijih. Pristop k vlaganju je možen preko posrednikov (borzno posredniških družb in bank), ki opravljajo storitve posredovanja pri nakupih in prodajah tujih vrednostnih papirjev.

Stroški pri vlaganju v tuje vzajemne sklade so dokaj visoki. Vstopna provizija se giblje med 1-6%. Manjša je pri obvezniških skladih, in višja pri delniških. Poleg vstopne provizije je potrebno pri večini skladov plačati tudi strošek posrednika v višini 3%.

Letna upravljavška provizija znaša 1-2%, ob vplačilu pa je treba plačati še stroške nakazila denarja v višini minimalno 3.000 SIT.

Pri vlaganju v tuje vzajemne sklade je izredno pomembno pri dejstvo, da so naložbe denominirane v tuji valuti. Iz tega vidika smo še dodatno izpostavljeni valutnemu tveganju, ki nam lahko zmanjša ali pa poveča donosnost naložbe, odvisno od tečaja med tolarjem in valuto v kateri je sklad denominiran (dolar, euro) na dan nakupa in prodaje točk sklada. Vrednost premoženja oziroma donos se zmanjšuje tudi zaradi razlik med nakupnim in prodajnim tečajem tuje valute v naši državi.

3.3 BANKE

Banke so finančne institucije, katerih temeljna funkcija je zbiranje sredstev gospodinjstev in podjetij s finančnimi presežki in posoja teh istih sredstev gospodinjstvom in podjetjem s finančnimi primanjkljaji. V Sloveniji so banke institucije, ki imajo zbranih največ vloženi sredstev prebivalstva. Glavna razloga za to sta tradicionalna navezanost na banke ter nepoznavanje in nezaupanje v druge možnosti naložb denarja s strani prebivalstva.

Pri dolgoročnem varčevanju v bankah lahko izpostavimo dve obliki: prva oblika je t.i. rentno varčevanje, ki so ga banke predstavile kot produkt, s katerim si lahko zagotovimo varno starost v novih razmerah s pokojninsko reformo, druga pa je varčevanje v obliki dolgoročno²⁰ vezanih depozitov v domači ali tuji valuti, ki ima najdaljšo tradicijo vlaganja med slovenskimi vlagatelji.

Poslovne banke so varna finančna institucija. Razlog za njihovo varnost je nenehna kontrola s strani Banke Slovenije kot temeljne finančne institucije v državi. V Sloveniji Banka Slovenije nadzoruje poslovne banke in hkrati omejuje njihovo poslovanje, vse v skladu z doseganjem zahtev varnosti. Cilj Banke Slovenije v odnosu do poslovnih bank je zagotavljanje stabilnosti in likvidnosti celotnega bančnega trga. Pri varnosti lahko dodam le eno opombo in sicer, da za vloge fizičnih ali pravnih oseb do 4,2 milijona tolarjev v primeru stečaja banke, jamči Banka Slovenije in druge poslovne banke in jih vlagatelj v vsakem primeru dobi povrnjene. Vrednost vloženi sredstev vlagatelja nad 4,2 milijona tolarjev, predstavlja tvegano naložbo, saj Banka Slovenije in druge poslovne banke za njih ne jamčijo, kar pomeni, da so v primeru stečaja oziroma likvidacije banke za vlagatelja izgubljeni. Torej tudi banka ni popolnoma varna naložba.

²⁰ Dolgoročni depoziti so depoziti, vezani za dobo, ki je daljša od enega leta.

Donosnost na bančne vloge je kot sem že omenil omejena zaradi restriktivne naložbene politike bank. Banke lahko le manjši del zbranih vlog nalagajo direktno na trg kapitala, kjer se ustvarjajo visoki dobički ob višjem tveganju, večji del pa morajo nalagati v manj tvegane državne vrednostne papirje, nepremičnine in kredite prebivalstvu in gospodarstvu. Posledično so donosi na vložena sredstva izredno nizki. V letošnjem letu so prisotni izraziti padci obrestnih mer tako na aktivni kot na pasivni strani, kar se bo v prihodnosti nadaljevalo predvsem zaradi dodatne konkurence s strani tujih bank. Za kreditorejmalce je to boljše, za varčevalce oziroma vlagatelje pa slabše, saj so se že tako nizki donosi bančnih vlog še znižali. S 1. julijem 2002 so banke odpravile revalorizacijski faktor TOM za kredite in vloge do enega leta, medtem ko so dolgoročne vloge in krediti še vedno obrestovani z revalorizacijskim faktorjem (TOM ali valutna klavzula) in realno obrestno mero. Realne obrestne mere, ki jih banke trenutno nudijo za rentno varčevanje se gibljejo med 4-5,5%. Realne obrestne mere za dolgoročne depozite se trenutno gibljejo med 3,5-4,5%. Njihova višina je odvisna od dolžine vlaganja in višine zneska. Povedati je treba, da obresti niso fiksne, ampak se lahko kasneje v dobi varčevanja spreminjajo (Potisk, 2002, str. 31).

Likvidnost je v bankah izredno omejena. V primeru rentnega varčevanja so sankcije na predčasno prekinitvev pogodbe izredno ostre. Prekinitvev ni možna prej kot po drugem letu varčevanja, pri čemer se obrestne mere obračunavajo po znižani stopnji, ponavadi kot za vpogledne vloge²¹ ali enomesečni depozit, in so bistveno nižje od obljubljenih pri rentnem varčevanju. Pri dolgoročno vezanih depozitih je težava še večja, saj ga ne moremo prekiniti pod nobenimi pogoji. Vse, kar nam banka lahko ponudi, je t.i. premostitveni kredit, ki je obrestovan po bistveno višji obrestni meri kot naša dolgoročna vloga.

Obrestne mere kot donos na bančne vloge po trenutno veljavni zakonodaji še niso obdavčene. Gledano iz tega vidika, ima varčevanje v banki davčne prednosti, ki sicer plačilo davka ne zmanjšujejo, ga pa tudi ne povečujejo. Z novim Zakonom o dohodnini bodo predvidoma zaradi prilagoditve zakonodaje direktivam evropske unije obresti obdavčene, kar bo še dodatno zmanjšalo konkurenčnost vlaganja v bankah glede na druge naložbe (Potisk, et al., 2001, str. 23).

Vlaganje v bančne naložbe ne nudi osnovne socialne varnosti. Banke vlagatelju ne nudijo nadomestila v primeru smrti ali poškodb. Vse, kar ima vlagatelj, so njegova privarčevana sredstva in obresti, ki jih je na ta sredstva v času vlaganja pridobil.

Prilagodljivost vlaganja je odvisna od pogojev. V bankah obstajajo načini vlaganja s konstantnim ali spremenljivim vložkom v enakih časovnih obdobjih ali v enkratnem

²¹ Nova Ljubljanska Banka d.d. – obresti za vpogledne vloge so 1% nominalno na letnem nivoju.

znesku. Banke so za vlagatelje pripravile različne programe, kjer je spodnja meja določena, zgornja pa odprta in jo lahko vlagatelj mesečno poljubno sam določa in spreminja²².

Pristop k vlaganju je enostaven, saj vlagatelj preprosto izpolni pogodbo, ki obvezuje njega in banko za izpolnitev pogojev. S strani vlagatelja so to predvsem redno plačevanje pogodbenih zneskov, za banko pa to pomeni izplačevanje dogovorjenih obresti na račun vlagatelja.

Preglednost naložbe je za vlagatelja po eni strani dobra, saj natančno ve kolikšni so vložki, kakšna je doba vlaganja in kakšni bodo donosi, čeprav je treba ponovno opozoriti, da so obrestne mere pri dolgoročnem varčevanju, tako rentnem kot depozitnem, spremenljive in torej niso enake za celotno obdobje. Prilagajajo se stopnji inflacije (TOM ali devizna klavzula) in tudi gibanju realne obrestne mere na trgu. Nepreglednost naložbe je predvsem v tem, da vlagatelji ne vedo, kaj se z vloženimi sredstvi dogaja skozi obdobje vlaganja, saj banke Zakon o bančništvu ne obvezuje, da morajo svoje vlagatelje obveščati o tem, kam so naložila zbrana sredstva.

Banke pri rentnem varčevanju in dolgoročnih depozitih stroškov ne zaračunavajo. Lastni dobiček ustvarjajo s tem, da zbrana sredstva nalagajo na kapitalni trg in posojajo fizičnim in pravnim osebam s finančnimi primanjkljaji, s čimer dosegajo višje donose, kot jih nudijo svojim vlagateljem. Stroški za vlagatelja so tako oportunitetni ali stroški izgubljenih alternativ, kar pomeni, da vlagatelj za vložen denar dobi manj, kot če bi denar vložil kot banke.

Rentno varčevanje in dolgoročni depozit sta obliki dolgoročnega varčevanja, ki sta primerni za bolj konzervativne vlagatelje z željo po visoki varnosti, donosnost pa jim je drugotnega pomena. Poleg varnosti so prednosti tega varčevanja v zaenkrat neobdavčenih obrestih, trenutno dokaj visokih obrestih zaradi TOM-a in visoke inflacije ter možnosti najema kredita na podlagi privarčevanih sredstev. Slabosti so predvsem v nelikvidnosti sredstev in sankcijah v primeru prekinitve ali neizpolnjevanja pogodbenih obveznosti (Klapš, 2001, str. 34).

3.4. BORZA

Borza je osrednja finančna institucija, kjer se srečujejo vsi finančni posredniki. Njena temeljna dejavnost je organizirano trgovanje z vrednostnimi papirji, ki jih izdajajo

²² Primer Modrega varčevanja pri Novi Ljubljanski Banki d.d., kjer je najnižji mesečni polog 5.000 SIT, najvišji pa ni omejen.

banke, zavarovalnice, podjetja in država. Poznamo različne vrednostne papirje. Najpogostejši so: delnice, obveznice, blagajniški zapisi, zakladne menice, za potrebe diplomskega dela se osredotočimo le na delnice in obveznice, ki so za povprečnega investitorja na borzi najbolj aktualne.

Najpomembnejše pravilo, ki naj bi se ga vlagatelji v vrednostne papirje držali, je diverzifikacija oziroma razpršitev naložbenega zneska v večje število različnih vrednostnih papirjev. Priporočljiva razpršitev vloženi sredstev je na 8-15 vrednostnih papirjev, pri čemer naj posamezen vrednostni papir ne presega 20% celotnega portfelja (Potisk, 2001a, str. 33). Razlog za to je v porazdelitvi tveganja, saj »staviti samo na enega konja« ni smiselno, po drugi strani pa tudi pretirano drobljenje zaradi zmanjšanja preglednosti ni priporočljivo.

Varčevanje v vrednostnih papirjih ni namenjeno kratkoročnim investitorjem in investitorjem, ki nimajo del privarčevanih sredstev v bankah ali zavarovalnicah. Razlog je preprost in sicer ga najdemo v visokem tveganju, ki lahko vrednost vložene denarja celo zmanjša.

3.4.1. DELNICE

Delnica je lastniški vrednostni papir, kar pomeni, da daje imetniku lastniško pravico. Imetnik delnice ima kot glavno pravico odločanja o poslovanju družbe in sicer v relativni višini svojega lastništva. Druge pravice, ki jih ima delničar, so pravica do sorazmernega deleža v dobičku (dividenda), pravica do ustreznega deleža v likvidacijski masi ob morebitnem stečaju podjetja in pravica do prednostnega nakupa delnic ob morebitnem povečanju kapitala oziroma novi izdaji delnic (Kleindienst, 2001, str. 124-127).

Na slovenskem trgu kapitala se trguje z večino delnic slovenskih podjetij, ki so prestrukturiranje v delniške družbe doživela v času privatizacije. Posebnost slovenskega trga delnic glede na svetovne trge je v tem, da so cene delnic v večini primerov odvisne le od ponudbe in povpraševanja ter informacij o morebitnih prevzemih, ki cene delnic prevzetih podjetij dvigujejo na visoke nivoje²³ in s tem ustvarjajo visoke dobičke za vlagatelje. Drugi dejavniki, kot na primer dobiček družbe,

²³ Primer rasti cene delnic kot posledici prevzemov oziroma prevzemnih namer sta delnica Banke Koper d.d., katere cena delnice se je od 4.1.2001 do 4.1.2002 povišala iz 34.500 SIT na 94.000 SIT, kar pomeni 172,46% donosnost, in padla do 30.6.2002 na 53.100 SIT in delnica Pivovarne Union, katere cena se je od dne 4.1.2001 do 4.1.2002 povečala iz 40.000 SIT na 87.000 SIT (Vir: Statistični podatki in arhiv vrednosti, 2002).

rast in management podjetja, borzni marketing in obvešččenost javnosti, ki v razvitih finančnih trgih vplivajo na ceno delnic, pri nas nanjo zaenkrat opazno še ne vplivajo.²⁴

Z vidika varnosti so delnice od vseh primerjanih naložb najbolj tvegane. Razlog je v tem, da so delnice vrednostni papir s tržno ceno, ki se dnevno spreminja. Obdobja rasti in padcev cen delnic je nemogoče natančno napovedati, lahko jih le predvidimo z določeno stopnjo tveganja. Posledično je možnost znižanja cen in s tem ustvarjanje negativne donosnosti toliko večja. Varnost je vprašljiva tudi zato, ker smo pri nakupu delnic vezani na eno samo ali nekaj podjetij in njihov obstoj. V primeru slabega poslovanja ali celo propada tega podjetja lahko posledično del ali vsa vložena sredstva izgubimo.

Delnice so naložba, ki od vseh primerjanih naložb dolgoročno prinaša v povprečju najvišje dobičke. Dobiček pri naložbah v delnice je sestavljen iz dveh delov. Prvi del je kapitalski dobiček, to je razlika med prodajno in nakupno ceno delnice, drugi del pa donos v obliki udeležbe v dobičku podjetja, katerega lastniki smo, in se kaže v razdeljenih dividendah, pri katerih pa ni nujno, da jih delniške družbe izplačujejo. Izplačevanje dividend je odvisno od tega, ali je podjetje dobiček ustvarilo in od politike dividend podjetja, ki lahko določa, da bo dobiček namenilo razvoju podjetja v prihodnosti in ne bo izplačevalo dividend lastnikom delnic.

Varčevanje v delnicah je likvidna naložba. V primeru, da potrebujemo denar, lahko delnico enostavno prodamo preko borzno posredniške hiše. Vprašanje je kakšna je prodajna cena, saj mora našo delnico kupiti nekdo, ki je pripravljen za njo plačati ceno, po kateri želimo mi delnico prodati. Čas od izvršene prodaje, do trenutka, ko mora biti denar na našem računu, je lahko največ pet delavnih dni.

Davek iz naslova lastništva delnic je sestavljen iz dveh delov in sicer iz obdavčitve kapitalskih dobičkov in obdavčitve dividend. Plačilu davka iz naslova kapitalskega dobička se izognemo v primeru lastništva delnic daljšem od treh let. Pri kapitalskem dobičku se šteje v osnovo razlika med prodajno in nakupno ceno delnice, če smo jo prodali pred pretekom šestih mesecev od dneva nakupa. V primeru, da je od dneva nakupa do prodaje preteklo več kot šest mesecev, lahko nakupno ceno povečamo s koeficientom rasti cen na drobno, ki zmanjša davčno obremenitev. Kadar prodajamo različne delnice, kjer smo pri nekaterih ustvarili kapitalsko izgubo, se lahko dobički in izgube medsebojno poravnajo, vendar le do višine pozitivne osnove. Od davčne osnove se plača 30% davek, hkrati pa se celotna osnova upošteva tudi pri

²⁴ Dokaz je delnica Krke d.d., ki je ves čas slovensko podjetje z največjim dobičkom, rastjo in ugledom, cena delnice pa se je v času od 4.1.1999 do 4.1.2002 povečala iz 25.009 SIT na samo 28.847 SIT, kar pomeni le 15,35% donos v triletnem obdobju, ki je ob upoštevanju inflacije celo negativen (Vir: Statistični podatki in arhiv vrednosti, 2002).

dohodninski napovedi, pri čemer se že plačan davek odšteje od odmerjene dohodnine. Pri obdavčitvi dividend je postopek podoben. Ob izplačilu dividend se plača akontacija dohodnine v višini 25%, celotne dividende povečujejo dohodninsko osnovo, že plačana akontacija pa znižuje odmerjeno dohodnino (Potisk, et al., 2001, str. 28).

Varčevanje v delnicah ne nudi osnovne socialne varnosti, ampak jo zaradi visoke tveganosti kvečjemu zmanjšuje.

Z vidika prilagodljivosti so delnice primerna naložba. Sami se lahko odločamo o višini vložka in v kakšnem časovnem razdobju. Možna je tudi preprosta zamenjava ene delnice z drugo, edino vprašanje je, ali je to zaradi stroškov posrednikov in davkov smiselno.

Glede preglednosti te naložbe ni težav. Vsak vlagatelj natančno ve, kolikšen je njegov vložek, trenutni donos, zaradi lastništva v podjetju in sodelovanja na skupščini pa tudi kakšni so načrti s podjetjem v prihodnosti. Pregled ima tako ne samo nad naložbo ampak tudi nad poslovanjem podjetja.

Ob nakupu ali prodaji delnic se potencialni vlagatelj preprosto poveže z borzno posredniško hišo, ki kot posrednik zanj opravi celoten postopek nakupa ali prodaje.

Stroški nakupa delnic so pogojeni s samo organizacijo in izvedbo nakupa, kar pomeni, da izdajatelj delnic stroškov ne zaračunava, ampak jih zaračunavajo borzno posredniške hiše kot provizijo za svojo storitev. Višina provizije je odvisna od višine posla, stalnosti strank, medsebojnega dogovora. Večina borzno posredniških hiš zaračunava minimalno provizijo v povprečju v višini 3.000 SIT oziroma v višini 1% od opravljenega posla. Dodatni strošek za vlagatelja je odprtje trgovalnega računa pri Klirinško depotni družbi, ki znaša 2.500 SIT, njegovo letno vodenje v višini 1.300 SIT in 400 SIT za vsak prenos vrednostnega papirja z računa. Omenjeni stroški vsebujejo tudi provizijo borze.

3.4.2. OBVEZNICE

Obveznice so kot dolžniški vrednostni papir drugačnega značaja kot delnice. Izdajatelj, ki je lahko država, občina, banka ali podjetje, jo ponudi vlagateljem z namenom pridobitve finančnih sredstev²⁵. Glavna značilnost, ki razlikuje obveznice od delnic, je v tem, da lastnik oziroma imetnik nima možnosti soodločanja pri poslovanju podjetja, ima pa obljubo izdajatelja, da mu bo ob zapadlosti oziroma roku dospelja

²⁵ Podjetje na ta način pridobi sredstva podobno kot pri bančnem kreditu, le da posojilodajalec ni le banka, ampak vsak, ki kupi obveznico, to pa je načeloma lahko vsaka fizična in pravna oseba.

obveznice izplačal glavnico, v obdobju med izdajo in dospeljem pa tudi obresti, kot nadomestilo za posojena sredstva (Kleindienst, 2001, str. 118-119).

Ob izdaji se obveznice ponudi na trgu po ceni, ki je lahko enaka ali različna nominalni²⁶. Pri izdaji se določi realna obrestna mera in klavzula za ohranjanje vrednosti (TOM ali devizna klavzula), ki je posledica visoke slovenske inflacije in hkrati zaščita pred njo. Najpomembnejša razlika glede realne obrestne mere med obveznicami in bančnim depozitom je v tem, da je pri vezanih depozitih realna obrestna mera spremenljiva, pri obveznicah pa fiksna skozi celotno obdobje, kar omogoča lažji izračun dejanske donosnosti v celotnem obdobju.

Varnost nalaganja sredstev v obveznice je odvisna od izdajatelja. Državne obveznice so najbolj varne, saj za njihovo izplačilo jamči država z vsem svojim premoženjem. Drugače je z obveznicami bank in podjetij. Za banke velja že napisano »pravilo« varnosti do zneska 4,2 milijona, medtem ko je varnost pri podjetniških obveznicah odvisna od samega podjetja in njegovega poslovanja ter predvsem likvidnosti v trenutku poplačila. Pozitivni dejavnik varnosti je pravica kupca obveznice, da ima prednost pri poplačilu dolga pred lastniki delnic, v primeru, da gre izdajatelj v stečaj oziroma preneha obstajati. Ker je gibanje cen obveznic na borzi manjše kot to velja za delnice, je tudi možnost izgube vložnega denarja zaradi znižanja cen obveznic manjša kot pri delnicah.

Donosnost obveznic lahko podobno kot pri delnicah razdelimo na dva dela. Prvi del predstavljajo kapitalski dobički, torej razlika med prodajno in nakupno ceno obveznice, ter tečajnimi razlikami, kadar je obveznica denominirana v tuji valuti, drugi del pa izplačane obresti. Razlike med posameznimi izdajatelji glede donosnosti so lahko velike in so posledica varnosti naložbe. Obrestne mere pri državnih obveznicah so zaradi nizke tveganosti nižje kot obrestne mere na bolj tvegane podjetniške obveznice. Obrestne mere predstavljajo t.i. premijo za tveganje²⁷. Donosnosti obveznic so v povprečju višje kot donosnosti naložb v bankah. Razlogi za to so ponavadi v stopnji tveganja in dolgoročnosti naložbe.

Likvidnost naložbe v obveznice je enakovredna likvidnosti pri delnicah. Ker se tudi z njimi trguje preko borze ali OTC²⁸, jo lahko s prodajo na borzi zamenjamo za denar.

²⁶ Nominalna vrednost obveznice pomeni znesek, ki ga mora izdajatelj obveznice plačati lastniku obveznice ob njenem dospelju.

²⁷ Premija za tveganje je sestavljena iz različnih dejavnikov: premije za nelikvidnost, premije za ročnost, premije za tržno tveganje, premije za tržno kreditno tveganje, premije za odpoklic, premije za devizno tveganje. Kateri izmed naštetih faktorjev sestavljajo premijo za tveganje posamezne obveznice, se od obveznice do obveznice razlikuje.

²⁸ V Sloveniji se večino nakupov in prodaj obveznic izvršuje v svežnjih, ki pomenijo trgovanje preko okenc (over the counter). V tem primeru se kupec in prodajalec obveznic predčasno dogovorita o vseh pogojih, preko borze pa se celoten posel nakupa in prodaje samo izpelje (Poljašević, 2001a, str.29).

To lahko storimo kadarkoli v času do dospelosti. Tudi tu je edina omejitev, da moramo imeti na drugi strani kupca oziroma povpraševanje po obveznici.

Z vidika davkov so obveznice po eni strani privlačna, po drugi pa neprivlačna naložba. Donosi, ki jih ustvarimo s kapitalskimi dobički so obdavčeni s stopnjo 30% v primeru, da smo imeli obveznice v lasti manj kot tri leta. Celoten kapitalski dobiček je treba upoštevati tudi pri dohodninski napovedi, kjer že plačani davek predstavlja plačano akontacijo dohodnine. Donos iz naslova obresti, kot nadomestilo za posojena sredstva tako kot pri bančni naložbi zaenkrat še ni obdavčen, obdavčene pa niso tudi tečajne razlike. Nakup obveznic lahko uveljavljamo tudi znotraj 3% davčne olajšave pri dohodnini v letu, v katerem smo obveznico kupili, kar še dodatno zmanjšuje plačilo davka (Potisk, et al., 2001, str. 25).

Osnovne socialne varnosti pri obveznicah ni. Vlagateljevo premoženje je omejeno na trenutno in bodočo tržno vrednost naložbe.

Ker je za obveznice natančno znano, kakšna je njihova tržna cena, kakšna bo obrestna mera, kdaj ima rok dospelosti, s strani vlagatelja pa tudi kolikšno število obveznic ima v lasti in kakšna je njegova trenutna donosnost, lahko rečemo, da so obveznice pregledna naložba. Vsi podatki o obveznicah so javni in dostopni tako obstoječim kot tudi potencialnim vlagateljem.

Trgovanje z obveznicami na sekundarnem trgu in trgovanje »preko okenc« povečuje enostavnost. Potencialni vlagatelj lahko preko borzno posredniške hiše pridobi informacije in opravi nakup obveznic. Sam postopek traja največ dva dni.

Naložba v obveznice je prilagodljiva naložba. Vsak vlagatelj lahko v danem trenutku kupi poljubno količino obveznic in ni pogodbeno vezan, da mora biti imetnik določeno obdobje ali jih po določenem času ponovno kupiti. Odločitve o nakupih in prodajah so tako popolnoma stvar vlagatelja.

Stroški vlagatelja so podobno kot pri delnicah opredeljeni s strani posrednikov, torej borzno posredniških hiš, Klirinško depotne družbe in borze, ki izpeljejo nakup ali prodajo obveznice.

Obveznice so naložba, ki je zaradi stroškov in razmeroma šibke ponudbe obveznic trenutno primerna predvsem za večje vlagatelje, t.i. institucionalne investitorje, ki večino posla opravijo s svežnji oziroma vnaprej dogovorjenimi posli. Trg malih investitorjev je izredno omejen in skoncentriran na manjše število obveznic (obveznice Slovenskega odškodninskega sklada, Slovenske razvojne družbe).

V prihodnje je moč pričakovati razvoj obvezniškega trga. Prvi razlog je v razvoju pokojninskih družb, ki morajo imeti zaradi zahtevane varnosti v svoji naložbeni strukturi večji del varnih naložb. Drugi razlog najdemo v nadomeščanju financiranja investicijskih projektov slovenskih podjetij z izdajo obveznic namesto preko bančnih kreditov. Prihodnost bo prinesla obdavčitev obresti, ki bo naložbi v obveznice, glede na primerljive naložbe, zmanjšala konkurenčnost.

Za koga je primerno varčevanje v vrednostnih papirjih? Zaradi tveganosti ta oblika varčevanja ni primerna na kratek rok. Ravno obratno je pri daljšem časovnem obdobju. V osnovi velja pravilo, da daljše kot je obdobje, bolj je naložba v vrednostne papirje primerna. Pri daljšem času vlaganja dnevna gibanja cen niso pomembna, do izraza pa pride trend rasti cene vrednostnih papirjev in redna izplačila dividend in obresti (Potisk, 2001, str. 30).

3.5. POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE (PID-i)

Pooblašene investicijske družbe ali skrajšano PID-i so druga oblika investicijskih skladov. Bistvena razlika med njimi in vzajemnimi skladi je v tem, da so PID-i skladi zaprtega tipa, kar pomeni, da se število točk sklada, v tem primeru delnic, ne more povečevati ali zmanjševati kot pri vzajemnih skladih. Število delnic je torej dano, vrednost pa je odvisna enako kot pri vzajemnih skladih od naložb, ki jih imajo PID-i v svojem naložbenem sestavu. Slovenski PID-i so nastali v času privatizacije. Sredstva so pridobili preko vloženih lastninskih certifikatov, ki so jih ob prodaji podjetij v fazi privatizacije menjali za vrednostne papirje teh podjetij. Tako kot z drugimi vrednostnimi papirji, se tudi z delnicami PID-ov trguje preko borze.

Podobno kot pri vzajemnih skladih je varnost zagotovljena z nadzorno institucijo t.j. Agencijo za trg vrednostnih papirjev in razpršenostjo naložb v večje število vrednostnih papirjev. Ker so to skladi zaprtega tipa, se zbrana sredstva ne morejo povečevati kot pri vzajemnih skladih, zato je tudi rast sredstev sklada omejena zgolj na rast vrednosti obstoječih naložb sklada. Ker so bili PID-i v procesu privatizacije deležni kapitala nekaterih slabših slovenskih podjetij, je nevarnost propada teh podjetij, in posledično zmanjšanja vrednosti vloženega premoženja, višja.

Na podlagi indeksa pooblaščenih investicijskih družb (PIX), katerega vrednost se je v obdobju 1.1.1999 - 30.6.2002 povišala za 135,41%, lahko rečemo, da so bili ti skladi v obravnavanem obdobju bolj donosni kot vzajemni skladi. Razlog je predvsem v tem, da so bili leta 1999 in 2000 nekateri skladi še prazni oziroma delno polni²⁹. Razen

²⁹ To pomeni, da vse ali del zbranih certifikatov še niso imeli zamenjanih za vrednostne papirje podjetij.

skladov Triglav steber 1 in Zlata moneta 1, drugi skladi še niso izplačevali dividend, tako da zaenkrat velja, da je donosnost pri naložbi v PID-e, zgolj iz naslova kapitalnega dobička, oziroma rasti vrednosti delnice sklada. Prihodnji donosi bodo odvisni od tega, kaj se bo s posameznimi skladi dogajalo. Višji donosi se predvidevajo pri tistih skladih, ki naj bi se preoblikovali v vzajemni sklad, kar je eden od predlogov novega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje.

Davčne prednosti, prilagodljivost, osnovna socialna varnost, enostavnost in stroški veljajo po istih načelih kot pri vlaganju na borzi.

3.6 ZAVAROVALNICE – ŽIVLJENJSKO ZAVAROVANJE

Življenjsko zavarovanje je oblika varčevanja, ki ga ponujajo zavarovalnice. Življenjsko zavarovanje je potrebno vsakomur, predvsem iz naslova zagotavljanja finančne varnosti v primeru nepredvidenih dogodkov. Od vseh drugih oblik varčevanja se razlikuje po tem, da smo poleg varčevanja tudi zavarovani. Tako je polica življenjskega zavarovanja sestavljena iz dveh delov: iz varčevalnega in zavarovalnega za primer smrti in doživetja (Gornjak, 2002, str. 34).

Varnost vloženih sredstev je v naložbeni strukturi zbranih sredstev zavarovalnic. Po Zakonu o zavarovalništvu lahko zavarovalnice sredstva iz naslova zbranih premij življenjskih zavarovanj nalagajo v državne vrednostne papirje v neomejenem znesku, pri vseh ostalih naložbah pa so deleži omejeni. Kontrolo nad pravilnim poslovanjem opravlja Agencija za zavarovalni nadzor, ki ima podobno funkcijo kot Banka Slovenije pri bankah in Agencija za trg vrednostnih papirjev pri vzajemnih skladih. Ker se premije življenjskih zavarovanj zbirajo na posebnem, ločenem računu od drugih zbranih zavarovalnih premij, saj pripadajo zavarovancem, se v primeru stečaja zavarovalnice enostavno prenesejo na drugo zavarovalnico, ki z njimi upravlja pod istimi pogoji kot so veljali pri prvi zavarovalnici. Zaradi tega in dejstva, da so zavarovalnice pozavarovane, je to varna naložba.

Donosnost je zaradi omejene naložbene politike³⁰ po Zakonu o zavarovalništvu nizka. Dobiček, ki ga zavarovalnica med letom ustvari na račun zbranih premij, se pripisuje

³⁰ Zakon opredeljuje, da ni omejitev pri naložbah premij iz naslova življenjskih zavarovanj zavarovalnic v državne vrednostne papirje, omejitve pa veljajo, glede deleža vlaganj v delnice, obveznice, vzajemne sklade, nepremičnine, posojila, bančne depozite (Gornjak, 2002, str. 35).

zavarovancem k njihovi zavarovalni vsoti³¹ in jo tako s časom povečuje. Ustvarjeni dobiček je med leti različen in znaša v povprečju 2-4% nominalno na evro³².

Likvidnost pri življenjskem zavarovanju je izredno slaba. Možna je sicer prekinitve pogodbe po določenem času, ponavadi po dveh ali treh letih plačevanja premije, vendar ob tem izgubimo večji delež privarčevanega oziroma že vplačanega denarja. Zavarovalnice nudijo to možnost, da nam v primeru nujne potrebe po denarju, namesto prekinitve zavarovanja izplačajo del že privarčevanega zneska, ki ga moramo vrniti znotraj dobe trajanja zavarovanja.

V primeru, da je življenjsko zavarovanje sklenjeno za dobo daljšo od deset let, smo oproščeni plačila 6,5% davka od prometa zavarovalnih poslov. Vplačane premije ne zmanjšujejo dohodninske osnove. Davčne prednosti so možne pri podjetjih in samostojnih podjetnikih, kjer premija zmanjšuje davčno osnovo za plačilo davka od dobička, kadar je upravičenec podjetje ali samostojni podjetnik.

Osnovna socialna varnost je najpomembnejša lastnost življenjskega zavarovanja. Zavarovalnice so edina institucija, ki nudijo zaščito vlagateljeve delovne sposobnosti v primeru invalidnosti ali zaščito vlagateljeve družine v primeru naravne ali nezgodne smrti. Življenjsko zavarovanje je osnova za gradnjo osebnega premoženja, saj nam sorazmerno nizka mesečna premija nudi v primeru nepričakovanih dogodkov bistveno višje zneske izplačil, kar za druge naložbe ne velja.

Prilagodljivost pri življenjskih zavarovanjih je slaba. Ob sklenitvi zavarovanja dogovorjeno premijo je treba plačevati vsaj dve ali tri leta, preden se višina premije ali obdobje plačevanja lahko spremenita. Znotraj prvih dveh ali treh let je naložba popolnoma neprilagodljiva, v kasnejšem obdobju pa so spremembe pogojev možne le enkrat letno.

Preglednost je podobna kot pri bankah. Vlagatelj natančno ve, kolikšna je njegova mesečna obremenitev in kolikšne so zavarovalne vsote v primeru smrti, invalidnosti ali doživetja. Na osnovi preteklih podatkov lahko predvidi okvirno višino dobičkov, ne ve pa, kam se njegova sredstva nalagajo.

Življenjsko zavarovanje sklenemo z izpolnitvijo ponudbe, v kateri so osnovni podatki o zavarovancu, višini premije in zavarovalnih vsot ter podatki o zdravstvenem stanju zavarovanca. Na osnovi ponudbe nato zavarovalniška komisija potencialnega

³¹ Zavarovalna vsota je maksimalni znesek, ki ga dobi zavarovanec v primeru nastanka zavarovalnega primera, to je ali smrt ali doživetje, do datuma, ki je določen s pogodbo življenjskega zavarovanja.

³² Razlog za uporabo tuje valute je v dejstvu, da so skoraj vse police življenjskega zavarovanja sklenjene z valutno klavzulo, ki ohranja vrednost naložbe boljše kot slovenski tolar.

zavarovanca sprejme, lahko pa ga tudi zavrne v primeru, da je njegovo zdravstveno stanje preslabo.

Stroškov za sklenitev življenjskega zavarovanja zavarovalnice neposredno ne zaračunavajo. Posredno pa ima zavarovanec stroške s tem, ker del dobička od naloženih sredstev ostane zavarovalnici.

Življenjska zavarovanja so glede na donosnost manj privlačna naložba, če pa upoštevamo, da smo s sklenitvijo police tudi zavarovani za vse nepredvidene dogodke, je ta naložba bolj smotrna, hkrati pa za vsakega posameznika z vidika potrebe po osnovni socialni varnosti tudi nujna. Vsak posameznik mora pred sklenitvijo življenjskega zavarovanja sam pri sebi ugotoviti, zakaj zavarovanje sploh potrebuje. Kakšni so njegovi riziki v življenju in v kakšni višini. Na osnovi tega je treba preveriti ponudbo različnih zavarovalnic in izbrati tisto, ki najbolj zadovolji potrebe in je tudi cenovno najbolj sprejemljiva (Vake, 2002, str. 66).

3.6.1. FOND POLICA

Oblika življenjskega zavarovanja, ki je v svetu zelo razvita, v Sloveniji pa je prisotna šele slabo leto, se imenuje Fond polica. Evropske države jo poznajo že dobrih 25 let, v nekaterih (Avstrija, Nemčija) je celo tako razširjena, da je delež novosklenjenih fond polic že presegel delež novosklenjenih klasičnih življenjskih zavarovanj (Kodrič, 2002, str. 42).

Osnovna značilnost fond police je kombinacija življenjskega zavarovanja z varčevanjem v vrednostnih papirjih (delnice, obveznice, vzajemni skladi, indeksi), kjer zavarovanec prevzame naložbeno tveganje (Kodrič, 2001, str. 44). Na ta način vlagatelj dosega dva cilja: osnovno socialno varnost preko zavarovanja in višjo donosnost kot pri klasičnem življenjskem zavarovanju preko naložb v vrednostne papirje. Poleg zagotavljanja osnovne socialne varnosti in višje donosnosti, je pomembnejša prednost prilagodljivost. Znotraj dobe zavarovanja lahko spreminjamo zavarovalno vsoto (povišamo ali znižamo glede na potrebe po zavarovanju) ob nespremenjeni premiji, lahko spreminjamo naložbeno politiko privarčevanih sredstev, lahko predčasno dvignemo del privarčevanih sredstev, če potrebujemo denar, lahko podaljšamo zavarovanje brez nadaljnega plačevanja premije. V tabeli 6 so prikazane najpomembnejše razlike med klasičnim življenjskim zavarovanjem in Fond polico.

Tabela 6: Primerjava klasičnega življenjskega zavarovanja in Fond police

OPIS	KLASIČNO ŽIVLJENJSKO ZAVAROVANJE	FOND POLICA
Kdo odloča, kam bo naložen varčevalni del	zavarovalnica	zavarovanec
Zagotovljeno minimalno izplačilo ob koncu zavarovanja	da	ponavadi ne
Ali je možno polico zastaviti	da	da
Kaj dobi upravičenec v primeru smrti	zavarovalno vsoto + do takrat pripisane dobičke	zavarovalno vsoto ali vrednost privarčevanih sredstev (kar je več)
Kaj dobi zavarovanec v primeru predčasne prekinitve	odkupno vrednost police	odkupno vrednost privarčevanih sredstev

Vir: Kodrič, 2001, str. 44.

3.7. DODATNO POKOJNINSKO ZAVAROVANJE

Januarja 2000 je v veljavo stopil novi Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-1), po katerem se je v Sloveniji začela izvajati pokojninska reforma. Le-ta prinaša naslednje ključne spremembe: višanje delovne dobe, višanje starosti upokojevanja, nižanje starostne pokojnine s strani države in uvedba prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja³³. Dodatno pokojninsko zavarovanje lahko izvajajo vzajemni pokojninski skladi, pokojninske družbe in zavarovalnice (Gornjak, 2002a, str. 40).

Zavarovanec, ki vplačuje premije za dodatno pokojninsko zavarovanje mora po zakonu izpolniti tri pogoje za izplačilo mesečnih rent. Ti trije pogoji so: upokojitev po Zakonu o pokojninskem in invalidskem zavarovanju, minimalna starost 58 let in vsaj 120 mesecev vplačevanja v enega od izvajalcev dodatnega pokojninskega zavarovanja (Gornjak, 2001, str. 48).

Vplačane premije iz naslova dodatnega pokojninskega zavarovanja se zbirajo v t.i. kritnem skladu. Kritni sklad predstavlja seštevke vseh zbranih premij in donosov, ki jih te premije v času ustvarjajo. Sredstva v kritnem skladu so last vlagateljev. Varnost vloženih sredstev v posamezen pokojninski načrt je zagotovljena s strani Agencije za zavarovalni nadzor, ki kontrolira poslovanje izvajalca pokojninskega načrta v skladu z zakonom in drugimi določili. Dodatni dejavniki varnosti so omejena naložbena politika, pooblaščen aktuar (preverja ustreznost naložbene politike), Agencija za trg vrednostnih papirjev, notranji revizor, zunanji revizor, Davčna uprava Republike

³³ Prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje imenujemo tudi 2. steber nove pokojninske reforme.

Slovenije, nadzorni svet družbe in skupščina delničarjev. Vsak izvajalec pokojninskega načrta mora imeti predpisano ustrezno višino kapitala, ki se glede na rast vplačil v kritni sklad povečuje. Vsi naštetih dejavniki povečujejo varnost vloženih sredstev (Gornjak, 2002a, str. 40).

Po zakonu mora biti minimalna letna donosnost iz naslova pokojninskega varčevanja 40% povprečne realne obrestne mere na državne vrednostne papirje z rokom dospelosti nad eni letom. Posamezni pokojninski skladi in družbe jamčijo za donose od zakonsko minimalnih 40% do 70% realne obrestne mere (glej tabela 7) na dolgoročne državne vrednostne papirje. Predvideni donosi posameznih skladov in družb naj bi se gibali v povprečju od 4–15% realno letno. Glede na naložbeno politiko je 15% povprečni donos vsekakor pretiran, 4% pa nekoliko podcenjen. Dejansko naj bi bil povprečni letni donos nekje okoli 6-8%. Na tem mestu je treba omeniti tudi to, da je renta, ki jo začne družba ali sklad ob upokojitvi izplačevati, dosmrtna, kar pomeni, da privarčevanih sredstev ne dobimo izplačanih, ampak zgolj v obliki mesečne rente do svoje smrti.

Naložba v dodatno pokojninsko zavarovanje je načeloma likvidna, vendar je predčasno prenehanje plačevanja povezano s stroški prekinitve pogodbe. Ob pristopu se dogovorimo za dobo plačevanja, ki ne more biti nižja od desetih let. Dogovorjeno premijo plačujemo mesečno, podobno kot pri življenjskem zavarovanju. Prestop k drugemu izvajalcu pokojninskega načrta je mogoč šele po treh letih plačevanja premije.

Z vidika davkov je pokojninsko varčevanje v začetku in med vlaganjem dobra naložba tako v primeru individualnega vlaganja posameznika, kot tudi za delodajalca pri kolektivnem vlaganju. Maksimalna davčna olajšava za posameznika znaša 5,844% bruto plače, vendar najmanj 3.683 SIT in največ 36.830 SIT na mesec. Letna vplačana premija zmanjšuje letne prihodke posameznika in s tem osnovo za dohodnino. Pri kolektivnem vlaganju, kjer delodajalec plačuje v kritni sklad za vsaj 51% svojih zaposlenih, so davčne olajšave tri, in sicer: plačane premije zmanjšujejo davek od dobička, za vplačane premije se ne plačujejo prispevki za državno pokojninsko blagajno in za vplačane premije se ne plačuje davek na pokojninsko listo (Žnidaršič Kranjc, 2001, str. 42-43). Rente iz naslova dodatnega pokojninskega zavarovanja po II. stebru bodo obdavčene, neto pokojnine pa zato nižje.

Osnovna socialna varnost je s tem načinom varčevanja zagotovljena šele v prihodnosti, takrat, ko ima oseba izpolnjene pogoje za upokojitev, v dobi pokoja.

Tabela 7: Primerjava različnih izvajalcev dodatnega pokojninskega zavarovanja glede na različne kriterije

Pokojninski načrt	Število zavarovancev*	Vstopni stroški	Izstopni stroški	Provizija za upravljanje**	Zajamčen donos***	Pričakovan donos****
Vzajemni pokojninski sklad Banke Koper	2.132	max. 4,25%	max. 0,35%	1,25%	50	6-7%
Kapitalski vzajemni pokojninski sklad	preko 20.000	4-6%	1%	1,3%	50	4-6%
AIII vzajemni pokojninski sklad	764	2-4,5%	0-1%	1,5%	50	5%
Vzajemni pokojninski sklad Delta	330	individualni dogovor	0-1%	1,5%	60	6%
PN-ZT-01 (Triglav zavarovalnica)	33.993	4-8,7%	0-1%	1,25%	50	4-6%
Pokojninski temelj Slovenice	4.253	4,95-5,9%	/	1,5%	50	6,5-11%
Pokojninski temelj Adriatic	1.365	3-4,5%	0-1%	1,5%	60	6,5%
Leon1 in Leon2	2.371	5-6%	1%	1,5%	60	/
Pokojninska družba A	19.500	3%	0-1%	0,3-1,25%	50	5-6%
Druga penzija	8.780	2,8%	0-1%	1,4%	55	8-12%
Moja naložba pokojninska družba	6.500	2,9%	0-1%	1,5%	60	15%
Prva pokojninska družba	17.469	/	/	/	40	10,71%
Pokojninska družba SKB	3.840	3%	1%	1,5%	70	/
Skupna pokojninska družba	20.100	max. 4%	0-1%	1,25%	50	5%

*na dan 1.4.2002

**od povprečne letne vrednosti sredstev v kritnem skladu

***% donosa povprečno letno obrestovanih državnih vrednostnih papirjev z rokom dospelja nad 1 leto

****realno letno

Vir: Valher, 2002, str. 36-39.

Prilagajanje naložbe je omejeno. Premija je določena s pogodbo, možno je spreminjanje višine premije in pogostosti vplačil. V primeru neplačevanja premije za dalj kot 12 mesecev se pogodba razveljavi, lahko pa se plačevanje zaustavi za določen čas (v mirovanje), ki pa ne sme biti daljši od dveh let. Možen je tudi prehod od ene pokojninske družbe oziroma sklada k drugemu.

Vlagatelji imajo pregled nad naložbo. Izvajalec pokojninskega načrta mora svojim vlagateljem predstaviti naložbeno politiko in naložbe, v katere vlaga sredstva, zbrana v kritnem skladu. Na podlagi zajamčenega donosa si lahko vlagatelji izračunajo zajamčeni dobiček in zajamčeno mesečno rento, ker pa uresničeni donosi še niso poznani, tudi dejanska renta v prihodnosti ni poznana.

K pokojninskemu načrtu lahko pristopijo vsi, ki plačujejo prispevke za obvezno zavarovanje. Pristop se opravi s podpisom pogodbe, ki vlagatelje in izvajalca pokojninskega načrta obvezuje k izpolnitvi določil pogodbe. Plačevanje dogovorjenega zneska poteka preko položnic, trajnika ali administrativne prepovedi.

Z vidika stroškov je to ena izmed najmanj atraktivnih naložb. Izvajalci dodatnih pokojninskih zavarovanja zaračunavajo tri vrste stroškov in sicer vstopne (del premije, ki ne gre v kritni sklad), izstopne (ob prenehanju vplačevanja, ob izplačilu rent) in upravljaljske (na letnem nivoju od povprečnih sredstev v kritnem skladu v posameznem letu). Višji stroški so v primeru individualnega pristopa. Točne podatke za posamezen pokojninski načrt si lahko ogledate v tabeli 7.

Dodatno pokojninsko zavarovanje je oblika varčevanja za dodatno pokojnino. S to obliko varčevanja, vsaj v dobi ko smo zaposleni, ne moremo varčevati za doseg drugih finančnih ciljev. Prednosti dodatnega pokojninskega zavarovanja so varnost in davčne prednosti. Slabosti pa je več: visoki stroški, obdavčene rente, nizki donosi, neprilagodljivost. Ta način vlaganja je primeren zgolj v primeru, kadar večji del ali celotno obveznost vlagatelja (premijo), plačuje delodajalec. V primeru individualnega pristopa k pokojninskemu načrtu, so bolj primerne naložbe tretjega stebra, predvsem že opisane življenjsko zavarovanje, FOND polica, vzajemni skladi in bančno rentno varčevanje.

SKLEP

Vzajemni skladi v Sloveniji pridobivajo na pomenu. Skupni obseg sredstev v slovenskih vzajemnih skladih ves čas raste. To je po eni strani posledica preteklih visokih donosov, po drugi strani zniževanja obrestnih mer in s tem konkurenčnosti v bančnih naložbah in po tretji strani vračanje zaupanja v nebančne naložbe. Glede na dejstvo, da trenutno v vzajemne sklade v Sloveniji vlaga 25.000 ljudi, lahko rečemo, da je ta oblika vlaganja še vedno v svoji začetni fazi.

Prihodnost vzajemnih skladov bo najbolj odvisna od gospodarskega in pravnega okolja v Sloveniji. Novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, bo imel najbolj neposreden vpliv, saj naj bi omogočil tujim vzajemnim skladom poslovanje v Sloveniji, hkrati pa naj bi odpravil omejitve za vlaganje slovenskih vzajemnih skladov v tujino. Prihod tuje konkurence bo znižal upravljavske provizije, hkrati pa se bo povečalo število različnih oblik vzajemnih skladov in s tem možnost izbiranja različnih kombinacij naložb glede na tveganje in donos. Vse te spremembe in dejstvo, da se bodo bančne obrestne mere v prihodnosti še zniževale (poleg tega pa se predvideva tudi njihova obdavčitev), bo pripeljalo do tega, da se bo stopnja rasti vloženih sredstev v vzajemne sklade povečevala. Po nekaterih predvidevanjih naj bi bilo do konca leta 2004, v slovenskih vzajemnih skladih zbranih približno 230 milijard tolarjev sredstev.

Primerjava med različnimi naložbenimi možnostmi na podlagi enakih dejavnikov nam kaže, da ima vsaka od naložb svoje prednosti in slabosti. To je pričakovano, saj idealna naložba ne obstaja. Ali je za nekoga primerno vlaganje v vzajemne sklade, ali je boljša katera od drugih opisanih naložb, je odvisno od posameznika in njegovih finančnih ciljev, želja in potreb.

Končna ugotovitev je, da imajo izmed vseh primerjanih naložb vzajemni skladi največ pozitivnih lastnosti. Ob sprejemljivi stopnji tveganja na dolgi rok dosegajo nadpovprečen donos, zagotavljajo popolno likvidnost, prilagodljivost in preglednost. Negativni lastnosti sta zgolj pomanjkanje osnovne socialne varnosti in stroški, ki pa so na dolgi rok zanemarljivi. V kombinaciji s pravim življenjskim zavarovanjem, v smislu zagotavljanja osnovne socialne varnosti v primeru nepričakovanih dogodkov, so vzajemni skladi tista oblika naložbe, ki na dolgi rok zagotavlja doseganje zastavljenih finančnih ciljev na najmanj »boleč« način.

LITERATURA

1. Fredman Albert J., et al.: How mutual fund work. New York: Institute of finance, 1993. 334 str.
2. Gornjak Mojca, et al.: II. In III. Steber. Kapital, Maribor, 2001, 260, str. 48–60.
3. Gornjak Mojca: Izberite pravo življenjsko zavarovanje. Kapital, Maribor, 2002, 280, str. 34-35.
4. Gornjak Mojca: Prednosti pokojninskega zavarovanja. Kapital, Maribor, 2002a, 284, str. 40-41.
5. Grgič Maja: Kvas v svetu financ. Delo, Ljubljana, 2000, 9, str. 4.
6. Horvat Anja: Kako so v Alfi povečali donos. Finance, Ljubljana, 2000, 96, str. 9.
7. Klapš Srečko: Donosno rentno varčevanje. Kapital, Maribor, 2001, 252, str. 34–36.
8. Kleindienst Robert: Kako uspešno slovenski vzajemni skladi plemenitijo prihranke vlagateljev. Finance, Borzni fokus, 2000, 13, str. P4–P7.
9. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana: GV založba, 2001. 542 str.
10. Kodrič Sandi: Zavarovalno-varčevalne kombinacije. Kapital, 2001, 266, str. 44-45.
11. Kodrič Sandi: Fond police v mednarodnem merilu. Kapital, Maribor, 2002, 280, str. 42.
12. Lebar Simona: Tuji investicijski skladi. Kapital, Maribor, 2001, 264-265, str.32-33.
13. Ljubej Samo: Spet budni vzajemni skladi. Finance, Borzni fokus, Ljubljana, 1999, 75, str. P3.
14. Mastnak Simon: Naložbe v vzajemne sklade so donosne in dovolj varne. Finance, Borzni fokus, Ljubljana, 2002, 123, str. 18.
15. Poljaševič Zdravko, et al.: Domači:tuji vzajemni skladi. Kapital, Maribor, 2001, 264-265, str. 30-31.
16. Poljaševič Zdravko: Slovenski trg obveznic. Kapital, Maribor, 2001a, 266, str. 28-29.
17. Potisk Mateja, et al.: Kako izbrati pravo naložbo denarja. Kapital, Maribor, 2001, 254, str. 22-34.
18. Potisk Mateja: Varčevanje v vrednostnih papirjih. Kapital, Maribor, 2001a, 261, str. 30-33.
19. Potisk Mateja: Rentno varčevanje za starost. Kapital, Maribor, 2002, 280, str. 30-31.
20. Rugg Donald D.: The Dow Jones – Irwin guide to mutual funds. Homewood: Dow Jones – Irwin, 1986. 245 str.
21. Sharpe William F.: Investments. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice hall inc., 1985. 746 str.
22. Valher Anita: Drugi steber pokojninskega zavarovanja, Kapital, Maribor, 2002, 284, str.36-39.

23. Vake Danijel: Sklenite pravo življenjsko zavarovanje. Kapital, Maribor, 2002, 288, str. 66-67.
24. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (Ne)uspeh in za koga. Postojna: Dej d.o.o., 1999. 428 str.
25. Žnidaršič Kranjc Alenka: Kaj morate vedeti preden se zavarujete. Kapital, Maribor, 2001, 270, str. 42-43.

VIRI

1. Gibanje količine sredstev v posameznih slovenskih vzajemnih skladih. [<http://www.vzajemci.com>], 2002.
2. Interno gradivo podjetja Individa d.o.o.
3. Metodologija za izračun čiste vrednosti sredstev investicijskega sklada in vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada (Uradni list RS, št. 5/95).
4. Prikaz gibanja vrednosti enot premoženja oziroma točk slovenskih vzajemnih skladov. [<http://www.vzajemci.com>], 15.7.2002.
5. Sredstva prebivalcev Slovenije v bankah in sredstva v slovenskih vzajemnih skladih na dan 31.12.2001. [<http://www.vzajemci.com>], 15.7.2002.
6. Statistični podatki in arhiv vrednosti borznih indeksov. [<http://www.ljse.si>], 16.7.2002.
7. Struktura naložb vzajemnih skladov. [<http://www.zdu-giz.si>], 16.7.2002.
8. Zakon o bančništvu (Uradni list RS, št. 7/99).
9. Zakon o davku iz dobička pravnih oseb (Uradni list RS, št. 72/93).
10. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94).
11. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ-1) (Uradni list RS, št. 106/99).