

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
TRŽENJE VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

Ljubljana, november 2006

NEŽA KIKELJ

IZJAVA

Študentka NEŽA KIKELJ izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. ALJOŠE VALENTINČIČA in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 20.11.2006

1. Uvod

Pred dvema leti je bilo na trgu manj kot 20 vzajemnih skladov. Redki vlagatelji, ki so poznali in so se odločali za varčevanje v skladih, niso imeli veliko izbire. Število delnic na slovenski borzi, kamor so skladi lahko vlagali večino svojih sredstev je bilo omejeno, zaradi restriktivne zakonodaje pa so skladi največ 10% vseh svojih sredstev lahko vlagali v tujino. Večina skladov je v tujino vlagala celo manj kot 10% svojih sredstev, zakaj bi le vlagali v tujino, ko je bila rast delnic na domačih tranzicijskih trgih tako vabljiva.

Lepi donosi so se poznali na donosih vzajemnih skladov, ki so bili v tem obdobju visoko nad povprečjem. Bolj poučeni vlagatelji so začeli z vlagati v sklade in s časom v to prepričali še svoje sorodnike in znance. Kdo bi se lahko uprl 20 odstotni letni donosnosti? Denar je sam od sebe pritekal v sklade in tržniki so si meli roke. Konkurenca med njimi je bila takrat še zelo nizka, z zelo malo znanja pa je povprečen tržnik zlahka obvladal svoje delo. Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP) se je takrat odločila, da bo moral imeti od 1.1.2005 vsak tržnik vzajemnih skladov opravljen izpit za trženje vzajemnih skladov, kar pa še vedno ni preprečilo nelegalnega trženja skladov.

V letu 2005 pa je slovenski trg vzajemnih skladov doživel korenito spremembo, ki je bila posledica dejstva, da je slovenski borzni trg doživel močnejšo korekcijo. Slovenski borzni indeks SBI20 je v tem letu v razdobju od februarja do septembra zabeležil skoraj 20% padec. Domači vzajemni skladi, ki so si v tem času nabrali veliko premoženje, zaradi nizke likvidnosti slovenskega borznega trga niso mogli preusmeriti svojih sredstev v tujino, pri tem pa jih je vsaj v začetku omejevala tudi zakonodaja. Na trgu so se pojavili novi vzajemni skladi, ki so vlagali predvsem v tuje delnice in tržniki domačih vzajemnih skladov, so lahko v začetku le opazovali, kako denar odteka v tuje vzajemne sklade, v katere je do konca leta 2005 priteklo kar 22 milijard tolarjev sredstev (Nidorfer, 2005, str.10).

Sčasoma so se tržniki razmeram prilagodili in danes so na novi prelomnici. Večina tržnikov, ki se preživlja absolutno s to dejavnostjo, trži vzajemne sklade mnogih družb za upravljanje. Na trgu imamo več kot 200 vzajemnih skladov, ki se tržijo v Sloveniji, zanimivi pa postajajo tudi vzajemni skladi in drugi finančni produkti, h katerim lahko vlagatelji pristopijo preko spletnih strani. Poznavanje in spremljanje vseh novih produktov postaja zelo kompleksno in zamudno.

Tržniki se morajo danes odločati, koliko časa nameniti izobraževanju in koliko časa dejanskemu trženju skladov in kateri sklad sploh svetovati stranki, ko ima na izbiro več

podobnih skladov. Vse bolj prihaja v ospredje etika tržnikov, ko se morajo vprašati, ali lahko postavijo lastni dobiček pred dobrobit vlagatelja. Zdržati morajo pritisk nelegalnega trženja nelegalnih/legalnih vzajemnih skladov in predvsem pritisk naraščajoče konkurence v panogi.

Namen moje diplomske naloge je ugotoviti, kakšno je trženje vzajemnih skladov v Sloveniji. Pri tem ugotavljam, na podlagi kakšnih razlogov se vlagatelji v Sloveniji odločajo za posamezno vrsto naložbe in kateri zakonodajni vidiki so za trženje vzajemnih skladov v Sloveniji pomembni. Trženje vzajemnih skladov v Sloveniji je vir zaslužka za mnogo ljudi in tudi v tej panogi se konkurenca čedalje bolj veča. V skladu s tem skušam ugotoviti, kakšna so trendi vlaganja v vzajemne sklade in posledično kakšna je prihodnost trženja vzajemnih skladov.

Diplomska naloga je sestavljena iz štirih večjih vsebinskih sklopov. V prvem opredeljujem pojme s področja vzajemnih skladov s poudarkom na prednostih in slabostih, ki jih mora tržnik pri svojem delu poznati. V naslednjem poglavju raziskujem dejavnike, ki vplivajo na odločitev o vrsti naložbe ter o varčevanju v vzajemne sklade. V četrtem poglavju se osredotočam na pravni in etični vidik, prodajne poti in postopke pristopa k vzajemnim skladom v Sloveniji. V zadnjem poglavju skušam pogledati prihodnost s pomočjo danes znanih trendov, omejitev, ovir in izzivov na področju trženja vzajemnih skladov.

2. Opredelitev in oblike vzajemnih skladov

2.1 Opredelitev

Investicijski skladi zbirajo sredstva vlagateljev in jih vlagajo v različne vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe. Vsak posamezni investitor je sorazmerni lastnik investicijskega sklada, glede na vložena sredstva v sklad.

Obstaja veliko načinov delitve skladov, za potrebe te diplomske naloge, pa je najprej potrebno investicijske sklade ločevati najprej glede na unovčitev (Žnidaršič, 1999, str. 27), to je na zaprte in odprte investicijske sklade.

Obe vrsti skladov sta ustanovljeni z namenom zbiranja in vlaganja sredstev v različne likvidne finančne naložbe, obstaja pa med njima nekaj pomembnih razlik, ki lahko pomembno vplivajo na odločitev vlagatelja o naložbi.

Prva in najpomembnejša razlika z vidika vlagatelja je pri pridobitvi enot premoženja investicijskega sklada. Pri odprtem investicijskem skladu lahko vlagatelj kadar koli kupi enote tega sklada, pri zaprtem investicijskem skladu, pa lahko vlagatelj kupi enote tega sklada le na borzi, kar pomeni, da mu jih mora eden od vlagateljev prodati. Iz tega lahko sklepamo, da so torej naložbe v odprte investicijske sklade načeloma bolj likvidne, saj vedno (razen ob izjemnih dogodkih, ko je lahko izplačilo zadržano, ti izredni dogodki pa morajo biti točno opredeljeni v prospektu) lahko prodamo enote sklada, medtem ko moramo pri zaprtih investicijskih skladih enote premoženja tega sklada prodati na borzi nekomu drugemu, kar pa ni vedno zelo preprosto (Žnidaršič, 1999, str.45).

Pri nakupu enot odprtega investicijskega sklada mora vlagatelj včasih plačati vstopno provizijo, pri nakupu enot investicijskega sklada pa borzno posredniško provizijo.

Razlika nastopi tudi z ocenjevanjem vrednosti naložbe. Pri odprtih investicijskih skladih je vrednost enote premoženja odvisna od čiste vrednosti sredstev sklada, ki je izračunana iz računovodske vrednosti naložb v portfelju. Pri zaprtem investicijskem skladu je cena enote premoženja sklada odvisna od ponudbe in povpraševanja tržnih udeležencev.

Investicijske sklade ustanavlja in upravlja Družba za upravljanje (DZU). Organizirana je v obliki delniške družbe ali družbe z omejeno odgovornostjo in mora imeti najmanj dvočlansko upravo. Lahko opravlja samo dejavnost upravljanja investicijskih skladov in premoženja dobro poučenih vlagateljev.

V Sloveniji se odprti investicijski skladi pojavljajo kot vzajemni skladi, zaprti vzajemni skladi pa kot investicijske družbe (ID). Prvi vzajemni sklad v Sloveniji je bil ustanovljen 1.1.1992 s strani Kmečke družbe in se je imenoval KD Galileo. Do sprejetja ZISDU(2. čl.) 26.1.1994, so vzajemne sklade v Sloveniji upravljale borzno posredniške hiše in borzni oddelki bank, kasneje pa so morali vsi vzajemni skladi v Sloveniji preiti v upravljanje DZU (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 109).

2.1.2002 je v Sloveniji na področju vzajemnih skladov stopil v veljavo nov zakon ZISDU-1 (112. člen), po katerem je vzajemni sklad opredeljen kot premoženje, ki je ločeno od premoženja DZU, ki upravlja ta sklad in je v lasti imetnikov investicijskih kuponov vzajemnega sklada. Premoženje je razdeljeno na enote, katerih vrednost je na zahtevo imetnika izplačljiva iz tega premoženja, in ki ga upravlja družba za upravljanje.

Po vplačilu denarja v sklad vlagatelj dobi investicijski kupon (lahko je v materializirani ali nematerializirani obliki), ki se glasi na določeno število enot premoženja, to število pa je odvisno od vplačanega zneska in od izračunanega VEP na obračunski dan. Ta kupon je

lahko neprenosljiv ali prenosljiv, lahko pa se ga tudi zastavi. Vlagatelj lahko ta kupon kadarkoli proda, denar pa se mu mora izplačati najkasneje v petih delovnih dneh po koncu obračunskega obdobja (ZISDU-1, 134. člen).

2.2 Prednosti in slabosti investicijskih skladov

Tržniki vzajemnih skladov morajo potencialnim vlagateljem znati predstaviti pozitivne in negativne strani vlaganja v vzajemne sklade ter kam lahko umeščamo vzajemne sklade v primerjavi z alternativnimi naložbami. Največkrat se kot prednosti varčevanja v vzajemnih skladih omenja sledeče:

- **Razpršenost premoženja** – razpršenost premoženja na različne trge, panoge, podjetja ipd. zmanjšuje tveganje same naložbe. Če bi vlagatelj želel sam doseči enakovredno razpršenost sredstev z samostojnim vlaganjem (npr. v 50 različnih vrednostnih papirjev), bi potreboval ogromno sredstev, časa in znanja, poleg tega pa bi to vlagatelju povzročalo velike stroške.
- **Strokovno upravljanje premoženja** – izbira različnih vrednostnih papirjev od investitorja zahteva veliko znanja in angažiranja. Z vlaganjem v sklad vlagatelj zaupa denar upravljavcem, ki imajo potrebna znanja in pogosto tudi dostop do širše baze informacij, ki so mnogokrat dostopne samo proti plačilu, kot npr. Bloomberg.
- **Prihranek časa** – spremljanje vseh informacij, izdelava analiz in izbira naložb zahtevajo veliko časa.
- **Enostavnost** – vlaganje v sklad je v primerjavi z nekaterimi alternativnimi naložbami (delnice, obveznice, opcije, ...) relativno enostavno. Če vlagatelj izbere sklad, ki reinvestira dobičke, mu ni potrebno vsako leto izračunavati kapitalskih dobičkov, dividend in obresti. Poleg tega je tu pomembna tudi drobljivost premoženja sklada. Če vlagatelj izplača del sredstev, se mu ne podre celotna struktura portfelja, ampak še vedno ohranja primerno geografsko in panožno razpršitev v skladu z investicijsko politiko sklada.
- **Likvidnost** – vlagatelj lahko kadarkoli proda svoja sredstva v skladu, lahko pa proda tudi le del svojih sredstev - drobljivost.
- **Nižji stroški vlaganja** - če bi vlagatelj sam vlagal v sklad, bi moral plačati stroške borzno posredniške provizije in še nekatere druge stroške (odprtje skrbniškega računa, izdelavo analiz ipd.), višina teh stroškov na enoto pa je ponavadi v obratnem

sorazmerju z višino vloženih sredstev. Poleg tega je tu potrebno upoštevati tudi oportunitetne stroške časa, v primeru, da bi moral vlagatelj sam izbirati naložbe.

Nekatere od slabosti vzajemnih skladov so:

- **Ni vpliva na izbiro naložb** – pri vlaganju v vzajemne sklade vlagatelj nima možnosti na izbiro naložb sklada.
- **Stroški** – stroški vzajemnih skladov, ki jih morajo nositi vlagatelji so: upravljavska provizija, skrbniška provizija, vstopna provizija, izstopna provizija in še nekatere druge, kot so na primer prestopna provizija, stroški nakupa vrednostnih papirjev sklada ipd. Višina stroškov je odvisna od posameznega sklada, vsi stroški pa morajo biti nujno opredeljeni v prospektu za javno ponudbo investicijskih kuponov. Navadno so ti stroški odvisni od (interno gradivo Ilirike Družbe za upravljanje-Prospekt za javno ponudbo investicijskih kuponov mešanega vzajemnega sklada Modra kombinacija, 2006):
 - investicijske politike (aktivno upravljani skladi imajo ponavadi nekoliko višjo upravljavsko provizijo, poleg tega so celotni stroški poslovanja sklada, ki jih označujemo s kratico TER (Total Expense Ratio) precej višji);
 - od odločitve upravljavcev, katere stroške bo nosil sklad in katere DZU;
 - števila skladov, ki jih upravlja DZU in seštevek čiste vrednosti sredstev (ČVS) v teh skladih (banka skrbnica v tem primeru ponavadi postavi nižjo skrbniško provizijo, poleg tega pa v primeru, da je v vseh skladih ene DZU lahko postavi nižjo upravljavsko provizijo, saj v DZU priteka več sredstev);
 - v času posebnih marketinških akcij so lahko nekateri stroški nižji;
 - nekateri tržniki zaračunavajo tudi premijo za trženje, kar je sicer pri nas nezakonito, če ni opredeljeno v prospektu sklada (primer trženje skladov Paribas first selection s strani podjetja E&S).
- **Davki** – Davčna zakonodaja izenačuje davčno stopnjo za prihodke iz unovčitve delnic in vzajemnih skladov (ZDoh-1, 87. člen) ter dividend (ZDo-1D, 79. člen), ki so tako obdavčeni po enaki stopnji. Za obresti, obračunane v letih 2006 in 2007 velja, da so neobdavčene do 300.000 SIT, v tem času pa za njih velja tudi nižja obdavčitev in znižana osnova za obdavčitev (ZDoh-1, 141. člen). V letu 2008 bodo obresti obdavčene po enaki stopnji kot ostali prihodki iz kapitala (ZDoh-1, 70. člen).

2.3 Oblike vzajemnih skladov

Delitev vzajemnih skladov po skupinah glede na izbrane kriterije je lahko z vidika trženja nujno potrebna. Večinoma so te delitve opravljene na podlagi nekaterih kriterijev, ki jih lahko potencialni vlagatelj spozna za pomembne in lahko vplivajo na izbiro posameznikove naložbe. Po drugi strani je izbor kriterijev za razdelitev vzajemnih skladov po skupinah pomemben tudi za tržnike, ker tako lažje izpostavijo temeljne lastnosti in svoj produkt lažje pozicionirajo.

V literaturi obstaja ogromno delitev vzajemnih skladov in v nadaljevanju tega dela jih navajam le nekaj:

Glede na tveganost naložbe lahko sklade delimo v naslednje 3 skupine (Dimovski, Gregorič, 2000, str 169-171):

- **skladi agresivne rasti (agressive growth funds)**, njihova naložbena politika je naravnana na doseganje visokih rasti kapitala, kar od upravljavcev zahteva agresivno in špekulativno vlaganje. Za vlagatelja vlaganje v take sklade pomeni možnost doseganja višjih dobičkov, pa tudi večje tveganje ;
- **skladi zmernе rasti (moderate growth funds)**, cilj naložbene politike v teh skladih je doseganje zmernе rasti sredstev ob zmerni izpostavljenosti vlagatelja tveganju;
- **skladi zadržane rasti (conservative growth funds)**, so namenjeni vlagateljem, ki ne želijo visokega tveganja in nestanovitnosti prihrankov.

Vzajemne sklade lahko delimo tudi glede na kriterij vstopnih in izstopnih stroškov, v tem primeru pa poznamo (Mramor, 2000, str. 89-93):

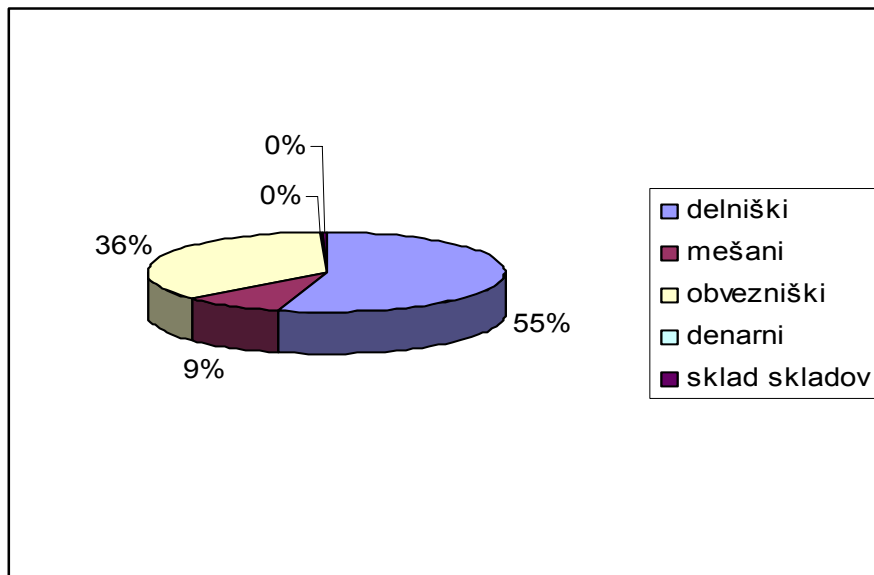
- **load funds (skladi s provizijo)** – investitor ob vstopu in/ali ob izstopu iz sklada plača provizijo;
- **no load funds (skladi brez provizije)** – investitor nima izstopnih oziroma vstopnih stroškov.

Tudi pri nas je pomembna delitev sklada glede na investicijsko politiko, ki določa strukturo naložb. Po 11. členu ZISDU-1 mora imeti vsak sklad v svojem imenu tudi označba, iz katere je razvidna naložbena politika. Glede vrste naložb lahko govorimo o naslednjih oblikah:

- Uravnoteženi vzajemni sklad

- Denarni vzajemni sklad
- Delniški vzajemni sklad
- Obvezniški vzajemni sklad
- Vzajemni sklad skladov
- Indeksni vzajemni sklad

Slika 1: Porazdelitev trga glede na število vzajemnih skladov z določeno investicijsko usmerjenostjo



Vir: <http://www.vzajemci.com>, 4.6.2006

3. Vpliv različnih dejavnikov na odločitev o naložbah v vzajemne sklade

V nadaljevanju predstavljam nekaj dejavnikov, ki lahko odločilno vplivajo na izbor naložb posameznikov, sledi pa mu kratko podpoglavje iz vedenjskih financ, ki opisuje, zakaj se vlagatelji včasih obnašajo popolnoma v nasprotju s predpostavko racionalnega osebk, ki jo predvideva ekonomska teorija.

3.1. Donosnost posameznih vrst varčevanja

Donosnost je poleg tveganja eden izmed najpomembnejših dejavnikov pri izbiri vzajemnega sklada. To so ugotovili tudi že tržniki vzajemnih skladov, saj je zelo malo

oglasov za vzajemne sklade, ki ne bi poudarjali določene donosnosti v opredeljenem obdobju.

Vlagatelji se za posamezni vzajemni sklad pogosto odločajo na podlagi pretekle donosnosti, kar pa ni najboljša podlaga za izbiro. Akademске študije, kakor tudi specializirane agencije za ocenjevanje vzajemnih skladov ugotavljajo, da pretekla donosnost posameznega vzajemnega sklada nima prav nobenega statistično značilnega vpliva na prihodnje donosnosti. To pomeni, da v preteklosti nadpovprečno donosni vzajemni skladi statistično gledano v prihodnosti niso bili v povprečju bolj donosni od vzajemnih skladov, ki so prinašali v preteklosti podpovprečne donose (Abramovič, 2006).

Velikokrat je namreč pretekla donosnost posledica tega, da so trgi, kamor je posamezni vzajemni sklad vlagal svoje premoženje bolj rasli kot ostali trgi. Za pravilnejšo oceno donosnosti sklada, je potrebno pretekle donose vzajemnega sklada nujno primerjati s primerljivimi indeksi. Le tako bomo ocenili, koliko je k uspešnosti sklada prispeval upravljavalec in koliko sama investicijska politika.

Pomembno je tudi zavedanje, da so v preteklosti najdonosnejši skladi praviloma zelo specifični. Bolj, kot je politika naložb specifična, večja je verjetnost, da zelo odstopa od povprečne donosnosti - tako v pozitivno kot tudi v negativno smer.

3.2 Gospodarski in politični dejavniki

Eden izmed najbolj pomembnih dejavnikov pri vlagateljih je seveda donos, ki ga ima vzajemni sklad. Donos vzajemnega sklada je odvisen od cene vrednostnih papirjev, ki jih ima vzajemni sklad, cena pa predvsem od gospodarskih in političnih dejavnikov, od katerih jih nekaj navajam v nadaljevanju:

- **obrestne mere na bankah**

Višina obrestnih mer na bankah močno vpliva na izbor naložbe. Znižanje obrestnih mer povzroči, da se denar iz bank seli na kapitalske trge. Povečano povpraševanje po vrednostnih papirjih povzroči dvig cene vrednostnega papirja. Ravno nasprotno velja tudi, da se ob splošnem povečanju obrestnih mer del kapitala iz bolj tveganih naložb (delnice in vzajemni skladi) seli v dolžniške vrednostne papirje, kar povzroči padec cen vrednostnih papirjev (Turkovic, 2006).

- **teroristični napadi, vojne, škandali in afere**

V vojni, pri terorističnih napadih in tudi pri političnih in drugih škandalih in aferah ponavadi močno padejo cene vrednostnih papirjev. V Sloveniji je bila med aferami

na področju vzajemnih skladov najbolj znana afera Dadas, ki je dodobra prestrašila varčevalce. Pogosto na gibanja na kapitalskih trgih vplivajo tudi afere, ki sicer nimajo nobene povezave z njimi, (npr. Catch the cash), ki pa varčevalce plašijo pred vsemi nebančnimi načini varčevanja (Androjna, 2002, str. 20).

- **brezposelnost in drugi demografski podatki.**

Ko se prebivalstvo stara je čedalje več ljudi, ki se upokojijo in pri tem posamezniki ali pokojninski skladi unovčujejo svoje naložbe, kar lahko povzroči večji prodajni pritisk na kapitalskih trgih in posledično znižanje cen vrednostnih papirjev. Eden takih trgov je na primer Japonski, kjer se kljub razmeroma dobrim ostalim makroekonomskim kazalcem pričakuje odliv določenega dela premoženja domačih investorjev iz kapitalskih trgov in s tem znižanje cene vrednostnih papirjev.

- **sprememba deviznih tečajev**

Vlagatelji v vzajemne sklade, ki kupujejo vrednostne papirje tudi v tujih valutah, so soočeni z valutnim tveganjem. Če se v primerjavi z domačo valuto poveša valuta države, kjer smo kupili vrednostni papir, lahko to za vlagatelja pomeni izgubo dela donosa ali premoženja.

- **inflacija**

Centralne banke lahko visoko inflacijo ustavijo predvsem z dvigovanjem splošnih obrestnih mer. To spet povzroči, da vlagatelji del svojih naložb, ki jih imajo v delnicah ali vzajemnih skladih prenesejo v manj tvegane, dolžniške oblike varčevanja (Soleco, 2006).

3.3 Davčna zakonodaja

V preteklih treh letih smo imeli v Sloveniji kar tri različne davčne politike, ki so urejale področje finančnih produktov. Seveda davčna politika zelo vpliva na izbiro naložbe, pri tem pa je pomembno ali je vlagatelj fizična ali pravna oseba in če je vlagatelj rezident ali nerezident Slovenije. Vsi prihodki iz skladov se v primeru izplačila izračunavajo po FIFO metodi. Na primerih vseh treh vrst zakonodaje, ki smo jih imeli v preteklih letih v Sloveniji, predstavljam možne vplive davčne zakonodaje na izbiro naložbe:

Obdavčitev, ki je veljala do 31.12.2004

Področje davčne politike urejajo naslednji zakoni: Zakon o dohodnini (Uradni list RS, št. 54/2004), Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (Uradni list RS, št. 54/2004), Zakon o davčnem postopku (Uradni list RS, št. 54/2004).

Do 1.1.2003 so bili vsi prihodki iz vzajemnih skladov fizičnih oseb v Sloveniji obdavčeni 30%, če je vlagatelj izplačal sredstva iz sklada pred tremi leti varčevanja.

Posledice te zakonodaje na izbor naložb:

- Ta zakonodaja je stimulirala vlagatelje, da so v skladu varčevali vsaj tri leta.
- Davčna politika je preferirala investiranje v vzajemne sklade pred investiranjem v delnice. V Sloveniji so se takrat tržili samo vzajemni skladi, ki so reinvestirali dividende. V primeru, da je vlagatelj izplačal denar po treh letih, ni plačal nobenega davka iz dividend, ki jih je imel sklad, samostojni investitorji, ki so prejeli te dividende iz delnic, pa so morali vsako leto plačati davek na prihodke iz dividend in ob unovčitvi še davek na kapitalski dobiček, če je imel delničar delnice manj kot 3 leta. Obresti niso bile obdavčene.

Obdavčitev, ki je veljala od 1.1.2005 do 31.12.2006

Področje davčne politike so urejali naslednji zakoni: Zakon o dohodnini (ZDOH-1), Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-1), Zakon o davčnem postopku (ZDAVP-1).

Ta davčna politika je bila zelo kompleksna, kar je povzročalo velike težave vlagateljem in na žalost nemalokrat niti tržniki vzajemnih skladov in drugih finančnih produktov, niso primerno obvladovali vseh vidikov zakonodaje iz tega področja. Obdavčitev je bila odvisna od obdobja varčevanja:

Vlagatelji so izplačali naložbo pred 3 leti – Vlagatelj je plačal 25% davčne akontacije na vsako izplačilo iz vzajemnih skladov, ne glede na obliko. Dobiček se mu je štel tudi v dohodninsko osnovo. Vlagatelji v najnižjem dohodninskem razredu (do 1.300.000 SIT v letu 2500), ki so imeli davčno stopnjo pri dohodnini 16%, so dobili preveč plačano akontacijo povrnjeno (9%), vsi ostali vlagatelji pa so morali ob dohodnini plačati še od 6% pa kar do 25%. Vlagatelji z visokimi dohodki, so torej plačali kar 50% na kapitalske dobičke!

Vlagatelji so izplačali naložbo po več kot 3 letih – Prihodki iz vzajemnih skladov so se delili na vrsto posameznega dohodka (dividende, obresti, kapitalski dobički) in so bili potem obdavčeni, kot je bilo predpisano za posamezno vrsto dohodka. Vlagatelji ki so v sklad vložili pred 1.1.2002 se jim štejejo le dohodki, ki so nastali po 1.1.2005. Vsaka

DZU je morala v 2005 najkasneje do 15. v mesecu objaviti podatke o deležih rasti za prejšnji mesec.

Posledice te zakonodaje na izbor naložb:

- velika zmeda med vlagatelji (večkrat so dobivali napačne informacije, ali informacije, ki so se med seboj razlikovale),
- velika zmeda med tržniki vzajemnih skladov,
- negotovost - vlagatelji niso mogli vnaprej vedeti, kakšna bo njihova stopnja obdavčitve,
- velike težave vlagateljev pri izpolnjevanju obrazcev za napoved kapitalskih dobičkov in dohodnine,
- pred 1.1.2005 prodaja tistih investicijskih kuponov vzajemnih skladov, ki so jih imeli vlagatelji v lasti več kot tri leta,
- izplačilo do treh let – bolj ugodna za najnižji dohodninski razred, za ostale razrede bolj neugodna kot prej,
- v skladu z zgornjo alinejo so vlagatelji tudi začeli izbirati vzajemne sklade, ki imajo več prihodkov iz obresti,
- zakonodaja preferira prihodke iz obresti (bančni depoziti, obveznice,...), ker so le ti obdavčeni le nad zneskom 300.000 SIT,

Obdavčitev, ki velja od 1.1.2006

Prihodki iz vzajemnih skladov so obdavčeni po 20 % stopnji zunaj dohodnine, vsakih pet let pa se davčna stopnja zniža za 5%. Izjema velja le za vplačila v sklade pred 1.1.2003, ki bodo kot osnovo za obdavčitev upoštevali le tiste prihodke, ki jih bo imel sklad od 1.1.2006 naprej (dohodki do tega datuma bodo ostali neobdavčeni).

Posledice te zakonodaje na izbor naložb:

- ta davčna politika izenačuje davčne obveznosti vseh vlagateljev, ki v določenem letu vnovčujejo svoje kapitalske prihodke. Prejšnja zakonodaja je namreč vlagateljem z nižjim dohodkom povrnila preveč plačano akontacijo dohodnine, za vlagatelje z višjimi osebnimi dohodki pa je veljala višja stopnja obdavčitve. Tako je novi davek bolj ugoden za vlagatelje, ki imajo višje osebne dohodke in nekoliko manj ugoden za vlagatelje z nižjimi osebnimi dohodki;
- bolj je ugodno za vlagatelje, ki imajo v skladu namen varčevati na kratek rok (manj kot 3 leta);
- bolj ugodno za vlagatelje, ki imajo v skladu namen varčevati na zelo dolg rok (nad 20 let). V tem primeru imajo skladi tudi prednost pred delnicami, saj le redko kdo drži delnico 20 let (zaradi sprememb v zunanjem in notranjem okolju podjetja),

vlaganja v vzajemni sklad za 20 let pa so bolj primerna zaradi tega, ker sklad prilagaja svoje naložbe;

- obresti bodo deležne olajšav le še v letih 2006 in 2007, kasneje pa ne več ljudi se bo odločalo za varčevanje v naložbenih življenjskih zavarovanjih, ki po tem zakonu ob dospelju niso obdavčena;
- za davčne namene se bančne obresti ne bodo revalorizirale, prihodki iz vzajemnih skladov pa, v primeru, da je vlagatelj, ki prodaja investicijski kupon, lastnik tega kupona vsaj 1 leto. Tako bodo vzajemni skladi z davčnega vidika od leta 2008 naprej bolj ugodni za vlaganje (Gostiša, 2005, str.44).

3.4 Osebna identifikacija

Tržnik vzajemnih skladov mora pred pristopom vlagatelja identificirati z njegovim osebnim dokumentom z namenom preprečevanja pranja denarja. Mnogi vidijo osebno identifikacijo kot oviro pri trženju vzajemnih skladov, kot dodatno birokracijo in kot izgubo časa in denarja. Mnogim strankam tudi preprečuje pristop k skladom. Avtor Sandi Kodrič(2005) je v članku preganjanci pralcev denarja maltretirajo podjetja takole zapisal svoje mnenje:

»Pri vlaganju v vzajemne sklade so bili preganjanci pralcev denarja posebej temeljiti. Pred leti je bilo nujno vse pristopne obrazce razširiti z novo rubriko: razlog za odpiranje računa. Urad za preprečevanje pranja denarja za zdaj še čaka na prvega butalca, ki se bo ujel v to prefinjeno past in kot razlog vpisal "pranje denarja".«

3.5 Preoblikovanje investicijskih družb v vzajemne sklade

Po zakonu (ZISDU-1, 192.člen) se morajo vse investicijske družbe (ID) do leta 2011 preoblikovati v vzajemne sklade. ID so zaradi potencialnega diskonta, ki ga bodo deležni vlagatelji pri preoblikovanju za marsikoga zelo zanimiva naložba. Diskont izhaja iz dejstva, da je cena delnic ID odvisna od ponudbe in povpraševanja na kapitalskih trgih. Tržna cena delnice, ki jo ID dosegajo na borzi je običajno nižja od knjigovodske vrednosti enote. Pri preoblikovanju ID v vzajemne sklade se bo spremenilo vrednotenje enote sklada (iz tržne v knjigovodsko vrednost) in vlagatelji tega sklada, ki bodo imeli pri spremembi svoja sredstva v skladu, bodo dobili razliko med tržno in knjigovodsko vrednostjo enote.

Zaradi možnosti prevelikih odlivov, potem ko bi se ID preoblikovale v vzajemne sklade, je večina DZU, katerih ID so se že preoblikovale, v prospektih sklada postavila določilo s kazensko provizijo, ki velja še določeno obdobje po spremembi.

Kljub temu obstaja nevarnost, da bi bili preoblikovani vzajemni skladi, ki s svojimi rezultati niso prepričali vlagateljev, deležni večjih odlivov in bi bili zato primorani prodajati svoje naložbe, kar bi lahko pomembneje vplivalo na strukturo skladov in njihov vpliv v določenih podjetjih (Mencinger, 2004, str. 17).

3.6 Možnost pristopa v vzajemne sklade

Zakon dovoljuje pristop k skladom le na pooblaščenih mestih. Tisti, ki iz kakršnegakoli razloga ne morejo priti do teh mest (invalidnost, pomanjkanje časa, oddaljenost) v sklade pač ne morejo vlagati.

Vlagateljem, ki nimajo možnosti pristopa v vzajemne sklade, ostane varčevanje v naložbenih življenjskih zavarovanjih, ki se zaradi svoje zavarovalniške narave lahko tržijo tudi po domovih, kar tudi delno prispeva k čedalje večji popularnosti teh finančnih produktov.

3.7 Pozicioniranje

Pozicioniranje predstavlja postopek oblikovanja ponudbe in podobe podjetja z namenom, da v očeh ciljnih kupcev pridobi neko vidno mesto z določeno vrednostjo (Makovec Brenčič, Hrastelj, 2003, 104). Na trgu je trenutno več kot 200 vzajemnih skladov, do konca leta 2006 pa bo ta številka gotovo občutno presežena, saj lahko v medijih vsak dan zasledimo napovedi DZU o njihovih načrtih za nove sklade. Vsi ti vzajemni skladi so glede na naložbe med seboj sicer različni, mnogokrat pa je njihov investicijska politika zelo podobna. Naloga tržnikov je, da potencialnemu vlagatelju opredeli položaj posameznega vzajemnega sklada, prednosti in slabosti tega sklada v primerjavi s konkurenčnimi produkti, ter da zaznava potrebe in želje porabnikov in jih skuša zadovoljiti bolje kot konkurenti.

Tabela 1: Število skladov glede na investicijsko politiko

vrsta sklada	na dan 3.10.2005	na dan 7.6.2005
delniški globalni	12	22
delniški Evropa	11	11
delniški Severna Amerika	6	8
delniški regijski	20	15
delniški panožni	10	31
delniški Azija		5
delniški Vzhodna Evropa		8
delniški "emerging markets"		10
delniški drugo	14	18
mešani globalni	10	11
mešani regijski	6	7
obvezniški globalni	9	15
obvezniški regijski	16	23
obvezniški drugi	11	11
denarni	5	6
sklad skladov	1	3

Vir: prirejeno po Sandi Kodrič, 2005, str.15

Skladi svojo različnost in edinstvenost poudarjajo na različne načine:

- z geografsko usmerjenostjo – v določenem obdobju so na trgu popularni vzajemni skladi, ki vlagajo v določene regije. Lahko bi rekli, da so upravljalci vzajemnih skladov v zadnjem času največ ustanavljali panožne in regijske sklade, v te sklade v zadnjem letu beležimo tudi največje povečanje prilivov. Mnenje glede tega ali so povečani prilivi posledica večje izbire med regijskimi in panožnimi skladi ali pa je večje število novih regijskih in panožnih skladov odgovor na povišano povpraševanje po teh vrstah naložb, ostaja različno. Bistvo je, da upravljalci prilagodijo svojo predstavitev javnosti tako, da jih prepričajo, da sklad vlaga na trenutno »vroča« področja.
- zelo pomembno je pozicioniranje glede na donose(primer oglaševanja KD: Galileo, najboljši po 5-letnem donosu, Vzajemni sklad Modra kombinacija, najboljši vzajemni sklad po 2 in 3 letnem donosu)

- pozicioniranje glede na razred tveganja – mnogi vlagatelji se ustrašijo, ko slišijo besedo tveganje. Zato se nekateri vzajemni skladi pozicionirajo kot obvezniški vzajemni skladi(so načeloma manj tvegani), kljub temu, da imajo v svojem portfelju poleg obveznic tudi delnice KD Bond;
- glede na posebnosti(npr. skladi z zagotovljenim donosom, sklad ki izplačuje prihodke iz obresti).

3.8 Namen in čas varčevanja

Namen in čas varčevanja zelo močno vplivata predvsem na to, kako tvegan vzajemni sklad bo vlagatelj izbral. Namen varčevanja oziroma finančne cilje mora posameznik poznati sam. Če bo varčeval za luksuzno dobrino, bo lahko več tvegati, saj ob izgubi premoženja to za vlagatelja ne bo tako usodno, kot če bi izgubil denar, ki ga je namenil za rešitev npr. eksistencialnega problema, šolanja otrok ipd.

Pogosto težava nastopi, ko je treba določiti čas vlaganja oziroma varčevanja. Če si želimo finančni cilj doseči čim prej, obstaja velika nevarnost, da bomo svoje prihranke investirali v zelo tvegane vzajemne sklade, ki so dejansko preveč tvegani za to časovno obdobje ki smo si ga izbrali.

Po drugi strani obstaja nevarnost tudi v tem, da napačno ocenimo čas, ko bomo zbrali dovolj sredstev za izpolnitev ciljev. Ker menimo, da bomo dovolj prihrankov zbrali v relativno kratkem času, svoje naložbe vlagamo v naložbe z nizkim tveganjem. Ko predvideni čas mine, ugotovimo, da nimamo dovolj prihrankov in da moramo nadaljevati z investiranjem. Če bi že na začetku pravilno ocenili predvideni čas vlaganja, bi lahko prihranke investirali v bolj tvegane naložbe in bi najverjetneje prej dosegli svoj cilj (Kleindienst, 2001, str. 235).

Načeloma velja, da daljše kot je obdobje varčevanja, več tveganja si lahko privoščijo vlagatelj. Za obdobje, ki je krajše od treh let se z vidika tveganja vlagateljem odsvetuje vlaganje v vzajemne sklade, ki imajo večji delež delnic, predlaga pa se mu nakup obvezniških in denarnih vzajemnih skladov.

3.9 Starost in spol vlagatelja

Starost in spol vlagatelja močno vplivata na izbor naložb predvsem z vidika tveganosti naložbe. Po raziskavi CEEPN 1999 so moški v večji meri nagnjeni k tveganju in dajejo donosnosti večji pomen kot ženske.

Na izbiro naložbe z vidika tveganja in donosnosti močno vpliva tudi starost.

Tabela 2: Vplivi dejavnikov na odločitev o izbiri naložbe.

Starost	Kateri dejavnik vpliva na vašo odločitev o izbiri naložbe v večji meri?			
	varnost naložbe	pričakovana donosnost naložbe	oboje vpliva v povsem enaki meri	skupaj
18-30 let	2,7%	47,9%	49,3%	100%
31-40 let	8,6%	30,7%	60,7%	100%
41-50 let	11,2%	34,3%	54,5%	100%
54-60 let	19,0%	24,1%	57,0%	100%
61 let in več	15,1%	23,3%	61,6%	100%

Vir: Kleindienst et al., 2001

Po podatkih iz tabele 2 lahko sklepamo, da mlajšim investitorjem varnost naložbe ni zelo pomembna, z višanjem starosti investitorja pa ta kazalec vse bolj pridobiva na teži, razen v najvišjem starostnem razredu, ko tveganje investitorjem spet postane manj pomembno. Pogosteje vlagatelji v vseh starostnih razredih iščejo najboljšo kombinacijo med tveganjem in pričakovano donosnostjo naložbe. Takih varčevalcev je kar v od 49,3% v najnižjem starostnem razredu do 61,6% v najvišjem starostnem razredu. Mlajši svojo naložbo pogosteje(47,9%) izbirajo samo glede na pričakovano donosnost naložbe, medtem ko z višanjem starostnih razredov ta kriterij izgublja na teži.

3.8 Odnos posameznika do tveganja

Tveganje pomeni verjetnost, da se določen dogodek v prihodnosti ne bo zgodil tako, kot smo pričakovali. Pri vlaganju v različne finančne instrumente splošno nastopajo naslednje vrste tveganja (Dimovski, Gregorič, 1995, str.108):

- poslovno tveganje, ki vključuje možnost, da se bo posamezna postavka, ki vpliva na poslovanje podjetja bistveno spremenila(okus potrošnikov, konkurenca,...)

- panožno tveganje je tveganje, ki ga nosijo vsa podjetja v isti panogi (sprememba cen surovin, možnost vstopa substitutov, vremenski vplivi...)
- tržno tveganje je povezano s tveganji v okolju. Primer takega tveganja je inflacija, sprememba zakonodaje, sprememba obrestnih mer...

Poslovna vrsta tveganja je pri vzajemnih skladih bistveno manjša, saj skladi kupujejo papirje mnogih podjetij tako da v primeru, da bi propadlo eno od podjetij, kamor sklad vlaga svoja sredstva, to še ni bi usodno vplivalo na celoten portfelj sklada. Sklad bi propadel le v primeru, da bi propadla vsa podjetja, kamor sklad vlaga svoj denar.

Panožno tveganje je zelo aktualno pri panožnih vzajemnih skladih, ki so trenutno v Sloveniji zelo popularni, med njimi jih je največ energetske in tehnološko usmerjenih prihajajo pa tudi farmacevtsko usmerjeni skladi.

Tržno tveganje pa je največje tveganje pri večini skladov in ga je pomembno upoštevati. To je tveganje spremembe cene vrednostnega papirja posameznega izdajatelja, zaradi sprememb v gospodarstvu, na katera podjetja skoraj ne morejo vplivati.

Nekateri vzajemni skladi imajo v svojem prospektu zapisano, da se lahko tudi zadolžujejo, s čimer za vlagatelja nastopi tudi finančno tveganje. Možnost zadolževanja upravljavci, če jim to dovoljuje prospekt največkrat koristijo pri močnih valutnih spremembah.

Na področju tveganja bi morala večina vlagateljev v vzajemne sklade vzeti v obzir vsaj največji nihaj navzdol in spremenljivost donosov. Vlagatelji, ki se najbolj bojijo izgube svojih sredstev v skladu, bi morali spremljati kazalec največji nihaj navzdol. Za največji nihaj navzdol v preteklosti lahko rečemo, da gre za največji odstotni upad vrednosti enote premoženja (VEP) v določenem preteklem obdobju. Traja od takrat, ko VEP po doseženi novi najvišji vrednosti začne upadati in vse do tedaj dokler se ne vrne znova na prejšnji vrh (ali ga preseže). Ta nihaj nam pove, koliko premoženja bi izgubili, če bi vložili v sklad, ko bi ta dosegal najvišje vrednosti enote premoženja in bi prodali svoj investicijski kupon v najmanj ugodnem trenutku (Kodrič, 2004, 35).

Nekatere vlagatelje zelo skrbi stabilnost donosov, ki je izražena s standardnim odklonom. Pove nam, koliko donosi v posameznem obdobju odstopajo od povprečnega donosa.

Če si želi vlagatelj ustvariti kolikor toliko pravilno sliko preteklih donosih sklada in spoznati kako je sklad preživel različna (dobra in slaba) obdobja na trgu, je koristno pregledati naslednje (financna-točka, 2006):

- celotni donos sklada v različnih obdobjih;
- posamezne mesečne donose v različnih obdobjih;
- izračunano spremenljivost donosov v različnih obdobjih;
- največji nihaj navzdol v različnih obdobjih.

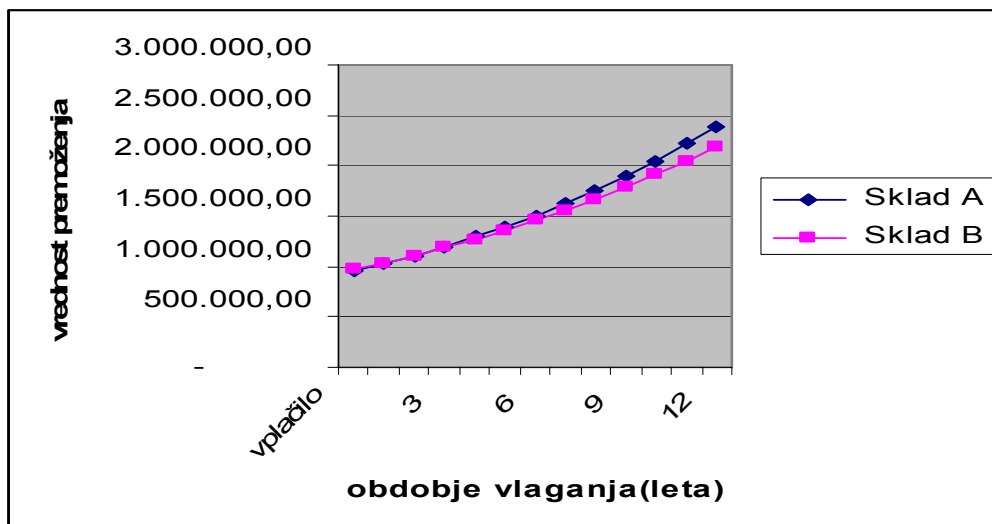
3.9 Stroški vzajemnega sklada

Stroški vzajemnega sklada so lahko posredni ali neposredni. Posredne vstopne stroške plača vlagatelj ponavadi pri vstopu v sklad v obliki vstopne provizije in občasno tudi pri izstopu, kar imenujemo izstopna provizija, nekatere DZU pa omogočajo tudi prehajanje med njihovimi vzajemnimi skladi in takrat ta strošek imenujemo prestopna provizija. Višina vstopnih, prestopnih in izstopnih stroškov določi posamezna DZU in ta strošek lahko med posameznimi vzajemnimi skladi precej variira.

Za čas posameznih marketinških akcij lahko DZU vstopne oz. izstopne stroške tudi zniža ali odpravi, seveda ob predpostavki, da ima to možnost omenjeno v prospektu in da predhodno obvesti ATVP. To možnost je v Sloveniji z uspehom uporabilo že kar nekaj DZU, saj vlagatelje ti neposredni stroški najbolj bolijo, ker se odštejejo direktno od njihovega vložka in lahko ta odbitek razločno razberejo tudi iz obračuna.

Kljub temu na dolgi rok donose bolj nažirajo upravljavske in skrbniške provizije, kot pa vstopne provizije. Na sliki 2 je viden primer, kako se giblje donos posameznih vzajemnih skladov, ob predpostavki, da smo v oba vzajemna sklada vložili en milijon sredstev in da se oba sklada gibljeta z enako letno donosnostjo 10%, pri tem pa ima sklad A višjo vstopno provizijo (5%) in obenem nižjo upravljavsko provizijo, sklad B pa ima nižje vstopne stroške, ki znašajo 3% in višjo upravljavsko provizijo, ki znaša 3%. Kot je razvidno iz slike, je v začetnem obdobju višje premoženje vlagatelja v skladu B, v nadaljevanju pa hitreje narašča premoženje vlagatelja v skladu A, ki ima sicer višjo vstopno in nižjo upravljavsko provizijo.

Slika 2: Primerjava donosnosti sklada (10% realen donos vrednostnih papirjev sklada) ob upoštevanju vstopne in upravljaljske provizije



Vir: lastni izračuni

Neposredne stroške sklada pogosto označujemo tudi kot »celotne stroške poslovanja«, ki jih označujemo s kratico TER (Total Expense Ratio). TER so sestavljeni iz stroškov posredovanja pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev, stroškov klirinško-depotne družbe, plačilnega prometa, revidiranja letnega poročila, obveščanja imetnikov investicijskih kuponov, obdavčitve premoženja in prometa sklada, stroškov skrbniških storitev in upravljaljske provizije, ki pripada DZU (Berk, 2005, str. 26).

V Sloveniji je DZU dolžna v pravilih upravljanja in prospektu navesti (125 člen ZISDU-1) vrste stroškov, ki bremenijo vzajemni sklad in metodologijo za izračun celotnih stroškov poslovanja, v prospektu in izvlečku prospekta pa je v Sloveniji potrebno navesti še (125 člen ZISDU-1) celotne stroške poslovanja v preteklem letu, izražene v odstotku od ČVS in stopnjo obrata naložb vzajemnega sklada.

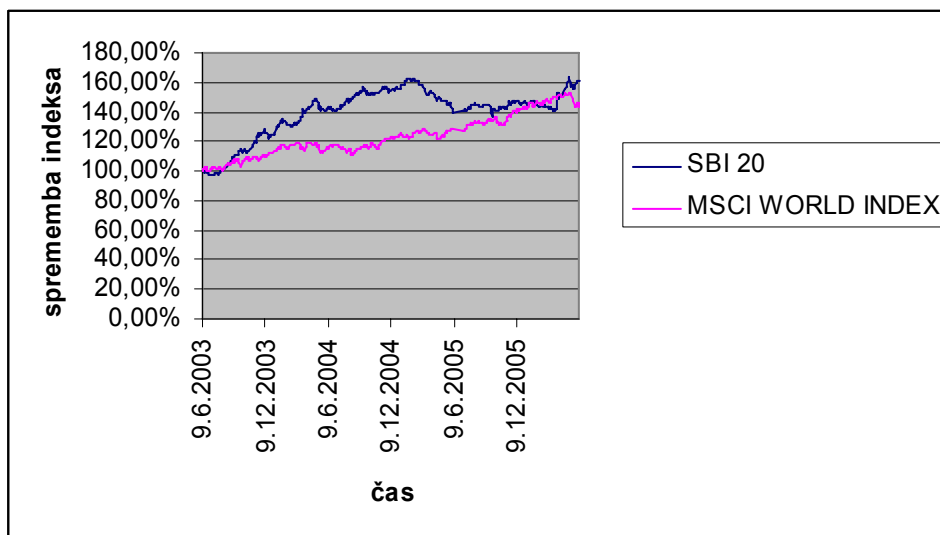
3.10 Trgi

Gibanje trgov, kamor vzajemni skladi investirajo svoja sredstva pomembno vpliva na donosnost posameznega sklada, poleg tega pa je na trgu vzajemnih skladov mnogo skladov, ki imajo regijsko omejeno politiko. Ko se vlagatelj odloči za tak sklad, je z vloženim premoženjem vezan na določeno regijo.

Pred dobrim letom so bili na slovenskem trgu prisotni le slovenski vzajemni skladi, ki so lahko do uskladitve z ZISDU-1 največ 10% svojih sredstev vlagali v tuje delnice, ostala sredstva pa so morali vlagati v Slovenijo.

Dokler so slovenski trgi še rasli, so ti vzajemni skladi dosegali zelo lepe donose, ko pa je slovenski finančni trg odigral svojo tranzicijsko vlogo, pri kateri so prevladovali nenormalno visoki donosi tečajev delnic in točk vzajemnih skladov, je borza prišla v normalno obdobje razvoja kapitalskega trga pri nas. Zato naj bi plačala visoko ceno, to pa je nelikvidnost trga (Ribič, 2006).

Slika 3: Primerjava gibanja svetovnega indeksa MSCI in slovenskega indeksa SBI 20



Vir: prirejeno po Morgan Stanley 2006 in Finance-on.net, 2006

Vlagatelji, ki so bili navajeni zelo lepih donosov iz preteklih let, so iskali nove možnosti. V tem času sta na trg prišla tudi prva slovenska vzajemna sklada (MP Global in MP Plus), ki sta večino svojih sredstev vlagala v tujino, kasneje pa so na trg prišli tudi tuji upravljalci z njihovimi vzajemnimi skladi.

Tujina je postala moderna in med vlagatelji je vladalo prepričanje, da je vsak sklad, ki ima višji delež domačih delnic obsojen na propad. Zato so se morali ponudbi prilagoditi tudi domači upravljalci, ki so začeli ustanavljati najprej globalne sklade, kasneje pa še panožno in regijsko usmerjene sklade.

Svetovni trendi na področju vlaganja v vzajemne sklade so zelo pomembni tako za upravljalce, ki oblikujejo nove sklade, kot za tržnike, ki morajo znati prilagoditi svojo

ponudbo. Eno od podjetij, ki spremlja svetovne trende je EPFR - Emerging Portfolio Fund Research. EPFR spremlja gibanje denarnih tokov za okoli 10.000 vzajemnih in drugih skladov po svetu. Na podlagi tega sestavljajo poročila o tem, katera naložbena področja so trenutno najbolj popularna in iz katerih denar odteka (finančna troška, 6.6.2006)

Iz njihovih poročil lahko izberemo, da so trenutno na trgu najbolj popularni delniški skladi, ki vlagajo na hitrorazvijajoče se trge, sledijo pa jim globalni vzajemnimi skladi. Med regijsko usmerjenimi skladi so tudi skladi, ki vlagajo v vzhodno Evropo, malo manj, a še vedno s pozitivnimi prilivi pa skladi, ki vlagajo na Japonsko. Podobno kot na svetovnih trgih tudi Slovenski vlagatelji zelo radi vlagajo v sklade, ki vlagajo na hitrorazvijajoče se trge in na globalne trge, nekoliko bolj pa smo naklonjeni vlaganju v vzajemne sklade, ki vlagajo na Vzhodnoevropske(Balkanske) trge.

3.11 Psihološki vplivi na izbor naložb

Ena od osnovnih ekonomskih predpostavk je predpostavka o racionalnosti vlagatelja. V realnem življenju ljudje pogosto ravnajo v nasprotju s to predpostavko, ker nimajo dovolj informacij, nimajo dovolj znanja in ne nazadnje ker so pod vplivom določenih psiholoških dejavnikov. Veda, ki preučuje vpliv čustev in kognitivnih napak vlagatelja ter njihovih posledic na investiranje se imenuje vedenjske finance. V nadaljevanju navajam nekaj najbolj pogostih primerov vlagateljeve iracionalnosti:

- **Pretirana samozavest in/ali pretirani optimizem** – zaradi pretirane samozavesti lahko vlagatelj preceni svoje sposobnosti pri napovedovanju gibanja tečajev opazovanih naložb v prihodnosti. V kombinaciji s pretiranim optimizmom lahko vlagatelj preceni svoje sposobnosti in rast tečajev po drugi strani pa podceni tveganja, kar lahko vodi v izbiro napačne naložbe(Kleindienst, 2001, str. 389-390).
- **Hevristika** pomeni hitro, selektivno interpretiranje informacij z uporabo intuicije. Tversky in Kahneman, (2001, str. 24-31) obravnavata tri vrste hevristike:
 - reprezentativna hevristika (ang. Representativeness heuristic),
 - hevristika razpoložljivosti (ang. availability heuristic) in
 - zasidranje in prilagajanje (ang. anchoring and adjustment).

Kadar vlagatelj nima dovolj informacij, se odloča na podlagi stereotipov in vzorcev, ki morda sploh ne obstajajo. Pri vlaganju v vzajemne sklade se to pogosto vidi v primeru, ko ljudje izbirajo vzajemne sklade na podlagi preteklih donosov. Podobno je tudi to, ko vlagatelji menijo, da se bo določen cikel ali dogodek zgodil podobno, kot se je že v

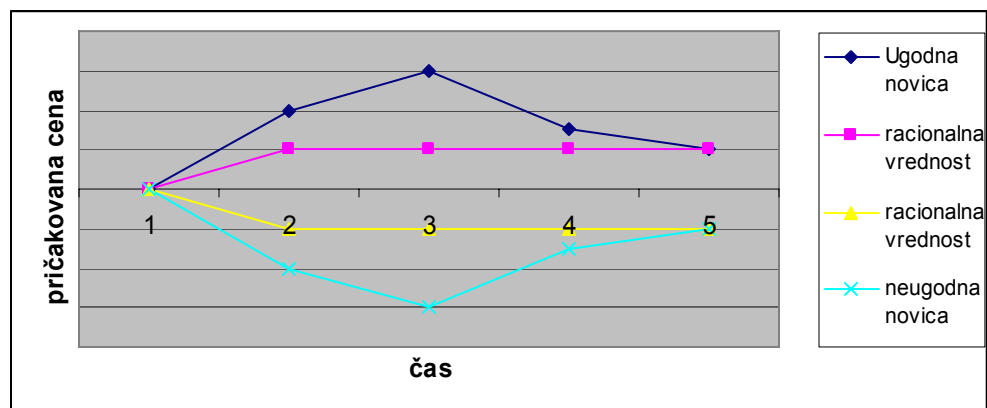
preteklosti ali na drugem kapitalskem trgu. Tak primer je trenutno viden ob množičnem seljenju slovenskega kapitala iz naših vzajemnih skladov na vzajemne sklade na trge bivše Jugoslavije. Mnogo Slovencev namreč pričakuje, da se bo na teh trgih ponovila enaka rast, kot se je zgodila v Sloveniji pred priključitvijo Evropski uniji.

Hevristika razpoložljivosti pomeni, da ljudje pogosto ocenjujejo celo populacijo na podlagi razpoložljivega vzorca. Tak primer je pri nas viden v trenutnem prepričanju ljudi na trgu, da so vse azijske države zelo dobre za vlaganje, ker so te države še v razvoju in bodo kot take v naslednjih letih prav gotovo dosegale visoko gospodarsko rast, z njimi pa bodo seveda rasli tudi kapitalski trgi. Očitna izjema pri takem domnevanju je Japonska, ki je že razvita država, v prihodnjih letih pa ji analitiki napovedujejo zmerno rast kapitalskih trgov.

Zasidranje in prilagajanje je prisotno predvsem pri vlagateljih, ki so vložili denar v naložbo, ki jim je prinašala dobre donose že nekaj časa in pričakujejo, da jo bo tudi naprej. Tak primer se je videl pri slovenskih vlagateljih, ki so investirali svoja sredstva v slovenske vzajemne sklade že pred letom 2003 in so jim ti prinašali visoke donose. Ko se je slovenski trg vrednostnih papirjev, kamor so ti skladi pretežno plasirali svoja sredstva, od marca do oktobra 2005 obrnil navzdol, vlagatelji v veliki meri niso prenesli svojih naložb, kljub temu, da so bili alternativni stroški visoki.

- **Čezmerno odzivanje na nove informacije** (Kent et al. 2001, str 388). Vlagatelji na podlagi določene informacije pogosto čezmerno odreagirajo na določeno informacijo in s tem povzročijo rast cen.

Slika 4: Odzivnost cene glede na različne novice



Vir: From efficient market theory to behavioral finance, 2001, str. 388

Optimizem ali pretirana samozavest povzročita, da vlagatelji vlagajo v posamezni vzajemni sklad tudi takrat, ko se je trend njegove rasti obrnil že navzdol.

- **Čredni nagon** – pomeni, da se veliko vlagateljev odloči za posamezno obliko naložbe, zaradi vzpodbud iz okolja. Za posamezno naložbo se ne odločijo na podlagi racionalnega ovrednotenja, temveč zaradi osebnega prepričanja, govoric, splošnih »modnih« smernic pri investiranju ali zaradi tega, ker je to že storila oseba, ki ji zaupajo oziroma želijo biti podobni. Glavne značilnosti črednega obnašanja so (Lesjak, 2004, str. 98):
 - je sočasna reakcija na skupne vzpodbude, in ne verižna reakcija, kot prikazujejo nekateri ekonomisti.
 - kljub temu, da se veliko ljudi odziva enako, vsi v potencialni masi ne reagirajo na enak način. Kako bi lahko obstajale prodaje delnic, če na drugi strani ni kupcev, ki bi kupili prodano količino.
 - značilne za čredno obnašanje so impulzivne (čustvene) reakcije brez zavestnega (razumskega) ovrednotenja.
- **Miselni proračun** (Kleindienst, 2001, str. 393) Vlagatelji pogosto ločeno obravnavajo posamezne postavke svojih investicij. Tako se lahko zgodi, da vlagatelj na eni strani plačuje visoke obresti negativnega stanja na svojem transakcijskem računu, po drugi strani pa vlaga v vzajemne sklade, ki imajo veliko nižje donose.
- **Naložbena kratkovidnost**(Groznič, 2001, str.19) Večina finančnih svetovalcev svetuje, da je varčevanje v vzajemnih skladih primerno za dolgoročneje varčevanje in tudi večina varčevalcev v začetku zatrjuje, da bodo v sklade vlagali za daljše obdobje. Mnogi vlagatelji pa se kljub temu odzivajo izrazito kratkoročno, kljub temu da za to ni nobene racionalne podlage

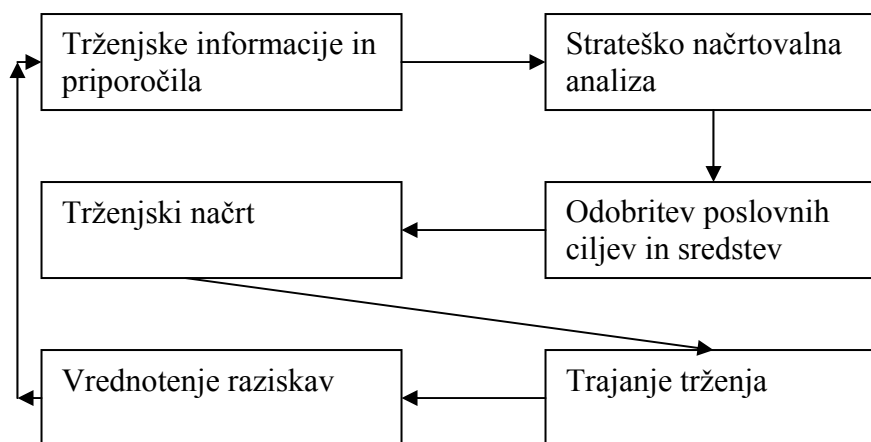
Največ možnih napak vlagateljev pri vlaganju je psihološkega izvora, najbolj nevarni napaki, ki sta napačna sestava premoženja in premajhna diverzifikacija portfelja, pa sta posledica nezadostnega znanja(Kleindienst, 2001, str. 394).

Kot videno v zgornjem poglavju, na odločitev o izbiri vzajemnega sklada vpliva mnogo dejavnikov. Nekateri, kot na primer donosnost sklada in davčna politika, vplivajo na vse varčevalce, spet drugi dejavniki pa so bolj psihološke narave in vplivajo le na posameznike. K izbiri sklada pa vsekakor pripomorejo tudi vlagateljevi cilji, nagnjenost k tveganju in njegov življenjski stil. Tržnik, ki vlagatelju svetuje o izbiri vzajemnega sklada, mora poznati čim več teh parametrov, tako da lahko iz množice skladov, ki so v Sloveniji resnično svetuje vlagatelju zanj najbolj primeren sklad.

4. Trženje vzajemnih skladov v Sloveniji

Dejavnikov, ki vplivajo na izbor naložbe in na obnašanje investitorjev je ogromno in tržnik vzajemnih skladov jih mora pri svojem delu prepoznavati. Glede na današnjo konkurenco pri trženju vzajemnih skladov bo zmagal tisti, ki bo te dejavnike ne le identificiral, temveč tudi čim boljše te dejavnike posredoval naprej, da bodo DZU lahko ustvarile nove produkte, ki jih bo v tistem trenutku želel trg.

Slika 5: Povezovanje trženja in načrtovanje



Vir: Makovec Brenčič Maja, 2005

4.1 Kdo lahko trži vzajemne sklade v Sloveniji

Na območju Republike Slovenije se lahko tržijo samo vzajemni skladi, ki imajo sedež družb za upravljanje v Republiki Sloveniji, ki so pridobile ustrezno dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev, vzajemni skladi drugih držav članic Evropske unije, ki so registrirani pri Agenciji za trg vrednostnih papirjev oziroma vzajemni skladi držav, ki niso članice Evropske unije, ki so za trženje na območju Republike Slovenije pridobili dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev (ZISDU-1, Uradni lis RS, št. 80/03).

Evropske družbe za upravljanje za trženje svojih vzajemnih skladov v Sloveniji ne potrebujejo več podružnice ali soglasja ATVP, edini pogoj je, da se držijo slovenske zakonodaje. Za vse ostale družbe, ki imajo sedež zunaj EU, pa še vedno velja, da morajo za trženje njihovih skladov v Sloveniji ustanoviti podružnico, kar pa lahko pomeni za upravljavca precej velik strošek, posebno še na trgu, ki je tako majhen, kot je slovenski. V trenutku, ko DZU iz države nečlanice EU odpre podružnico v državi članici, se šteje, da je DZU pod regulacijo države članice, kjer je podružnica registrirana (Gostiša, 2004, str.76).

V Sloveniji lahko svoje vzajemne sklade tržijo osebe, ki so zaposlene pri DZU ali na podlagi ustreznega pooblastila s strani DZU ali pa je v delovnem razmerju pri pravni osebi, ki je pooblaščen za opravljanje teh storitev. Vsak tržnik mora imeti tudi najmanj srednješolsko izobrazbo, eno leto primerljivih delovnih izkušenj ter opravljen preizkus znanj, ki ga organizira Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov.

Vsak tržnik se mora potencialnemu vlagatelju izkazati s pooblastilom na podlagi katerega izvaja storitve trženja. Tržnik mora potencialnim vlagateljem predložiti pravila upravljanja vzajemnega sklada in izvleček prospekta, ob tem pa jih mora opozoriti, da imajo vlagatelji pravico zahtevati tudi celoten prospekt ter zadnje letno in polletno poročilo vzajemnega sklada. Predvsem je pomembno, da tržnik trženjsko gradivo predstavi jasno, točno in nedvoumno, pri tem pa mora imeti v mislih predvsem zaščito in interese vlagatelja.

Veliko težavo z vidika trženja vzajemnih skladov povzroča trženje skladov po domovih. Trženje vzajemnih skladov po domovih (akviziterstvo) je protizakonito, kljub temu pa tu kaže razlikovati med tržniki, ki tržijo vzajemne sklade, ki imajo dovoljenje ATVP za trženje in med tistimi, ki tržijo vzajemne sklade, ki nimajo dovoljenja ATVP za trženje v Sloveniji. Pri slednjih se namreč pogosto dogaja, da posamezen agent zavaja vlagatelje in ne nazadnje tudi govori neresnice. Na nekatere od teh podjetij opozarja tudi Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP) na svoji spletni strani.

Če želi vlagatelj pristopiti k skladu, ki nima dovoljenja za legalno trženje tega sklada v Sloveniji, lahko nakup točk sklada opravi sam, neposredno v stiku s prodajalcem v tujini, kar je zakonito, lahko pa nastopi katera od naslednjih dilem(financna–tock.si, 2006):

- v primeru težav vlagatelja ne bo ščitila slovenska zakonodaja, temveč je reševanje problemov prepuščeno posamezniku in zakonodaji države, v kateri ima sedež upravljalca oziroma v kateri je bil izveden nakup;
- potrebno je obvladati jezik, v katerem so na voljo pravila upravljanja, prospekt sklada, pristopna izjava in vsi dokumenti v zvezi s plačili;
- pri manjših zneskih so stroški nakazil (provizije plačilnega prometa in potrebni čas) pogosto višji kot v primeru, če bi lahko vplačali prek pooblaščenega prodajalca v Sloveniji.

4.2 Značilnosti tipičnega slovenskega vlagatelja

V raziskavi C.E.E.P.N. so ugotovili, da je več kot 70% slovenskih vlagateljev moškega spola in da so ti vlagatelji v povprečju visoko izobraženi, saj ima kar 71,7% višjo ali visoko šolo, fakulteto ali akademijo (Kleindienst, 2001 et al., str 12. in 13.). V isti raziskavi so prišli tudi do za tržnika zelo uporabnih podatkov o starostni sestavi vlagateljev:

Tabela 3: Starostna struktura vlagateljev

Starost	Delež
18-30 let	12,1%
31-40 let	23,4%
41-50 let	24,3%
51-60 let	27,6%
61 let in več	12,6%
Skupaj	100%

Vir: Kleindienst, 2001 et al., str. 12

Kot je razvidno iz tabele 3, je največ vlagateljev na kapitalskih trgih starih med 51 in 60 let. Najmanj na kapitalskih trgih nastopajo osebe, ki imajo med 18 in 30 let in starejše osebe, ki štejejo nad 61 let.

Vzajemni skladi v Sloveniji morajo po ZISDU-1 v svojem prospektu navesti profil tipičnega vlagatelja, za katerega je primerna naložba v investicijske kupone vzajemnega sklada, ki vključuje:

- opredelitev vrste vlagatelja, za katerega so primerne naložbe v investicijske kupone vzajemnega sklada, povezano s pričakovanimi (zaželenimi) vlagateljevimi izkušnjami pri naložbah na kapitalskem trgu in pričakovanim (zaželenim) vlagateljevim poznavanjem vrst in lastnosti naložb, v katere bodo vložena sredstva vzajemnega sklada glede na naložbene cilje vzajemnega sklada;
- opredelitev priporočljivega obdobja posedovanja (lastništva) naložbe v investicijske kupone vzajemnega sklada,
- opredelitev naložbe v investicijske kupone vzajemnega sklada v primerjavi z drugimi potencialnimi naložbami vlagatelja.

4.3 Pristop k vzajemnemu skladu

V vzajemni sklad lahko pristopijo fizične in pravne osebe, pri tem da morajo biti fizične osebe polnoletne, ali pa morajo imeti svojega zastopnika. Zastopniki mladoletne osebe so lahko le starši ali zakoniti skrbniki. V vzajemni sklad je mogoče pristopiti neposredno pri DZU, pri agentih in v bankah, na pošti, preko zavarovalniških agentov, preko spletnih strani... Ko se vlagatelj odloči v kateri sklad bi rad pristopil, se oglasi pri enem od vpisnih mest, kjer izpolni pristopno izjavo in opravi osebno identifikacijo, ali pa naroči pristopno izjavo preko spletnega portala. Če se odloči za zadnjo možnost, mora vlagatelj pred vplačilom obvezno vrniti pristopno izjavo agentu, kjer je naročil pristopno izjavo in opraviti osebno identifikacijo.

Pooblaščen osebna DZU je pred sprejemom pristopne izjave vlagatelju dolžna (ZISDU – 1, čl. 99):

- Izročiti izvleček prospekta;
- na zahtevo vlagatelja izročiti tudi celoten prospekt, revidirano letno poročilo in polletno poročilo VS;
- seznaniti vlagatelja z vsebino prejetih dokumentov;
- seznaniti vlagatelja s potekom postopka vplačil in izplačil investicijskih kuponov;
- seznaniti vlagatelja z drugimi dejstvi in javnimi podatki, povezanimi s poslovanjem DZU in VS.

Osebna identifikacija je eden od ukrepov za odkrivanje ravnanj, s katerimi se prikriva izvor denarja ali premoženja, pridobljenega s kaznivim dejanjem (v nadaljnjem besedilu: pranje denarja) ter ukrepi za preprečevanje takšnih ravnanj (ZPPDen-1, 2002, čl. 1. odst. 1). Na podlagi tega zakona je potrebno iz osebnega dokumenta stranke (osebna izkaznica ali potni list) preveriti, če bo pristopno izjavo dejansko podpisala prava oseba. Poleg tega pa potrebujejo vlagatelji pri podpisu pristopne izjave navadno potrebuje še davčno številko in številko bančnega računa.

4.4 Prodajne poti vzajemnih skladov

V Sloveniji so prodajne poti nekoliko drugače razvite kot v tujini. V nadaljevanju navajam 4 najbolj razvite oblike prodajnih poti pri trženju vzajemnih skladov v Sloveniji.

4.4.1 Trženje vzajemnih skladov preko samostojnega finančnega svetovalca

Prednost samostojnih finančnih svetovalcev poznavanje dejavnosti vzajemnih skladov, nepristranskost in prodornost oziroma agresivnost pri trženju.

Trženje vzajemnih skladov preko samostojnega finančnega svetovalca postaja čedalje bolj popularno – v Združenih državah Amerike je na ta način pridobljenih že več kot 54% vseh novih sredstev, ki so bila vplačana v vzajemne sklade (Profile of Mutual Fund Shareholders, 2004, str.11).

V Sloveniji deluje množica samostojnih finančnih svetovalcev, ki pa morajo imeti od 1.1.2005 naprej opravljen preizkus s področja trženja vzajemnih skladov, poleg tega pa morajo biti pri družbi, za katero tržijo vzajemne sklade zaposleni vsaj s polovičnim delovnim časom (ZISDU-1, Uradni list RS, št. 23-918/2006). DZU mora dati pooblaščenim agentom in tržnikom pooblastilo, s katerim potrjuje, da ima tržnik primerno strokovno in tehnično usposobljenost in da ga z njim pooblašča za trženje skladov dotične DZU.

Navkljub jasnim pravilom se na trgu še vedno pojavlja zelo veliko samooklicanih »finančnih svetovalcev«, ki s svojim zavajanjem mečejo slabo luč na ostale tržnike in nasploh na vzajemne sklade. Kljub temu, da so pravila jasna, je ukrepanje ATVP in Združenja družb za upravljanje na tem področju zelo počasno.

Pri trženju vzajemnih skladov pogosto prihaja do napak, ko tržijo sklade osebe, ki niso primerno usposobljene, ali pa tržniki tržijo sklade, ki nimajo dovoljenja za trženje po Sloveniji. Pri slednjem je problematično predvsem to, da je tako trženje nelegalno in zato brez kakršnegakoli nadzora države.

4.4.2 Trženje vzajemnih skladov preko bank

Po izkušnjah, ki jih imajo v razvitem svetu, bodo banke v prihodnje pri trženju vzajemnih skladov pridobivale čedalje večjo vlogo. V Evropi je približno 90 odstotkov vseh vzajemnih skladov bančnih, po drugi strani pa je približno tri četrtine vse prodaje vzajemnih skladov izvršeno preko bančnih okenc (Kleindienst, 2003). Vlagatelji namreč stremijo k temu, da lahko na enem mestu pridobijo celoten paket finančnih storitev.

Pri nas je trženje vzajemnih skladov po bankah zaenkrat še zelo v povojih. Banke imajo sicer v Sloveniji zbranih največ sredstev prebivalstva, glavna razloga za to sta tradicionalna navezanost na banke ter nezaupanje in nepoznavanje prebivalstva do alternativnih oblik vlaganja (Valher, 2004, str. 57). Kljub temu pa je tudi pri bančnih

depozitih opaziti trend upadanja in naraščajoče zanimanje vlagateljev za druge oblike varčevanja. Banke seveda niso križem rok spremljale odlivov iz vzajemnih skladov, temveč so same ustvarile konkurenčne produkte na področju vzajemnih skladov ter bančno zavarovalniških produktov.

Slovenske banke imajo široko in uporabno bazo svojih komitentov, ki bi bili lahko potencialni vlagatelji, vendar zaenkrat še ne izkoriščajo svojih možnosti. Bančne uslužbenke, ki so dolga leta tržili samo klasične bančne produkte, je potrebno zmotivirati, da pričnejo tržiti še vzajemne sklade, kar pa je mogoče samo ob predpostavki, da bodo imeli dovolj znanja, da bodo lahko samozavestno ponudili svoj produkt in da bodo imeli od tem seveda primerno stimulacijo. Predvsem pri Novi Ljubljanski banki že danes mnoge »klasične« varčevalce preusmerijo v vzajemne sklade in na individualno upravljanje premoženja, pričakovati pa je, da jim bodo kmalu sledile še druge banke.

V Sloveniji večina bank že razvija ponudbo svojih vzajemnih skladov. Zaenkrat imajo ponudbo svojih vzajemnih skladov v Raiffeisen banki (ki ima v letošnjem letu med vsemi DZU tudi največje prilive), Probanka, Abanka, Banka Koper, Nova KBM, NLB, SKB v postopku pridobivanja dovoljenja pa je še Volksbank. Pri tem je trženje bančnih vzajemnih skladov tujih bank, ki imajo v Sloveniji le podružnice dovoljeno le v teh podružnicah, saj se pooblastila za storitev trženja ne sme prenesti na drugo osebo. Banke lahko tržijo tudi vzajemne sklade, ki niso ustanovljeni in upravljeni s strani bančnih DZU.

4.4.3 Trženje vzajemnih skladov preko spletnih strani

Z razvojem interneta se vse več ljudi odloči za pristop k vzajemnim skladom preko spletnih portalov. Prednosti takih portalov so predvsem v tem, da so zbrane skoraj vse informacije ne enem mestu, da potencialni vlagatelj ni vezan na čas odprtja poslovalnic in da k skladom lahko pristopijo tudi hendikepirani ljudje, ki jim je sicer onemogočen prihod do poslovalnic. Na enem mestu se trži večina vzajemnih skladov, tako da lahko vlagatelji delajo tudi medsebojne primerjave med skadi in se tako odločijo za njim najbolj primernega.

V Sloveniji sta med najbolj popularnimi spletnimi portali www.vzajemci.com, ki je bil tudi eden prvih takih portalov pri nas in www.fiancna-tocka.si, katere urednik je KD. Seveda obstajajo še mnogi drugi portali, ki pa imajo znatno nižji obisk. Kot glavna prednost teh strani velja izpostaviti dejstvo, da sta primerni tako za začetnike, kot za izkušene vlagatelje. Na teh portalih namreč lahko najdemo osnovne odgovore na temo vzajemnih skladov, živi pa so tudi forumi, na njih so objavljeni najbolj zanimive dnevne

novice – vsak vlagatelj pa si lahko uredi tudi individualni portfelj, kjer lahko spremlja vrednosti svojih skladov, izračuna svoje davke,...

Vlagatelj preko spleta naroči pristopno izjavo zelenega sklada, ki mu jo v nekaj dneh dostavijo po pošti. Glavna slabost spletnih portalov je v tem, da je potrebno pred pristopom k vzajemnemu skladu po zakonu o preprečevanju pranja denarja še vedno opraviti osebno identifikacijo vlagatelja. To pomeni, da se mora vlagatelj oglasiti v eni od izpostav ali pa mora sprejeti tržnika na svojem domu, da opravi identifikacijo. Kot negativno stran bi lahko navedli tudi to, da mnogi vlagatelji nimajo dostopa do spleta, ga ne uporabljajo ali pa nimajo dovolj velikega zaupanja v internet. Ko gre za njihov denar želijo videti prostor, kjer se upravlja z njihovim denarjem in želijo videti ljudi, ki delajo z njihovim denarjem. Potreba po otipljivosti storitve(zaposleni, prostor, dress code) je še posebno močen pri starejših ljudeh.

Na spletnih straneh, ki ponujajo večino vzajemnih skladov tudi ni bančnih vzajemnih skladov, ki se lahko tržijo le preko matičnih bančnih okenc. Če želijo vlagatelji vlagati v te sklade morajo torej oditi direktno v banko.

4.4.1 Trženje vzajemnih skladov preko zavarovalnic

Razen zavarovalnice Triglav in AS, večina zavarovalnic v Sloveniji ponuja bolj naložbena življenjska zavarovanja, kot pa same vzajemne sklade. Naložbeno življenjsko zavarovanje je kombinacija življenjskega zavarovanja z varčevanjem v izbranih vzajemnih skladih. Zavarovalni del gre zavarovalnici, naložbeni del pa se vlaga v izbrane vzajemne sklade, ki jih lahko vlagatelj tudi v času zavarovanja poljubno zamenja. Izbira skladov na tem področju je zelo široka(od obvezniških do delniških skladov), vlagatelj pa se lahko odloči tudi za zavarovanja z zajamčenim vračilom glavnice. Večinoma gre za dolgoročnejše varčevanje (nad 10 let), v kar se vlagatelj zaveže s pogodbo, medtem ko pri klasičnih vzajemnih skladih vlagatelj ni zavezan za določeno dobo varčevanja. Naložbena življenjska zavarovanja tudi niso obdavčena, medtem ko so vzajemni skladi obdavčeni, kot je opisano v točki 3.3 te diplomske naloge.

Tržniki zavarovalnih produktov so pred tržniki vzajemnih skladov v nekoliko boljšem položaju, saj lahko z izpitom za zavarovalnega agenta poljubno tržijo naložbena življenjska zavarovanja in ne potrebujejo opravljenega izpita za trženje vzajemnih skladov, medtem ko tržniki vzajemnih skladov z izpitom ne smejo tržiti življenjskih naložbenih zavarovanj brez izpita za zavarovalnega agenta. Ravno tako je »akviziterstvo« v smislu trženja skladov po domovih prepovedano, medtem ko zavarovalniški agenti lahko tržijo njihove produkte tudi po domovih.

V Sloveniji na vse prodajne poti močno vpliva pravilnik o osebni identifikaciji stranke. Zaradi tega so zaenkrat pri trženju vzajemnih skladov pri nas še vedno daleč najbolj uveljavljeni osebni finančni svetovalci, vendar lahko v prihodnje pričakujemo zmanjšanje vloge le teh in pridobitev na veljavi drugih prodajnih poti.

4.4 Oglaševanje vzajemnih skladov

Pravila oglaševanja in trženja urejuje Sklep o načinu in pogojih za trženje in oglaševanje investicijskih skladov (ZISDU-1, Uradni list RS, št. 23-918/2006). Ta sklep opredeljuje, da je vsak kontakt z vlagatelji in potencialnimi vlagatelji v investicijske sklade, katerih namen je prispevati k pridobitvi novih vplačil za investicijske kupone vzajemnih skladov obravnavan kot trženje. Oglaševanje je tako precej ožji pojem kot trženje skladov in je na področju vzajemnih skladov po istem sklepu opredeljen kot vsa sporočila, ki so z uporabo tiskanih in elektronskih medijev naslovljena na vlagatelje in potencialne vlagatelje v investicijske sklade, katerih namen je prispevati k pridobitvi novih vplačil za investicijske kupone vzajemnih skladov.

Z vidika trženja skladov so daleč najbolj uspešni oglasi za vzajemne sklade, ki poudarjajo največjo korist, ki jo ljudje pridobijo z vlaganjem v vzajemne sklade – to so donosi sklada. Ne glede na to je potrebno upoštevati, da so taki donosi velikokrat varljivi iz naslednjih razlogov:

- Donosi so vedno objavljeni za nazaj. To ne pomeni, da se bodo objavljeni donosi ponovili tudi v prihodnosti.
- Podatki o preteklih donosih so lahko objavljeni za dokaj oddaljeno preteklo obdobje. Primer, ko določena DZU oktobra objavlja podatke o letnem donosu za preteklo koledarsko leto.
- metodologija izračuna vrednosti enote premoženja lahko povzroči, da zaradi velikih pritokov denarja novi skladi takoj v začetku (ali kadar imajo skladi zelo malo sredstev in so naenkrat deležni velikih prilivov) točka zraste zelo visoko. Primer take rasti je na primer KD Balkan, ki je v prvih dneh delovanja VEP zrasel za skoraj 17% in Ilirika vzhodna Evropa, ki je zrasla na skoraj 14%. Glede na to, da se čista vrednost skladov ob takih dogodkih tako poveča, je zelo malo verjetno, da bi se podobna rast VEP zgodila tudi v prihodnje.

Odločanje vlagateljev glede na pretekle donose pa lahko vpliva tudi na upravljavce, ki ustanavljajo nove sklade. Večina skladov, ki dosegajo visoko rast, nastopa na določenih trgih. Vlagatelji v želji za čim večjim donosom vlagajo v sklade, ki vlagajo na te trge.

DZU ustanavljajo nove sklade, ki vlagajo na te perspektivne trge, kljub temu da so morda v času ustanavljanja ti trgi že med manj perspektivnimi oziroma jih je na trgu dovolj (Bogle, 2001). Primer tega smo lahko videli tudi v Sloveniji z ustanavljanjem novih skladov, ki vlagajo na Azijske trge. Po neverjetnem uspehu MP Asia, ko je v ta vzajemni sklad v dobrem letu priteklo 6 milijard sredstev (vzajemci.com, 2006), so namreč svoje »azijske« sklade ustanovili tudi pri slovenskih DZU Publikum, Abanka in NLB.

Poleg oglaševanja donosov pa je zelo učinkovita marketinška poteza tudi znižanje vstopnih stroškov za določeno obdobje. V nadaljevanju prikazujem prilive pred in po akciji znižanja vstopnih stroškov nekaterih skladov, ki so se odločili za to strategijo:

Kljub zelo visokim prilivom v sklade v času akcije pa ima tudi ta strategija nekatere očitne slabosti:

- Po končani akciji se prilivi v sklade zelo zmanjšajo.
- Vlagatelji se v povprečju prej odločajo za izplačilo investicijskega kupona sklada. S tem skladom namreč niso imeli nobenih neposrednih stroškov, zato lažje prestopajo med skladi.
- Taka marketinška akcija je za DZU navadno zelo draga, saj ponavadi vstopno provizijo, ki bi jo sicer agenti dobili od vlagateljev, pokrije kar DZU.
- Za to akcijo se lahko DZU odločijo, le če imajo to predhodno opredeljeno v prospektu.

Glede na zgoraj omenjeno problematiko, se je ATVP odločila omejiti oglaševanje v zvezi s preteklimi donosi in je vsem DZU poslala zavezujoč dopis, kjer postavlja določene omejitve. Nasploh mora vsak oglas izpolnjevati naslednje pogoje (Sklep o načinu in pogojih za trženje in oglaševanje investicijskih skladov):

- navedbo firme in sedeža družbe za upravljanje
- vsebina gradiva ne sme biti v nasprotju z vsebino prospekta investicijskega sklada;
- gradivo mora vsebovati izrecno napotilo na prospekt poleg tega pa mora biti v njem opredeljeno da so prospekt, izvleček prospekta in pravila upravljanja vlagatelju na voljo brezplačno
- kadar gradivo vsebuje podatke o gibanju vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada morajo ti podatki biti v skladu s predpisom, izdanim na podlagi 105. člena ZISDU-1, gradivo pa mora vsebovati navedbo o mestu in obdobjih objave zadnjih podatkov;
- kadar gradivo vsebuje podatke o gibanju VEP vzajemnega sklada mora vsebovati navedbo, da zgodovinski podatki o donosih ne zagotavljajo donosov v prihodnosti;

- kadar gradivo vsebuje podatke o gibanju VEP, mora oglas vsebovati podatke o najvišjih vstopnih in izstopnih stroških, ter navedbo, da navedeni stroški zmanjšujejo prikazani donos.

4.3 Etika pri trženju vzajemnih skladov

Etika je na področju vzajemnih skladov izredno pomembna. Ljudje namreč v sklad mnogokrat vložijo svoje življenjske prihranke, zato mora biti poslovanje agentov in DZU popolnoma zakonito in po načelih dobrih poslovnih običajev. Dobri poslovni običaji so standardi, ki postavljajo standarde, ki izražajo težnjo po kvalitetnem, vestnem, poštenem racionalno in tržno koristnem delovanju(interno gradivo za tržnike,...).

Agentske pogodbe so v Sloveniji večinoma urejene tako, da dobi agent celo vstopno provizijo, mnogokrat pa tržnik v skladu s tem dobi večji ali manjši delež od te provizije. Zato so mnogi tržniki pripravljeni pozabiti na določena pravila vrednote in norme, ter za lastni dobiček prodati stranki produkt, ki morda zanjo niti ni najbolj primeren. Glede na to, da se DZU sama odloči za to, katerega agenta bo pooblastila za trženje svojih skladov, tako vedenje neizbežno meče slabo luč tudi na DZU.

V kodeksu poklicne etike finančnikov Slovenskega inštituta za revizijo lahko najdemo naslednja kontrolna vprašanja za preverjanje etičnosti svoje odločitve:

- Je predlagana odločitev v skladu z zakonom in pravnimi normami?
- Kako bi se odzvali na to odločitev, če bi jo sprejel nekdo drug?
- Bi tako odločitev sprejeli tudi, če bi prizadeli osebe, ki so nam najbližje?
- Bi to odločitev sprejeli tudi, če bi vedeli, da bo nekoč znana javnosti oziroma da bi jo morali javno zagovarjati?
- Bi etičnost odločitve potrdila tudi katerakoli ne vpletena skupina strokovnjakov?

5. Ovire pri razvoju trženja vzajemnih skladov

Trenutno je ena od večjih ovir za razvoj vseh tržnih poti v Sloveniji zakonodaja, ki se glede na trenutne razmere še zastruje. Posebnost slovenske zakonodaje je v tem, da mora potencialni vlagatelj ob vsakokratnem pristopu k skladu opraviti osebno identifikacijo, kar mnogim onemogoča vstop. Po novih dopolnitvah podzakonskega akta, ki ureja način in pogoje trženja in oglaševanja investicijskih skladov, bo moral tržnik investicijskih kuponov ob pristopu vlagatelja k skladu izpolniti obrazec o profilu vlagatelja in naložbenih tveganjih. ATVP trdi, da je to potrdilo da je bil kupec točk na prodajnem

mestu res seznanjen s produktom in tveganjem donosnosti sklada, na žalost pa je uspešnost tega ukrepa močno vprašljiva. Nekateri tržniki posameznih skladov, ki so do sedaj imeli ta obrazec, niso naklonjeni spraševanju o osebnih podatkih in izpolnjevanju obrazcev in so brez vednosti vlagatelj pogosto izbrali možnost, da vlagatelj ne želi odgovarjati.

Slabo luč na vse tržnike meče tudi nezakonito trženje skladov. Ker se takega trženja vsaj zaenkrat še ni sankcioniralo, se danes še vedno naokoli sprehajajo »samooklicani finančni svetovalci«, ki naokoli širijo neresnične ali pol resnične podatke in pri strankah zbujajo nerealna pričakovanja. ATVP iz ZDU sicer na svojih spletnih straneh opozarjata na družbe, ki nezakonito tržijo vzajemne sklade, vendar je težko verjeti, da se veliko vlagateljev, ki se odločijo vlagati v vzajemne sklade, ki se nezakonito tržijo pri nas, pozanima na njihovih spletnih straneh o legalnosti in legitimnosti teh tržnikov. Vlagatelji, ki so bili zavedeni, bodo namreč zelo težko pridobili ponovno zaupanje v vzajemne sklade.

Na znižanje zaupanja v sklade vplivajo tudi afere. Prva in najodmevnejša afera s področja vzajemnih skladov je bila afera Dadas, ki še do danes ni doživela sodnega epiloga. Danes je nadzor s strani ATVP precej poostren in le upamo lahko, da se bomo v prihodnje lahko izognili takim situacijam.

Tržniki vzajemnih skladov se bodo morali v prihodnje spopasti še kar z nekaterimi ovirami na strani zakonodaje in se sproti prilagajati spremembam v življenjskem stilu načinu razmišljanja potencialnih vlagateljev.

Razvoj trga bo od tržnikov zahteval nenehno izobraževanje in poglobljanje znanja. Kot kvalitetni finančni svetovalci morajo seveda poznati večino domačih skladov in veliko skladov v tujini, saj bodo le tako znali vleči pravilne primerjave med skladi in vlagatelju dejansko predlagati naložbo, ki je najboljša zanj.

5.1. Trendi trženja vzajemnih skladov v prihodnosti

V Sloveniji smo bili v preteklem obdobju priča zmanjševanju klasičnemu varčevanju na bankah, se je pa po drugi strani vztrajno zviševal delež prihrankov v naložbenih zavarovanjih in vzajemnih skladih (Hafner, 2006, str.3).

Tabela 4: Deleži varčevanja med slovenskim prebivalstvom glede na vrsto naložbe (v %)

Naložba	2001	2002	2003	2004	2005
varčevanje na banki	69,4	61,3	60,4	47,0	43,0
nepremičnine	27,4	28,1	23,6	23,0	22,0
delnice	22,5	24,4	21,3	20,0	20,0
živiljenjsko zavarovanje	24,5	24,8	25,1	23,0	18,0
skladi	6,5	10,2	13,0	18,0	16,0
rentno varčevanje	24,7	21,4	20,2	21,0	14,0
pokojninsko zavarovanje	13,7	9,0	12,1	13,0	11,0
zemljišče	16,3	15,6	16,8	12,0	10,0
varčevanje doma	12,4	9,4	8,1	8,0	9,0
NSVS	12,8	11,8	9,6	9,0	7,0
lastništvo podjetja	10,6	7,6	7,1	6,0	7,0
ne varčujem	8,4	15,4	15,3	25,0	29,0

Vir: GfK Varčevalna klima, junij 2006

Tržniki vzajemnih skladov, kot ponudniki finančnih storitev, se bodo morali v prihodnosti spopasti predvsem z naslednjimi trendi(Oseli, Kapital, 2006):

- Naraščanje kupne moči prebivalstva.
- Naraščanje zanimanja za nove oblike varčevanja in investiranja.
- Dojemanje svoje ponudbe različnih finančnih posrednikov. Kakšno ponudbo želijo imeti? Rast zavedanja o potrebi po varčevanju za prihodnost .
- Rast vloženih sredstev .
- Zahteva po zaupanju hkrati z večjo pripravljenostjo na tveganje .
- Zahteva po višji varnosti med varčevalci, ki so manj pripravljeni tvegati .
- Segmentacija potrošnikov - ne le na ravni različnih vrst varčevanja, temveč tudi na ravni posameznih produktov!

- Raznoliki trženjski pristopi. Vlagatelji se namreč ne bodo več zadovoljili samo s številkami, temveč bodo želeli produkte, ki so jim prilagojeni in ki jim lahko zaupajo. Tudi če bo diferenciacija med proizvodi zelo majhna, bo verjetno zmagal najbolj inovativen trženjski pristop.

5.2 Zaostrovanje konkurence

Trenutno se zanimanje za tuje sklade povečuje precej hitreje kot za domače, kar ni presenetljivo, saj je zdaj na trgu že več tujih skladov kot domačih (Hafner, 2005, str.5). Eden od razlogov za omenjeno gibanje je dejstvo, da imajo vzajemni skladi slovenskih upravljavcev navadno večji delež slovenskih delnic, kot pri tujih upravljavcih, kar trenutno pri vlagateljih ni najbolj zaželeno. V primeru, da bi se na slovenskem trgu zgodili še kakšni prevzemi, bi se to razmerje verjetno obrnilo v prid domačim upravljavcem.

Po drugi strani pa mnogi vlagatelji bolj zaupajo tujim upravljavcem, ker domnevajo, da imajo ti več izkušenj pri upravljanju vzajemnih skladov, kot jih imajo domači upravljavci, poleg tega pa se domneva, da imajo tuji upravljavci na voljo tudi več sredstev, s katerimi si lahko privoščijo boljši kader ter več analiz.

Trenutno je na trgu že čez 200 vzajemnih skladov, kar nekaj tujih družb za upravljanje napoveduje začetek trženja njihovih vzajemnih skladov na slovenskem trgu. S trženjem na slovenskem trgu vzajemnih skladov se spogledujejo predvsem zato, ker imajo Slovenci glede na razvitost gospodarstva v primerjavi s prihranki na banki še vedno sorazmerno malo denarja v vzajemnih skladih. Konec leta 2004 je bilo v Sloveniji v vzajemne sklade naloženih približno 107.000 SIT sredstev na prebivalca, medtem ko na primer v Avstriji ta znesek pomeni približno dva milijona SIT na prebivalca, na Irskem pa celo 21 milijonov (Hafner, 2006, str.3).

Večje število vzajemnih skladov pa s seboj neizbežno prinaša še dva pojavi. Vlagatelji bodo čedalje bolj iskali visoke donose in bodo zaradi tega pogosteje prestopali med skladi. Z vidika trženja je to sicer zanimiv podatek, saj tržniki v večini primerov dobijo pristopno in prestopno provizijo, z vidika vlagatelja pa to ni najboljše, saj na žalost ne moremo soditi uspešnost sklada samo na podlagi preteklih podatkov, poleg tega pogosto menjavanje skladov ni priporočljivo in prinaša visoke stroške.

Posledica večje ponudbe skladov na trgu pa je povzročila tudi spremembo strukture vplačil na trgu. Včasih so bila namreč posamična vplačila v en sklad precej višja kot

danes, ko ljudje denar razpršijo v več različnih skladov. Z vidika tržnikov vzajemnih skladov bo to pomenilo, da bo za enak znesek provizij moral pridobiti več vlagateljev, kot v preteklosti.

5.3 Izzivi in omejitve v prihodnosti

V prihodnosti DZU in tržnike vzajemnih skladov čaka kar nekaj izzivov. Najprej se bomo morali sprijazniti z dejstvom, da je konkurenca v panogi čedalje višja, Slovencev pa je le 2 milijona. Tu imajo tuje DZU velike prednosti, saj imajo že izkušnje iz tujine (na področju trženjskih pristopov in odkrivanja novih produktov), poleg tega pa razpolagajo tudi z višjimi prihodki, in ekonomijami obsega.

Tudi za manjše slovenske DZU še ni vse izgubljeno, bodo morale svoj denar, ki je namenjen trženju in oglaševanju porabljati veliko racionalneje in inovativneje. Potrebno bo poiskati nove oglase, ki ne bodo temeljili le na preteklih donosih, temveč bodo vlagatelja tudi izobrazili in predvsem povedali, v čem je oglaševani izdelek boljši od nepregledne množice sorodnih izdelkov. Poleg diferenciacije, pa se pospešeno uveljavlja tudi segmentacija. Finančni produkti, ki so vezani na vzajemne sklade, so tudi pri nas številni in prilagojeni posameznikovim potrebam. Tako lahko mlade družine pridobijo kredit za stanovanje in obenem varčujejo v vzajemnih skladih (pri nas to zaenkrat izvaja le MedvešekPušnik v sodelovanju s Volksbank), starejši lahko varčujejo za pokojnine, starši pa za šolanje svojih otrok, ipd.

Tržniki so že začeli odkrivati pomembnost izobraženih strank. Danes so številne prireditve, kjer potencialnim vlagateljem predstavljajo značilnosti vzajemnih skladov in seveda svoje vzajemne sklade. Tržnik, ki bo stranki nepristransko svetoval, jo bo verjetno ohranil za dlje časa, kar je pomembneje od kratkoročnih koristi pobiranja enkratnih provizij. Nujno je namreč, da tudi finančni svetovalci odkrijejo prednosti stalnih strank, kot jih poznajo v ostalih panogah.

6. Sklep

Vzajemni skladi so v Sloveniji šele od leta 1992 in so v tem času postali uveljavljena oblika varčevanja. V vzajemnih skladih v Sloveniji varčuje že več kot 100.000 varčevalcev, na trgu pa je že več kot 200 vzajemnih skladov. Pri takem razmahu panoge je razumljivo, da se vzporedno razvija in širi tudi panoga trženja vzajemnih skladov. Glede na to, da v tej panogi vlada velika konkurenca, bo zelo pomembno, da bodo tržniki poznali zakonodajo in da bodo znali delovati v najboljšem interesu stranke, s čimer si bodo pridobili dolgoročnega vlagatelja.

Tržnik, ki želi vlagatelja prepričati o primernosti te naložbe zanj, mora zelo dobro poznati temeljne prednosti in slabosti vzajemnih skladov. Med temeljne prednosti štejemo razpršenost premoženja, strokovno vodstvo, likvidnost vložka v sklade in nižje stroške vlaganja za nižje zneske. Največje slabosti vzajemnih skladov so, da vlagatelj nima vpliva na izbiro naložbe, visoki stroški za višje vložke in davčni režim, ki v Sloveniji prihranke v skladih obravnava bolj neugodno kot prihranke v bančnih depozitih.

Na vlagateljev izbor vrste naložbe vpliva mnogo dejavnikov, med katerimi je eden izmed najpomembnejših dejavnikov donosnost posamezne vrste naložbe. Med gospodarskimi vplivi je pomembna obrestna mera, razna statistika o gospodarskih in demografskih kazalcih mnogokrat pomembneje vpliva na ceno vrednostnih papirjev in posledično na točke vzajemnih skladov, devizni tečaji in inflacija vplivata na izbiro vlagateljeve naložbe v smeri primerjave z alternativnimi naložbami.

Na vlagateljevo izbiro vzajemnih skladov močno vpliva tudi čas in namen varčevanja, starost in spol vlagatelja, odnos posameznika do tveganj, davčna zakonodaja in psihološki vplivi. Psihološke vplive preučuje veja vedenjskih financ, ki je sorazmerno mlada veda, saj je več kot očitno, da posameznik na podlagi svojih čustev in kognitivnih dejavnikov mnogokrat izbere naložbo, ki ni najbolj racionalna med danimi alternativami. Med najbolj pogostimi iracionalnostmi se izpostavlja pretirano samozavest in optimizem, hevristiko, čezmerno odzivanje na nove informacije, čredni nagon, miselni proračun in naložbeno kratkovidnost.

Do takega razvoja trženja vzajemnih skladov in predvsem do podobnega razmerja med deleži prodajnih poti, kot jih poznajo v tujini, v Sloveniji na poti zaenkrat stoji še zakonodaja, predvsem zakon o preprečevanju pranja denarja. Zaradi tega zakona je v Sloveniji trenutno nekoliko manj razvita prodaja vzajemnih skladov preko interneta. Zaradi določila v ZISDU-1 o neprenosljivosti storitev trženja na drugo osebo, je v Sloveniji tudi nekoliko okrnjena prodaja bančnih vzajemnih skladov, ki imajo sedež zunaj Slovenije. Pri nas še vedno prevladuje prodaja preko samostojnih finančnih svetovalcev, pri tej obliki pa obstaja na našem trgu tudi mnogo nezakonitega trženja legalnih/nelegalnih vzajemnih skladov.

Področje trženja in oglaševanja je sicer z zakonodajo strogo urejeno. Večina oglaševanja s področja vzajemnih skladov se nanaša na pretekle donose teh skladov, v prihodnosti pa lahko pričakujemo tudi oglaševanje v smeri poudarjanja konkurenčnih prednosti sklada. V prihodnosti lahko poleg sprememb na področju oglaševanja pričakujemo tudi spremembe na področju prodajnih poti in povečanje konkurence, ki bo tržnike prisilila, da se do

stranke vedejo odgovorno in ravnaajo v njenem najboljšem interesu, saj bodo le tako pridobili stranko za dlje časa.

7. Literatura

1. Androjna Roman: Vzajemnim skladom se z novim zakonom obetajo (še) lepši časi. Finance, Ljubljana, 16.9.2002, str. 20.
2. Berk Aleš: Naši skladi manj dejavni od tujih, a dražji. Finance, Ljubljana, 20. september 2005, str. 26.
3. Bogle John C.: After the Fall: What's Next for the Stock Market and the Mutual Fund Industry? Bogle Financial Markets Research Center, Washington.
[URL:http://johncbogle.com/speeches/JCB_Pressclub_3-01.pdf.], 21.3.2001.
4. Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra: Temelji bančništva. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
5. Gostiša, Jure: Previdno pri tujih vzajemnih skladih, nimajo vsi dovoljenj. Moje Finance, Ljubljana, 2004, 4, str. 76-77.
6. Groznik Peter: Kaj so osebne finance?. Moje finance, Ljubljana, 2001, 2, str. 9-20.
7. Hafner Andraž: Slovenci imamo v vzajemnih skladih drobiž. Finance, Ljubljana, 7.9.2005, str. 5.
8. Hafner Andraž: Vzajemni skladi in zavarovanja kot priložnost za rast. Finance, Ljubljana, 25.1.2006, str. 3.
9. Kahneman Daniel, Tversky Amos: Prospect theory. Objavljeno v Shefrin Hersh: Behavioral finance, Volume 1, Cheltenham, 2001, 666 str.
10. Kent, Hirschleifer, Subrahmanyam: From efficient market theory to behavioral finance. Objavljeno v Shefrin Hersh: Behavioral finance, Volume 1, Cheltenham, 2001, 666 str.
11. Kleindienst Robert, Rems Marko, Simoneti Marko: Razvoj trga kapitala v Sloveniji: Varčevalne navade in mnenja slovenskih investorjev 2001. Ljubljana, Finance, 2001. 100 str.

12. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah: najboljša pot za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev. Ljubljana: GV Založba, 2001. 542 str.
13. Kleindienst Robert: ZISDU-1 in vzajemni skladi: bo drugi porod manj boleč. [<http://www.vzajemci.com/text.php?id=1800>], 15.9.2003.
14. Kruno Abramovič: Preteklih donosov ne moremo kupiti. [http://novice.siol.net/default.aspx?site_id=1&page_id=60&article_id=160060523225644107&cid=118], 23.5.2006.
15. Lesjak Tatjana: Tehnična in temeljna analiza vrednostnih papirjev v povezavi z borzno psihologijo. Naše gospodarstvo, Ljubljana, 2004, str. 95-101.
16. Makovec Brenčič Maja, Hrastelj Tone: Mednarodno trženje. Ljubljana: GV Založba, 2003. 483 str.
17. Makovec Brenčič Maja: Gradivo za vaje mednarodno trženje. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2005. 112 str.
18. Mencinger Boštjan: Čez noč do dobička kmalu tudi z Zlato moneto in Modro linijo. Finance, Ljubljana, 1.1.2004, str. 17.
19. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji: prikazi, analize, mnenja. Ljubljana: GV Založba, 2000. 471 str.
20. Nidorfer Matjaž: V tuje vzajemce 22 milijard. Finance, Ljubljana, 22. december 2005, str.10.
21. Nidorfer Matjaž: Vzajemni skladi prebili mejo 350 milijard tolarjev. Finance, Ljubljana, 7.4.2006, str. 1.
22. Petra Oseli: Pridno sledimo Avstrijcem. Revija Kapital, Ljubljana, 2006, 383, str. 32-35.
23. Profile of Mutual Fund Shareholders. Washington DC. Investment Company Institute, 2004. 130 str.
24. Ribič Mirjana: Vlagatelji se kot ptice selijo v tople kraje. Delo, Ljubljana, 17.2.2006, str. 24.

25. Sandi Kodrič: Kaj se je dogajalo v zadnjih 2 letih. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 11, 3.11.2005, str. 15.
26. Sandi Kodrič: Kako tvegan je vaš sklad. Moje finance, Ljubljana, 2004, 4, str. 35.
27. Sandi Kodrič: Pregarjalci pranja denarja maltretirajo podjetja. Finance, Ljubljana, 6. december 2005, str. 17.
28. Valher Anita: Bančne varčevalne poti. Revija Kapital, Ljubljana, 2004, 349, str. 57.
29. Žnidaršič Krajnc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji - (ne)uspeh in za koga. Postojna: DEJ, 1999, 421 str.

8. Viri

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev.
[URL: <http://www.a-tvp.si/warnings.asp?mode=1>], junij 2006
2. Emerging portfolio fund research.
[URL: <http://www.emergingportfolio.com/feedback.cfm?CFID=8755254&CFTOKEN=80313922>], maj 2006
3. Finance.
[URL: <http://www.finance-on.net/arhivtec.php?koda=SBI20>], 6.6.2006
4. Finančna točka.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/knjiznica.php?id=27>], junij 2006
5. MSCI Equity Indices.
[URL: <http://www.msci.com/equity/index2.html>], 6.6.2006
6. Prospekt za javno ponudbo investicijskih kuponov mešanega vzajemnega sklada Modra kombinacija, april 2006
7. Sklep o načinu in pogojih za trženje in oglaševanje investicijskih skladov. (Uradni list RS, št. 110/02)

8. Spletni servis vzajemci.com.
[URL:<http://www.vzajemci.com>], junij 2006
9. Zakon o dohodnini /ZDoh-1/ (Uradni list RS, št. 24/2004)
10. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje /ZISDU-1/ (Uradni list RS, št. 110/02)
11. Zakon o preprečevanju pranja denarja /ZPPDen-1/ (Uradni list RS, št. 79/1, 52/02, 59/02 in 110/02)
12. Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o dohodnini /ZDoh-1D/ (Ur.l. RS, št. 115/2005)

Slovar tujk

skladi agresivne rasti -agressive growth funds

skladi zmernne rasti - moderate growth funds

skladi zadržane rasti - conservative growth funds

load funds (skladi s provizijo)

no load funds (skladi brez provizije)

•

1. Uvod	1
2. Opredelitev in oblike vzajemnih skladov	2
2.1 Opredelitev	2
2.2 Prednosti in slabosti investicijskih skladov	4
2.3 Oblike vzajemnih skladov	6
3. Vpliv različnih dejavnikov na odločitev o naložbah v vzajemne sklade	7
3.1. Donosnost posameznih vrst varčevanja	7
3.2 Gospodarski in politični dejavniki	8
3.3 Davčna zakonodaja	9
3.4 Osebna identifikacija	12
3.5 Preoblikovanje investicijskih družb v vzajemne sklade	12
3.6 Možnost pristopa v vzajemne sklade	13
3.7 Pozicioniranje	13
3.8 Namen in čas varčevanja	15
3.9 Starost in spol vlagatelja	16
3.8 Odnos posameznika do tveganja	16
3.9 Stroški vzajemnega sklada	18
3.10 Trgi	19
3.11 Psihološki vplivi na izbor naložb	21
4. Trženje vzajemnih skladov v Sloveniji	24
4. 1 Kdo lahko trži vzajemne sklade v Sloveniji	24
4.2 Značilnosti tipičnega slovenskega vlagatelja	26
4.3 Pristop k vzajemnemu skladu	27
4.4 Prodajne poti vzajemnih skladov	27
4.4 Oglaševanje vzajemnih skladov	31
4.3 Etika pri trženju vzajemnih skladov	33
5. Ovire pri razvoju trženja vzajemnih skladov	33
5.1. Trendi trženja vzajemnih skladov v prihodnosti	34
5.2 Zaostrovanje konkurence	36
5.3 Izzivi in omejitve v prihodnosti	37
6. Sklep	37
7. Literatura	40
8. Viri	42