

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**ANALIZA DONOSNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV V PRIMERJAVI Z
BANČNIMI VLOGAMI V SLOVENIJI**

Ljubljana, julij 2003

JASNA TJAŠA KESIČ

Študentka JASNA TJAŠA KESIČ izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom Dr. DRAŠKA VESELINOVIČA in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1. NASTANEK INVESTICIJSKIH DRUŽB	2
1.1. VZAJEMNI SKLADI V EVROPSKI UNIJI.....	3
1.2. RAZVOJ IN VZPON VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI.....	4
2. VRSTE INVESTICIJSKIH DRUŽB	4
2.1. ODPRTE INVESTICIJSKE DRUŽBE.....	4
2.1.1. SKLADI S PROVIZIJO.....	5
2.1.2. SKLADI BREZ PROVIZIJE.....	5
2.2. ZAPRTE INVESTICIJSKE DRUŽBE.....	6
2.3. VRSTE VZAJEMNIH SKLADOV.....	6
3. PREDNOSTI IN POMANJKLJIVOSTI INVESTIRANJA V VZAJEMNE SKLADE	9
3.1. PREDNOSTI INVESTIRANJA V VZAJEMNE SKLADE.....	9
3.1.1. Široka diverzifikacija premoženja (broad diversification).....	9
3.1.2. Strokovno upravljanje (professional management).....	9
3.1.3. Načelo likvidnosti (liquidity).....	9
3.1.4. Enostavnost in udobnost (simplicity and convenience).....	10
3.1.5. Prihranek časa in nižji transakcijski stroški.....	10
3.2. POMANJKLJIVOSTI VLAGANJA V VZAJEMNE SKLADE.....	10
3.2.1. Vlaganje v sklad temelji na brezosebnem odnosu med vlagateljem (client) in svetovalcem (advisor).....	10
3.2.2. Različni stroški.....	10
3.2.3. Zmanjšan nadzor nad realiziranimi kapitalskimi dobički.....	11
4. KAKO SO OPREDELJENI SKLADI V SLOVENSKE ZAKONODAJI	11
4.1. DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE IN SKRBNIK.....	12
4.2. USTANOVITELJI VZAJEMNIH SKLADOV, PROSPEKT IN INVESTICIJSKI KUPON.....	13
4.3. INVESTICIJSKA POLITIKA, NALOŽBE VZAJEMNEGA SKLADA IN NOVI ZAKON O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE.....	13
4.5. POROČANJE VZAJEMNEGA SKLADA.....	16
5. TVEGANOST IN DONOSNOST	16
5.1. TVEGANJE.....	18
5.2. ODVISNOST DONOSNOSTI OD TVEGANJA.....	19
5.2.1. TREYNORJEV KOEFICIENT.....	19
5.2.2. SHARPOV KOEFICIENT.....	19
5.2.3. JENSENOVO MERILO.....	20
5.3. DONOSNOST VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI.....	20
5.3.1. NOMINALNA DONOSNOST SKLADOV PO LETIH.....	21
5.3.2. INFLACIJA V SLOVENIJI PO POSAMEZNIH LETIH.....	25
5.3.3. REALNA DONOSNOST VZAJEMNIH SKLADOV.....	25
5.4. DONOSNOST SLOVENSKEGA BORZNEGA INDEKSA.....	26
6. PRIHODNOST VZAJEMNIH SKLADOV	26
7. VARČEVANJE V BANKAH IN DONOSNOST BANČNIH VLOG	27
7.1. BANČNI DEPOZITI.....	27

7.1.2. DELITEV BANČNIH VLOG.....	28
7.2. PREDNOSTI IN SLABOSTI VARČEVANJA V BANKAH.....	28
7.2.1. PREDNOSTI VARČEVANJA V BANKAH.....	28
7.2.3. SLABOSTI VARČEVANJA V BANKAH.....	29
7.3. TEMELJNA OBRESTNA MERA.....	29
7.4. PREGLED GIBANJA OBRESTNIH MER.....	30
7.5. DONOSNOST BANČNIH VLOG.....	31
8. POVEZAVA MED OBRESTNIMI MERAMI INFLACIJO IN VREDNOSTJO DELNIC.....	32
8.1. KORELACIJA MED OBRESTNIMI MERAMI IN DONOSNOSTJO VZAJEMNIH SKLADOV.....	33
8.2. KORELACIJA MED RASTJO SREDSTEV VLOŽENIH V VZAJEMNE SKLADE IN VIŠINO OBRESTNIH MER.....	35
SKLEP.....	36
LITERATURA.....	38
VIRI.....	40

UVOD

Namen tega diplomskega dela je primerjava varčevanja v vzajemnih skladih z varčevanjem v bankah. Temo sem izbrala zaradi aktualnosti in vse večjega pomena institucionalnih investitorjev, tako v Sloveniji kot v svetu, kjer so finančni trgi bolj razviti in je tovrstna oblika varčevanja znana že veliko dlje. Sicer pa postaja čedalje pomembnejši tudi slovenski kapitalni trg. Medtem ko je primarni trg še vedno slabše razvit, je razvoj sekundarnega trga hitrejši. V prvem poglavju bom predstavila nastanek in zgodovino razvoja vzajemnih skladov v Sloveniji in v svetu. Temu orisu bodo sledile osnovne značilnosti finančnega sistema in osnovne zakonitosti investicijskih skladov. Opredelila sem prednosti in pomankljivosti varčevanja v skladih, vrste vzajemnih skladov ter zakonodajo. Nato bodo sledili posamezni izračuni donosnosti vzajemnih skladov po letih in osemletno povprečje donosnosti.

Vzajemne sklade sem nato primerjala z donosnostjo bančnih vlog in Slovenskega borznega indeksa. Izračunala sem tudi korelacijo med vrednostjo sredstev vloženih v vzajemne sklade in obrestnimi merami ter korelacijo med obrestnimi merami in donosnostjo vzajemnih skladov po posameznih letih. Razlog za izbor take primerjave je obstoj dokaj močne povezave med višino obrestnih mer in vrednostjo sredstev v vzajemnih skladih. Poleg splošne rasti delniških tečajev, zgodb o prevzemih, odprave omejitev za tuje portfeljske vlagatelje, špekulacij o morebitni obdavčitvi bančnih vlog itd., je prav nižanje obrestnih mer odločilno vplivalo na povečano varčevanje v vzajemnih skladih.

Čeprav sem se v samem diplomskem delu osredotočila bolj na vzajemne sklade, sem na kratko opisala tudi naš bančni sistem in svoje videnje prihodnjega razvoja tovrstnih finančnih posrednikov. Svoje ugotovitve sem na koncu strnila v sklepnem delu naloge in dodala še literaturo in vire, od koder sem črpala gradivo.

1. NASTANEK INVESTICIJSKIH DRUŽB

Investicijski skladi so se razvili v Evropi 1822 kot zaprti skladi. Tega leta je nizozemski kralj William 1. ustanovil prvo investicijsko družbo "Societe Generale des Pays-Bas pour Favoriser L'industrie Nationale".

Koncept investicijske družbe so v večjem obsegu razvijali Angleži, (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 19). Iz Evrope so se razširili v Ameriko, kjer je bil prvi ameriški investicijski sklad ustanovljen leta 1924 v Bostonu (Massachusetts Investors Trust), nastajali so tudi v New Yorku in Philadelphiji.

Vse do borznega zloma 24. oktobra 1929 je bila prevladujoča oblika zaprtih investicijskih skladov, obdobje po depresiji pa je poleg odprtih skladov prineslo tudi novo zakonodajo. Zaradi nešteti zlorab je stopilo v veljavo kar nekaj zakonov : Federal Securities Act iz leta 1933, naslednje leto je začel veljati Federal Securities Exchange Act in Federal Investment Company Act leta 1940, kar predstavlja okvir za regulacijo investicijskih skladov (Rugg, 1986, str. 25).

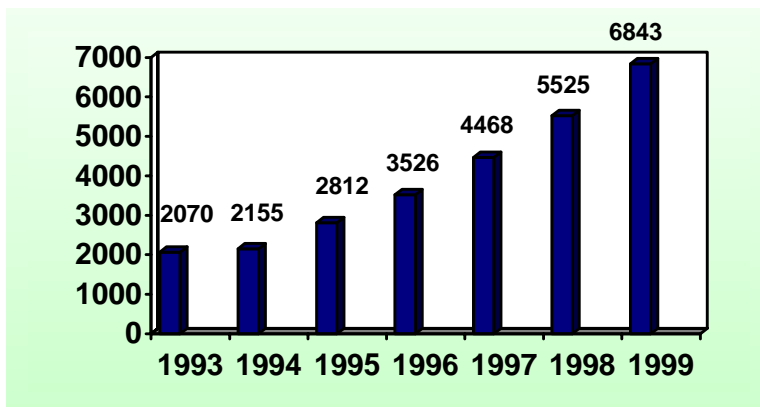
Naslednja prelomnica v zgodovini skladov je bilo leto 1958, ko je predsednik ZDA Dwight Eisenhower s podpisom Small Business Acta uzakonil tvegani kapital in oblikoval investicijske družbe za rizični kapital.

V sedemdesetih letih so bili zanimivi skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev, v naslednjih letih skladi občinskih obveznic, nato opcijsko-dobičkovni skladi, ostali specializirani in prvi državni sklad pa v začetku 80. let (Rugg, 1986, str. 27).

Leta 1929 je v ZDA delovalo le 50 zaprtih skladov, leta 2001 pa že okoli 8300 skladov, v katerih je bilo naloženih 6900 milijard dolarjev denarja. Sicer pa deluje v svetu prek 53 000 skladov (ICI-Mutual Fund Fact Book, 2000).

Kljub močnemu pritoku sredstev v vzajemne sklade smo po vlogah v sklade na prebivalca še vedno na dnu lestvice. V povprečju ima Madžar v skladih sedemkrat več denarja, Portugalec 81-krat več, Američan pa tisočkrat več kot Slovenec (Dover, 2000, str. 15). Decembra 2002 je bilo v skladih naloženih za 54,38 milijarde tolarjev sredstev.

Graf št. 1: Rast sredstev v vzajemnih skladih (v mia USD) v ZDA v letih od leta 1993 do 1999:



Vir: ICI-Mutual Fund Fact Book, 2000.

Za ameriški trg vzajemnih skladov je v zadnjih letih značilno močno koncentriranje sredstev. Večino sredstev, vloženih v vzajemne sklade, tako upravlja deset največjih investicijskih družb, kot so Fidelity, Vanguard in druge (Povalej, 2002, str. 25).

Evropski trg vzajemnih skladov je drugi po velikosti. Kljub temu bo potrebnih še nekaj let, da bo dosegel ameriškega (Povalej, 2001, str. 36-40).

1.1. VZAJEMNI SKLADI V EVROPSKI UNIJI

Tudi v Evropski uniji (EU) je dejavnost investicijskih skladov glavno gibalno rasti in razvoja v finančnem sektorju (Lubej, 2002, str. 45-48). Najpomembnejši so skladi UCITS (odprti investicijski skladi z naložbeno politiko investiranja v prenosljive vrednostne papirje in na denarni trg), ki so usklajeni z Evropsko direktivo o investicijskih skladih. Ta velja od februarja 2002, prinesla pa je kar nekaj novosti. Naložbena politika je manj restriktivna, saj skladom omogoča nalaganje prihrankov tudi v druge likvidne oblike premoženja, ne le v vrednostne papirje. Družbam za upravljanje daje direktiva možnost upravljanja premoženja tako fizičnih kot pravnih oseb (tudi pokojninskih skladov) ter dejavnost svetovanja.

1.2. RAZVOJ IN VZPON VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

Konec decembra 2002, je v Sloveniji delovalo osemnajst vzajemnih skladov, ki jih je upravljalo enajst družb za upravljanje. Vzajemni skladi so v Sloveniji pričeli delovati že leta 1992, še več pa je bilo ustanovljenih leta 1993.

Prvi vzajemni sklad, katerega ustanoviteljica je bila Kmečka družba, se je imenoval Galileo – Beta invest in še vedno posluje kot Galileo. Investicijski skladi so bili prvič uzakonjeni v Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij leta 1992. To področje je kasneje urejal Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU je bil sprejet marca 1994). Po preteku uskladitvenega roka 1.1.1995 je bilo vzajemnih skladov še več.

Zakon je opredelil tudi družbo za upravljanje, ki upravlja tako vzajemne sklade kot investicijske družbe. Izpolnjevanje pogojev za ustanovitev in poslovanje investicijskih družb ter družb za upravljanje nadzira Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP), ki je nastala leta 1994. (Dover, 2001, str. 174-180).

Naša zakonodaja loči naslednje vrste investicijskih skladov: vzajemne sklade, investicijske družbe in pooblašcene investicijske družbe in posebne investicijske sklade.¹

2. VRSTE INVESTICIJSKIH DRUŽB

Po metodi nakupa in prodaje, številu delnic oziroma točk, ki so izdane in po sestavi naložb premoženjske bilance ločimo več vrst skladov: odprte (vzajemni skladi) in zaprte (navadne investicijske družbe in pooblašcene investicijske družbe).

2.1. ODPRTE INVESTICIJSKE DRUŽBE

Vzajemni skladi ponujajo nenehno prodajo in ponoven odkup točk sklada, zato število izdanih točk (outstanding) nenehno niha. Odkupujejo jih po dnevni ceni, oziroma po t. i. neto vrednosti aktive na delnico, imenovani vrednost enote premoženja (VEP). To je tudi cena, po kateri skladi prodajajo točke vlagateljem.

¹ 235. in 236. člen Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) predpisuje, da morajo vzajemni skladi do uskladitve z novim zakonom nositi oznako posebni investicijski sklad. To oznako morajo uporabljati tudi v vseh javnih objavah in promocijski literaturi, prospektih in pravilih upravljanja.

Ta se izračuna tako, da se premoženje sklada deli s številom izdanih točk in se izračuna vsak dan na podlagi enotnih tržnih tečajev vrednostnih papirjev (Rugg, 1986, str. 26-28).

Sklad ima upravni odbor, v katerem mora biti določeno število zunanjih članov, po zakonu (Investment Company Act) morajo vlagateljem in ameriški vladni komisiji za vrednostne papirje (Securities Exchange Commission) ves čas pošiljati natančna računovodska poročila in poročila o rezultatih delovanja.

Odprti skladi so zavezanci za plačilo davka od dobička, vse neto dohodke od dividend do kapitalskih dobičkov morajo izplačati vlagateljem. Dohodki so v obliki dohodnine obdavčeni pri samem vlagatelju, če točke sklada proda prej kot v treh letih (Mramor, 2000, str. 465).

Vlagatelji dnevno vstopajo in izstopajo iz sklada in povzročajo nastanek presežka ali primanjkljaja sredstev, ki ga je treba dodatno investirati ali pokriti s prodajo dela vrednostnih papirjev. Glede na zaračunavanje provizije obstajata dva tipa odprtih skladov. Ločimo sklade s provizijo (load funds) in sklade brez nje (no-load funds).

2.1.1. SKLADI S PROVIZIJO

Gre za prodajno oziroma vstopno provizijo, medtem ko upravljalsko provizijo zaračunajo upravjalci vseh skladov, znaša pa 0,5 do 2 % povprečne letne vrednosti aktive. Sicer pa proviziji od vplačila in izplačila posameznega kupona skupaj ne smeta presegati treh odstotkov vrednosti investicijskega kupona.

Skladi s provizijo prodajo in distribucijo prepustijo borznim hišam ali drugim podjetjem. Te kupcem svetujejo pri izbiri sklada in pokrivajo še distribucijske stroške.

2.1.2. SKLADI BREZ PROVIZIJE

Ti skladi prodajajo točke vlagateljem neposredno, brez posrednikov, po vrednosti neto aktive in nimajo nobenih prodajnih provizij. Vlagatelji sklad izberejo sami, zato pa morajo navadno plačati le simbolično provizijo (redemption fee) ob prodaji točk, če jih prodajo pred potekom določene dobe, ker bi kratkoročne prodaje skladom prinesle prevelike transakcijske stroške.

Skladi lahko vlagateljem zaračunavajo tudi provizije, ki se namesto ob nakupu zaračunavajo ob prodajah (back-load funds), in provizije za pokrivanje distribucijskih stroškov (prodaja in propaganda) za pridobivanje novih vlagateljev, ki znašajo od 0,25 do 1,25 odstotkov. Skriteprovizije pa so bile tudi razlog za to, da število skladov s provizijo z leti upada. (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 28-31).

2.2. ZAPRTE INVESTICIJSKE DRUŽBE

Z delnicami zaprtih investicijskih družb se trguje najprej na primarnem nato pa na sekundarnem borznem trgu.

Število delnic zaprtega sklada je določeno ob ustanovitvi in je fiksno, svojih delnic ne odkupujejo in trgovanje z njimi prepuščajo borznim hišam.

Vrednost premoženja je odvisna od gibanja tečajev vrednostnih papirjev, ki so uvrščeni v premoženje takega sklada, cena je odvisna tudi od pričakovanja vlagateljev. Z delnicami zaprtih skladov se navadno trguje s popustom (discount).

V nasprotju z zaprtimi investicijskimi družbami, je točke vzajemnega sklada mogoče odkupiti po čisti tržni vrednosti (NAV oziroma VEP) in pričakovanja vlagateljev nanje ne vplivajo.

Vzajemni skladi so na začetku največkrat nastali kot zaprte investicijske družbe, ki so se nato preoblikovale v vzajemni sklad. Vzajemni skladi tudi nimajo omejitev števila delničarjev oziroma zneska sredstev, ki jih je mogoče upravljati. Upravljalne provizije (future management fees) pa so potencialno veliko večje za vzajemne sklade. (Rugg, 1986, str. 26-30).

2.3. VRSTE VZAJEMNIH SKLADOV

Glede na sestavo premoženja, naložbeno politiko sklada ter obdavčitev ločimo naslednje vrste skladov (Fredman, 1993, 23-54)

- **Skladi agresivne rasti** (aggressive growth funds): njihova naložbena politika zahteva agresivno in špekulativno vlaganje z visokim tveganjem.
- **Skladi zmerne rasti** (moderate growth funds): zanje je značilna povprečna rast kapitala in manjše tveganje kot pri skladih agresivne rasti.
- **Skladi zadržane rasti** (conservative growth funds): ti skladi imajo v primerjavi s skladi agresivne in zmerne rasti najnižje tveganje in najnižje donose.

Tabela št. 1: Razvrstitev vzajemnih skladov

Skladi delnic		Skladi obveznic		Vzajemni skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev	
Splošni	Drugi	Obdavčeni	Neobdavčeni	Obdavčeni	Neobdavčeni
Skladi agresivne rasti	Mešani Skladi	Skladi državnih obveznic	Nacionalni Skladi	Sklad državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev	
Skladi malih podjetij	Specializirani skladi	Skladi Z rokom dospelosti	Skladi občinskih obveznic ene države		
Skladi rasti	Sektorski skladi	Skladi hipotekarnih obveznic	Zavarovalni skladi občinskih obveznic		
Skladi rasti in dobička	Borzni indeksni skladi	Skladi podjetniških obveznic	Sklad visoko donosnih občinskih obveznic		
Lastniško dobičkovni skladi	Mednarodni skladi	Skladi fleksibilnih obveznic			

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

- **VZAJEMNI SKLADI DELNIC**

- Splošni skladi delnic (general equity portfolios)

V to skupino spadajo skladi agresivnih rasti, ki jih imenujemo tudi skladi maksimalnega dobička, skladi malih podjetij (small company funds), ki vlagajo v delnice malih in ozko usmerjenih podjetij z možnostjo hitre rasti, skladi rasti (growth funds), ki vsebujejo vrednostne papirje večjih in že uveljavljenih podjetij, skladi rasti in dobička (growth and income funds) ter lastniško dobičkovni skladi (equity and income funds), ki vlagajo predvsem v visoko donosne delnice.

- Drugi delniško orientirani skladi

V to skupino spadajo mešani skladi (hybrid funds), ki vlagajo tako v delnice, obveznice kot tudi v kratkoročne vrednostne papirje, specializirani skladi (speciality funds), ki vlagajo sredstva v določeno gospodarsko panogo ali geografsko regijo, sektorski skladi (sector funds), borznoindeksni skladi (stock market index funds), ki imajo premoženje sestavljeno tako kot posamezni borzni indeksi, ter mednarodni skladi (international funds), ki vlagajo v vrednostne papirje ene ali več držav.

- **VZAJEMNI SKLADI OBVEZNIC**

Vlagajo v dolžniške vrednostne papirje, večino njihovih dohodkov predstavljajo obresti, nekaj pa tudi kapitalski dobički. So manj tvegani od delniških skladov.

- Obdavčeni skladi obveznic, ki jih v ZDA, sestavljajo skladi državnih obveznic, skladi z rokom dospelosti, skladi hipotekarnih obveznic, skladi podjetniških obveznic in skladi fleksibilnih obveznic.

Kljub obdavčitvi so navadno donosnejši od od neobdavčenih in zato bolj zanimivi za manjše konzervativnejše vlagatelje.

- Neobdavčeni skladi obveznic,

Skladi občinskih obveznic vlagajo v občinske obveznice ene same države in so oproščeni državnega davka ter v nekaterih primerih tudi lokalnega davka. Neobdavčeni so tudi skladi, ki vlagajo v občinske obveznice več zveznih držav (nacionalni skladi) in skladi visoko donosnih občinskih obveznic, ki vlagajo v kakovostno slabše in bolj dolgoročne občinske obveznice. Tveganje izplačila obresti in glavnice je visoko. Tovrstni skladi so kljub nižjemu donosu, zanimivi predvsem za vlagatelje iz višjih davčnih razredov.

- **SKLADI KRATKOROČNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV**

Namenjeni so kratkoročnemu vlaganju (denarni skladi), vlagajo pa v kratkoročne donosne vrednostne papirje (bančna potrdila o vlogi, bančni accept, državne zakladne menice, komercialni zapisi podjetij, dogovori o ponovnem odkupu, drugi instrumenti denarnega trga). Vlagateljem zagotavljajo likvidnost in varnost.

- Obdavčeni skladi, kamor sodijo predvsem skladi državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev.²
- Neobdavčeni skladi, ki vlagajo izključno v mestne obveznice z rokom dospelosti od dva do štiri mesece ali v različne vrste kratkoročnih občinskih zapisov (Dimovski, 2000, str. 169-171).

3. PREDNOSTI IN POMANJKLJIVOSTI INVESTIRANJA V VZAJEMNE SKLADE

Tudi vlaganje v vzajemne sklade ima svoje prednosti in pomankljivosti.

3.1. PREDNOSTI INVESTIRANJA V VZAJEMNE SKLADE

Avtor John C. Bogle (Bogle, 1994, str. 53-55) loči predvsem štiri temeljna načela, ki predstavljajo prednost vlaganja v vzajemne sklade pred ostalimi oblikami varčevanja.

3.1.1. Široka diverzifikacija premoženja (broad diversification)

Razpršitev premoženja na različne vrednostne papirje lahko občutno zmanjša oziroma celo odpravi specifično tveganje, ki nastane ob vlaganju denarja v točno določen vrednostni papir, sicer pa celo široko razpršeni portfelj ne more popolnoma odpraviti tržnega tveganja, ki nastane zaradi nihanja cen vrednostnih papirjev.

3.1.2. Strokovno upravljanje (professional management)

Borzni strokovnjaki, ki upravljajo tak sklad, morajo slediti investicijski politiki takega sklada in ga upravljati predvsem v korist upravičenca oziroma vlagatelja. Pri tem morajo upoštevati predvsem zakonsko omejitev vlaganja v vzajemne sklade.

3.1.3. Načelo likvidnosti (liquidity)

² Delitev skladov na obdavčene in neobdavčene po Fredmanu velja za ZDA.

Vlagatelji lahko točke vzajemnega sklada prodajo kadar koli po točno določeni, dnevni tržni vrednosti (Net asset value) na katero ne vplivajo pričakovanja vlagateljev.

Pri tem je pomembna razlika med neposrednim vlaganjem v vrednostne papirje, saj je na borznem trgu nakupna cena lahko višja ali nižja od prodajne cene. Tečaj se oblikuje na osnovi pričakovanih vlagateljev ter povpraševanja in ponudbe po določenem vrednostnem papirju.

3.1.4. Enostavnost in udobnost (simplicity and convenience)

Vlagatelj točke vzajemnega sklada lahko kupi neposredno od sklada ali posredno prek pooblaščenih borzne hiše. Vlagatelj zavrti telefonsko številko sklada, od koder mu pošljejo prospekt in splošne podatke o skladu. Ko se odloči za vrsto sklada, nakaže na njegov račun denar, ta pa mu pošlje nazaj potrdilo o znesku investicije in številu kupljenih točk sklada (potrdilo o lastništvu investicijskih kuponov). Sicer so vrednosti enote premoženja in njihovi zdrsi oziroma rasti objavljeni v dnevnem časopisju.

3.1.5. Prihranek časa in nižji transakcijski stroški

Skladi združujejo premoženje številnih vlagateljev, zato jim na borznem trgu ni treba plačevati tako visokih provizij. Zaradi nakupa večjega števila vrednostnih papirjev prejmejo določen diskont.

3.2. POMANJKLJIVOSTI VLAGANJA V VZAJEMNE SKLADE

Seveda pa ima podobno kot vse drugo nekatere pomanjkljivosti tudi vlaganje denarja v vzajemne sklade.

3.2.1. Vlaganje v sklad temelji na brezosebnem odnosu med vlagateljem (client) in svetovalcem (advisor)

Skladi izdajajo delnice (investicijske kupone), ti pa lastniku ne omogočajo upravljanja v skladu. To je namreč podrejeno investicijski politiki sklada.

3.2.2. Različni stroški

Skladi navadno zaračunavajo upravljavsko provizijo, lahko pa tudi vstopno ali izstopno ali obe hkrati. Skladi z agresivno politiko investiranja imajo tudi višje transakcijske stroške, ki jih pokrivajo z višjimi provizijami.

3.2.3. Zmanjšan nadzor nad realiziranimi kapitalskimi dobički

S samostojnim upravljanjem se previsokim davkom lahko izogneš tako, da določene vrednostne papirje prodaš ob začetku prihodnjega leta. S tem se tudi plačilo davka prenese v prihodnje leto. Nasprotno lastniki investicijskega kupona nimajo pravice do upravljanja sklada, kjer prodaje vrednostnih papirjev načrtuje upravljalec sklada. Posledica tega so dodatni stroški vlagatelja, kar se odraža na vrednosti enote premoženja, ki je v lasti vlagatelja.

4. KAKO SO OPREDELJENI SKLADI V SLOVENSKI ZAKONODAJI

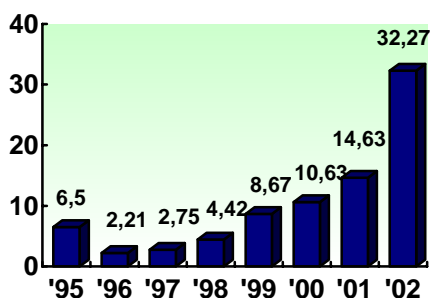
Gre za premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje in je bilo financirano z denarjem fizičnih oz. pravnih oseb ter je v lasti teh oseb. V svoji aktivi imajo skladi navadno vrednostne papirje, denarna sredstva in terjatve, na pasivi pa lasten kapital sklada, zbran z izdajo delnic. Manjši del predstavljajo tudi kreditne obveznosti (Dover, 2001, str. 174). Vzajemni skladi niso pravne osebe temveč zgolj skupek premoženja, ki je razdeljeno na enake enote in se upravlja izključno v korist lastnikov vzajemnega sklada.

Sklad je lociran v državi, v kateri je registriran sedež družbe, ki ga upravlja. Posamezna fizična ali pravna oseba postane lastnik sorazmernega dela premoženja vzajemnega sklada z vplačilom investicijskega kupona vzajemnega sklada (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002).

Oblikovanje sklada poteka po naslednjih fazah: sprejem pravil upravljanja vzajemnega sklada, sklenitev pogodbe s skrbnikom upravljanja skrbniških storitev, pridobitev dovoljenja Agencije za trg vrednostnih papirjev za upravljanje skladov, vpisovanje, vplačilo ter izdaja investicijskih kuponov, vlaganje z vplačili investicijskih kuponov pridobljenih denarnih sredstev v vrednostne papirje, izplačila za odkupljene investicijske kupone (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002).

Temeljno načelo poslovanja vzajemnih skladov je, da z razpršitvijo naložb čim bolj zmanjšajo naložbeno tveganje. Poslovanje vzajemnih skladov poleg zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) ter zakona o trgu vrednostnih papirjev, nadzira tudi Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP).

Graf št. 2: Sredstva v slovenskih vzajemnih skladih v milijardah tolarjev (od leta 1995-2002)



Vir: Podatki spletnega portala Vzajemci.com, 2002.

4.1. DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE IN SKRBNIK

Od leta 1995 dalje v Sloveniji upravljajo vzajemne sklade družbe za upravljanje, ki so bile ustanovljene po Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje.

Družba za upravljanje je gospodarska družba s sedežem v Republiki Sloveniji, ki je pridobila dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev izključno za upravljanje investicijskih skladov. Lahko je organizirana kot delniška družba ali družba z omejeno odgovornostjo, najnižji znesek osnovnega kapitala pa je petdeset milijonov tolarjev.

Uprava družbe za upravljanje mora imeti najmanj dva člana uprave, proti njej pa tudi ni mogoče pričeti postopka prisilne poravnave.

Družba za upravljanje države članice pa je pravna oseba s sedežem v državi članici, ki je pridobila dovoljenje pristojnega organa države članice za upravljanje investicijskih skladov, v skladu z Direktivo o investicijskih skladih.

Družba za upravljanje sklene pogodbo s klirinško depotno družbo, s katero ima najmanj naslednje pravice: neposredni vpogled v stanje vrednostnih papirjev na računih investicijskih skladov, ki jih upravlja, za vsak sklad odpre poseben račun, na katerem vodi stanje vrednostnih papirjev in pooblasti banko za opravljanje vseh poslov v zvezi s hrambo vrednostnih papirjev, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu.

Skrbnik premoženja je navadno skrbniška banka ali druga finančna inštitucija, ki je pridobila dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za opravljanje skrbniških storitev.

Banka skrbi, da so odkup, prodaja in izdaja ter izračunana vrednost enote premoženja izvedeni po zakonu in pravilih upravljanja (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002).

4.2. USTANOVITELJI VZAJEMNIH SKLADOV, PROSPEKT IN INVESTICIJSKI KUPON

Ustanovitelji skladov pa so največkrat pokojninski in zavarovalni skladi ter banke. Investicijska metoda, obveznosti in vrsta investicijske družbe je navedena v prospektu sklada. Sredstva se zbirajo z javno prodajo izdanih investicijskih kuponov, ki njihovim lastnikom ne omogočajo upravljanja v skladu, imajo pa pravico do sorazmernega dela čistega dobička iz naložb in do sorazmernega deleža naložb ob likvidaciji (Žnidaršič-Kranjc, 1999, str. 61). Vplača se lahko le v denarju in mora biti ob vpisu v celoti vplačan, imetnik točk pa ima pravico ta kupon kadar koli prodati vzajemnemu skladu in tako iz njega izstopiti. Družba za upravljanje opravi izplačilo investicijskega kupona v denarju, na način, določen s pravili upravljanja, in v roku, ki ne sme biti daljši od petih delovnih dni od prejema zahtevka. Po novem zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje je investicijski kupon prenosljiv in lahko kotira na borzi. Vrednost enote premoženja se izračuna tako, da se čista vrednost sredstev deli s številom enot premoženja sklada v obtoku.

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

Pretekli donosi skladov pa niso pogoj za prihodnje, ki se spreminjajo glede na gibanje cen vrednostnih papirjev na borzi in ostalih sredstev sklada.

4.3. INVESTICIJSKA POLITIKA, NALOŽBE VZAJEMNEGA SKLADA IN NOVI ZAKON O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE

Novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, sprejet leta 2002, predpisuje vrsto, strukturo in razpršenost premoženja (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 1994). Vzajemni sklad lahko vlaga svoje prihranke v tržne vrednostne papirje in instrumente denarnega trga, ki so sprejeti ali s katerimi se trguje na denarnem trgu, v tržne vrednostne papirje, s katerimi se trguje na drugem organiziranem trgu v Republiki Sloveniji ali v državi članici (država, ki je članica evropskih skupnosti, ki delujejo v okviru Evropske unije) oziroma tuji državi (država, ki ni država članica), če so za to izpolnjeni ustrezni pogoji. Sklad pod določenimi pogoji lahko vlaga še v vrednostne papirje, ki jih pridobi družba za upravljanje za račun sklada v postopku njihove prve prodaje, lahko pa kupuje tudi delnice drugih investicijskih skladov, izvedene finančne instrumente in vlaga v bančne depozite in (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2000):

- Vzajemni sklad ima lahko največ pet odstotkov sredstev vloženih v vrednostne papirje ali instrumente denarnega trga, ki jih izda posamezen izdajatelj.
- Če sklad - pod pogojem, da pravila upravljanja oziroma statut investicijskega sklada določajo tako naložbeno politiko - vlaga od pet do deset odstotkov sredstev v vrednostne papirje, izdane pri posameznih izdajateljih, skupna vrednost takih naložb ne sme preseči štiridesetih odstotkov vseh sredstev sklada.
- Investicijski sklad ima lahko največ petintrideset odstotkov sredstev vloženih v vrednostne papirje, katerih izdajatelj je Republika Slovenija oziroma posamezna članica država Evropske unije.
- Na podlagi soglasja Agencije za trg vrednostnih papirjev lahko vložiti v različne tržne vrednostne papirje, za katere jamči Republika Slovenija, tudi do sto odstotkov sredstev. Sklad mora imeti pri tem naložbe v najmanj šestih različnih izdajah tovrstnih vrednostnih papirjev – pod pogojem, da vrednost naložb v posamezni izdaji takih vrednostnih papirjev ne presega tridesetih odstotkov vrednosti njegovih sredstev.
- Investicijski sklad tudi ne sme imeti več kot dvajset odstotkov sredstev naloženih v depozite pri posamezni kreditni ustanovi.
- Izpostavljenost investicijskega sklada do posamezne osebe pri transakcijah z izvedenimi finančnimi instrumenti ne sme presegati desetih odstotkov sredstev sklada, če je ta oseba kreditna institucija, oziroma pet odstotkov sredstev, če je drugače.
- Investicijski sklad lahko svoje premoženje vlaga tudi v druge investicijske sklade, pri čemer sme vložiti največ deset odstotkov vrednosti sredstev v enote oziroma delnice posameznega investicijskega sklada.
- Naložbe v enote skladov, katerih poslovanje ni usklajeno z določbami Direktive o investicijskih skladih, skupaj ne smejo presegati tridesetih odstotkov vseh sredstev sklada.

Omejitev nakupa delnic ali enot drugih skladov pa ne velja za t. i. sklad skladov, ki večinoma kupuje le enote oziroma delnice drugih skladov in mora imeti najmanj devetdeset odstotkov svojih sredstev naloženih v drugih skladih.

Tudi indeksni skladi morajo imeti devetdeset odstotkov premoženja v vrednostnih papirjih, ki sestavljajo določen indeks. Enak odstotek sredstev morajo naložiti v instrumente denarnega trga tudi t.i. investicijski skladi denarnega trga. Namenski investicijski sklad lahko v imenu oziroma podjetju opredeli svoj namen samo, če mu Agencija za trg vrednostnih papirjev v postopku pridobitve dovoljenja za upravljanje izda soglasje k uporabi takega izraza.

Sicer pa večina slovenskih skladov v svojih prospektih navaja zelo splošno naložbeno politiko in bi jih zato lahko uvrstili med mešane sklade.

Tabela št. 2: Slovenski vzajemni skladi po vrsti in strukturi naložb, če vzamemo za osnovni kriterij naložbe v delnice

% delnic v vseh sredstvih sklada	vrsta vzajemnega sklada	vzajemni skladi
0-10 %	skladi obveznic (bond funds)	Sova, KD Bond
10-60 %	mešani skladi (mixed, hybrid funds)	LBM Piramida, Pika, Renta; Vipek, Alfa
60-80 %	skladi delnic in dohodka (equity-income funds)	Polžek, Zajček, Modra kombinacija,
80-100 %	Delniški skladi (equity funds)	Hrast, SPD, Delniški, Galileo, Rastko, Skala, Živa.

Vir: Dover, 2001, str.187.

4.4. LIKVIDACIJA VZAJEMNEGA SKLADA

Likvidacija Vzajemnega sklada se začne:

- če je s pravnomočno odločbo ATVP družbi za upravljanje odvzeto dovoljenje za opravljanje dejavnosti, če je bil proti tej družbi za upravljanje začel stečajni postopek ali postopek likvidacije,
- če čista vrednost vzajemnega sklada v štirih mesecih od dneva, ko je družba za upravljanje prejela odločbo Agencije za trg vrednostnih papirjev oziroma dovoljenje za upravljanje sklada, ne doseže dvajset milijonov tolarjev,
- če se čista vrednost sredstev vzajemnega sklada spusti pod dvajset milijonov tolarjev in v nadaljnjih tridesetih dneh ne doseže spet dvajset milijonov tolarjev,
- če tako določajo pravila upravljanja tega vzajemnega sklada (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002).

Po sprejemu sklepa o likvidaciji sklada družba za upravljanje unovči naložbe vzajemnega sklada. Iz likvidacijske mase si izplača upravljalsko provizijo, sorazmerno s časom upravljanja v letu likvidacije, in stroške upravljanja, do katerih je upravičena (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002).

Ostanek likvidacijske mase se razdeli lastnikom oziroma delničarjem po številu investicijskih kuponov v obtoku. Družba za upravljanje pa ni upravičena do upravljavske provizije, če je do likvidacije sklada prišlo zaradi odvzema dovoljenja družbi za upravljanje.

4.5. POROČANJE VZAJEMNEGA SKLADA

Investicijske družbe morajo redno poročati in objavljati informacije, ki se nanašajo na poslovanje investicijskih skladov. Družbe morajo namreč izdelati prospekt, objaviti revidirano letno poročilo, objaviti vse pomembnejše dogodke in podatke o naložbah ter objaviti vrednost enote premoženja (VEP) (Juhart, 2001, str. 170).

Agencija za trg vrednostnih papirjev, ki je bila ustanovljena po zakonu o trgu vrednostnih papirjev, zahteva redno poročanje vzajemnega sklada. To poteka prek vzajemnih revizorjev, ki pregledujejo listine, prek sveta naložbenikov, ki skrbi za vlagatelje. Sicer pa je v zakonu dobro poskrbljeno, da ne prihaja do nepravilnosti.

5. TVEGANOST IN DONOSNOST

Z ustrezno razpršitvijo premoženja bo pričakovani donos postal veliko bolj predvidljiv, saj bo razpon mogočih donosov manjši. Cilj diverzifikacije torej ni samo zmanjšanje tveganja, ampak mora poiskati tiste kombinacije med pričakovanimi donosi in tveganjem, ki predstavljajo čim večjo vrednost premoženja.

Koeficient beta tržnega premoženja je tehtana aritmetična sredina bet posameznih tveganih naložb, ki ga sestavljajo. Tako produkt uteži in bete posamezne naložbe dejansko predstavlja prispevek posamezne naložbe k tveganju tržnega premoženja.

Za tržno premoženje velja, da je obseg tveganja enak obsegu sistematičnega tveganja povprečno tveganih naložb.

Koeficient beta, ki meri sistematično tveganje, ima potem vrednost ena (Mramor, 1995, str. 97-99).

$$\beta_m = \sum W_i * \beta_i = 1$$

β_m = tržno tveganje;

W_i = uteži;

β_i = beta posamezne delnice;

$I = 1 \dots \dots \dots n$;

n = število delnic vključenih v portfelj .

Formula za koeficient beta pa je naslednja:

$$\beta_i = \frac{\text{COV}_{i,m}}{\sigma_m^2}$$

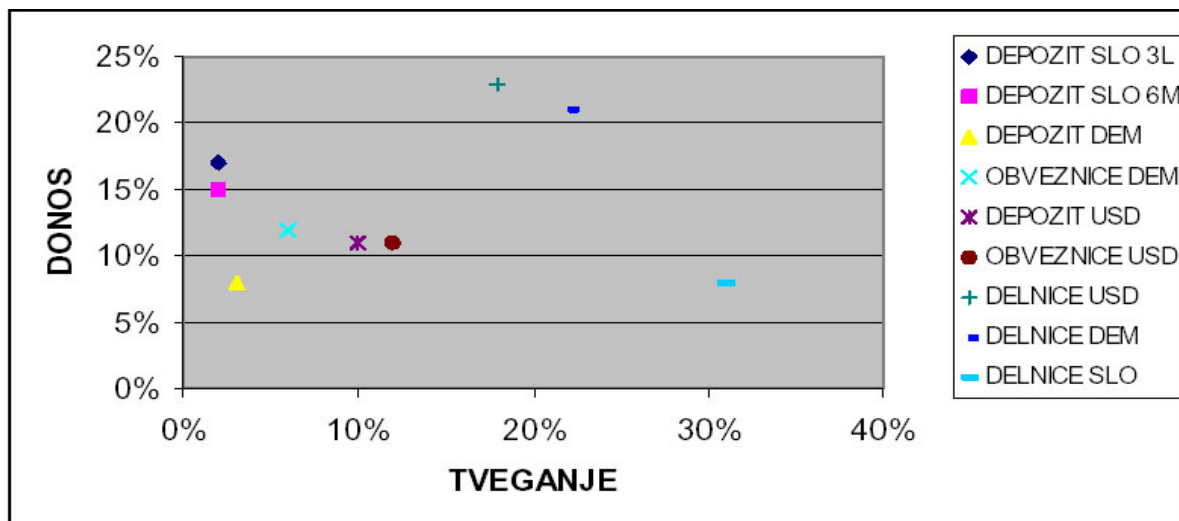
β_i = beta koeficient;

COV_{im} = kovarianca;

δ_m^2 = varianca.

Sistematična tveganja so povezana s tveganjem na finančnem trgu in jih tudi z razprševanjem ni mogoče odpraviti. Drugače pa je z nesistematičnimi oziroma specifičnimi tveganji, ki so vezana na podjetja in zajemajo vse mogoče specifičnosti v podjetju, od stopnje konkurence do potrošnikovih preferenc, ki jih je mogoče odpraviti z diverzifikacijo. Premijo za tveganje lahko razumemo kot nagrado za tveganje vlagatelja, ki investira v tvegane vrednostne papirje, netvegane naložbe pa so zakladne menice (Dimovski, 2000, str. 167). Nižje tveganje od delnic nosijo depoziti in obveznice.

Graf št. 3: povprečno letno tveganje in povprečni letni donos naložb za slovenskega vlagatelja (v SIT) od leta 1994-1999



Vir: Treven, 2000, str. 19.

Manj tvegani so ponavadi skladi obveznic in uravnoteženi skladi, bolj tvegani pa skladi agresivne rasti in večina specializiranih skladov.

5.1 TVEGANJE

Tveganje je odvisno od verjetnosti, da bodo pričakovani donosi enaki dejanskim. Čim večja je ta verjetnost, tem manjše je tveganje in obratno. Vlagatelji v razvitem svetu tveganju niso najbolj naklonjeni, zato med dvema naložbama izberejo tisto, ki bo imela pri pričakovanem donosu manjše tveganje oziroma pri enakem tveganju večji pričakovani donos. (Mramor, 1995, str. 76).

Najpogosteje se kot mera celotnega tveganja uporabljata varianca in standardni odklon donosov. Ta dva kazalca merita, koliko mogoči donosi odstopajo od pričakovanega. Čim večje je izmerjeno odstopanje, tem večja je verjetnost, da prihodnji donos ne bo enak pričakovanemu.

Varianca je tehtana vsota kvadratov odklonov možnih donosov od pričakovanega in jo izračunamo z naslednjo enačbo:

$$\sigma^2 = \sum^m (R_j - E(R))^2 * P_j$$

$\sum_{j=1}^n$
R_j = možen donos;
E (R) = pričakovani donos;
P_j = verjetnost;

Standardni odklon pa je kvadratni koren variance (Mramor, 1995, str. 79-82).
Izračun standardnih odklonov pokaže, da so najmanj tvegani bančni depoziti in skladi obveznic, najbolj pa skladi delnic (glej Pril. 6).

5.2. ODVISNOST DONOSNOSTI OD TVEGANJA

Koeficienti, ki upoštevajo tako tveganje kot donosnost, so naslednji:

- Treynorjev koeficient,
- Sharpov koeficient,
- Jensenov koeficient.

5.2.1. TREYNORJEV KOEFICIENT

Jack Treynor je leta 1965 ugotovil, da se poslovanje vzajemnih skladov medsebojno lahkoprimerja kljub nihanju cen vrednostnih papirjev, različni tveganosti in investicijski politiki vzajemnih skladov (Zobavnik, 1995, str. 82-99).

$$TR \text{ KOEF.} = (ar_p - ar_f) / \beta_p$$

ar_p = povprečna donosnost vzajemnega sklada;
 ar_f = povprečna donosnost netveganega vrednostnega papirja;
 β_p = beta vzajemnega sklada.

5.2.2. SHARPOV KOEFICIENT

Tudi Sharpov koeficient upošteva razliko med donosnostjo netveganega vrednostnega papirja in povprečno donosnostjo sklada oziroma premijo za tveganje. Razlika je v tem, da tega ne deli z beta-koeficientom vzajemnega sklada, ampak s standardnim odklonom.

Sicer pa za oba koeficienta velja, da pomeni višja vrednost večjo stopnjo donosa na enoto tveganja (Fredman, 1993, str. 67). Formula za Sharpov koeficient je naslednja:

$$\text{SH KOEF.} = (ar_p - ar_f) / \sigma_p$$

Sharpovo merilo poslovanja skladov meri donose glede na celotno tveganje finančnega premoženja, ki ga je Jensen ponazoril s standardnim odklonom stopenj donosa premoženja.

5.2.3. JENSENOVO MERILO

Jensenovo merilo investicijskega poslovanja pa je tako (Zobavnik, 1995, str. 88-92):

$$r_p - r_f = \beta_p (r_m - r_f) + e_p$$

r_p = stopnja donosnosti vzajemnega sklada;

r_f = stopnja donosnosti netvegane aktive;

β_p = beta koeficient vzajemnega sklada;

r_m = stopnja donosnosti tržnega premoženja;

e_p = slučajnostna spremenljivka.

Jensen pravi, da bodo upravljalci sklada izbrali v portfelj takšne vrednostne papirje, da bo slučajnostna spremenljivka značilno pozitivna.

Če je slučajnostna spremenljivka iz omenjenega modela različna od nič, lahko enačbo zapišemo tudi drugače:

$$r_{pt} - r_f = \alpha_p + \beta_p (r_{mt} - r_{ft}) + \varepsilon_{pt}$$

Upravljavčeva sposobnost napovedovanja gibanja cen vrednostnih papirjev na trgu se odraži v koeficientu α oziroma Jensenovem merilu.

Po tej metodi je presežni donos vzajemnega sklada sestavljen iz alfe oziroma Jensenovega merila, premije za tveganje in slučajnostne spremenljivke.

$$\text{JEN} = \alpha_p = ar_{pt} - (ar_f + (ar_m + ar_f) \beta_p)$$

5.3. DONOSNOST VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

5.3.1. NOMINALNA DONOSNOST SKLADOV PO LETIH

Nominalne donosnosti skladov sem izračunala po naslednji formuli:

$$N_{(t)} = (VEP_t - VEP_{(t-1)} - 1) * 100$$

$N_{(t)}$ = nominalna donosnost,

$VEP_{(t)}$ = vrednost enote premoženja na zadnji dan v mesecu.

Izračunala sem tudi tehtano donosnost skladov:

$$\overline{D} = (\sum S_i * D_i) / \sum S_i,$$

kjer je S_i odstotek delnic v premoženju sklada in D_i letna donosnost sklada.

Trgovanje na trgu vrednostnih papirjev je bilo leta **1995** pod močnim vplivom dveh dejavnikov, ki sta odločilno vplivala na trg vrednostnih papirjev že leta 1994:

- Pričakovane kotacije delnic podjetij, ki so se lastninsko preoblikovala z javno prodajo delnic,
- Izdaja blagajniških zapisov Banke Slovenije z nakupnim bonom (Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev, 1995, str. 1-2).

Primerjava naložb v vrednostne papirje z depoziti v bankah kaže, da so bile naložbe v vrednostne papirje v tem letu občutno nižje od naložb v depozite (glej Pril. 7 in Graf. 2). Te so bile v povprečju tudi bolj donosne od varčevanja v vzajemnih skladih.

Izračuni pokažejo, da so se nominalne donosnosti skladov, gibale med pet in enaintrideset odstotki. Najdonosnejši je bil vzajemni sklad Modra kombinacija. Nominalna tehtana donosnost skladov je bila v tem letu v povprečju nekaj manj kot enajstodstotna (glej Pril. 1).

Leta **1996** se je, na račun trgovanja s privatizacijskimi delnicami, pomembno povečala tržna kapitalizacija. Krajše obdobje rasti slovenskega borznega indeksa, ki je v tem letu upadel za nekoliko več kot petnajst odstotkov, lahko povežemo s pritokom sredstev v vzajemne sklade Proficie Dadas in povečanim povpraševanjem njenih skladov po delnicah Dadasa, Primofina, Finmedije in SKB banke. Agencija za trg vrednostnih papirjev je ugotovila, da so na rast tečajev omenjenih delnic pomembno vplivale transakcije med pravnimi osebami, ki so povezane s Poslovnim sistemom Dadas in vzajemnimi skladi, ki jih upravlja Proficia Dadas. Sledil je padec tečajev omenjenih delnic, ki se je prenesel na celoten trg.

Rast delniških tečajev ob koncu leta pa lahko povežemo s prvimi nakupi tujcev delnic podjetij, ki so se lastninsko preoblikovala. Sicer so imeli v začetku tega obdobja neto pritoke sredstev le vzajemni skladi Proficie Dadas. Zmanjšanje skupnega premoženja skladov ob

koncu leta je bilo posledica odločitve več kot osemdeset odstotkov vlagateljev štirih vzajemnih skladov Proficie Dadas, da se njihovo premoženje prenese na Dadas d. d., sami pa postanejo upniki te delniške družbe (Kovač, 1997, str. 47). Družbi Proficia Dadas d. o. o., je bilo zaradi umetnega ustvarjanja donosov odvzeto dovoljenje za upravljanje, vsi vzajemni skladi, ki jih je dotlej upravljala, pa so bili prenešeni v upravljanje Kmečki družbi. Seveda v obsegu, kakršen je ostal po prenosu premoženja na delniško družbo Dadas. Na podlagi soglasja vlagateljev, ki so se odločili za prenos premoženja na Kmečko družbo za upravljanje, je Kmečka družba te štiri vzajemne sklade (Rastko 1, Herman Celjski, Diver in Neli) združila v dva nova sklada (KD Bond in Rastko) (Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev, 1996 str. 13-15). Spremembe točk vzajemnih skladov so bile v tem letu zelo različne, saj so se gibale med minus dvajset (vzajemni skladi Nike) in plus dvajset odstotkov.

Na podlagi izračunov ugotavljam, da so imeli vzajemni skladi, v povprečju višji donos kot slovenski borzni indeks in nižji donos od bančnih vlog. V tem obdobju je bil najdonosnejši sklad Galileo, ki ga upravlja KD Investments. Nominalna tehtana donosnost vseh skladov je bila v povprečju približno petinpolodstotna (glej Pril. 1).

V začetku leta **1997** je Banka Slovenije za tuje vlagatelje uvedla skrbniške račune in bankam postavila zahtevo po usklajevanju devizne pozicije v zvezi z naložbami tujih vlagateljev v vrednostne papirje. Omilitvi režima tujih portfeljskih naložb junija je sledilo izjemno povečanje prometa in rast delniških tečajev. V tem letu je bil z nekaj podzakonskimi akti postavljen tudi osnovni okvir delovanja borznoposredniških družb in bank (Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev, 1997, str. 20-22). Tehtana povprečna sprememba vrednosti enot premoženja vseh vzajemnih skladov se je v tem letu povečala bolj kot slovenski borzni indeks, in sicer za približno 22 odstotkov (glej Pril. 1). Skladi so bili v povprečju tudi bolj donosni od bančnih vlog. Najdonosnejši je bil ponovno Galileo.

Po uvedbi skrbniških računov leta 1997 je bil leta **1998** vpliv tujcev znatno manjši od leta pred tem. Tuji vlagatelji niso pokazali posebne aktivnosti pri nakupih in prodajah vrednostnih papirjev. Tako je vodilno vlogo prevzelo domače povpraševanje. Čista vrednost sredstev skladov se je v tem letu, v primerjavi s predhodnim letom, povečala (Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev, 1998, str. 27-30).

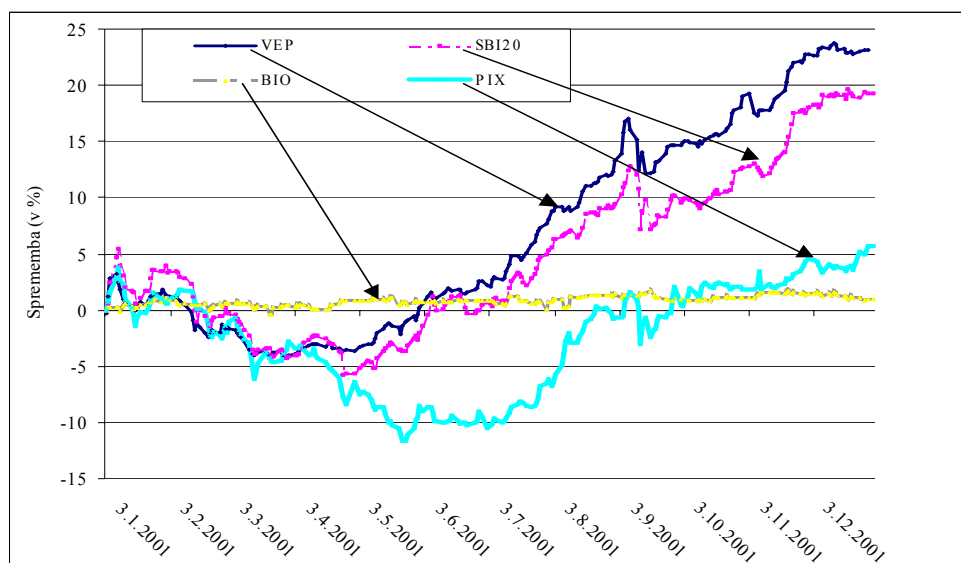
Donosnost vzajemnih skladov je bila nominalno med 5,5 in 32 odstotki. Tudi to leto, je bil najdonosnejši sklad Galileo. Tehtano povprečje je znašalo približno dvanajst odstotkov nominalno (glej Pril. 1). Izračuni pokažejo, da so bili skladi v povprečju ponovno bolj donosni od bančnih vlog.

V letu **1999** so bili sprejeti novi Zakon o trgu vrednostnih papirjev, Zakon o deviznem poslovanju ter Zakon o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb. Vrednost sredstev naloženih v vzajemne sklade, je spet zrasla. Naložbe v delnice so se povečale za 3,6 milijarde tolarjev, bistveno pa so se zmanjšala sredstva, naložena v bančne depozite (Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev, 1999, str. 24-27). Nominalna donosnost skladov se je gibala med enajst in dvaintrideset odstotki, tehtana povprečna donosnost, pri čemer je kot ponder vzet odstotek delnic, pa je bila približno dvajsetodstotna, kar je več od donosnosti slovenskega borznega indeksa in donosnosti bančnih vlog (glej Pril. 1). Najdonosnejši je bil sklad Rastko, ki ga upravlja KD Investments.

V letu **2000** so Agencija za trg vrednostnih papirjev, Ministrstvo za finance in Banka Slovenije izdali več podzakonskih predpisov, ki podrobneje urejajo posamezna področja trgovanja z vrednostnimi papirji. V tem letu se je povečalo število vzajemnih skladov in čista vrednost sredstev v vzajemnih skladih. Med naložbami vzajemnih skladov so se pojavili tudi tuji vrednostni papirji (Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev, 2000, str.27-30). Nominalna donosnost skladov, merjena kot sprememba vrednosti enote premoženja, se je gibala med -1,6 odstotka in 24 odstotki. Tehtana povprečna donosnost skladov je bila nižja od donosnosti bančnih vlog in slovenskega borznega indeksa (glej Pril. 1). Najdonosnejši je bil sklad Alfa, ki ga upravlja družba za upravljanje Probanke.

V letu **2001** ostaja inflacija razmeroma visoka tudi v primerjavi z državami kandidatki za članstvo v Evropski uniji. Realna rast varčevanja prebivalstva v bankah je bila leta 2001 28,1% precej večja kot leta 2000 (14,8%). Na rast varčevanja v bankah je vplivala visoka temeljna obrestna mera. Skupna čista vrednost sredstev v vzajemnih skladih ob koncu leta 2001 je bila za 37 % višja kot pred enim letom, medtem ko je leta 2000 zrasla za 22,4 odstotka (Letno poročilo o delu Agencije, 2001, str. 42-45). Nominalna donosnost vzajemnih skladov, merjena kot sprememba vrednosti enote premoženja, se je gibala med 9 in 30 odstotki. Tehtana povprečna donosnost vseh skladov, pri čemer je kot ponder vzet odstotek naložb v delnicah, je bila v približno trinajstodstotna, kar je več od donosnosti slovenskega borznega indeksa in donosnosti bančnih vlog (glej Pril. 1). Najdonosnejši je bil sklad Delniški, ki ga upravlja KBM Infond. Sicer se je konec leta 2001 že začela opaznejša rast delniških tečajev.

Graf št. 4: Spremembe indeksov SBI20, PIX, BIO in tehtanega povprečja letnih sprememb VEP vzajemnih skladov v letu 2001



Vir: Letno poročilo o delu Agencije, 2001, str. 46.

Leta **2002** je bil sprejet novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Tehtana povprečna donosnost skladov, pri čemer je kot ponder vzet odstotek delnic v premoženju sklada, je bila pri nas leta 2002 približno sedeminštirideset. Nekoliko višji odstotek donosnosti je med drugim posledica nižanja obrestnih mer in splošne rasti delniških tečajev. Vzrok za slednjo so poleg lastniške konsolidacije v privatiziranih družbah in zapolnitve privatizacijske vrzeli ter odprave omejitev za tuje portfeljske vlagatelje še prevzemne aktivnosti tujih družb in iskanje strateških povezav domačih družb s tujimi. Leta 2002 je bilo realiziranih kar 18 uspešnih prevzemov, kar je največ do zdaj. Pozitivno je na trg vplivalo tudi dejstvo, da vlada RS od februarja 2002 nima več pristojnosti za dajanje soglasja k prevzemu (velikih) gospodarskih družb.

Sicer se je nominalna donosnost skladov gibala med dvanajst in šestdeset odstotki, kar je več od donosnosti bančnih vlog. Slovenski borzni indeks je lani pridobil malo več kot petinpetdesetodstotkov (glej Pril. 1). V tem obdobju je bil najdonosnejši sklad Rastko.

V izračun tehtane donosnosti vseh skladov so bili vključeni vsi skladi, ki so delovali v primerjanem obdobju in delujejo še danes.

Na podlagi izračunov ugotavljam, da so imeli slovenski vzajemni skladi v opazovanem obdobju v povprečju višji donos kot slovenski borzni indeks. Bili so tudi bolj donosni od bančnih vlog.

Kot zanimivost naj navedem, da so imeli najdonosnejši vzajemni skladi v zadnjih petih letih (Alfa, Galileo in Rastko), približno dvestoodstotno donosnost, najdonosnejši tuji skladi (glej

Pril. 8) pa le malo več kot šestdeset odstotno donosnost. Kmalu, če ne prej pa z vstopom v Evropsko unijo, se bo donosnost skladov znižala na evropsko raven.

5.3.2. INFLACIJA V SLOVENIJI PO POSAMEZNIH LETIH

Tabela št. 3: Podatki o inflaciji za izbrana leta

ST. RASTI CEN ŽIVLJENSKIH POTREBŠČIN	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dec/dec	8,6	8,8	9,4	6,5	8	8,9	8,4	7,5

Vir: Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 12(2003), 4, str 79.

Inflacija je bila po posameznih letih v povprečju približno osem odstotna.

5.3.3. REALNA DONOSNOST VZAJEMNIH SKLADOV

Pri izračunu tehtane povprečne letne donosnosti sem kot ponder uporabila odstotek naložb v delnicah, realno donosnost pa sem izračunala po naslednji enačbi (Alexander, Sharpe, Bailey, 1993, str. 121):

$$RR = (1+NR) / (1+I) - 1,$$

RR = realna donosnost;

NR = nominalna donosnost;

I = inflacija.

V donosih niso upoštevane morebitne provizije. Izračuni so opravljeni tudi ob predpostavki, da vlagatelji v skladu varčujejo vsaj tri leta in zato ne plačajo 30% ali več davka na kapitalski dobiček. Večina vlagateljev namreč v skladih varčuje dolgoročno oziroma vsaj tri leta.

Najslabše je bilo leta 1996 (glej Pril. 2), ko je kar sedem skladov poslovalo z realno izgubo. Leto 1998 je bilo za večino skladov donosnejše, z resnimi težavami so se soočali le skladi, ki jih je upravljala Nika DZU, ki so ji tudi odvzeli dovoljenje za upravljanje skladov.

Leto 2000 je bilo za večino skladov spet eno manj donosnih, saj je imelo kar devet skladov negativno realno donosnost. Večina delniških tečajev na najnižjih nivojih po letu 1996. Pomen in donosi vzajemnih skladov leta 2001 in 2002 spet povečajo (glej Pril. 2).

5.4. DONOSNOST SLOVENSKEGA BORZNEGA INDEKSA

Sestava Slovenskega borznega indeksa se spreminja z rednimi revizijami indeksov, ki jih izvaja Ljubljanska borza. Večina delnic pomembnejših podjetij (blue chipov) je na borzi začela kotirati šele po začetku leta 1996. Vrednost SBI 20 se je v proučevanem obdobju povečala za več kot 145 odstotkov.

Tabela št. 4: Nominalna in realna donosnost Slovenskega borznega indeksa v % v letih 1995-2002

LETO	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
NOM. DON. SBI20	-0,80	-15,35	19,23	22,22	5,89	0,09	19,01	55,24
REAL. DON.	-8,65	-22,20	8,98	14,76	-1,95	-8,09	11,22	44,41

Vir: Trgovanje - indeksi Ljubljanske borze, 2002.

6. PRIHODNOST VZAJEMNIH SKLADOV

Pomen vzajemnih skladov je za slovenski finančni sistem majhen, vendar se njihov delež v strukturi nedenarnih finančnih inštitucij vztrajno povečuje. Ob dobrih donosih, ki jih prinašajo vzajemni skladi, pa so potrebne tudi druge spremembe. Na prvem mestu je ustrezna sprememba davčnih predpisov in odnosa države do trga kapitala v Sloveniji, sicer pa bo na spremembo naložbene politike v smislu naložb v tujini in na agresivnejši nastop tujih skladov pri nas vplival tudi novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Tuji skladi bodo prinesli nove vrste produktov in daljšo tradicijo poslovanja.

Počasi se bodo začeli vključevati v ta posel najbrž tudi slovenski tradicionalni finančni posredniki, kot so banke in zavarovalnice.

K razvoju skladov bo prispevalo tudi preoblikovanje zaprtih investicijskih družb v odprte vzajemne sklade; seveda tistih, ki za to izpolnjujejo ustrezne pogoje. Varčevanje v vzajemnih skladih se bo zaradi stalnega zniževanja obrestnih mer v prihodnjih letih najverjetneje povečevalo, nastajali pa bodo tudi novi vzajemni skladi, ki se bodo preoblikovali iz zaprtih

investicijskih družb in pooblaščenih investicijskih družb. Po zakonu o Prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb se morajo pidi do 31.12.2003 uskladiti z določbami zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) in se preoblikovati v investicijski sklad ali redno delniško družbo (finančni holding). Zakon omogoča tudi razdelitev pida na investicijski sklad in holding (Simoneti, 2001, 89-91 str.)

Na drugi strani bodo za naše vzajemne sklade, ki poslujejo zgolj slabo desetletje, in njihove družbe za upravljanje začeli veljati strožji pogoji, predvsem v zvezi z dodatnimi stroški in zagotovitvijo banke skrbnice. To bo pripomoglo k večji varnosti vlagateljev.

7. VARČEVANJE V BANKAH IN DONOSNOST BANČNIH VLOG

Bančni depoziti ostajajo kljub zniževanju obrestnih mer najpogostejša in najpreprostejša oblika varčevanja. Varčevanje v bankah je povečini še vedno kratkoročno.

V finančnem sistemu, kjer kot najpogostejša oblika varčevanja prevladujejo kratkoročni depoziti, je elastičnost povpraševanja po drugih finančnih oblikah odvisna predvsem od donosa.

Graf št. 5: Razmerje med vlogami prebivalcev v bankah in vlogami v vzajemnih skladih v Sloveniji na dan 31. 12. 2001



Vir: Bilten Banke Slovenije, 11 (2002), str. 32-33.

7.1. BANČNI DEPOZITI

Depozit je del premoženja, ki ga zaupamo banki in je obenem tudi plačilno sredstvo. Gre za vplačilo denarja oziroma drugih vračljivih sredstev, na podlagi katerih pridobi imetnik po preteku določenega roka pravico do vrnitve sredstev.

7.1.2. DELITEV BANČNIH VLOG

Bančne vloge delimo na več načinov. Najprej na denarne in nedenarne (bančne) vloge. Imetje, ki je na denarni vlogi ali denarnem računu, štejemo h knjižnemu denarju (depozit money). Druga delitev je na vloge na vpogled (demand deposits) in na vezane vloge (Ribnikar, 1994, str. 133-135).

Druga delitev se ne sklada z delitvijo na denarne in nedenarne bančne vloge. Vsaka denarna vloga je vloga na vpogled, vsaka vloga na vpogled pa ni denarna (Ribnikar, 1994, str. 134).

- vloge na vpogled (demand deposits): dajo imetniku pravico do dviga vloženi sredstev v vsakem trenutku (tekoči in žiro računi gospodarstva in prebivalstva)
- vezane vloge (time deposits): dajo imetniku pravico do izplačila vloge po določenem odpovednem roku (depoziti z odpovednim rokom) oziroma po določenih dneh vezave sredstev (vezani depoziti za določen čas) (Dimovski, 2000, str. 100).

Posebej se označujejo hranilne vloge (savings deposits), katerih splošna značilnost je, da se obrestujejo in da se ne morejo uporabljati za plačevanje (Ribnikar 1994, str.135).

Ločimo hranilne vloge na vpogled, ki dajejo imetniku pravico do neomejenega razpolaganja s svojimi prihranki, ter vezane hranilne vloge z odpovednim rokom ali vezane za določen čas (možnost dviga sredstev po preteku dogovorjenega roka) (Dimovski, 2000, str.100).

7.2. PREDNOSTI IN SLABOSTI VARČEVANJA V BANKAH

7.2.1. PREDNOSTI VARČEVANJA V BANKAH

- Čeprav bančne vloge niso najdonosnejša oblika varčevanja, ostajajo to varne naložbe, ki za zdaj še niso obdavčene.
- Čeprav se je njihova višina v zadnjem času občutno znižala, je njihova prednost prav gotovo ta, da poleg enostavnosti in nizkih transakcijskih stroškov ponujajo tudi fiksni donos, ki varuje pred morebitno izgubo vrednosti privarčevanih sredstev, kar vlagatelju nudi določeno varnost.
- Ob morebitnem stečaju poslovne banke jamčijo za izplačilo bančne vloge, do zneska v višini 4,2 milijona tolarjev, tudi druge banke in hranilnice s sedežem v Sloveniji.

Tega pa ne jamčijo za izplačilo vlog nekaterih hranilnic in hranilno kreditnih služb, ki ne poslujejo z licenco Banke Slovenije.

Razvoj bančnega sektorja je vseskozi podpirala tudi država, saj banke obstajajo že dalj časa kot Ljubljanska borza, država pa je bila vseskozi tudi lastnica dveh največjih in najpomembnejših bank – NLB in NKBM. Zato je veliko prispevala k njunemu razvoju tudi prek sanacije bank.

7.2.3. SLABOSTI VARČEVANJA V BANKAH

Varčevanje v bankah ima tudi svoje slabosti:

- Prva pomankljivost je – zaradi težjega določanja obrestnih mer na dolgi rok – prav gotovo omejena ročnost vezanih vlog.
- Obrestne mere so navadno navedene le za rok vezave do vključno petih let. Dolgoročna varčevanja imajo ponavadi spremenljive obrestne mere, ki se prilagajajo trenutnim tržnim razmeram.
- Indeksacija, ki se uporablja, je navezava na neko tujo stabilno valuto ali pa na indeks, ki pokriva inflacijo. V Sloveniji so bile bančne vloge zaradi preteklih izkušenj z visoko zavarovane s temeljno obrestno mero, ki se je izračunavala na podlagi pretekle inflacije.
- Slaba stran vezanih vlog je tudi ta, da znotraj pogodbenega roka ne moremo spremeniti ročnosti vezave ali drugih pogojev (valuta, znesek).

7.3. TEMELJNA OBRESTNA MERA

Temeljna obrestna mera se je ohranila le za vloge, vezane nad letom dni. Tudi za tovrstne vloge bo obrestna mera po novem izražena nominalno. Za vloge krajše ročnosti je obrestna mera že izražena nominalno. Ta v nasprotju s temeljno obrestno mero vsebuje pričakovano inflacijo.

Tudi obstoječi način izračunavanja obrestnih mer prinaša tveganje, da bo trenutna inflacija višja od pričakovane.

Ker so obresti fiksne, bi višja inflacija od pričakovane lahko pokrila tudi del obresti, ki ne predstavlja inflacije.

Čeprav se pred inflacijo lahko zavarujemo s temeljno obrestno mero, se pred valutnim tveganjem - če varčujemo v tolarjih - lahko zavarujemo z devizno klavzulo. V zadnjih desetih letih so bile večje izgube zaradi inflacije kot zaradi valutnega tveganja (Krassnig, 2002, str. 38-43).

Od maja **1995** naprej, ko je v pristojnosti Banke Slovenije objavljane temeljne obrestne mere, se ta izračunava kot povprečje inflacije v določenem preteklem obdobju.

Referenčno obdobje je bilo sprva tri, zatem šest mesecev, od maja 1997 naprej pa dvanajst mesecev (Letno poročilo Banke Slovenije, 1997, str. 20-22).

7.4. PREGLED GIBANJA OBRESTNIH MER

Banka Slovenije si je leta **1996** prizadevala vplivati na pogoje, ki določajo oblikovanje obrestnih mer zato, da bi se zmanjšala visoka nihanja in da bi se znižala splošna raven obrestnih mer.

Decembra 1996 je bila osnova za izračun revalorizacije razširjena na inflacijo preteklih šest mesecev. S tem so se močno zmanjšala nihanja nominalnih obrestnih mer, njihovo gibanje pa je postalo tesneje povezano z realnim delom obrestne mere namesto s tekočim gibanjem indeksa oziroma inflacije (Letno poročilo Banke Slovenije, 1996, str. 16-18).

Zaradi uporabe temeljne obrestne mere je bila ob naraščanju inflacije donosnost bančnih vlog v preteklem obdobju višja kot v tujini, saj je TOM prinesel celo večji zaslužek, kot ga pomenijo obresti.

Nominalne obrestne mere so se leta **1997**, v primerjavi s predhodnim letom, znižale (glej Pril. 3) (Letno poročilo Banke Slovenije, 1997, str. 20-22).

Obrestne mere nad indeksacijskim faktorjem (TOM) so se leta **1998** zaradi medbančnega sporazuma o zgornji meji pasivnih obrestnih mer še naprej zniževale (glej Pril. 3) (Letno poročilo Banke Slovenije, 1998, str. 26-28).

Leta **1999** je bila dinamika gibanja vezanih in vpoglednih tolarskih vlog posledica porasta trošenja pred uvedbo davka na dodano vrednost in sprememb pasivnih obrestnih mer bank (Letno poročilo Banke Slovenije 1999, str. 30).

Pasivne obrestne mere bank so bile glede na pričakovana inflacijska gibanja leta 1999, pred uvedbo davka na dodano vrednost, razmeroma nizke (glej Pril. 3) (Letno poročilo Banke Slovenije, 1999, str. 31-33).

Leta **2000** je dinamika rasti deviznih vlog krepko prehitela dinamiko rasti tolarskih vlog (Letno poročilo Banke Slovenije, 2000, str. 29-32).

Sicer so se vezane toolarske vloge povečale za 12,4 odstotka, zlasti tiste od treh mesecev do enega leta in nad enim letom (glej Pril. 7). V tem letu, so bile obrestne mere za bančne depozite višje kot v preteklem letu (glej Pril. 3).

Leta **2001** so se znižale obrestne mere za dolgoročne in kratkoročne vloge (glej Pril. 3). Najizrazitejše spremembe so banke izvajale v prvem četrtletju lani zaradi prenehanja veljavnosti priporočil Združenja bank Slovenije o najvišjih pasivnih obrestnih merah konec leta 2000 (Letno poročilo Banke Slovenije, 2001, str. 27-30).

Za prvo polovico leta **2002** je značilno zniževanje tako pasivnih (glej Pril. 3) kot aktivnih obrestnih mer. 1. julija 2002 je začel veljati zakon, ki odpravlja revalorizacijo kratkoročnih terjatev in obveznosti v domačem denarju. To pomeni, da se obrestna mera ne sme več podajati ločeno kot realni del plus TOM, temveč nominalno (Finančni trgi, september, 2002, str. 20-23).

Čeprav je slovenski bančni sistem trden, ima določene pomanjkljivosti. Razmeroma trden bančni sistem bi lahko še okrepili s pomočjo večjega obsega poslovanja, konsolidacijo, dokapitalizacijo, zmanjševanjem stroškov, učinkovitejšim upravljanjem in boljšo notranjo organiziranostjo bank (Lah, 2002, str. 47).

Dolgoročno bo za banke tržna priložnost financiranje malih in srednjih podjetij, prebivalstva ter morebitno širjenje na tuje trge (Veselinovič, 2002 str.1), saj tujina prevzema dolgoročno financiranje podjetij, domače banke pa se specializirajo zgolj za kratek rok (Drenovec, 2000 str.1).

7.5. DONOSNOST BANČNIH VLOG

Bančne vloge so bile v opazovanem obdobju v povprečju manj donosne od vzajemnih skladov.

Nominalne obrestne mere za vloge, vezane v tolarjih, in za devizne vloge, so se v opazovanem obdobju v povprečju zmanjšale za približno polovico (glej, Pril.3).

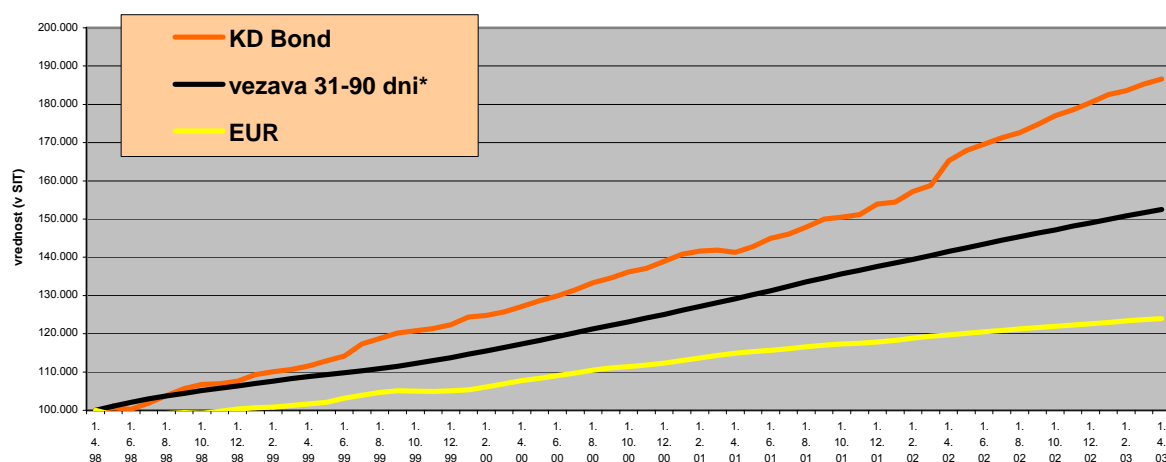
Sto tisoč tolarjev, ki bi jih vlagatelj v začetku leta 1997 vložil v vzajemni sklad Galileo, bi bilo danes vrednih 320.916 tolarjev, kar predstavlja več kot dvestodvajsetodstotno donosnost. Če bi ta znesek vložil v obvezniški vzajemni sklad (KD Bond), bi dobil 228.446 tolarjev.

V primeru sedemletne vezave sredstev v tolarjih, pri čemer sem upoštevala deklarirane obrestne mere za vezavo nad eno leto, bi dobil manj, in sicer 210.643 tolarjev. Če bi vezavo v tolarjih obnavljal vsake tri mesece, pa bi dobil le 175.267 tolarjev.

Čeprav depozit, vezan v tolarjih, prinese le osem odstotkov nižji donos kot varčevanje v KD Bondu, obstaja pomembna razlika glede likvidnosti obeh naložb. Točke sklada lahko prodaj

kadarkoli, sredstva pa dobiš izplačana najkasneje v petih dneh (zakonski rok). Če se vlagatelj odloči za vezani depozit nad eno leto, to pomeni, da z vloženim denarjem ne more razpolagati celo leto.

Graf št. 6: Gibanje premoženja (100.000 tolarjev) v posebnem vzajemnem skladu KD Bond in bančni vezavi in EUR (od 1.4.1998)



*Pri bančni vezavi je uporabljena povprečna deklarirana obrestna mera bank, vezana na tolarško revalorizacijsko klavzulo (TOM); od 1.7.2002 je uporabljena nominalna obrestna mera; vir: Bilten Banke Slovenije

Vir: Interni podatki KD Investments, 2002.

8. POVEZAVA MED OBRESTNIMI MERAMI INFLACIJO IN VREDNOSTJO DELNIC

Obrestne mere so povezane z razpoložljivostjo kreditov, ki vpliva na ponudbo denarja. Če je ponudba denarja izjemno visoka ali izjemno nizka, je to lahko povod za spremembo obrestne mere.

Zaradi čedalje nižjih obrestnih mer se vlagatelji začnejo ozirati za alternativnimi naložbami, ki jim bodo prinesle višje donose (delnice, obveznice, kupone investicijskih skladov). Večje povpraševanje pomeni dvig cene vrednostnih papirjev.

Donos delnic vedno primerjamo z obrestno mero. Delnice morajo imeti višji donos, saj so bolj tvegane od bančnih vlog. Ko obrestne mere padajo, pada tudi zahtevani donos na delnico. V podjetju nižja obrestna mera vpliva na to, da ima podjetje, ki je v našem primeru dolžnik, nižje stroške in s tem višji dobiček. To vpliva na večjo vrednost delnice.

Podobno je z inflacijo. Ko dejanska inflacija preseže pričakovano stopnjo inflacije, ima podjetje, ki je v našem primeru dolžnik, nižje stroške in s tem višji dobiček. Nasprotno je

nižja inflacija od pričakovane ugodnejša za upnike in manj ugodna za dolžnike (Alexander, Sharpe, Bailey, 1993, str. 199-123).

Gibanje obrestnih mer najbolj vpliva na gibanje cen vrednostnih papirjev. Poleg ravni obrestnih mer, stopnje inflacije (Kane, 1999, str. 507) in cene nafte na ceno vrednostnih papirjev vpliva še stopnja rasti bruto domačega proizvoda (Alexander, Sharpe, Bailey, 1993, str. 252).

8.1. KORELACIJA MED OBRESTNIMI MERAMI IN DONOSNOSTJO VZAJEMNIH SKLADOV

Korelacijski koeficient kaže, kako močna je povezava med donosom obeh naložb in v kateri smeri se spreminja. Vrednosti korelacijskega koeficienta ležijo med -1 in 1 . Korelacijski koeficient je pozitiven, če je povezava med obema spremenljivkama pozitivna; to pomeni, da se večja tudi vrednost druge spremenljivke, če se večja vrednost prve.

Če pa je njegova vrednost negativna, pomeni, da se z večanjem ene spremenljivke druga manjša (Blejec, 1992, str. 338-339).

PRIČAKOVANA STOPNJA DONOSA:

$$E(r) = \sum_{i=1}^n p_i * r_i$$

$E(r)$ = pričakovan donos

r = stopnja donosa

p_i = verjetnost

KORELACIJSKI KOEFICIENT:

$$R_{vs, bv} = \frac{COV_{vs, bv}}{\sigma_{bv} * \sigma_{vs}}$$

$R_{vs,bv}$ = korelacijski koeficient med donosnostjo bančnih vlog in donosnostjo vzajemnih skladov

σ = standardni odklon

p_i = verjetnost

$i = 1, \dots, n$, n = število let.

KOVARIANCA:

$$\text{Cov}_{bv,vs} = \sum_{i=1}^n p_i * [r_{i,vs} - E(r_{vs})] * [r_{i,bv} - E(r_{bv})]$$

$\text{Cov}_{vs,bv}$ = kovarianca med donosnostjo bančnih vlog in vzajemnih skladov;

P_i = verjetnost.

Korelacijski koeficienti med donosnostjo bančnih vlog in vzajemnih skladov v zadnjih osmih letih kažejo na srednje visoko negativno povezavo med obema spremenljivkama, kar velja predvsem za vloge nominirane v tolarjih, bistveno manj pa za devizne vloge.

Povezava med zniževanjem obrestnih mer in večanjem vrednosti točk skladov je bila v preteklem obdobju zaradi manjše rasti delniških tečajev in počasnejšega zniževanja obrestnih mer sicer manjša, vendar se je v zadnjih dveh letih močno zvišala in približala vrednosti -1 .

Podrobnejši izračuni kažejo, da se vrednosti točk vzajemnih skladov v zadnjem obdobju močno odzivajo na padanje obrestnih mer (glej Tab. 5, na str. 36).

Tabela št. 5: Korelacijski koeficienti med donosnostjo vzajemnih skladov, in obrestnimi merami za devizne vloge ter vloge, vezane v tolarjih za obdobje od 1994-2002

VZAJEMNI SKLADI	VLOGE VEZANE V TOLARJIH OD 31-90	VLOGE VEZANE V TOLARJIH NAD 1 LETO	DEVIZNE VLOGE VEZANE OD 31-90	DEVIZNE VLOGE VEZANE NAD 1 LETO
------------------------	---	---	--------------------------------------	--

Galileo	-0,32	-0,43	-0,51	-0,54
Alfa	-0,46	-0,36	-0,12	-0,08
Rastko	-0,52	-0,64	-0,34	-0,66 ²
Vipek	-0,08	-0,06	-0,77	-0,09
Zajček	-0,72	0,00	-0,51	0,04
Polžek	-0,03	-0,02	0,08	0,08
Hrast	-0,51	-0,55	-0,55	-0,53
Modra Kombinacija	-0,31	-0,25	0,01	0,02
Pika	-0,28	-0,30	-0,01	0,02
Piramida	-0,29	-0,24	0,03	0,04
KD Bond	-0,17	-0,24	-0,06	-0,09 ³
SPD	-0,68	-0,60	-0,24	-0,18
Delniški	-0,74	-0,66	-0,40	-0,34
Skala	-1	-1	-0,99	-0,96 ⁴
Renta	-0,98	-0,20	0,17	0,10 ⁴
Vizija	-0,46	-0,49	-0,55	-0,53 ²
Sova	-0,99	-1	-0,98	-0,98 ⁵
Živa	-0,99	-0,96	-0,92	-0,96 ³

Vir: Lastni izračuni.

8.2. KORELACIJA MED RASTJO SREDSTEV VLOŽENIH V VZAJEMNE SKLADE IN VIŠINO OBRESTNIH MER

Na podlagi izračunov ugotavljam, da je povezava med letno rastjo sredstev, vloženih v sklade, in višino obrestnih mer za vloge vezane v tolarjih, negativna in dokaj močna. Če so se obrestne mere za depozite, vezane v tolarjih, po posameznih letih zniževale, so se sredstva v vzajemnih skladih povečevala, saj so se varčevalci preusmerili k varčevanju v vzajemne sklade. Nasprotno je povezava med letno rastjo sredstev, vloženih v sklade, in višino

³ Izračun za sedemletno obdobje.

⁴ Izračun za triletno obdobje, saj sklad posluje le tri leta.

⁵ Izračun za dvoletno obdobje, saj sklad posluje le dve leti.

obrestnih mer za devizne vloge šibkejša. Večja je torej povezava med depoziti, vezanimi v tolarjih, in nižanjem obrestnih mer (glej Tab. 6, na str. 35).

Tabela št. 6: Korelacijski koeficienti med rastjo sredstev vloženih v vzajemne sklade in višino obrestnih mer

VRSTA VLOGE	KORELACIJSKI KOEFICIENTI
Vloge vezane v tolarjih od 31-90 dni	-0,61
Vloge vezane v tolarjih nad eno leto	-0,56
Devizne vloge vezane od 31-90 dni	-0,24
Devizne vloge vezane nad eno leto	-0,20

Vir: Lastni izračuni

SKLEP

Moja ugotovitev je, da je bila donosnost vzajemnih skladov v zadnjih osmih letih v povprečju višja od donosnosti slovenskega borznega indeksa.

Z izjemo obdobja 1996-1997, ko se je zaupanje vlagateljev v sklade, predvsem zaradi afere Dadas močno zmanjšalo, je bila donosnost skladov višja od donosnosti bančnih vlog.

Tudi leto 2000 je bilo za sklade zaradi splošnega padanja delniških tečajev eno slabših. Naslednji dve leti sta bili zaradi odprave skrbniških računov za tuje portfeljske vlagatelje in zaradi večjih prevzemnih aktivnosti (Pivovarna Union, Banka Koper, Lek) ter splošne rasti tečajev za sklade že precej ugodnejši. Na večji priliv sredstev v sklade je med drugim vplivalo tudi zniževanje obrestnih mer v bankah, kar je vlagatelje preusmerilo k vlaganju v alternativne naložbe.

Izračun donosnosti in korelacijskih koeficientov kaže na negativno povezavo med obrestnimi merami in donosnostjo vzajemnih skladov. Povezava med obrestnimi merami in donosnostjo

skladov pa se je v zadnjem času še povečala (korelacijski koeficienti imajo vrednosti blizu minus ena).

Izračunala sem tudi korelacijo med rastjo sredstev, vloženih v vzajemne sklade, in nižanjem obrestnih mer. Korelacijski koeficienti kažejo na negativno povezavo med obema spremenljivkama. Če so se obrestne mere za depozite, vezane v tolarjih, po posameznih letih zniževale, so se sredstva v vzajemnih skladih povečevala.

Nasprotno je povezava med deviznimi depoziti in vrednostjo sredstev, vezanih v vzajemnih skladih, šibka in negativna.

Sicer pa je slovenski finančni sistem še vedno bližje bančnemu kot tržnemu. Razvoj bančnega sistema je bil z davčnega vidika vseskozi tudi državno spodbujan. Bančni sektor je kot tak najbolj razvit, prevladujoč in tudi sistemsko podprt.

Kot ostanek prejšnjega sistema se pojavljajo hranilno kreditne službe, sicer pa je bilo po osamosvojitvi ustanovljenih nekaj novih bank.

V zadnjem obdobju pa smo priča združevanju bank in prihajanju tujega kapitala tako v banke kot na borzo. Banka Slovenije je svojimi omejitvami za tujce vseskozi ovirala razvoj kapitalskega trga, zato so se prave vrednosti delnic izoblikovale šele po odpravi omejitev za tujce, kar se je zgodilo leta 2001. Takrat je na borzo začel prihajati tuj kapital, značilni so bili tudi številni prevzemi in združitve.

Zaradi postopnega padanja obrestnih mer je čedalje več ljudi začelo iskati alternativne vire varčevanja. Eden takih je prav gotovo varčevanje v vzajemnih skladih, ki se je v zadnjem času povečalo in predstavlja prek 54 milijard tolarjev prihrankov, kar pa je še vedno le dober odstotek vsega varčevanja.

Večje zanimanje bi prav gotovo spodbudile morebitne davčne spremembe. Trenutno so za kapitalski dobiček zavezani tisti vlagatelji, ki delnice oziroma v našem primeru točke vzajemnega sklada prodajo prej kot v treh letih. Neobdavčitev davčnih obresti je po mnenju slovenskih finančnih strokovnjakov krivična do drugih finančnih institucij.

V prihodnje bo pomembna predvsem liberalizacija finančnih tokov s tujini. Učinek konkurence tujih bank bo vplival predvsem na področje bančništva 'na debelo', ne le na drobno (depoziti). Depoziti kot taki ostajajo in tu tuje banke ne bodo prinesle konkurenčnosti. Bankam bi bilo treba omogočiti prodor na tuja tržišča.

Nasprotno bo na področju vzajemnih skladov že novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje prinesel nove naložbene možnosti, večje zahteve po varnosti za družbe za upravljanje (banka skrbnica), možnost nastopa naših skladov v tujini in s tem večjo konkurenco.

Po mnenju nekaterih upravljalcev vzajemnih skladov bo tuja konkurenca naše sklade prisilila, da bodo ponujali nove, izpopolnjene storitve (indeksni, panožni skladi).

Sicer so naši vzajemni skladi v primerjavi s tujimi po obsegu sredstev premajhni, zato bi bilo treba čim več pooblaščenih investicijskih družb preoblikovati v vzajemne sklade.

LITERATURA

1. Alexander J. Gordon, Sharpe F. William, Bailey V. Jeffrey: Fundamentals of Investments. New Jersey : Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1993. 875 str.
2. Arh Franc: Statistika 1 obrazci in postopki. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1995, 118 str.
3. Blejec Marijan: Uvod v statistiko. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1992. 342 str.

4. Bogle John C.: Bogle On Mutual Funds new perspectives for the intelligent investor. New York : Dow Jones-Irwin, 1994. 320 str.
5. Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra: Temelji bančništva. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
6. Dover Jože, Probanka DZU: Politika naložb Vzajemnih skladov doma in na tujem. Gradivo k predavanju 18. borzno-finančni konferenci. Portorož : Ljubljanska borza, 2001, str. 183-192.
7. Drenovec Franček: Bančni sistem v zadnjem prehodnem obdobju. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 7-8, str 1.
8. Fredman Albert J., Russ Wiles: How Mutual Funds Work. New York : New York Institute of finance, 1993. 334 str.
9. Juhart Miha: Preoblikovanje in Prihodnja vloga odprtih in zaprtih investicijskih skladov v Sloveniji. Gradivo k predavanju 18. borzno-finančne konference. Portorož : Ljubljanska borza, 2001, str. 166-172.
10. Kane Alex, Bodie Zvi, Marcus Alan J.: Investments Fourth Edition. Singapore : Mc Graw- Hill Book Co -Singapore, 1999. 967 str.
11. Kovač Stanislav: Zamolčane Zgodbe Slovenske tranzicije. Ljubljana : Mladinska Knjiga (Zbirka Premiki), 1997. 266 str.
12. Krassnig Peter: Kako boste živeli po upokojitvi je odvisno od vaših odločitev danes. Vodnik Moje finance. Ljubljana : Finance, 2002, str. 37-60.
13. Lah Emil: Intervju z guvernerjem BS Mitjem Gasparijem. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 5, str. 43-47.
14. Lubej Samo: Vzajemni skladi za vsakogar. Maribor : Založba Kapital, 2002. 78 str.
15. Mramor Dušan: Poglavlja iz Poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1995. 125 str.
16. Mramor Dušan: Trg Kapitala. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000, 471 str.

17. Povalej Dušan: Prodajne poti pri trženju vzajemnih skladov v Evropi. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001), 12, str. 36-40.
18. Povalej Dušan: Prodajne poti pri trženju vzajemnih skladov. Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (2002), 5, str. 24-31.
19. Ribnikar Ivan: Od denarja do medvedjega trenda. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1994. 229 str.
20. Ribnikar Ivan: Finančne inštitucije. Bančni vestnik, Ljubljana, 45(1996), 12, str. 45.
21. Rugg Donald D.: The Dow Jones-Irwin Guide to Mutual Funds. Third Edition. Homewood : Dow Jones-Irwin, 1986. 245 str.
22. Simoneti Marko: Projekt razvoj trga kapitala v Sloveniji - Razvojno poročilo o finančnem sektorju v Sloveniji 2000. Ljubljana : Finance, 2000, 126 str.
23. Treven Mateja: Pogumneje v nakup tujih delnic. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 49(2000), 5, str. 18-20.
24. Veselinovič Draško: Posredne in neposredne finance v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 5, str.1.
25. Zobavnik Igor: Investicijsko poslovanje vzajemnih skladov. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1995. 125 str.
26. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji - (ne)uspeh in za koga. Postojna : Dej, 1999. 421 str.

VIRI

1. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 11(2002), 8. 105 str.
2. Bilten Ljubljanske borze. Ljubljana : Ljubljanska borza, 13(2002), 23, 2002. 26 str.
3. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 12(2003), 4, 109 str.
4. Finančni trgi. Ljubljana : Banka Slovenije, 2002, 9, 46 str.

5. ICI-Mutual Fund Fact Book 2000.
[URL: http://www.ici.org/statements/res/2002_factbook.pdf], ICI, 9.11.2000.
6. Interni podatki KD Investments d.d., 15.5.2003.
7. Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev, 1995. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 1995. 36 str.
8. Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev, 1996. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 1996. 34 str.
9. Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev, 1997. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 1997. 24 str.
10. Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev, 1998. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 1998. 31 str.
11. Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev, 1999. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 1999. 28 str.
12. Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev, 2000. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2000. 35 str.
13. Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev, 2001. Ljubljana : Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2001. 47.str.
14. Letno poročilo Banke Slovenije, 1996. Ljubljana : Banka Slovenije, 1996. 60 str.
15. Letno poročilo Banke Slovenije, 1997. Ljubljana : Banka Slovenije, 1997. 74 str.
16. Letno poročilo Banke Slovenije, 1998. Ljubljana : Banka Slovenije, 1998. 95 str.
17. Letno poročilo Banke Slovenije, 1999. Ljubljana : Banka Slovenije, 1999. 101 str.
18. Letno poročilo Banke Slovenije, 2000. Ljubljana : Banka Slovenije, 2000. 96 str.
19. Letno poročilo Banke Slovenije, 2001. Ljubljana : Banka Slovenije, 2001. 105 str.
20. Mutual fund top performers. [URL: <http://biz.yahoo.com/p/tops/all.html>], 10.6.2003.

21. Trgovanje-indeksi Ljubljanske borze.

[URL: http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Menu/tr_stp.htm], 4.2.2003.

22. Podatki Spletnega portala Vzajemci.com.

[URL: http://www.vzajemci.com/Sredstva_VS_SLO_gibanja_kolicine_sredstva.htm],
16.1.2002.

23. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU), 1994
(Uradni list RS, št. 6/94).

24. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), 2002
(Uradni list RS, št. 110/2002).

SLOVAR

ADVISOR = svetovalec

BACK LOAD FUNDS = provizije, ki se namesto ob nakupu zaračunavajo ob prodajah

BALANCED FUND = sklad ravnotežja

BILLION = (milijarda)

BLUE CHIP = delnica najboljšega podjetja

BOND FUND = sklad obveznic

BROAD DIVERSIFICATION = široka diverzifikacija premoženja

CLIENT = vlagatelj

COMMON STOCK FUND = skladi, kjer so predmet nakupa navadne delnice

DISCOUNT = popust

EQUITY FUNDS = delniški skladi

EQUITY INCOME FUNDS = skladi delnic in dohodka

GO GO FUNDS = skladi vlagajo večinoma v delnice, katerih tečaji hitro rastejo

GROWTH AND INCOME FUND = sklad rasti in dohodka

GROWTH FUND = sklad rasti

INCOME AND GROWTH FUND = sklad dohodka in rasti

INCOME FUNDS = skladi dohodka

INDEX FUNDS = indeksni skladi

JUNK BONDS FUND = sklad, ki investira v podjetniške obveznice slabše kvalitete

LIQUIDITY = likvidnost; načelo likvidnosti skladov

LOAD FUND = skladi s provizijo

MIXED HYBRID FUNDS = mešani skladi

MONEY MARKET FUND = sklad kratkoročnih vrednostnih papirjev

NAV Net asset value per share = vrednost enote premoženja (VEP)

NO LOAD FUND = skladi brez provizije

OUTSTANDING = izdanih

PROFESIONAL MANAGEMET= (strokovno upravljanje)

REAL ESTATE FUND = skladi nepremičnin

REDEMPTION FEE = provizija, če delnice prodajo pred potekom določene dobe

REDUMPTION AT NAV = odkup po čisti tržni vrednosti sredstev glede na vrednost enote premoženja, ki je ponavadi višja od trenutne tržne vrednosti

SECURITY EXCHANGE COMISSION = Komisija za trg vrednostnih papirjev in borzo

SIMPLICITY AND CONVENIENCE = enostavnost in udobnost

TAX EXEMPT FUND = sklad brez obdavčenj

TRUSTEE=usposobljenimanagement

PRILOGE

PRILOGA 1

Tabela št. 1: Izračunane nominalne donosnosti skladov po posameznih letih (v %)

Nominal.do nosnost	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	odstot. delnic	povprečje 7 let.
galileo	15,32	21,78	28,46	32,26	19,54	0,47	27,19	58,84	76,07	370,42
alfa	26,43	16,78	23,54	20,41	23,31	24,23	24,15	49,08	58,08	393,05
rastko	-	1,30	27,64	28,51	32,26	-1,55	20,51	60,52	89,59	-
vipek	25,91	18,52	21,06	20,37	15,37	6,63	19,74	40,66	77,25	233,48
zajček	28,94	10,06	25,58	18,70	11,72	5,47	16,06	40,56	69,39	229,95
polžek	28,35	10,90	20,59	19,20	11,67	6,0	12,59	39,92	50,69	187,78
hrast	12,73	10,62	14,40	31,57	17,02	4,33	20,94	51,66	67,91	244,77
modra komb.	31,24	-2,50	19,10	16,48	14,44	6,5	15,37	56,05	69,51	203,05
pika	19,36	8,62	16,05	12,51	17,64	9,4	20,16	24,17	34,70	176,69
LBM Piram.	20,41	9,18	13,69	14,58	14,17	10,30	13,89	28,97	39,04	153,63
KD Bond	-	6,70	21,19	12,79	13,79	13,25	9,65	18,24	0,92	-
SPD	14,0	-14,88	23,97	5,49	28,27	11,94	25,05	49,87	69,58	218,61
Delniški	4,77	-16,31	23,98	8,73	23,62	8,96	29,19	47,14	75,79	211,42
Skala	-	-	-	-	-	-	21,56	55,15	73,25	-
Renta	-	-	-	-	-	12,28	20,24	29,99	58,85	-
Vizija	-	4,81	18,85	14,45	13,59	3,75	13,79	34,93	28,49	-
Sova	-	-	-	-	-	-	10,95	12,29	0,00	-
Živa	-	-	-	-	-	5,15	25,19	54,01	86,29	-
teh.povp. don.	10,80	5,78	22,99	20,30	20,33	7,33	13,29	37,97		322,25

Vir: Dnevno časopisje in lastni izračuni.

PRILOGA 2

Tabela št. 2: Realna donosnost vzajemnih skladov po posameznih letih (v %)

REALNA DONOSNOST	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	odstotek delnic
GALILEO	6,19	11,93	17,42	24,19	10,69	-7,74	18,87	48,36	76,07
ALFA	16,42	7,33	12,92	13,06	14,18	14,08	16,03	39,07	58,08
RASTKO	-	-6,89	16,67	20,67	22,46	-6,75	12,63	48,42	89,59
VIPEK	15,94	8,93	10,66	13,02	6,82	-2,08	11,91	32,96	77,25
ZAJČEK	18,73	1,16	14,79	11,46	3,44	-3,15	8,47	43,51	69,39
POLŽEK	18,19	1,93	10,23	11,92	3,40	-2,66	5,22	30,52	50,69
HRAST	3,80	1,67	4,57	23,54	8,35	-4,20	13,03	40,69	67,91
MODR. KOMB.	20,85	-10,39	8,87	9,37	5,96	-2,20	7,82	44,48	69,51
PIKA	9,91	-0,16	6,08	5,64	8,93	0,46	12,30	14,88	34,70
LBM PIRAM.	10,87	0,35	3,92	7,59	5,71	1,29	6,44	20,60	39,04
KD BOND	-	-1,93	10,78	5,91	5,36	3,99	2,48	7,63	0,92
SPD	4,97	-21,76	13,32	-0,95	18,77	2,79	16,87	38,82	69,58
DELNIŠKI	-3,53	-23,08	13,33	2,09	14,46	0,06	20,74	36,36	75,79
SKALA	-	-	-	-	-	-	13,61	40,66	73,25
RENTA	-	-	-	-	-	3,10	12,37	19,99	58,85
VIZIJA	-	-3,67	8,63	7,46	5,18	-4,7	6,35	23,93	28,49
SOVA	-	-	-	-	-	-	3,69	-0,65	0,00
ŽIVA	-	-	-	-	-	-3,44	17	38,93	86,29
SKUPAJ	10,80	-3,06	12,10	12,73	11,12	-1,31	13,16	37,27	-

Vir: Lastni izračuni.

PRILOGA 3

Tabela št. 3: Povprečne deklarirane obrestne mere bank (v %), za vloge vezane v tolarjih, po posameznih letih

LETO	OD 31 DO 90 DNI			NAD 1 LETO		
	TOM	R	NOMINAL.	TOM	R	NOMINAL.
1995	8,19	6,5	14,7	8,19	9,7	17,9
1996	8,70	4,9	14,6	8,70	7,2	15,9
1997	8,84	3,9	12,7	8,84	6,4	15,2
1998	8,51	1,8	10,3	8,51	4,3	12,8
1999	6,27	0,9	7,20	6,27	4,0	10,3
2000	9,06	0,9	10,0	9,06	4,5	13,6
2001	8,60	0,6	9,20	8,60	4,7	13,3
2002	-	-	7,80	7,3	3,8	11,1

Vir: Bilten Banke Slovenije, 12(2003), 4, str. 40-41.

Tabela št. 4: Povprečne deklarirane obrestne mere bank za devizne vloge (v %), po posameznih letih

LETO	OD 31 DO 90 DNI			NAD 1 LETO		
	D	R	NOMINA.	D	R	NOMINA.
1995	7,6	5,8	13,4	7,6	8,8	16,4
1996	3,5	3,9	7,40	3,5	6,4	9,90
1997	3,7	3,3	7,00	3,7	5,7	9,40
1998	2,1	1,7	3,80	2,1	4,3	6,40
1999	4,7	0,9	5,60	4,7	3,8	8,50
2000	7,2	0,9	8,10	7,2	4,5	11,7
2001	4,7	1,06	5,76	4,7	4,7	9,40
2002	4,3	0,73	5,03	4,3	3,8	8,11

Vir: Bilten Banke Slovenije, 12(2003), 4, str. 40-41.

PRILOGA 4

Tabela št. 5: Cilji naložb, investicijska politika in ocena tveganosti slovenskih vzajemnih skladov

Vzajemni sklad	Cilji naložb, investicijska politika in ocena tveganosti
Polžek	<p>Cilj: visoka stopnja likvidnosti in varnosti naložbe.</p> <p>Naložbe niso regionalno ali panožno omejene, delež delnic in obveznic ni vnaprej določen, naložbe v pretežno dolžniške vrednostne papirje.</p> <p>Ocena tveganosti: relativno nizka.</p>
Zajček	<p>Cilj: maksimiziranje donosa ob srednje visoki stopnji varnosti in likvidnosti.</p> <p>Naložbe niso regionalno ali panožno omejene, delež delnic in obveznic ni vnaprej določen.</p> <p>Ocena tveganosti: srednja do visoka.</p>
Sova	<p>Cilj: maksimalni tekoči dohodek do obsega konsistentnega s stabilnostjo glavnice in likvidnosti. V daljšem obdobju postavitev tipičnega denarnega sklada kot ga poznajo v tujini, z donosom, ki je primerljiv z donosom bančnih vezanih vlog, z večjo prožnostjo v ponudbi do varčevalcev.</p> <p>Naložbe: sklad bo osredotočen na naložbe v kvalitetne domače in tuje dolžniške vrednostne papirje, naložbe ne bodo regionalno ali panožno omejene. Inv. politika bo temeljila na pasivnem upravljanju naložb.</p> <p>Ocena tveganosti: nizka.</p>
Vipek	<p>Cilj: ustrezen donos ob čim manjšem tveganju investorjev</p> <p>Naložbe: ne omejuje sektorsko ne vlaga v nelikvidne vrednostne papirje (max 5%), sklad vlaga v državne vrednostne papirje in delnice v razmerju približno 50:50.</p> <p>Ocena tveganosti: nizka.</p>
Hrast	<p>Cilj: varnost, likvidnost in donosnost. Vzajemni sklad Hrast daje prednost stabilni rasti vrednosti investicijskega kupona. Temu sledita donosnost in likvidnost investiranih sredstev.</p> <p>Naložbe: glavna omejitev je varnost določene naložbene oblike, upošteva pri tem varnost posamezne naložbe v kombinaciji z</p>

	<p>ostalimi naložbami, ki predstavljajo portfelj vzajemnega sklada. Sredstva vzajemnega sklada družba za upravljanje investira v naložbe, ki omogočajo stalne in stabilne dohodke za investiranje (dohodkovna rast), kot tudi v naložbe, v katere bo vlagala s ciljem doseganja kapitalskih dobičkov (kapitalska rast), ne glede na panožno ali geografsko pripadnost.</p> <p>Ocena tveganosti: srednja.</p>
Delniški	<p>Cilj: doseči optimalne donose z investiranjem v uravnotežen portfelj delnic, ki kotirajo na borzi.</p> <p>Naložbe: Vzajemni sklad 'Nika delniški' investira predvsem v delnice, ki glede na dejavnost podjetja, trenutno ceno delnice, oceno bodočih dobičkov in rasti podjetja in preteklo dogajanje na trgu vrednostnih papirjev obetajo nadpovprečne stopnje rasti cene. Poudarek je na delnicah storitvenih podjetij, predvsem na področju bančnih in drugih finančnih storitev. Upravljalca lahko v skladu s stanjem na trgu vrednostnih papirjev in makroekonomsko situacijo in v okviru zakonskih omejitev po potrebi investira sredstva sklada tudi v druge vrste vrednostnih papirjev.</p> <p>Ocena tveganosti: srednja.</p>
SPD	<p>Cilj: doseči optimalne donose z investiranjem v uravnotežen portfelj delnic, ki kotirajo na borzi; poudarek je na delnicah z nadpovprečno donosnostjo. Upravljalca lahko v skladu s stanjem na trgu vrednostnih papirjev in makroekonomsko situacijo in v okviru zakonskih omejitev po potrebi investira sredstva sklada tudi v druge vrste vrednostnih papirjev.</p> <p>Ocena tveganosti: srednja.</p>
Galileo	<p>Cilj: z razpršenostjo naložb doseči stabilno naložbo, ki dolgoročno prinaša visoke donose ob sprejemljivi stopnji tveganja.</p> <p>Naložbe: naložbena politika je uravnotežena in daje prednost varnosti, likvidnosti in donosnosti.</p> <p>Ocena tveganosti: srednja.</p>
Rastko	<p>Cilj: z razpršenostjo naložb doseči stabilno naložbo, ki dolgoročno prinaša visoke donose ob sprejemljivi stopnji tveganja.</p> <p>Naložbe: naložbena politika je rizična, usmerjena predvsem v delnice.</p> <p>Ocena tveganosti: visoka.</p>
KD Bond	<p>Cilj: z razpršenostjo naložb in strokovnim upravljanjem doseči stabilno naložbo, ki dolgoročno prinaša donose, višje od donosov bančnih vlog.</p> <p>Naložbe: naložbe bodo usmerjene v več gospodarskih sektorjev in</p>

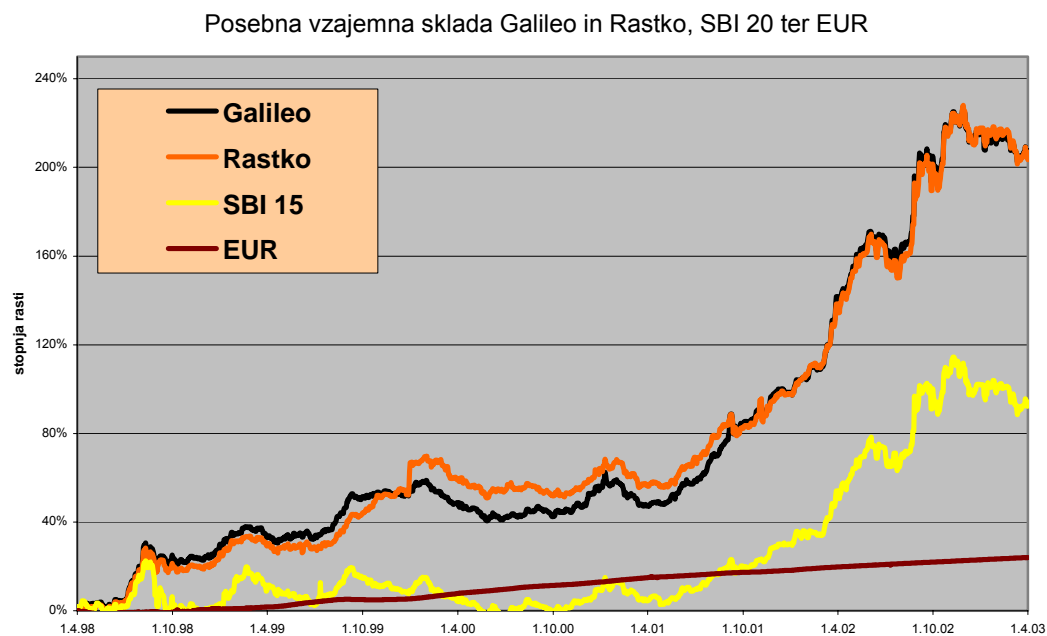
	<p>geografskih področij, pretežno v obveznice. Pasivno upravljanje naložb.</p> <p>Ocena tveganosti: nizka.</p>
LBM Piramida	<p>Cilji: primarna cilja sta varnost in likvidnost naložbe, čemur sledi donosnost.</p> <p>Ocena tveganosti: relativno nizka.</p> <p>Sredstva investira v naložbe, ki omogočajo stalne in stabilne dohodke za investitorje (dohodkovna rast) kot tudi v naložbe v katere bo vlagala predvsem s ciljem doseganja kapitalskih dobičkov (kapitalska rast). Kriterij za izbiro naložbe bo njena kakovost ne glede na panožno ali geografsko pripadnost.</p>
Skala	<p>Z razpršitvijo naložb in aktivnim upravljanjem doseči stabilno naložbo, ki dolgoročno prinaša visoke donose pri spremenljivi stopnji tveganja. Rast naložb dosega s kapitalskimi dobički, dividendami, z upoštevanjem tržnih nihanj in z obrestmi na dolžniške vrednostne papirje ter bančnimi obrestmi. Sklad nalaga pretežno v delnice, zato je bolj rizičen od obvezniških.</p>
Pika	<p>Cilj: ustvarjanje predvsem kapitalskih dobičkov in v manjši meri prihodki iz obresti in dividend. Sklad bo s hitrim obračanjem portfelja poizkušal izkoriščati nihanja na trgu vrednostnih papirjev.</p> <p>Naložbe: naložbe v obveznice predstavljajo večji del, v delnice načeloma maksimalno 30% portfelja.</p> <p>Ocena tveganosti: relativno nizka.</p>
Živa	<p>Cilj: Prvi cilj naložbene politike vzajemnega sklada Živa je doseganje čim večje donosnosti. Zato bo pomemben cilj sklada poleg realizacije čim večjih obresti in dividend tudi poizkusiti ustvariti čim večje kapitalске dobičke.</p> <p>Naložbe: naložbe v delnice bodo predstavljale večji del naložb; vsaj 50% naložb v delnice bo praviloma v delnice podjetij iz kotacije A in B Ljubljanske borze; naložbe v obveznice ali bančne depozite praviloma ne bodo presegle 20% vrednosti sklada, razen izjemoma za krajše obdobje, ko bo to po oceni upravljalca potrebno oziroma za sklad koristno zaradi dogajanj na trgu vrednostnih papirjev.</p> <p>Ocena tveganosti: srednja.</p>
Modra kombinacija	<p>Cilj: Cilji investicijske politike vzajemnega sklada so varnost, likvidnost in donosnost, ki praviloma presega donosnost bančnih denarnih depozitov občanov vezanih za dobo nad eno leto.</p> <p>Naložbe: Investicije bodo usmerjene v delnice in obveznice, pri čemer</p>

	<p>ne bodo sektorsko ali geografsko omejene. Razmerje med naložbami v dolžniške vrednostne papirje in delnice ni določeno.</p> <p>Ocena tveganosti: srednja.</p>
Alfa	<p>Cilj: temeljni cilj je dolgoročna in stabilna rast premoženja sklada in doseganje nadpovprečnih letnih donosov. Za nadpovprečni letni donos štejemo donos, ki je višji od povprečne obrestne mere izračunane na podlagi podatkov o obrestnih merah, ki jih nudijo slovenske banke ob začetku poslovnega leta za enoletne tolarske vezave depozita.</p> <p>Naložbe: je sklad ravnotežja. Izbira med naložbami s stalnim (min. 40%) in variabilnim (max. 60%) donosom.</p> <p>Ocena tveganosti: srednja.</p>
Vizija	<p>Temeljni cilj sklada je dolgoročna in stabilna rast premoženja in doseganje ustreznih donosov ob relativno majhni stopnji tveganja. Cilji bodo uresničeni ob razpršitvi premoženja in doseganju kapitalskih dobičkov in razpršitvijo premoženja v oblike ki prinaša donos do dospelja.</p>
Renta	<p>Cilj: dolgoročna in stabilna rast premoženja sklada in doseganje nadpovprečnih letnih donosov ob relativno majhni stopnji tveganja.</p> <p>Naložbe: razpršitev naložb v oblike, ki prinašajo donose do dospelja in kapitalske dobičke.</p> <p>Ocena tveganosti: srednja.</p>

Vir: Dover, 2001, str. 188-191.

PRILOGA 5

Graf št. 1: Gibanje vrednosti VEP posebnih vzajemnih skladov Galileo, Rastka ter SBI 20



Vir: Interni podatki KD Investments, 16.3.2003.

PRILOGA 6

Tabela št. 6: Vrednosti standardnega odklona za osemletno obdobje

VZAJEMNI SKLAD	PRIČAKOVANA DONOSNOST (v %)	STANDARDNI ODKLON
Galileo	25,48	15,61
Alfa	25,99	9,14
Rastko	24,18 ¹	19,78 ⁶
Vipek	21,03	9,06
Zajček	19,64	10,77
Polžek	18,65	10,36
Hrast	20,41	13,97
Modra kombinacija	19,59	16,50
Pika	16,05	5,15
Piramida	15,65	5,92
KD Bond	13,66	4,52 ¹
SPD	17,96	17,67
Delniški	16,26	17,81
Skala	38,35 ³	16,79 ³
Renta	20,67 ²	7,21 ⁷
Vizija	24,36 ¹	10,7 ¹
Sova	11,62 ³	0,66 ⁸
Živa	27,84 ²	19,96 ²
Vloge vezane v tolarjih od 31-90 dni	10,81	2,71
Vloge vezane v tolarjih nad 1 leto	13,76	2,33
Devizne vloge vezane od 31-90 dni	7,01	2,74
Devizne vloge vezane nad 1 leto	9,98	2,81

Vir: Lastni izračuni.

PRILOGA 7

Tabela št. 7: Sredstva vezana v bančnih depozitih po posameznih letih v milijonih tolarjev

⁶ Izračun na podlagi podatkov za sedemletno obdobje.⁷ Izračun na podlagi podatkov za triletno obdobje.⁸ Izračun na podlagi podatkov za dvoletno obdobje.

Leto \ Vloge	Vloge v tolarjih 31-90 dni	Vloge vezane nad eno leto	Kratkoročne devizne vloge	Dolgoročne devizne vloge
1994	30.032	11.323	86.494	39.168
1995	31.942	17.930	111.127	52.494
1996	49.362	29.531	149.200	32.957
1997	88.228	43.950	167.378	34.615
1998	101.992	63.724	180.813	39.440
1999	101.941	68.026	197.665	45.947
2000	126.001	78.357	277.641	78.120
2001	156.274	125.285	367.034	95.829
2002	172.221	205.890	389.221	96.787

Vir: Bilten Banke Slovenije, 12(2003), 4, str. 31-33.

PRILOGA 8

Tabela št. 8: Najdonosnejši skladi v tujini v petletnem obdobju

Ime sklada	Nominalna donosnost (v odstotkih)
Schroder Ultra inv.	66,58
Turner Micro Cap Growth	31,67
Matthews Korea	27,89
Kinetics Internet	24,81
Korean Investments A	23,81
Wasatch Micro Cap	22,72
PIMCO RCM Biotechnology D	22,36
Bjurman, Barry Micro-Cap Growth	21,68
Bridgeway Aggressive Investors 1	18,98
Eaton Vance Worldwide Health Sci A	18,72

Vir: Mutual fund top performers, 10.6.2003.

Tabela št. 9: Najdonosnejši tuji skladi v obdobju enega leta

Ime sklada	Nominalna donosnost (v odstotkih)
Jacob Internet	66,67
Fidelity Leveraged Company Stock	64,43
Fidelity Advisor Leveraged Co Stk I	61,80
Fidelity Advisor Leveraged Co Stk A	61,57
Fidelity Advisor Leveraged Co Stk T	60,99
Fidelity Advisor Leveraged Co Stk B	60,70
Fidelity Advisor Leveraged Co Stk C	60,21
ProFunds Ultra Internet Inv	52,27
ProFunds Ultra Internet Svc	51,67
American Century Target Mat 2030 Inv	49,47

Vir: Mutual fund top performers, 10.6.2003.

