

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

TJAŠA MAVRIN

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

STRUKTURA FINANČNEGA PREMOŽENJA
FINANČNIH IN NEFINANČNIH PODJETIJ

Ljubljana, maj 2003

TJAŠA MAVRIN

IZJAVA

Študent/ka Tjaša Mavrin izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Ivana Ribnikarja in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
2. REALNO IN FINANČNO PREMOŽENJE	2
2.1. FUNKCIJA PREMOŽENJA	3
2.2. RAZLIKE MED FINANČNIM IN REALNIM PREMOŽENJEM	4
3. NEFINANČNA PODJETJA	4
3.1. FINANČNE NALOŽBE	5
3.1.1. Vlaganje v gibljiva sredstva	6
3.1.2. Likvidnostne rezerve.....	6
3.1.3. Terjatve	6
3.1.4. Vlaganja v opredmetena osnovna sredstva.....	7
3.1.5. Vlaganje v vrednostne papirje	7
3.2. FINANČNO PREMOŽENJE FINANČNIH IN NEFINANČNIH PODJETIJ	7
3.3. STRUKTURA FINANČNEGA PREMOŽENJA PODJETIJ V SLOVENIJI IN EVROPSKI UNIJI.....	8
4. FINANČNA PODJETJA	9
4.1. FUNKCIJE FINANČNIH PODJETIJ.....	10
4.2. DELITEV IN PREMOŽENJE FINANČNIH POSREDNIKOV	12
4.3. FINANČNO PREMOŽENJE FINANČNIH POSREDNIKOV V EVROPSKI UNIJI	13
4.3.1. Problemi in omejitve depozitnih institucij.....	14
5. BANKE	15
5.1. BANKA KOT PODJETJE	15
5.2. PREMOŽENJSKA BILANCA BANKE	16
5.2.1. Zakonske omejitve investicijske politike bank.....	18
5.3. NAJPOMEMBNEJŠA SREDSTVA IN NALOŽBE BANK.....	19
5.3.1. Pasiva bank.....	19
5.3.2. Premoženje bank	21
6. ZAVAROVALNICE	22
6.1. NALOŽBENA DEJAVNOST ZAVAROVALNIC.....	23
6.1.1. Vrste naložb zavarovalnic	23
6.1.2. Vrste dovoljenih naložb v slovenskem zavarovalniškem prostoru.....	24
6.1.3. Struktura finančnega premoženja slovenskih zavarovalnic	24
7. INVESTICIJSKI SKLADI	25
7.1. OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV	26
7.2. DELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV NA PODLAGI PREMOŽENJSKE BILANCE	27
7.2.1. Delitev glede obveznosti skladov.....	27
7.2.1.1. Investicijske družbe	27
7.2.1.2. Vzajemni skladi	28
7.2.2. Delitev glede na strukturo premoženja	28
7.3. INVESTICIJSKA POLITIKA INVESTICIJSKIH SKLADOV	29
7.4. INVESTICIJSKI SKLADI V SLOVENIJI	29
7.5. VELIKOST IN STRUKTURA FINANČNEGA PREMOŽENJA INVESTICIJSKIH SKLADOV	30

8. VZAJEMNI SKLADI	32
8.1. RAZVOJ VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI	32
8.2. VZAJEMNI SKLADI IN FINANČNI TRGI	33
8.3. STRUKTURA FINANČNEGA PREMOŽENJA VZAJEMNIH SKLADOV	34
9. POKOJNINSKI SKLADI	36
9.1. POKOJNINSKI PORTFELJ	37
9.2. INVESTICIJSKA POLITIKA POKOJNINSKIH SKLADOV	37
9.2.1. Udeležba pokojninskih skladov na finančnih trgih	37
9.2.2. Osnovne oblike finančnega premoženja pokojninskih skladov	38
9.2.2.1. Delnice	38
9.2.2.2. Obveznice	38
9.2.2.3. Kratkoročne naložbe	39
9.2.2.4. Naložbe v tuje vrednostne papirje	39
9.2.3. Struktura finančnega premoženja prostovoljnega pokojninskega	40
premoženja v Sloveniji	40
10. SKLEP	41
LITERATURA	43
VIRI	45

1. Uvod

Danes si pod pojmom finance predstavljamo ne samo denarna vplačila, ampak mislimo pri tem na vsa opravila, povezana z denarjem tako v gospodarskem kot v pravnem pomenu. Tako govorimo o financah, ko gre za finančno poslovanje podjetij, ko gre za izdajo denarja gospodinjestev, ko država pobira davke ali najema posojila, ter ko bančne ali druge finančne institucije dajejo denar v obtok ali zbirajo in razdeljujejo denar, ki je že v obtoku. S financami je povezan tudi pojem finančnega premoženja. Finančno premoženje nastaja zaradi tokov finančnih sredstev med gospodarskimi celicami s primanjkljajem ali presežkom. Če suficitne gospodarske celice svoje finančne prihranke uporabijo za nakup dolgoročnih realnih dobrin, investirajo v realno premoženje, če pa se odločijo prihranke prenesti na druge ekonomske subjekte, se pojavi finančno premoženje.

Verjetno je vsakdo kdaj razmišljal o tem, kaj se zgodi z njegovim denarjem, ko ga položi na račun v banki ali ko ga vloži v vzajemni sklad. Namen diplomske naloge je predstaviti, kako se struktura finančnega premoženja razlikuje glede na te oblike podjetij, ki se pojavljajo v današnjem poslovnem svetu. Glede na smoter poslovanja lahko podjetja delimo na finančna podjetja in nefinančna podjetja. Pod pojmom nefinančno podjetje lahko razumemo vsako proizvodno ali storitveno podjetje, ki pa ne ponuja storitev posredovanja finančnih prihrankov. Ta storitev posredovanja je značilna za finančna podjetja ali finančne posrednike, ki igrajo pomembno vlogo na finančnih trgih, ko zbirajo prihranke malih varčevalcev, jih združujejo v večje vsote in ponujajo realnim investitorjem. Zaradi značilnosti poslovanja finančnih podjetij, ki je precej drugačno od dejavnosti nefinančnih podjetij, se razlikujejo tudi njihove premoženjske bilance oziroma struktura le-teh.

Delo bom začela z razlago kategorij finančnega in realnega premoženja, kakšno funkcijo igrata v svetovnem gospodarstvu ter z opisom pomembnih razlik med njima. Ker je finančno premoženje aktivna postavka premoženjske bilance, sem se osredotočila predvsem na to stran bilance. Nadaljevala bom z analizo strukture finančnega premoženja nefinančnih podjetij glede na strukturo tovrstnega premoženja v primeru finančnih posrednikov ter predstavila glavne razlike, ki se pojavljajo v premoženjskih bilancah obeh vrst podjetij. Skušala bom tudi prikazati kako se struktura finančnega premoženja tovrstnih podjetij spreminja v okviru držav članic Evropske Unije.

Nadalje bo sledila analiza strukture finančnega premoženja najpomembnejših finančnih posrednikov. Začela sem z bankami, kot prevladujočo obliko finančnih institucij, ter nadaljevala z zavarovalnicami, investicijskimi skladi, vzajemnimi skladi ter pokojninskimi skladi. Kot sem že omenila, sem se bolj osredotočila na aktivno stran premoženjskih bilanc teh institucij. Podrobneje sem prikazala, katere oblike finančnega premoženja najbolj pogosto vključujejo v svoj portfelj, katere zakonske omejitve jih pri tem ovirajo ter kakšna je njihova politika investiranja.

2. Realno in finančno premoženje

Premoženje je, na splošno povedano, vsaka stvar, ki pri menjavi doseže neko vrednost. Pomeni stvari ali denar, ki jih ima nekdo v lasti. Vključuje stvarna sredstva (hiše, avtomobile, druge potrošne trajne dobrine ter zemljo) in finančne naložbe kot so gotovina, hranilne vloge, obveznice in delnice. Vse elemente, ki imajo vrednost, imenujemo sredstva, medtem ko so elementi, ki jih dolgujemo, obveznosti.

Delimo ga na stvarno oz. opredmeteno in neopredmeteno premoženje. Realna aktiva je premoženje v obliki zemlje, stavb, strojev ali trgovskega blaga (Mramor, 1993, str. 67). Vrednost tega premoženja je torej odvisna od fizične lastnine. Je premoženje v obliki stvari. Nadalje lahko realno premoženje delimo glede na to, ali ga je možno reproducirati, npr. strojna oprema, ali pa reprodukcija ni možna. Primer takega premoženja so zemlja, rudnik ali umetniško delo.

Finančno premoženje, finančni instrumenti ali vrednostni papirji sodijo med neopredmeteno premoženje. Vrednost finančnega premoženja predstavlja pravica oz. terjatev do gotovine v prihodnosti. Njegova vrednost ni v povezavi s kakršnokoli obliko, tako fizično kot drugo, na katero se terjatev nanaša. Gre za premoženje v obliki pravic. Finančna aktiva je premoženje v obliki denarja, terjatev, vrednostnih papirjev, vlog pri finančnih institucijah ipd. (Mramor, 1993, str. 67).

Vrednostni papirji in finančno premoženje nasploh imajo dve pomembni skupni značilnosti:

- Vsi vrednostni papirji investitorju prinašajo določene denarne tokove v prihodnosti. Vrednostnega papirja, za katerega nihče ne pričakuje, da bo nekoč prinesel določen pozitiven denarni tok, ne bi kupil nihče.
- Vsaka finančna naložba oziroma vsak vrednostni papir vsebuje določeno tveganje. Denarnih tokov, ki jih prinašajo, ne moremo oceniti z gotovostjo, temveč le z določeno verjetnostjo.

Prav ti dve temeljni značilnosti vrednostnih papirjev sta hkrati tudi temeljni osnovi za razlikovanje med njimi. Finančno premoženje se namreč razlikuje po višini pričakovane donosnosti ter višini pričakovanega tveganja, ki ga prinašajo imetnikom. Na razvitih in učinkovitih trgih kapitala obstaja pozitivna povezava med tema dvema spremenljivkama: večje (manjše) ko bo tveganje vrednostnega papirja, večja (manjša) bo njegova pričakovana donosnost (Kleindienst, 2001, str. 115).

Glede na obliko pa so terjatve lahko oblične ali pa brezoblične. O obličnih terjatvah govorimo takrat, ko dobi finančno premoženje obliko listine. Ta listina ima prometno sposobnost, kar pomeni, da se lahko prenaša na podlagi prodaje in nakupov. Navedene listine, ki jih izda tista oseba, ki ima primanjkljaj finančnih sredstev, imenujemo vrednostni papirji. Tiste terjatve, ki ne dobijo oblike listine, na kateri bi bil zapisan dolg, pa so brezoblične terjatve. Pojavijo se, ko se presežek finančnih sredstev prenese v obliko kredita.

Realno premoženje kot npr. tovarna ali strojna oprema, kupljena s strani podjetja, ima s finančnim premoženjem vsaj eno skupno točko. Za obe obliki premoženja je v prihodnosti pričakovano generiranje denarnih tokov za lastnika. Enota, ki se je strinjala opraviti ta prihodnja plačila, je izdajatelj teh vrednostnih papirjev oz. finančnega premoženja. Lastnik finančnega premoženja pa postane investitor v to premoženje. Finančno in realno premoženje sta torej povezana. Lastništvo realnega premoženja je financirano z izdajo oblike finančnega premoženja, bodisi lastniških bodisi dolžniških instrumentov. In obratno, denar za nakup finančnega premoženja nastaja tudi z uporabo realnega premoženja.

2.1. Funkcija premoženja

Materialno premoženje družbe je določeno s proizvodjalno zmogljivostjo njenega gospodarstva oziroma z obsegom proizvodov in storitev, ki jih zagotavlja svojim članom. Proizvajalna zmogljivost je funkcija realnega premoženja gospodarstva: zemlje, zgradb, znanja, strojev s katerimi proizvajamo proizvode, ter delavcev, katerih spretnosti so potrebne za izrabo teh virov. Skupaj fizično in "človeško" premoženje generirajo celoten spekter outputa, ki je proizveden in hkrati potrošen s strani družbe (Bodie et al., 1998, str. 6).

Nasproti realnemu premoženju stoji finančno premoženje, kot so npr. obveznice in delnice. To premoženje ne predstavlja premoženja družbe. Obveznice in delnice niso nič drugega kot list papirja, direktno ne prispevajo k proizvodjalni zmogljivosti gospodarstva. Namesto tega finančno premoženje k povečevanju proizvodjalne zmogljivosti prispeva indirektno, ker omogoča ločitev funkcije lastništva in upravljanja podjetij ter omogoča transfer sredstev k podjetjem, ki razpolagajo z zanimivimi investicijskimi priložnostmi. Finančno premoženje resnično prispeva k premoženju oziroma bogastvu posameznikov ali podjetij, ki jih imajo v lasti, saj finančno premoženje predstavlja terjatve do prihodkov, ustvarjenih s strani realnega premoženja ali terjatve do prihodka države.

Ko podjetje s pomočjo realnega premoženja, ki ga ima v lasti, ustvari nek prihodek, pride do alokacije tega prihodka k investitorjem, glede na njihovo lastništvo finančnega premoženja oziroma vrednostnih papirjev izdanih s strani tega podjetja. Imetniki obveznic so na primer upravičeni do denarnega toka na podlagi obrestne mere in nominalne vrednosti obveznice. Lastniki delnic oz. delničarji pa so upravičeni do preostale vrednosti, ki ostane, potem ko so poplačani lastniki obveznic ter drugi upniki. Tako je vrednost finančnega premoženja podrejena oziroma izhaja iz temeljnega realnega premoženja podjetja.

Realno premoženje je premoženje, ki ustvarja prihodek, medtem ko se s pomočjo finančnega premoženja izvaja alokacija prihodkov oz. premoženja med investitorji. Posamezniki imajo pravico izbirati med potrošnjo premoženja danes ter investiranjem le-tega za prihodnost. Odločitev, investirati premoženje za potrošnjo v prihodnosti, hkrati pomeni držanje tega premoženja v finančni obliki. Denar, ki ga podjetje dobi z izdajo vrednostnih papirjev, to je z njihovo prodajo investitorjem, je porabljen za nakup realnih sredstev oziroma realnega premoženja. Donos od finančnega premoženja dokončno izhaja iz denarnega toka, ki ga ustvari realno premoženje, financirano s tem istim finančnim premoženjem. V tem smislu je

koristno obravnavati finančno premoženje kot sredstvo, s katerim posamezniki držijo terjatve do realnega premoženja v dobro razvitih gospodarstvih. Večina od nas verjetno nima v lasti tovarne avtomobilov, vendar smo lahko lastniki delnic le-te, ter s tem prejemamo dodaten vir prihodka, izvirajoč iz produkcije avtomobilov.

2.2. Razlike med finančnim in realnim premoženjem

Razlika med realnim in finančnim premoženjem se opazi tudi pri izkazovanju teh kategorij na bilancah stanja posameznikov in podjetij v določenem gospodarstvu. Medtem ko se realno premoženje vedno izkazuje le na eni strani bilance stanja, t.j. na strani sredstev, se finančno premoženje pojavlja na obeh straneh. Finančna terjatev posameznega subjekta do podjetja pomeni premoženje, vendar pa izdaja te terjatve za podjetje pomeni obveznost do virov sredstev. Pri združevanju postavk preko bilance stanja se finančno premoženje mesebojno izniči. Ostane vsota realnega premoženja kot čisto premoženje celotnega gospodarstva.

Drug način ločevanja finančnega in realnega premoženja je v tem, da je finančno premoženje ustvarjeno ali uničeno tekom normalnega poslovanja v finančnem svetu. Na primer, ko je odobreno posojilo v celoti vrnjeno, oba, terjatev posojilodajalca (finančno premoženje) in dolžnikov dolg (finančna obveznost), prenehata obstajati. Nasprotno od finančnega premoženja, je realno premoženje lahko uničeno le po nesreči ali preko časa z njegovo izrabo.

Finančno premoženje ima dve osnovni ekonomski funkciji. Prva je omogočiti prenos sredstev od tistih, ki imajo presežek, do tistih, ki rabijo ta sredstva za investicije v realna sredstva. Naloga druge funkcije pa je distribuirati tveganje, ki se mu ni moč izogniti, med tiste, ki sredstva iščejo in tiste, ki jih ponujajo. Vendar pa so terjatve v rokah končnih lastnikov premoženja drugačne oblike kot obveznosti končnih iskalcev sredstev, saj se med njih vrivajo finančni posredniki, ki želijo končne obveznosti spremeniti v tiste oblike premoženja, po katerih povprašuje javnost.

3. Nefinančna podjetja

Danes se v poslovnem svetu pojavlja že nešteto oblik podjetij. Od delniških družb do samostojnih podjetnikov, bank, zavarovalnic itd. Vendar med njimi obstajajo razlike, saj se na primer proizvodno podjetje v marsičem razlikuje od poslovne banke. Ena izmed glavnih značilnosti, ki jih loči, je najverjetneje dejavnost, za katero se je podjetje odločilo, ki pa se odraža tudi v njegovi premoženjski bilanci.

Po definiciji so podjetja subjekti, katerih primarna funkcija je proizvodnja blaga in storitev. Zato jih lahko poimenujemo tudi nefinančna podjetja. Tako kot gospodinjstva, se podjetja pojavljajo v različnih velikostih in oblikah, od malih obrtnikov, restavracij z enim lastnikom do multinacionalk, ki zaposlujejo na tisoče ljudi in imajo še več lastnikov.

Za proizvodnjo blaga in storitev pa podjetja, ne glede na njihovo velikost, potrebujejo določena sredstva. Zgradbe, stroji ter drugi inputi v proizvodni proces za podjetja

predstavljajo fizično oziroma realno premoženje, medtem ko delnice, obveznice in posojila porabljena za pridobitev realnega premoženja, sestavljajo finančno premoženje podjetja (Bodie et al., 1998, str. 6).

Prva odločitev, ki jo mora podjetje sprejeti, je, v kateri industrijski panogi bo posloval ali s kakšnimi posli se bo sploh ukvarjalo. Po izbiri bistva svojega poslovanja mora podjetje pripraviti plan pridobivanja vseh sredstev za začetek obratovanja proizvodnje. Med drugim mora poskrbeti za tovarne, strojno opremo, raziskovalne laboratorije, skladišča ter druga dolgoročna sredstva. Seveda mora poskrbeti tudi za ustrezno delovno silo. Nadalje se mora odločiti za investicijske projekte, ki jih želi izpeljati, ter kako jih bo financiralo. Podjetje ima na razpolago celo vrsto finančnih instrumentov. Lahko izda standardizirane vrednostne papirje s katerimi se trguje na organiziranih trgih, t.j. navadne ali prednostne delnice, obveznice ter zamenljive vrednostne papirje. Med druge instrumente, za katere se lahko odloči, niso pa predmet trgovanja, sodijo bančna posojila, opcije na delnice za zaposlene, najem itd. (Bodie et al., 1998, str. 6).

Struktura premoženja določa kdo je v prihodnosti upravičen do deleža razpoložljivega dobička podjetja. Obveznice npr. obljublajo imetniku fiksni donos, medtem ko so delničarji izplačani iz preostale vrednosti, potem ko so bile poravnane vse obveznosti do upnikov podjetja. Prav tako struktura premoženja določa o kontroli podjetja. Ponavadi so pravice delničarjev vmešavanja v poslovanje podjetja omejene le na dolžnost izbiranja nadzornega sveta podjetja, medtem ko posojila ali obveznice lahko vsebujejo pogodbeno klavzulo, ki kreditorjem podjetja omogoča določen nadzor nad delovanjem podjetja.

3.1. Finančne naložbe

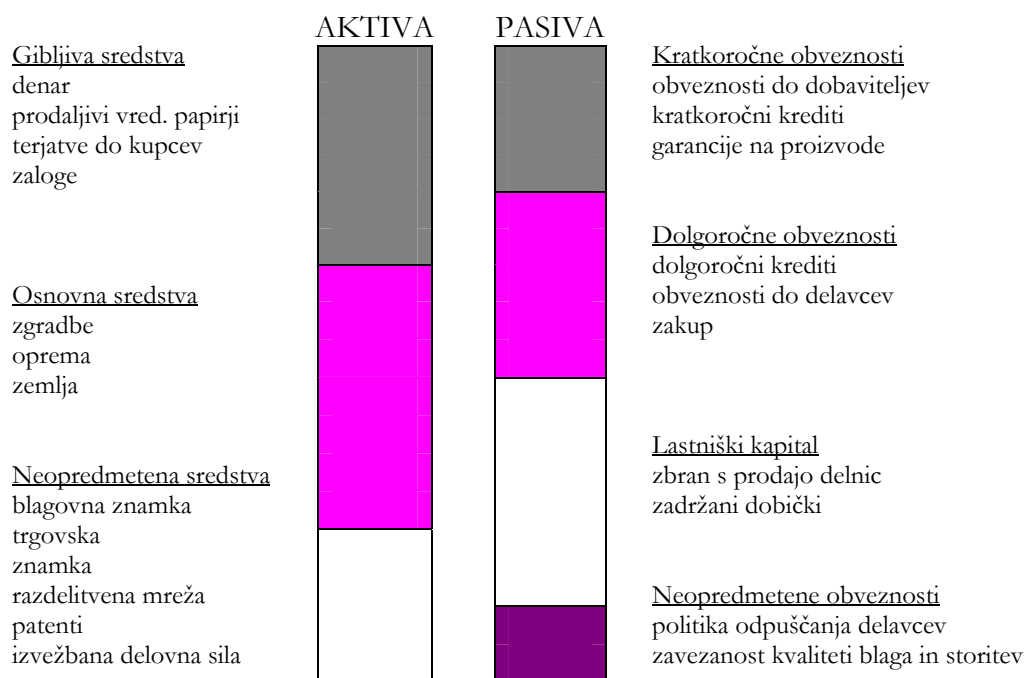
Podjetje mora priskrbljena denarna sredstva kar najbolj učinkovito investirati v lastne realne in/ali finančne naložbe. Finančna sredstva podjetje pridobiva zato, da bi z njimi kupilo nova stalna in gibljiva sredstva, ki jih potrebuje za aktiviranje in izvajanje določenih poslovnih dejavnosti. Sredstva investira zato, ker v obliki stalnih in gibljivih sredstev ter tudi v obliki finančnih naložb prinašajo dobiček, ki v obliki zadržanega dobička za podjetje predstavlja lasten vir financiranja. Denar, ki bi ležal neuporabljen ali pa bi bil ves porabljen za potrošne dobrine, ne bi prinašal dobička. V gospodarstvu, ki teži k rentabilnemu poslovanju, se mora podjetje izogibati nepotrebnega denarja, ki ga ne more donosno vložiti. V podjetjih se torej izvaja proces realnega in finančnega vlaganja. Realna vlaganja so vlaganja v stalna sredstva in zaloge, finančna pa vlaganja v razne oblike finančnih naložb.

Na strukturo premoženja posameznega podjetja vplivajo različni dejavniki. Med prvimi je vsekakor dejavnost, s katero se podjetje ukvarja. Tako imajo pomemben vpliv na strukturo vlaganj proizvodni program, tehnološki procesi in postopki ter organizacija dejavnosti, ker se posamezne faze poslovnega procesa in s tem vložena sredstva razlikujejo prav glede navedenih dejavnikov. Okvirna premoženjska bilanca nefinančnega podjetja je predstavljena v Sliki 1 (glej Slika 1, na str. 6).

3.1.1. Vlaganje v gibliva sredstva

Poslovna sredstva, ki imajo koeficient obračanja manjši od ena oziroma imajo čas trajanja daljši od enega leta, predstavljajo stalna sredstva. Tista poslovna sredstva, katerih koeficient obračanja pa je večji od ena, pa uvrščamo med gibliva sredstva. Višina in struktura potrebnih gibljivih sredstev je v določenem podjetju in pri danem obsegu poslovanja med drugim odvisna predvsem od dejavnosti, s katero se podjetje ukvarja, obsega proizvodne dejavnosti, višine in strukture stroškov proizvodnje ter od plačilne sposobnosti kupcev.

Slika 1: Bilanca stanja nefinančnega podjetja



Vir: Mramor, 1993, str. 23.

3.1.2. Likvidnostne rezerve

Določen del gibljivih sredstev mora biti stalno v najbolj likvidni obliki. Funkcijo likvidnostne rezerve v podjetju prevzame denar. Rezerve opravljajo v podjetju dve glavni funkciji: zagotoviti morajo nemoteno poravnavo obveznosti tudi takrat, ko denarni prejemki zaostajajo ter zagotoviti poravnavo obveznosti tudi takrat, kadar je dolžnik v stiski oziroma kadar ima finančne težave. Poudarjena je torej funkcija v zvezi z nepričakovanimi okoliščinami.

Likvidnostna rezerva je sestavljena iz primarne in sekundarne rezerve. Za primarno je značilno, da je sestavljena iz vpoglednih sredstev na računu in gotovine v blagajni. Za ta sredstva je značilno, da imajo najvišjo stopnjo likvidnosti, hkrati pa nobenega ali zelo majhen donos. Sekundarna pa je sestavljena iz takšnih vrednostnih papirjev, ki imajo visoko stopnjo tržnosti, hkrati pa so tudi donosni.

3.1.3. Terjatve

Terjatve so zahtevki za vnovčenje do drugih pravnih in fizičnih oseb. Glede likvidnosti jih razvrščamo takoj za denarjem in kratkoročnimi vrednostnimi papirji, toda pred zalogami. Dejavniki, ki vplivajo na obseg terjatev, so: obseg celotne prodaje, obseg prodaje na kredit,

plačilni roki, kreditni roki in razni dodatni ukrepi. Del prodanega blaga je vedno v fazi terjatev, ker kupci blaga ne plačajo takoj. S porastom obsega prodaje raste tudi obseg terjatev.

3.1.4. Vlaganja v opredmetena osnovna sredstva

Med dolgoročne naložbe spadajo dolgoročne finančne naložbe, financiranje raziskav in razvoja in tudi trajna gibljiva sredstva. Opredmetena osnovna sredstva predstavljajo tisti del poslovnih sredstev, katerih koeficient obračanja je manjši od ena. Gre torej za sredstva, ki se obrnejo šele v razdobju, daljšem od enega leta. Tovrstna sredstva predstavljajo dolgoročno obliko vlaganja denarnih sredstev. Dolgoročno vložena sredstva so sama po sebi nelikvidna, kar negativno vpliva na plačilno sposobnost in tudi na tveganje.

3.1.5. Vlaganje v vrednostne papirje

Podjetja, ki razpolagajo s finančnimi presežki, lahko te presežke naložijo v finančne naložbe neposredno v druga podjetja sama ali pa s posredovanjem finančnih institucij. Najpogostejše oblike finančnega premoženja, za katerega se odločajo podjetja, so denar, depoziti v bankah, krediti in vrednostni papirji.

Določen del denarnih presežkov ostane v podjetju v denarni obliki. Ta naložba, ki je sicer najbolj likvidna in hkrati najmanj donosna, je potrebna za vzdrževanje plačilne sposobnosti podjetja. Dejansko gre za oblikovanje likvidnostnih rezerv. Presežke denarnih sredstev lahko podjetje naloži tudi kot depozite v bankah. Ta sredstva, ki niso na razpolago za vsakodnevno poslovanje, se obrestujejo po višji obrestni meri kot vpogledna sredstva na računu. Podjetje se lahko odloči tudi za nakup vrednostnih papirjev. Z vidika motiva nakupa razlikujemo kratkoročne vrednostne papirje, vrednostne papirje s točno določenim rokom in vrednostne papirje kupljene na podlagi špekulativnih motivov. Vrednostni papirji morajo imeti visoko stopnjo tržnosti, kar pomeni, da se lahko vsak trenutek prodajo ter s tem spremenijo nazaj v denar.

3.2. Finančno premoženje finančnih in nefinančnih podjetij

Predenj se posvetimo finančnim podjetjem in njihovi investicijski politiki, bomo opredelili kakšne so pravzaprav razlike, ki se pojavljajo v premoženjski bilanci finančnih in nefinančnih podjetij.

Slika 2: Bilanca stanja nefinančnih in finančnih podjetij v ZDA v obdobju 1945-1994

AKTIVA		PASIVA		AKTIVA		PASIVA	
Realno premoženje 64,6%		Kapital 48,7%		Real. pr. 3,6%		Kapital 7,4%	
Fin. prem. 35,4%		Dolgovi 51,3%		Finančno premoženje 96,4%		Dolgovi 92,6%	

Vir: Bodie, 1999, str. 8,10.

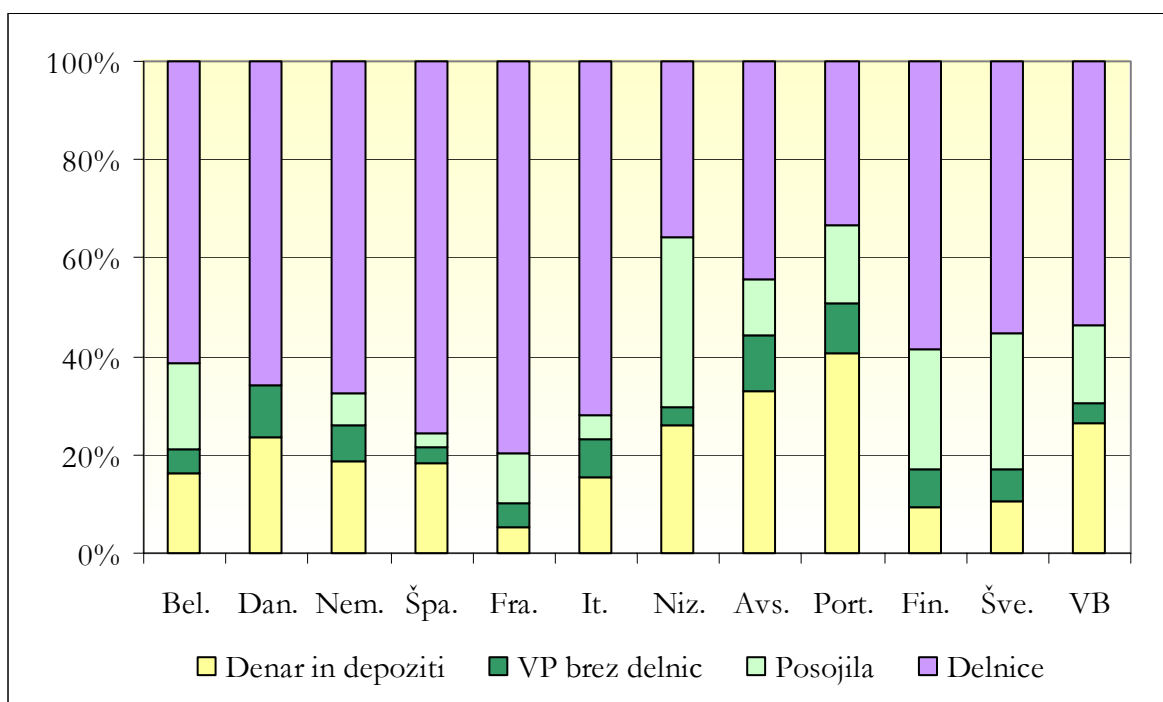
Omenili smo že, da je bistvo nefinančnih podjetij proizvodnja izdelkov in storitev, medtem ko finančna podjetja opravljajo funkcijo posredništva. Nefinančna podjetja za proizvodnjo potrebujejo stroje, opremo, prostore, torej realno premoženje. Finančno premoženje zanje pomeni le pot do željenih materialnih sredstev. Drugače pa je pri finančnih podjetjih, pri katerih se realno premoženje pojavlja v zelo majhnem deležu, saj ga za svojo dejavnost ne potrebujejo v tako veliki količini. Banka npr. potrebuje za nemoteno poslovanje le prostore in računalniško opremo in ne strojev ter tovarn. Prav tako se pri finančnih podjetjih pojavi manjši delež lastniškega kapitala.

3.3. Struktura finančnega premoženja podjetij v Sloveniji in Evropski Uniji

V tem poglavju primerjamo strukturo finančnega premoženja v podjetjih članic Evropske Unije. V primerjavo so vključene naslednje države: Belgija, Danska, Nemčija, Španija, Francija, Italija, Nizozemska, Avstrija, Portugalska, Finska, Švedska ter Velika Britanija. Podatki iz premoženjskih bilanc se nanašajo na leto 1999. Obseg in struktura finančnega premoženja v premoženjskih bilancah nefinančnih podjetij se razlikujeta med podjetji predvsem glede na njihovo dejavnost poslovanja. Vendar pa vseeno velja, da imajo finančna podjetja veliko več finančnega premoženja kot nefinančna.

Za strukturo finančnega premoženja nefinančnih podjetij je značilna velika variabilnost. V vseh državah, vključenih v primerjavo, razen v Portugalski, največji delež premoženja predstavljajo delnice. In sicer 28 odstotkov na Nizozemskem, 66 odstotkov v Franciji, več kot 50 odstotkov finančne aktive pa zavzemajo delnice tudi v Belgiji, Danski ter Nemčiji. Posojila, kot oblika finančnega premoženja igrajo najpomembnejšo vlogo Predvsem v primeru Nizozemske (27%) in Švedske (23%).

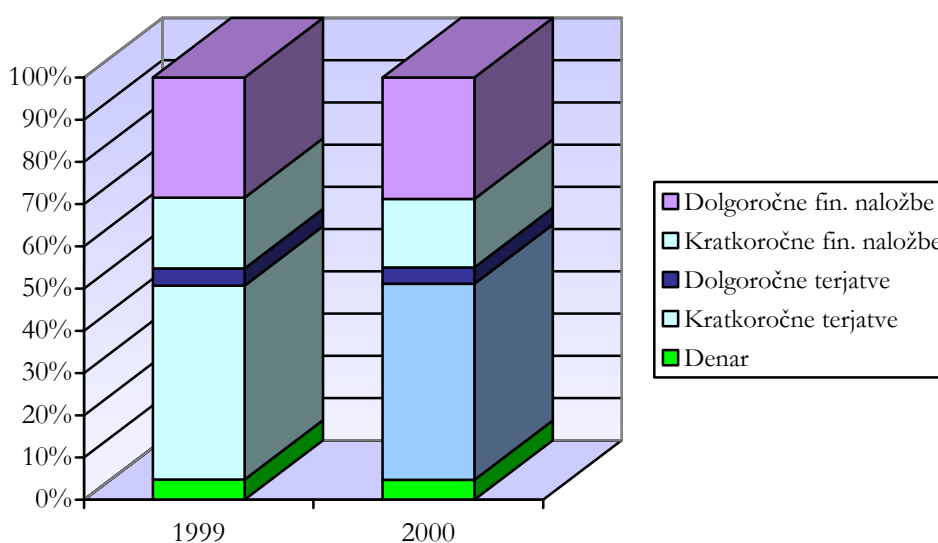
Slika 3: Struktura finančnega premoženja v nefinančnih podjetjih po državah EU v letu 1999



Vir: Financial balance sheets in the EU, 2000, str.6.

V osmih od obravnavanih držav se na aktivni strani bilance stanja nefinančnih podjetij pojavljajo denarna sredstva in depoziti pri drugih bankah v deležu, večjem od 15 odstotkov. In sicer znaša ta delež največ na Portugalskem (24%), najmanj pa v Franciji (4%). S tem so francoska podjetja tudi edina v Evropski Uniji s tako majhnim odstotkom teh dveh oblik finančnega premoženja. Denarna sredstva so najmanj zaželena oblika premoženja, saj so praktično nedonosna, vendar pa igrajo pomembno vlogo pri zagotavljanju likvidnosti podjetja. Malo bolj zaželeni so depoziti, naloženi pri drugih bankah, ki z obrestmi ohranjajo vsaj realno vrednost naloženih sredstev.

Slika 4: Struktura finančnega premoženja slovenskih podjetij v obdobju 1999 do 2000



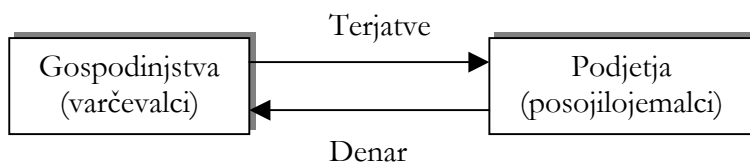
Vir: Informacija o poslovanju gospodarskih družb Republike Slovenije v letu 2000, 2001. str. 26.

Iz Slike 4 je razvidno, da največji delež v strukturi finančnega premoženja slovenskih podjetij predstavljajo dolgoročne terjatve. Delež le-teh se je v letu 2000 nekoliko povečal glede na predhodnje leto. Glede na kratkoročne finančne naložbe so slovenska podjetja v povprečju še najbolj podobna nemškim, francoskim in italijanskim.

4. Finančna podjetja

Za razumevanje pomembe ekonomske funkcije, ki jo imajo finančni posredniki, si moramo najprej predstavljati svet brez tovrstnih institucij. Obstajale bi ekonomske enote, ki bi ustvarjale finančne prihodke. Ponavadi so to gospodinjstva, ki potrošijo manj sredstev, kot znaša njihov prihodek. Na razpolago bi imela osnovno izbiro: ali prihranke obdržati v denarju kot obliki finančnega premoženja, ali pa jih investirati v vrednostne papirje podjetij. Podjetja se odločijo za novo izdajo vrednostnih papirjev, ko želijo financirati svoje investicije v realno premoženje ter jim za to primanjkuje lastnih finančnih sredstev. V taki situaciji, ko finančni posredniki ne obstajajo, bi tokovi prihrankov potekali neposredno od gospodinjstev do podjetij. V obratni smeri, torej od podjetij do gospodinjstev, pa bi potekale terjatve oziroma finančno premoženje v obliki lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev.

Slika 5: Tok prihrankov brez finančnih posrednikov



Vir: Saunders, 2000, str. 85.

V gospodarstvu brez finančnih posrednikov bo stopnja oziroma velikost tokov med gospodinjstvi in podjetji razmeroma majhna. Investiranje finančnih sredstev na finančnih trgih je zelo zahtevno opravilo, ki zahteva poznavanje najrazličnejših metod analiziranja vrednostnih papirjev, ki pa se ob pojavu novih trgov in finančnih institucij nenehno spreminjajo.

Drug razlog zaradi katerega bi se gospodinjstva raje odločila za držanje denarja kot pa dolgoročnih vrednostnih papirjev, je likvidnost. Sredstva in obveznosti v lasti podjetja so bolj dolgoročne narave, kar pa ne ustreza gospodinjstvom, ki nameravajo prihranke potrošiti v bližnji prihodnosti. Poleg tega pa so podjetja pri prodaji svojih vrednostnih papirjev izpostavljena t.i. cenovnemu tveganju oziroma tveganju, da bo prodajna cena vrednostnega papirja nižja od cene, po kateri je bil vrednostni papir kupljen.

Zaradi stroškov nadzora, likvidnosti in cenovnega tveganja se bo povprečno gospodinjstvo težko odločilo za direktno investicijo v vrednostne papirje podjetij ter bo prihranke raje držalo v obliki denarja ali pa sploh ne bo varčevalo (Saunders, 2000, str. 86).

Vendar so gospodarstva izoblikovala drugo možnost oziroma način usmerjanja finančnih tokov od gospodinjstev do podjetniškega sektorja. Gre za indirektno finance oziroma neposredno investiranje s pomočjo finančnih posrednikov. Zaradi že prej naštetih razlogov se bodo gospodinjstva raje odločila za nakup finančnih terjatev finančnih posrednikov kot pa podjetij.

4.1. Funkcije finančnih podjetij

Finančni posredniki opravljajo dve funkciji, lahko se specializirajo za eno izmed njih ali pa opravljajo obe. Prva je agentska funkcija, ko finančni posrednik deluje kot agent za varčevalca, tako da mu posreduje informacije ter storitve posredovanja. Z izvajanjem te funkcije finančni posredniki zmanjšujejo transakcijske stroške ter stroške zbiranja informacij, ki nastajajo med podjetji in gospodinjstvi.

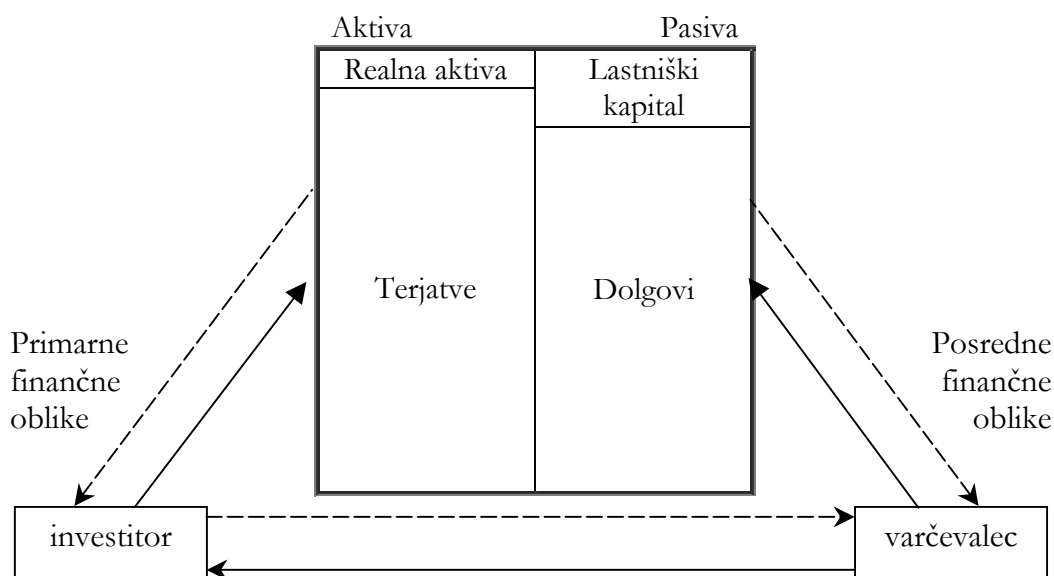
Druga njihova funkcije je transformiranje oziroma preoblikovanje premoženja. V okviru te dejavnosti finančni posredniki izdajajo oblike finančnega premoženja, ki so za gospodinjstva veliko bolj privlačne od vrednostnih papirjev izdanih s strani podjetij. Posredniki najprej kupijo finančne terjatve podjetij. To so lahko delnice, obveznice ali druge oblike dolžniških vrednostnih papirjev. Gre za t.i. primarne terjatve ali vrednostne papirje. Nakup le-teh finančni posredniki financirajo na podlagi prodaje finančnih terjatev, to je depozitov,

zavarovalnih polic itd. Naložbe v vrednostne papirje finančnih posrednikov so povezane z nižjimi stroški nadzora, likvidnosti ter nižjim cenovnim tveganjem. Izdani finančni vrednostni papirji pa za te institucije pomenijo obveznost. Imenujemo jih tudi sekundarne finančne terjatve, saj so, kot že omenjeno, financirane na podlagi vrednostnih papirjev podjetij, ki drugače investirajo v realno premoženje. To funkcijo finančnih posrednikov in vpliv le-te na njihovo premoženjsko bilanco prikazujemo v Sliki 6.

V Tabeli 1 je prikazana poenostavljena bilanca nefinančnega in finančnega podjetja, t.j. finančnega posrednika. S pomočjo le-te so med drugim razvidne tudi razlike v poslovnih aktivnostih finančnih in nefinančnih podjetij.

Poudariti moramo še enkrat, da imajo finančna podjetja v svoji premoženjski bilanci razmeroma majhen delež realnega premoženja.

Slika 6: Bilanca stanja finančnega posrednika



Vir: Ribnikar, 1993, str. 196.

Tabela 1: Poenostavljena bilanca nefinančnega podjetja in finančne institucije

Nefinančno podjetje		Finančna podjetja (fin. posredniki)	
Premoženje	Obveznosti	Premoženje	Obveznosti
Realno premoženje (stroji, tovarna)	Primarne terjatve (obveznice, delnice)	Primarne terjatve (obveznice, delnice)	Sekundarne terjatve (depoziti, zavarovalne police)

Blago, s katerim trgujejo finančni posredniki so pravzaprav informacije, ki omogočajo povezovanje suficitnih in deficitnih celic. Za svojo posredniško funkcijo pa zaračunavajo provizijo. Značilno je tudi, da velikost njihove bilance stanja ne odraža velikosti poslov, ki jih opravljajo. Iz tega izvira tudi lastnost, ki loči finančne institucije od nefinančnih podjetij. Gre

za določeno razmerje med finančnim premoženjem na aktivni in dolgovi na pasivni strani bilance, ki je značilno za finančne posrednike. Druga karakteristika, glede katere se razlikujeta, pa je minimalni delež lastniškega kapitala v njihovi bilanci.

4.2. Delitev in premoženje finančnih posrednikov

V strokovni literaturi obstaja več delitev finančnih posrednikov. Med drugim obstaja delitev finančnih posrednikov na tri kategorije: depozitne, pogodbene ter investicijske finančne institucije. Tovrstna delitev finančnih posrednikov je prikazana tudi v Tabeli 2, kjer so poleg tega prikazane tudi glavne oblike premoženja, ki nastopajo na aktivni oziroma pasivni strani premoženjskih bilanc teh institucij. Prikazani so torej glavni viri financiranja (obveznosti) ter na drugi strani poraba teh zbranih sredstev (premoženje).

Tabela 2: Sredstva in obveznosti finančnih posrednikov.

Vrsta posredništva	Obveznosti	Sredstva
Depozitne finančne institucije		
▫ poslovne banke	depoziti potrošnikov in podjetij	posojila potrošnikom in podjetjem, hipotekarna posojila, državni in podjetniški vrednostni papirji
▫ hranilno - posojilna združenja	depoziti	hipotekarna posojila
▫ hranilnice	depoziti potrošnikov in podjetij	hipoteke in druga posojila potrošnikom, državni in podjetniški vrednostni papirji
▫ kreditna združenja	depoziti članov kreditnih združenj	posojila članom kreditnih združenj
Pogodbene finančne institucije		
▫ zavarovalnice za življenjsko zavarovanje	premije od pogodb	dolgoročni državni in podjetniški vrednostni papirji, hipoteke
▫ zavarovalnice za nezgodno in premoženjsko zavarovanje	premije od pogodb	podjetniške obveznice in delnice, državni vrednostni papirji
▫ pokojninski skladi	prispevki delodajalcev in delojemalcev	dolgoročni državni in podjetniški vrednostni papirji
Investicijske finančne institucije		
▫ investicijske družbe	komercialni zapisi, delnice, obveznice	posojila potrošnikom in podjetjem
▫ vzajemni skladi	vloženi deleži	dolgoročni državni in podjetniški vrednostni papirji

Vir: Mishkin, 1998, str. 29.

Za depozitne finančne institucije je značilno, da imajo med pasivi svoje premoženjske bilance najprej različne vloge: denarne, vezane, hranilne. Sledijo lahko na primer potrdila o vlogi, vloge za sredstva, ki jih je banka naložila v instrumente denarnega trga ter tekoči računi, ki prinašajo obresti.

Drugo skupino posrednikov sestavljajo nedepozitne finančne institucije. Že iz imena je razvidno, da le-te ne zbirajo sredstev na podlagi depozitov. To skupino sestavljajo pogodbene finančne institucije in investicijske družbe oziroma investicijski finančni posredniki. Pogodbene finančne institucije varčevalcem ponujajo možnost naložbe njihovega finančnega premoženja, hkrati pa jim sklenjena pogodba zagotavlja različne vrste izplačil denarnih zneskov v prihodnje. Tovrstno storitev med drugim obljublja zavarovalnice življenjskega in premoženjskega zavarovanja ter pokojninski skladi. Na pasivni strani njihove premoženjske bilance prevladujejo obveznosti, ki izhajajo iz sklenjenih pogodb, medtem ko zbrana sredstva največkrat naložijo v različne vrednostne papirje, in sicer državne, podjetniške ali občinske obveznice. Na zadnjo skupino posrednikov, t.j. investicijske finančne institucije se varčevalci obrnejo, ko želijo svoje finančno premoženje naložiti tudi v sicer tvegane vrednostne papirje. Sami se za tovrstno neposredno naložbo ne bi odločili. Pasivo premoženjske bilance teh posrednikov, ki zajemajo vzajemne sklade odprte ali zaprte narave (investicijske družbe) ter sklade instrumentov denarnega trga, sestavljajo predvsem delnice. Delnice se prav tako pojavijo na aktivih, poleg drugih vrednostnih papirjev (Ribnikar, 1996, str. 44).

4.3. Finančno premoženje finančnih posrednikov v Evropski Uniji

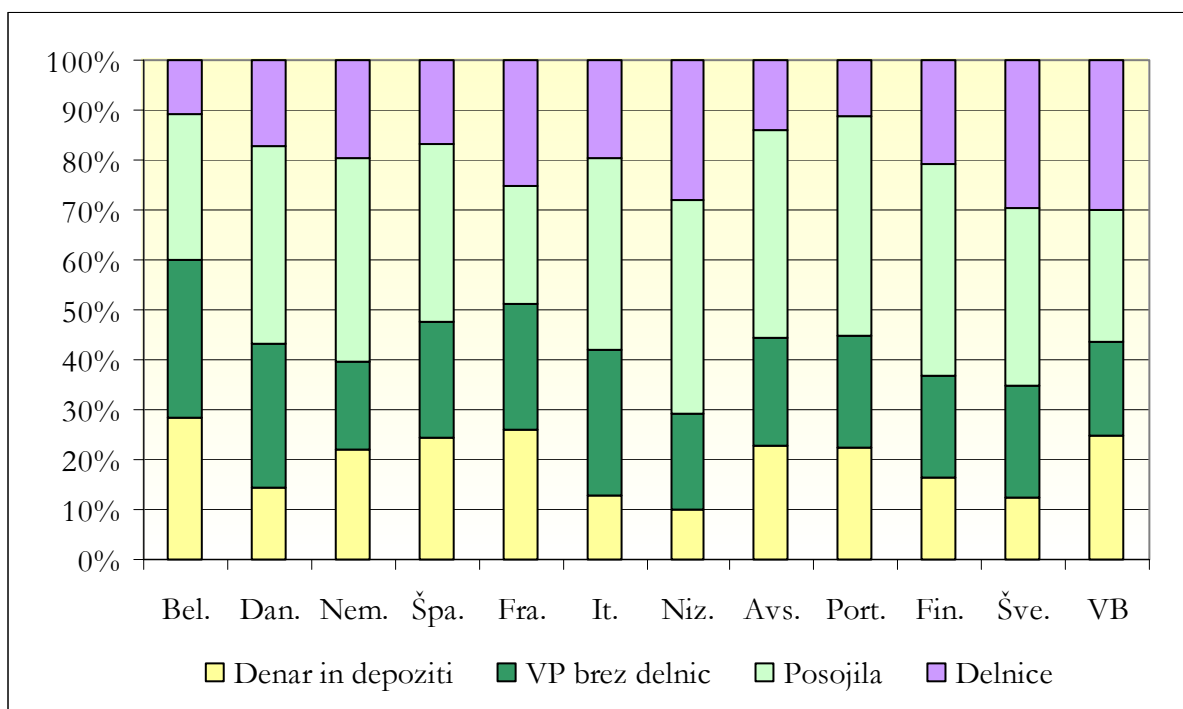
Finančna podjetja v večini gospodarstev predstavljajo temeljni vir finančnih instrumentov. Z njihove strani je izdano okoli 40 do 60 odstotkov vseh vrednostnih papirjev v določenem gospodarstvu. Tako v Nemčiji izdajo 62 odstotkov vseh vrednostnih papirjev, na Danskem 63 odstotkov in v Veliki Britaniji 49 odstotkov. Medtem ko na Finskem ta delež znaša le 21 odstotkov. Pomembnost oziroma delež dolžniških vrednostnih papirjev znotraj vseh izdanih obveznosti pa variira od visokih 32 odstotkov na Danskem, 23 odstotkov na Švedskem, vse do 10 odstotkov v petih drugih državah (Belgija, Španija, Nizozemska, Portugalska ter Velika Britanija). Deleži so prikazani na Sliki 7 (glej Slika 7, na str. 14).

Prevladujoči faktor v strukturi finančnega premoženja finančnih podjetij v desetih državah predstavljajo dana posojila. Njihov delež se giblje okoli 40 odstotkov. Drugo polovico finančnega premoženja, to je okoli 40 do 50 odstotkov, pa predstavljajo vrednostni papirji, kar še dodatno nakazuje na dejstvo, kako pomembno vlogo igrajo vrednostni papirji na finančnih trgih.

Delež delnic v strukturi finančnega premoženja je pomemben predvsem v Veliki Britaniji, kjer dosega višino okoli 30 odstotkov, ter na Švedskem (29%) in Nizozemskem (27%). Višino 20 odstotkov presega tudi v drugih državah, in sicer v Franciji, Italiji, Avstriji ter na Finskem, medtem ko v Belgiji in na Portugalskem znaša manj kot 10 odstotkov.

V večini držav delež dolžniških vrednostnih papirjev v strukturi finančnega premoženja finančnih podjetij presega 20 odstotkov, v Italiji in na Danskem pa se približuje 30-imi odstotkom.

Slika 7: Struktura finančnega premoženja v finančnih podjetjih po državah EU za leto 1999

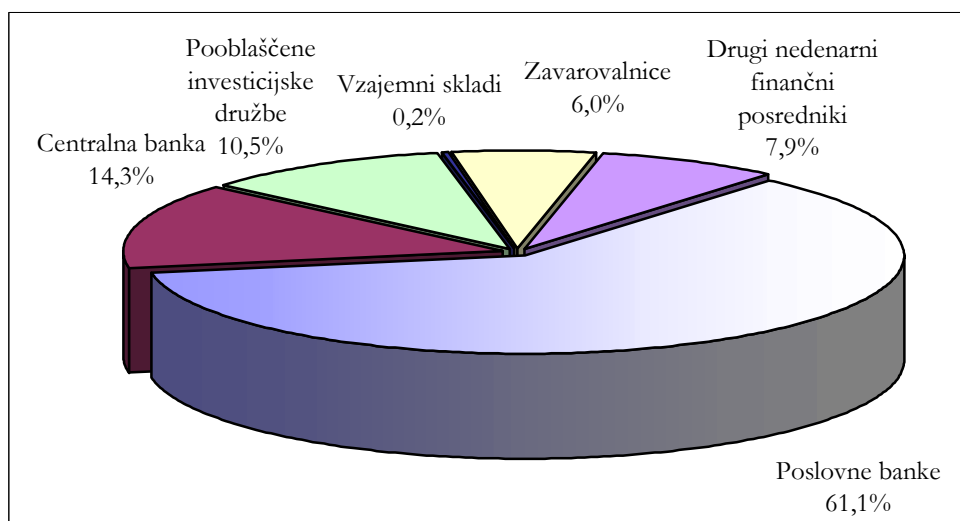


Vir: Financial balance sheets in the EU, 2000, str. 6.

4.3.1. Problemi in omejitve depozitnih institucij

Tudi v Sloveniji so prevladujoči institucionalni investitor depozitne finančne institucije, in sicer predvsem banke. Glavni problem, s katerim se soočajo depozitne institucije se nanaša na sredstva in obveznosti v njihovi premoženjski bilanci. Prizadevajo si doseči pozitiven razpon med investiranim premoženjem, torej posojili in vrednostnimi papirji, ter stroški, povezanimi z njihovimi obveznostmi. Doseči želijo torej čim večjo maržo oziroma razliko med višino odobrenega posojila in položenim kritjem za to posojilo. S pomočjo marže skušajo depozitne institucije pokriti stroške poslovanja ter doseči ustrezno stopnjo dobička.

Slika 8: Finančni posredniki po bilančni vsoti konec leta 2000 v Sloveniji



Vir: Finančni trgi, 2003, str. 3.

Pri doseganju marž pa se depozitni posredniki soočajo tudi z določenim tveganjem. Prvo je tako imenovano kreditno tveganje, to je tveganje, da posojilojemalec ne bo mogel odplačati dobljenega posojila. Prav tako pokriva možnosti, da v določenem trenutku depozitna institucija ni sposobna izpolniti svojih obveznosti do varčevalcev. Prisotno je tudi tveganje, da bodo regulativne oblasti spremenile pogoje poslovanja, ki bodo vplivali na zaslužek institucij.

5. Banke

Danes verjetno ni osebe, ki ne bi bila seznanjena s pojmom banke. Banke po velikosti predstavljajo največjo skupino depozitnih finančnih institucij. Tako so njihova sredstva leta 1998 znašala 74 odstotkov bruto domačega proizvoda, sredstva zavarovalnic približno 8 odstotkov bruto domačega proizvoda ter premoženje investicijskih skladov in borzno posredniških hiš okoli 13 odstotkov bruto domačega proizvoda. Banke sprejemajo vloge (obveznosti) in na njihovi podlagi dajejo posojila (premoženje). Sliši se preprosto, vendar so banke zaradi pomembnosti te funkcije ene izmed najbolj nadzorovanih finančnih institucij. Če mislimo na tiste dejavnosti bank, ki puščajo sledove v njihovih premoženjskih bilancah, lahko rečemo, da je za banko značilno, da imajo nasproti obveznostim s trdno nominalno vrednostjo, ki so lahko tudi variabilne, naložbe, ki so kot vse investicije tvegane. Tisto, kar je specifično za banko, je sprejemanje vlog na vpogled, ki jih štejemo h knjižnemu denarju (Ribnikar, 1993, str. 300).

5.1. Banka kot podjetje

Banka je podjetje kot vsako drugo, katerega glavni cilj poslovanja je ustvarjanje dobička lastnikom kapitala. V svojem bistvu so si banke in podjetja precej podobna. Tako kot vsako podjetje imajo tudi banke dolžniški in lastniški kapital. Vseeno pa se bančno poslovanje od poslovanja nefinančnih podjetij razlikuje. Podjetje za sredstva, ki jih pridobi s posojili in od lastnikov, kupi stroje oziroma opremo, material, zaposli delavce itd. Banka pa ne kupuje železove rude, ampak pridobiva različne vloge. Zbrana sredstva nato preoblikuje v obliko, ki ustreza potrebam posojiljemalcev. Proizvod nefinančnih podjetij na primer predstavlja pohištvo, medtem ko kot proizvod oziroma storitev banke lahko opredelimo posojilo ustrezne velikosti s primerno obrestno mero (Kobe, 1996, str. 2).

Struktura bilance banke je torej veliko bolj raznolika glede pojavnih oblik premoženja in obveznosti, ki v njej nastopajo. Večino vlog predstavljajo vloge na pogled in druge kratkoročne vloge. Na pasivni strani premoženjske bilance se poleg obveznosti iz depozitov pojavljajo tudi postavke, ki izhajajo iz financiranja bank na podlagi nedepozitnih obveznosti. Aktivo sestavlja več oblik posojil, med drugim posojila dana potrošnikom, podjetjem ter posojila za nakup nepremičnin. Seveda se struktura premoženjske bilance razlikuje znotraj bančnega sektorja, na kar vpliva predvsem velikost posamezne banke. Tako se manjše banke specializirajo predvsem za potrošniška ali hipotekarna posojila. Večje banke pa so že usmerjene k odobravanju večjih posojil podjetjem ali financiranju industrijskih panog. Prav tako so večje banke nagnjene k financiranju svoje dejavnosti oziroma k iskanju dodatnih sredstev tudi na finančnih trgih, torej ne le na podlagi sprejemanja depozitov (Saunders, 2000,

str. 6). Dodatna razlika med banko kot finančnim podjetjem in nefinančnim podjetjem je visok finančni vzvod bank. To pomeni, da je večji delež poslovanja bank financiran na podlagi dolga, bodisi v obliki depozitov ali sposojenih sredstev.

Pasiva premoženjskih bilanc bank je precej kratkoročne narave, kar ne bi predstavljalo problema, če bi banka odobraval predvsem kratkoročna posojila. Vendar pa je aktiva precej dolgoročnejša. Nefinančno podjetje bi tako razmerje sredstev in obveznosti privedlo v nelikvidnost ali bankrot, saj bi ob dospelosti njegovih obveznosti imelo vse svoje premoženje vezano v drugih naložbah in bi bilo nezmožno poravnave le-teh. Zato mora biti dospelost aktive in pasive pri nefinančnih podjetjih približno enaka. Seveda se podobno lahko zgodi tudi banki v primeru navala, ko bi veliko število varčevalcev zahtevalo izplačilo svojih vlog, banka pa tako velikih izplačil ne bi bila sposobna. Banke si ne morejo privoščiti izgube zaupanja svojih varčevalcev, zato del zbranih finančnih prihrankov naložijo tudi v državne vrednostne papirje, predvsem kratkoročne narave, ki jih je mogoče hitro prodati na denarnem trgu.

5.2. Premoženjska bilanca banke

Premoženjska bilanca banke se ne razlikuje veliko od bilanc drugih podjetij, vendar je po svoje specifična. Na eni strani vsebuje vsa sredstva, na drugi strani pa obveznosti ter neto vrednosti. Slika 9 prikazuje poenostavljeno bilanco banke, ko jo gledamo s finančnega vidika. Pri finančnem vidiku podjetje zbira sredstva upnikov in lastnikov podjetja, ter jih nalaga v realno in finančno premoženje. Od teh naložb pričakuje ustrezno donosnost v prihodnosti. Ko včasih uporabimo izraz naložbe, mislimo s tem na aktivno bilance stanja. Enako velja tudi za izraza pasiva oziroma sredstva (Mramor, 1993, str. 155).

Slika 9: Poenostavljena bilanca banke

AKTIVA	PASIVA
naložbe	sredstva

Vir: Mramor, 1993, str. 155.

Banke imajo torej med aktivi predvsem finančne naložbe, za razliko od običajnih podjetij, ki imajo naložbe predvsem v materialni obliki. Realnih naložb je pri banki razmeroma malo. Naložbe pri bankah so posojila oziroma terjatve do prebivalstva, podjetij ter držav.

Premoženjska bilanca ima tudi analitični pomen. Na osnovi podatkov, ki so v njej zbrani oziroma prikazani, lahko analiziramo poslovanje banke, preverjamo učinkovitost poslovanja v preteklem obdobju ter analiziramo poslovne rezultate, ki jih dosega banka. Vsota obeh strani bilance se mora izenačiti, ker velja enačba:

Naložbe = Sredstva, oziroma:

Celotno premoženje = celotni dolgovi + neto vrednost

Banke pridobivajo sredstva z izdajo obveznosti, ki hkrati predstavljajo vire sredstev. Tako pridobljena sredstva banka uporabi za nadaljni nakup premoženja, ki ji služi kot vir prihodka in morebitnega dobička v prihodnosti.

Banka ponavadi zbira sredstva na podlagi vlog, s sposojanjem oziroma iz naslova nedepozitnih obveznosti ter navadnih delnic in nerazdeljenega dobička, ki predstavljajo lastni kapital banke. Z vidika donosnosti in analize bilance stanja v povezavi z izkazom uspeha je primeren naslednji prikaz (Ellert, 1993, str. 7):

AKTIVA	PASIVA
A. Donosna aktiva:	1. Vpogledne vloge
1. Vloge pri drugih bankah	2. Vezane vloge
2. Vrednostni papirji	3. Vloge pri drugih bankah
3. Krediti kvalitetnim komitentom	4. Izdani vrednostni papirji
4. Kapitalske naložbe	5. Likvidnostni krediti
B. Nedonosna aktiva:	6. Druga pasiva
1. Denarna sredstva	7. Oblikovane rezervacije
2. Obvezna rezerva	8. Prednostne delnice
3. Krediti slabim komitentom	9. Kapital in rezerve
4. Osnovna sredstva	
5. Druga sredstva	

Največji del zbranih sredstev vloži banka v obrestovano premoženje, kar zanjo pomeni vir dohodka. Med obrestovano premoženje prištevamo posojila in investicije v vrednostne papirje. Drugi delež sredstev namení za neobrestovano premoženje, kamor sodí premoženje kot so gotovina, oprema in nepremičnine. Investiranje v premoženje, ki banki ne prinaša nobenega donosa, je sicer potrebno za zagotavljanje likvidnosti banke. Višina obveznih rezerv je določena s strani centralne banke, zato jih banka ne more spreminjati. Likvidnostne rezerve pa so praviloma zelo majhne. Temeljna značilnost finančnega premoženja, ki se uvršča med denarne rezerve, je, da vsebuje zelo nizko ali skoraj nikakršno investicijsko tveganje. Temu kriteriju ustrezajo dolžniški finančni instrumenti, pri katerih lahko investitor z gotovostjo pričakuje, da mu bo izdajatelj finančnega instrumenta v celoti povrnil obveznost skupaj z dogovorjenimi obrestmi in v dogovorjenih rokih. Vendar pa imajo naložbe, ki sodijo v denarne rezerve, nizko donosnost (Kleindienst, 2001, str. 192). Banki za spreminjanje aktive ostajajo na razpolago le posojila in naložbe v vrednostne papirje. V Tabeli 3 (glej Tabela 3, str. 18) je prikazana premoženjska bilanca slovenskih bank za leti 2000 in 2001.

Struktura bančnih naložb ter s tem bančna donosnost in likvidnost so tesno povezani z obsegom in variabilnostjo postavk bančne pasive. Na primer banke katerih nihanje obsega depozitov je majhno, bodo lažje in večji delež svojih sredstev usmerile v donosnejše oblike naložb, saj ne potrebujejo tako velikih likvidnostnih rezerv. V nadaljevanju si bomo pogledali najpomembnejša sredstva in nato še naložbe bank.

Tabela 3: Glavne postavke bilance stanja bančnega sektorja v Sloveniji

	31.12.2000		31.12.2001	
	mio SIT	delež %	mio SIT	delež %
1. Denar pri centralni banki	98.631	3,09%	206.225	5,20%
2. Krediti bančnemu sektorju	364.388	11,41%	396.245	10,00%
3. Krediti nebančnemu sektorju	1.636.557	51,26%	1.915.748	48,34%
3.1. krediti nefinančnim družbam	939.660	29,43%	1.168.900	29,50%
3.2. krediti gospodinjstvom	483.789	15,15%	521.135	13,15%
3.3. krediti državi	150.921	4,73%	159.075	4,01%
4. Vrednostni papirji	793.180	24,84%	1.109.316	27,99%
5. Druga aktiva	300.036	9,40%	335.287	8,46%
Skupaj aktiva	3.192.792	100,00%	3.962.822	100,00%
6. Obveznosti do bančnega sektorja	399.712	12,52%	455.102	11,48%
7. Obveznosti do nebančnega sektorja	2.157.509	67,57%	2.761.651	69,69%
7.1. obveznosti do nefinančnih družb	441.787	13,84%	517.744	13,07%
7.2. obveznosti do gospodinjstev	1.293.711	40,52%	1.756.177	44,32%
7.3. obveznosti do države	171.202	5,36%	151.533	3,82%
8. Obveznosti iz vrednostnih papirjev	69.405	2,17%	110.996	2,80%
9. Druge obveznosti	250.556	7,85%	295.382	7,45%
10. Kapital	315.611	9,89%	339.690	8,57%
Skupaj pasiva	3.192.792	100,00%	3.962.822	100,00%

Vir: Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2001. str. 48.

5.2.1. Zakonske omejitve investicijske politike bank

Banka mora zagotoviti, da glede na obseg in vrste storitev, ki jih opravlja, vedno razpolaga z ustreznim kapitalom ter da obvladuje tveganja, ki jim je izpostavljena pri opravljanju teh storitev. Poslovati mora tako, da je v vsakem trenutku sposobna pravočasno izpolnjevati zapadle obveznosti oziroma je likvidna ter da je trajno sposobna izpolniti vse svoje obveznosti (solventnost). Tveganja ne smejo nikoli presežati omejitev, določenih z zakonom in na njegovi podlagi izdanih predpisov. V Sloveniji poslovanje bank ureja Zakon o bančništvu (Uradni list RS, št. 7/1999).

Banka mora gospodariti z viri in naložbami tako, da je v vsakem trenutku sposobna izpolniti vse dospele obveznosti. Pri tem so ji postavljene določene omejitve. Na primer vrednost naložb bank v zemljišča, zgradbe, poslovno opremo in naložb iz naslova udeležbe v kapitalu nefinančnih organizacij skupno ne sme presežati višine kapitala banke. Vrednost naložb banke v kapitalu nefinančnih organizacij skupno ne sme presežati 60 odstotkov višine kapitala banke, medtem ko investicije v posamezno nefinančno podjetje ne smejo biti večje od 15 odstotkov bančnega kapitala. Pri tem izpostavljenost banke do posamezne osebe ne sme presežati višine 25 odstotkov kapitala banke, vsota vseh velikih izpostavljenosti banke pa ne 800 odstotkov višine bančnega kapitala. Izpostavljenost banke do posamezne osebe je vsota vseh terjatev in pogojnih terjatev do te osebe, vrednosti naložb v vrednostne papirje te osebe in vrednosti kapitalskih deležev banke v tej osebi.

Banka mora naložbe, zaradi katerih je izpostavljena tveganjem morebitnih izgub zaradi spremembe obrestnih mer, tečajev tujih valut, spremembe cen vrednostnih papirjev in drugih finančnih instrumentov oziroma drugih tržnih tveganj, ustrezno uskladiti z obveznostmi

banke, katerih višina je odvisna od enakih sprememb.

Spremljati in ocenjevati mora kreditna ter deželna tveganja, ki jim je izpostavljena pri svojem poslovanju. Kreditno tveganje pomeni tveganje izgube zaradi neizpolnitve obveznosti dolžnika do banke. Deželno tveganje pa je tveganje nastanka izgube v primeru mednarodnega kreditiranja, ki je povezano z ekonomskim, socialnim in političnim okoljem dolžnikove države. Zato mora banka aktivne bilančne in zunajbilančne postavke razvrstiti v skupine glede njihove tveganosti. Razvrščanje v skupine temelji na oceni sposobnosti dolžnika izpolnjevati obveznosti do banke ob dospelosti in kvalitete zavarovanja.

Izhodišče razvrstitve je sistematični pregled bančnega portfelja, to je dospelih in nedospelih aktivnih bilančnih in zunajbilančnih postavk. Tvegane bilančne postavke banke po tem Sklepu o razvrstitvi aktivnih bilančnih in zunajbilančnih postavk bank in hranilnic (Uradni list RS, št. 24/2002) obsegajo vse dospele in nedospele kratkoročne in dolgoročne kredite, naložbe v vrednostne papirje in dolgoročne naložbe v kapital, eskontirane menice, terjatve iz izvedenih (izpeljanih) finančnih instrumentov, s katerimi se trguje na prostem trgu, naložbe v naložbene nepremičnine, obračunane obresti, nadomestila in opravnine (provizije) ter terjatve za plačane garancije, avale in druge prevzete obveznosti, vloge pri bankah ter ostale postavke, ki jih je možno razporediti na posameznega dolžnika. Tvegane zunajbilančne postavke banke pa po tem sklepu obsegajo izdane garancije, avale, nekrute akreditive, prevzete nepreklicne obveznosti iz odobrenih kreditov in odobrene neizkoriščene limite iz okvirnih kreditov, odobrene in neizkoriščene limite po plačilnih karticah oziroma zneske zaupanja po plačilnih karticah ter druge prevzete obveznosti in morebitne obveznosti, na osnovi katerih lahko nastane obveznost plačila s strani banke. Netvegane bilančne postavke banke predstavljajo denar v blagajni, stanja na računih pri Banki Slovenije, terjatve do Banke Slovenije in Republike Slovenije, terjatve do Evropskih skupnosti, vlad in centralnih bank držav EEA in z njimi primerljivih držav OECD ter opredmetena osnovna sredstva in neopredmetena dolgoročna sredstva.

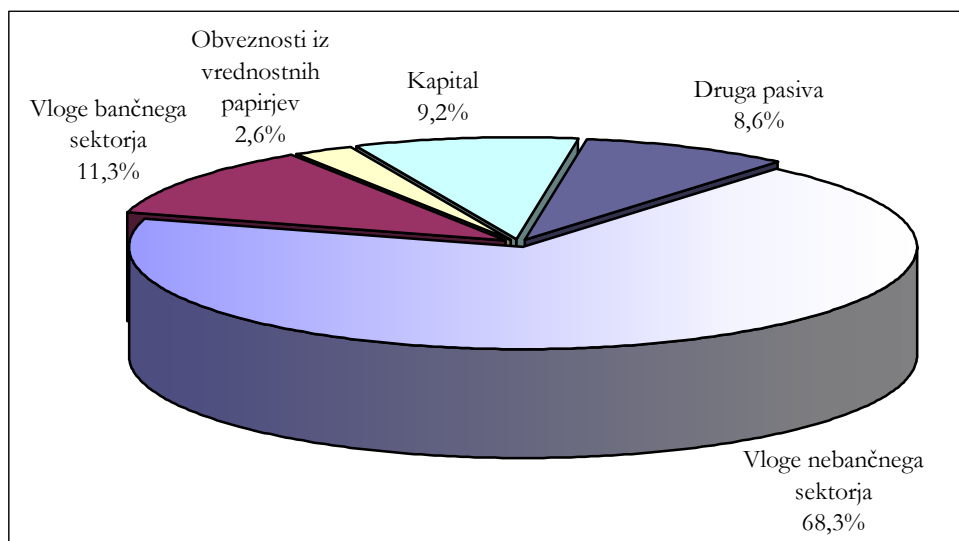
5.3. Najpomembnejša sredstva in naložbe bank

Pojem, ki je specifičen za banko, je bančna vloga ali depozit. Varčevalec s tem, ko prinese svoje prihranke v banko, da banki posojilo. Banka postane lastnik tega denarja in si pridržuje pravico ta denar posoditi naprej svojim komitentom.

5.3.1. Pasiva bank

Po obsegu depoziti predstavljajo najpomembnejši del bančnih obveznosti. To lahko vidimo tudi na Sliki 10 (glej Slika 10, na str. 20), kjer je prikazana struktura naložb bančnega sektorja v Sloveniji. Konec leta 2001 so bančne vloge prebivalstva in podjetij predstavljale okoli 68 odstotkov vseh sredstev bank. Pri tem sta se znižala strukturna deleža vlog države in nefinančnih družb, strukturni delež vlog gospodinjstev pa se je zaradi okrepljene rasti deviznih vlog ob koncu leta 2001 povečal za 2 odstotni točki. Delež vlog bančnega sektorja se je v letu 2001 ohranil na ravni prejšnjega leta, medtem ko se je delež kapitala znižal.

Slika 10: Povprečna sestava bančnih virov sredstev konec leta 2001



Vir: Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2001. str. 44.

Namesto izdaje instrumentov z lastnostmi podrejenega dolga so se banke v letu 2001 raje odločale za izdajanje cenejših vrednostnih papirjev krajših ročnosti brez lastnosti podrejenega dolga. Banke so se odločale za izdaje tako kratkoročnih kot dolgoročnih vrednostnih papirjev. Obveznosti iz izdanih vrednostnih papirjev so se tako v omenjenem letu povečale za 59,9 odstotkov.

Glede ročnosti lahko delimo depozite na vezane vloge in vloge na vpogled. Običajno so neobrestovane ter omogočajo neomejeno plačevanje. Vlagatelj jih lahko v vsakem trenutku dvigne ali pa jih ima naložene nedoločen čas. V skrajnem primeru bi lahko vsi imetniki vlog na vpogled te vloge dvignili naenkrat, za kar bi morale banke imeti 100-odstotne likvidnostne rezerve, da bi bile sposobne izplačati vloge in tako ostati likvidne. Vendar banke iz izkušenj vedo, da se takšen pritisk na banke v normalnih okoliščinah ne bo zgodil. Banke zato lahko precejšen delež kratkoročnih sredstev usmerijo v dolgoročne naložbe, ki so donosnejše a tudi manj likvidne. Seveda pa si morajo še vedno za variabilni delež vlog na vpogled zagotoviti ustrezne likvidnostne rezerve.

Vezane vloge za varčevalca pomenijo denarna sredstva, katerim se za določen čas odpovejo. Imajo določeno obrestno mero ter ročnost in se lahko pojavijo tudi v obliki vrednostnih papirjev, kar pomeni, da jih lahko prodamo na odprtem trgu pred njihovo dospelostjo. Sredstva so lahko vezana za določen čas ali na različno dolg odpovedni rok. Z likvidnostnega vidika je ta oblika vezane vloge za banko najugodnejša, saj natanko ve, kdaj bo vlagatelj zahteval sredstva. Banka torej dobi z vezanimi vlogami kvalitetna sredstva, ki jih lahko usmeri v dolgoročnejša posojila, ne da bi s tem ogrožala svojo likvidnost. Zainteresirana je torej za čim daljšo vezavo in za to storitev nudi tudi višje obresti.

Računi za vloge denarnega trga oziroma denarne vloge so prav tako obrestovane vloge in sicer na podlagi kratkoročnih obrestnih mer. Gre za kratkoročne obveznosti, s katerimi se trguje na denarnih trgih.

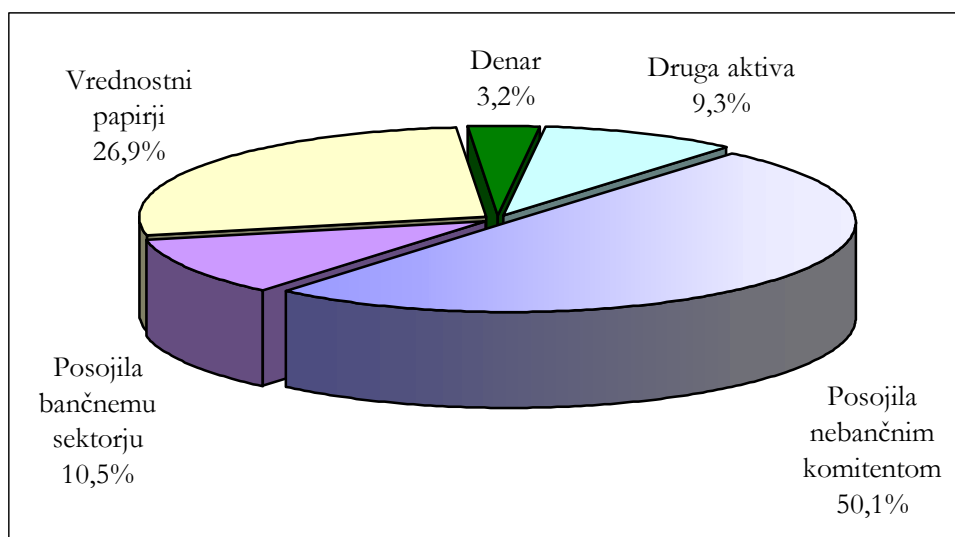
Drug privlačen način pridobivanja sredstev predstavlja za banko tudi prodaja svojih novo izdanih vrednostnih papirjev. Ponavadi so to blagajniški zapisi posameznih bank z različnimi roki zapadlosti. Z razvojem medbančnih trgov je na pomembnosti pridobilo tudi posojanje sredstev od drugih bank oziroma medbančna posojila (Igličar, 1992, str. 13).

5.3.2. Premoženje bank

Banka lahko sredstva, ki jih je pridobila, usmerja v različne oblike naložb. V katere oblike naložb in v kakšnem obsegu bo usmerjala svoja sredstva je po eni strani odvisno od priložnosti, ki jih nudi finančni trg, po drugi strani pa od obsega ter variabilnosti bančnih obveznosti v premoženjski bilanci banke.

V sestavi aktive slovenskih bank sta se v letu 2001 okrepila deleža naložb v vrednostne papirje in kreditov bančnemu sektorju, in sicer na račun znižanja deleža kreditov nebančnemu sektorju. K znižanju kreditov nebančnemu sektorju je pripomoglo predvsem znižanje kreditov gospodinjstvom za 1,4 odstotne točke, medtem ko se je delež kreditov nefinančnim družbam povečal za 0,8 odstotne točke.

Slika 11: Povprečna sestava naložb bank v letu 2001



Vir: Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2001. str. 44.

Struktura ročnosti kreditov nebankam se je v zadnjih petih letih postopno spreminjala v korist dolgoročnih kreditov. Delež naložb v vrednostne papirje v povprečni aktivi se je v letu 2001 okrepil predvsem zaradi povečanega vpisa blagajniških zapisov Banke Slovenije. V strukturi vrednostnih papirjev bank so največji delež predstavljali vrednostni papirji Banke Slovenije (52,7 %), sledijo vrednostni papirji države, katerih delež se je v letu 2001 kljub novim izdajam zakladnih menic znižal na 34,8 odstotkov, ter ostali vrednostni papirji 12,5 odstotkov.

Najpomembnejša postavka aktive bank še vedno ostajajo posojila prebivalstvu in podjetjem. Bankam prinašajo višje obresti kot večina ostalih oblik finančnega premoženja, poleg tega pa so del temeljne bančne funkcije. Banke si zato prizadevajo v posojila usmeriti čim večji delež svojih sredstev, seveda pa morajo pri tem paziti na svojo likvidnost.

Največji delež banka usmeri v komercialne kredite oziroma se sredstva posoja predvsem podjetjem. Poleg omenjenih kreditov pa ima banka v svoji ponudbi tudi potrošniška in hipotekarna posojila.

Banke v svoj portfelj vključujejo tudi dve vrsti vrednostnih papirjev: tržne in investicijske. Kupujejo jih predvsem iz dveh razlogov. Služijo jim kot sekundarna likvidnostna rezerva ali pa kot investicija. Investicijski vrednostni papirji predstavljajo najpomembnejše naložbe bank, takoj za danimi posojili.

Vrednostni papirji so lahko visoko likvidna naložba. Če jih banka lahko proda v kateremkoli trenutku, ji služijo kot rezerva. To velja predvsem za kratkoročne vrednostne papirje, kot so zakladne menice, komercialni zapisi ter bančni akcepti. Zaradi kratkoročnosti ti vrednostni papirji niso izpostavljeni prevelikemu tveganju spremembe obrestne mere. Ker so predmet trgovanja na organiziranih sekundarnih trgih, so zelo likvidni in jih banke lahko hitro spremenijo v denar oziroma likvidnostne rezerve.

Kot investicija pa banki služijo instrumenti trga kapitala ali dolžniški vrednostni papirji. V svoje premoženje uvrščajo predvsem dolgoročne državne obveznice, municipalne obveznice ter dolgo- ali srednjeročne obveznice podjetij.

6. Zavarovalnice

Zavarovalnice tako kot ostali finančni posredniki razpršujejo tveganje. Njihova osnovna funkcija je zavarovati pred morebitnim tveganjem. S sprejetjem premije se zavarovalnica zaveže osebi oziroma podjetju, s katerim je sklenila pogodbo, ob nastanku škodnega dogodka izplačati določeno vsoto denarja, to je odškodnino. Panoga je razdeljena na dve skupini: zavarovalnice življenjskega zavarovanja ter zavarovalnice, ki se ukvarjajo s premoženjskim in nezgodnim zavarovanjem. Življenjsko zavarovanje pokriva tveganje v primeru smrti, bolezni ter upokojitve, medtem ko se v okviru premoženjskega zavarovanja lahko na primer zavarujemo pred osebnimi poškodbami, nesrečami, tatvino ter požarom. Vendar pa zavarovalnice poleg storitve zavarovanja ponujajo tudi druge finančne storitve, podobne storitvam vzajemnih skladov ter depozitnih institucij.

Vzporedno z opravljanjem svoje osnovne dejavnosti se zavarovalnice v finančnem sistemu pojavljajo kot pomemben finančni posrednik.. Zavarovalnice zbirajo prihranke varčevalcev s pomočjo premij, ki so med njimi in varčevalci oziroma zavarovanci pogodbeno določene. Z zbranimi sredstvi iz vplačanih premij zavarovalnice ustvarjajo finančne rezerve, potrebne za izplačilo svojih obveznosti, to je odškodnin. Ker se zavarovalne premije plačajo vnaprej in ker mora zavarovalnica ves čas imeti določeno višino rezervnih finančnih sredstev, s katerimi mora pokrивati nepričakovane odškodnine, je obseg finančnih sredstev, s katerimi razpolagajo zavarovalnice, običajno zelo velik. Svoje rezerve zavarovalnice najpogosteje naložijo v obveznice podjetij in državne dolžniške vrednostne papirje, odobravajo pa tudi dolgoročne hipotekarne kredite podjetjem ter investirajo v nepremičnine. Narava izplačila odškodnin omogoča zavarovalnicam bistveno dolgoročneje naložbe kot na primer bankam (Mramor, 1993, str. 94).

6.1. Naložbena dejavnost zavarovalnic

Zaradi vse večjega naraščanja pomena zavarovanja v gospodarstvih postajajo zavarovalnice gospodarski subjekti, ki so deležni kopičenja velikega deleža prihrankov prebivalstva. Zakon o zavarovalništvu določa, da mora zavarovalnica v zvezi z vsemi zavarovalnimi posli oblikovati ustrezne zavarovalno-tehnične rezervacije, ki so namenjene kritju bodočih obveznosti iz zavarovanj in morebitnih izgub zaradi tveganj. Teh rezervacij zavarovalnice ne potrebujejo v celotni obliki, zato jih investirajo naprej. Če bi namreč denar držale v blagajni, bi to imelo za gospodarstvo v primeru nizke nadomestitve škod deflacijske učinke, v primeru visoke nadomestitve škod pa inflacijske učinke. Poleg tega investiranje zavarovalno-tehničnih rezervacij zavarovalnicam omogoča dosegati dobiček, ki lahko omogoča odpravo tekočega primanjkljaja iz naslova teh rezervacij, znižuje premije pri življenjskih zavarovanjih ali pa povečuje odškodnine (Boncelj, 1983, str. 273). Zavarovalno-tehnične zavarovalnice se v bilancah stanja zavarovalnic izkazujejo na pasivni strani kot prihodnje obveznosti zavarovalnice. Poleg lastnih virov sredstev, to je temeljnega in dodatnega kapitala, predstavljajo sredstva, iz katerih zavarovalnice lahko oblikujejo svoje finančne naložbe. Te naložbe pa morajo ustrezati predvsem načelom varnosti in likvidnosti, kot to predpisuje Zakon o zavarovalništvu.

6.1.1. Vrste naložb zavarovalnic

Povedali smo že, da finančne presežke, ki se lahko oblikujejo v finančne naložbe, predstavljajo v zavarovalnicah zavarovalno-tehnične rezervacije. Zavarovalnice so na podlagi teh rezervacij dolžne oblikovati tako imenovano kritno premoženje, ki ga nalagajo v različne vrste naložb. Zavarovalnice življenjskega zavarovanja, ki morajo oblikovati matematične rezervacije, pa v ta namen ustanovijo kritni sklad. Finančne naložbe iz obeh oblik premoženja v celoti določa in spremlja zakon. Zakon o zavarovalništvu je torej uvedel dva nova pojma, to je kritno premoženje in kritni sklad. S tem naj bi dosledno upošteval, da so zavarovalno-tehnične rezervacije zgolj pasivna postavka bilance stanja zavarovalnice in zato »ne morejo biti predmet naložbe«, saj se lahko nalaga zgolj premoženje (Zupančič, 200, str. 69).

Kritno premoženje je premoženje zavarovalnice, namenjeno kritju bodočih obveznosti iz zavarovanj, ki jih zavarovalnica sklepa, in morebitnih izgub zaradi tveganj, ki izhajajo iz zavarovalnih poslov, ki jih opravlja zavarovalnica ter v zvezi s katerimi je zavarovalnica dolžna oblikovati zavarovalno-tehnične rezervacije (Zakon o zavarovalništvu, 2000). Računovodsko se izkazuje na aktivni strani bilance stanja zavarovalnice in mora biti najmanj enako višini zavarovalno-tehničnih rezervacij. Razmerje med kritnim premoženjem in temi rezervacijami je mogoče prikazati na poenostavljeni shemi premoženjske bilance zavarovalnice.

Tabela 4: Poenostavljena bilanca stanja zavarovalnice

AKTIVA	PASIVA
Kritno premoženje	Zavarovalno-tehnične rezervacije
Drugo premoženje	Kapital

Vir: Plavšak, 1999, str. 1332.

Zavarovalnica mora to premoženje naložiti v skladu z zakonom v različne vrste naložb, da zadosti načelom likvidnosti in solventnosti. Pri izbiri finančnega premoženja mora upoštevati tudi vrste zavarovalnih poslov, ki jih opravlja.

Po Zakonu o zavarovalništvu kritni sklad predstavlja kritno premoženje, ki je namenjeno kritju obveznosti zavarovalnice iz tistih vrst zavarovanj, za katere je potrebno oblikovati matematične rezervacije. Zavarovalnica mora oblikovati poseben kritni sklad za življenjska zavarovanja, zdravstvena zavarovanja in za druge vrste zavarovanj, za katere je potrebno oblikovati matematične rezervacije. Z njim morajo zavarovalnice upravljati ločeno od drugega premoženja.

6.1.2. Vrste dovoljenih naložb v slovenskem zavarovalniškem prostoru

Ker zavarovalnice razpolagajo z velikim deležem prihrankov prebivalstva, običajno država, z namenom zavarovati interese varčevalcev, tudi administrativno prepoveduje investiranje v najbolj tvegane finančne naložbe ter določa maksimalne deleže posameznih vrednostnih papirjev v portfelju zavarovalnic.

Po Zakonu o zavarovalništvu naložbe v depozite pri banki s sedežem v Sloveniji, državi Evropske unije ali članici OECD (Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj) ne smejo presegati 30 odstotkov zavarovalno-tehničnih rezervacij, pri čemer naložbe v depozite ne smejo presegati 10 odstotkov rezervacij. Največ 30 odstotkov zavarovalno-tehničnih rezervacij je lahko naloženih v nepremičnine, vendar je lahko le 10 odstotkov vseh rezervacij naloženih v eno nepremičnino. Naložbe v vse delnice in investicijske kupone vzajemnih skladov, ki morajo imeti več kot polovični delež naložb v vrednostnih papirjih, ki ne dajejo zjamčenega donosa, skupno ne smejo presegati 30 odstotkov zavarovalno-tehničnih rezervacij. V delnice, s katerimi se trguje na organiziranemu trgu, je lahko naloženih do 5 odstotkov rezervacij, pri čemer jih je lahko v enega izdajatelja le do 1 odstotek vseh rezervacij. Slednje velja tudi za obveznice, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu. Zakon tudi določa, da naložbe v vse delnice istega izdajatelja ne smejo presegati 5 odstotkov in da naložbe iz naslova posojil skupno ne smejo presegati 5 odstotkov zavarovalno-tehničnih rezervacij.

6.1.3. Struktura finančnega premoženja slovenskih zavarovalnic

Zaradi dolgoročnega značaja obveznosti v njihovi premoženjski bilanci ter istočasne potrebe po generiranju konkurenčnega donosa na hranilne elemente proizvodov, ki jih ponujajo, so sredstva zavarovalnic naložena v investicije z daljšo dobo dospelosti. Veliko več investirajo v vrednostne papirje, manjša pa se delež nepremičnin.

Večina zavarovalnic v Sloveniji se ukvarja s premoženjskimi in življenjskimi zavarovanji. Njihova bilančna vsota je konec leta 2001 dosegla 391,1 milijard SIT, kar pomeni 21,5 odstotno povečanje v primerjavi s prejšnim letom. Moč in varnost zavarovalnic je najbolj razvidna iz obsega zavarovalnih naložb, ki v zadnjih letih intenzivno raste, kar velja še posebno za matematične rezervacije.

Med sredstvi prevladujejo naložbe pod postavko zemljišča in zgradbe ter druge finančne naložbe, prikazane v Tabeli 5, ki so konec leta 2001 znašale 327 milijard SIT in dosegle 24 odstotno rast glede na prejšnje leto. V okviru teh največji delež predstavljajo druge finančne naložbe in sicer 72 odstotkov bilančne vsote.

Zavarovalnice imajo zelo previdno in neelastično naložbeno politiko. Največ naložb imajo v državnih vrednostnih papirji, in sicer konec leta 2001 za 158,6 milijard SIT. Pomembne so tudi naložbe v druge dolžniške papirje in naložbe v depozite pri bankah.

Tabela 5: Aktiva premoženjske bilance zavarovalniškega sektorja

	2000		2001	
	mio SIT	%	mio SIT	%
SREDSTVA				
A. Nevplačani vpisani kapital	0	0,0	750	0,2
B. Neopredmetena dolg. sredstva	2.159	0,7	2.122	0,5
C. Naložbe v zemljišča in zgradbe ter finančne naložbe	264.272	82,1	326.984	83,6
I. Zemljišča in zgradbe	30.294	9,4	33.941	8,7
II. Finančne naložbe v posamezna podjetja	6.310	2,0	10.027	2,6
III. Druge finančne naložbe	226.717	70,4	281.706	72,0
IV. Depoziti	951	0,3	1.310	0,3
Č. Naložbe v korist življ. zavar., ki prevzemajo nalož. tveg.	0	0,0	11	0,0
D. Terjatve	41.690	13,0	46.354	11,9
E. Razna sredstva	9.942	3,1	9.490	2,4
F. Kratkoročne aktivne časovne razmejitve	3.760	1,2	5.377	1,4
Bilančna vsota	321.823	100,0	391.088	100,0

Vir: Finančni trgi, 2003, str. 6.

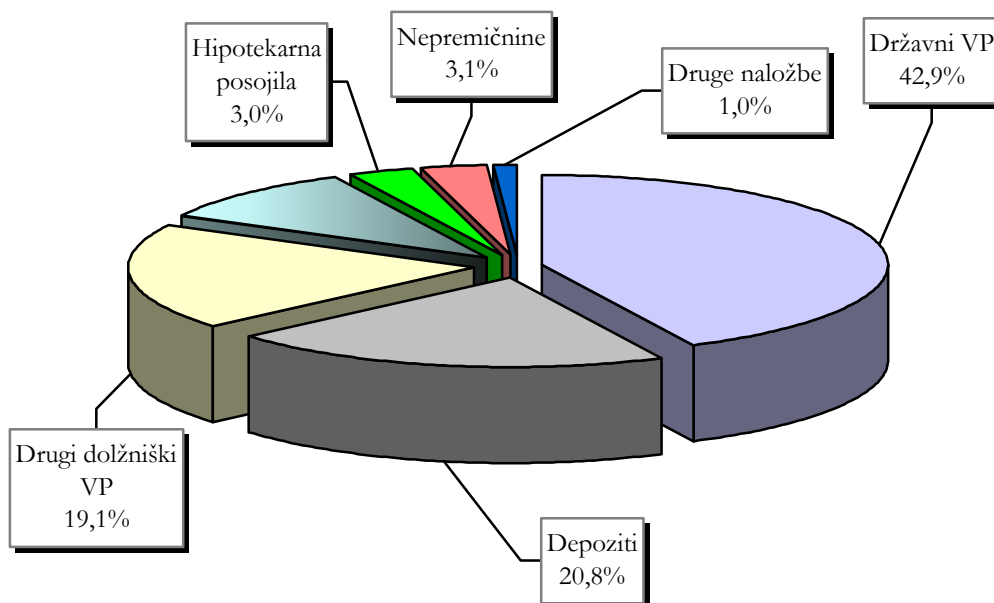
Obe omenjeni naložbi namreč predstavljata najvarnejšo obliko nalaganja sredstev, vendar pa prinašajo najnižji donos. Na Sliki 12 (glej Slika 12, na str. 26) je prikazana struktura naložb zavarovalnic iz naslova zavarovalno-tehničnih rezervacij v letu 2002.

Po podatkih Klirinško depotne družbe je imel zavarovalniški sektor leta 2002 v lasti za 50,6 milijard SIT delnic in za 190 milijard SIT obveznic, kar pomeni 1,5 odstotkov vrednosti vseh izdanih delnic in za 19,6 odstotkov vrednosti izdanih obveznic. Največ sredstev zavarovalniški sektor vlaga v državne in bančne obveznice ter delnice nefinančnih družb in bank.

7. Investicijski skladi

Investicijski skladi so pomembni udeleženci na sodobnih finančnih trgih. Nastali so zaradi potreb majhnih varčevalcev, ki s svojimi omejenimi prihranki niso mogli doseči prednosti, ki jih nudi diverzifikacija naložb. Sploh niso imeli ali pa so imeli zelo majhno možnost investirati v posamezne zelo donosne naložbe, ker so le-te zahtevale prevelik začetni vložek sredstev.

Slika 12: Struktura naložb zavarovalnic iz naslova zavarovalno-tehničnih rezervacij



Vir: Finančni trgi, 2003, str. 6.

Poleg tega pa skupino varčevalcev sestavljajo predvsem gospodinjstva, ki nimajo niti znanja ali celo interesa, da bi skrbela za optimalno nalaganje svojih prihrankov. Te potrebe so začutile finančne institucije ter varčevalcem ponudile možnost, da bi svoje prihranke združili v investicijski sklad. Z zbranimi sredstvi bi nato upravljali strokovnjaki oziroma jih nalagali v finančne naložbe s čim večjo donosnostjo in čim manjšim tveganjem (Igličar, 1992, str.83). V razvitem svetu predstavljajo izjemno hitro rastočo dejavnost. V Združenih državah Amerike skladi upravljajo približno 16 tisoč milijard dolarjev premoženja, medtem ko se v Evropi ta številka giblje okoli 4 milijarde dolarjev. Po nekaterih napovedih naj bi vrednost premoženja skladov že v prihodnjih letih preseгла obseg depozitov prebivalstva v poslovnih bankah (Mramor et al., 2000, str. 89).

7.1. Opredelitev investicijskih skladov

Investicijski sklad je podjetje, katerega edini namen je javno zbiranje denarnih sredstev fizičnih in pravnih oseb ter nalaganje teh sredstev v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe oziroma premoženje po načelih razpršitve tveganj (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002). Svojim uporabnikom ponujajo številne prednosti pred drugimi oblikami vlaganja. Ena izmed najpomembnejših je možnost razpršitve premoženja in s tem posledično manjše tveganje. Dodatne prednosti pa so še strokovnost upravljanja, likvidnost sredstev, nižji transakcijski stroški, široka paleta storitev, ponujenih investitorjem, nadzor institucij nad poslovanjem investicijskih skladov ter samostojnost izbora stopnje tveganja. Prednost skladov pred drugimi finančnimi institucijami, na primer bankami, je v tem, da zaradi svoje narave, ko je vrednost sredstev in obveznosti sklada določena na trgu, ne morejo postati plačilno nesposobni (Mramor et al., 2000, str. 89).

Investicijski skladi torej zbirajo in združujejo prihranke posameznikov in podjetij ter jih investirajo v različne vrednostne papirje. Sredstva pridobivajo na podlagi izdaj svojih delnic,

investicijskih certifikatov ter v manjšem obsegu tudi z zadolževanjem, v kolikor to dovoljuje zakonodaja države, v kateri so registrirani. Seveda pa slednje povečuje tveganje sklada. V premoženjski bilanci sklada na pasivni strani prevladujejo izdani vrednostni papirji oziroma delnice in obveznice (sekundarne finančne oblike), aktivo pa sestavljajo vrednostni papirji podjetij in drugih subjektov (primarne finančne oblike). Pri investicijskem skladu gre torej za tipično premoženjsko bilanco finančnega posrednika (Igličar, 1992, str.84).

7.2. Delitev investicijskih skladov na podlagi premoženjske bilance

Različni investicijski skladi imajo zaradi prilagajanja potrebam in željam investitorjev različno investicijsko politiko. Kot posledica tega se je razvila vrsta najrazličnejših investicijskih skladov.

Osnovna delitev skladov se izvaja glede postavk na pasivni strani premoženjske bilance. Prva delitev torej temelji na načinu financiranja oziroma zbiranju sredstev sklada. Tako ločimo odprte in zaprte investicijske sklade. Druga delitev pa se nanaša na aktivno stran premoženjske bilance sklada, to je na vrste investicij, ki jih sklad ima. Investicijski skladi se tako ločijo po donosnosti in tveganju, nekateri pa celo iščejo in se specializirajo v tržne niše (Mramor et al., 2000, str. 90).

7.2.1. Delitev glede obveznosti skladov

Glede na obveznosti sklada oziroma pasivno stran premoženjske bilance delimo investicijske sklade na (Bodie et al., 1999, str. 113):

- **investicijske družbe** ali zaprte investicijske sklade (*»closed-end investment company«*) in
- **vzajemne sklade** ali odprte investicijske sklade (*»open-end investment company«* ali *»mutual funds«*).

Prvi investicijski skladi so bili zaprtega tipa, njihovo število in višina premoženja pa je danes precej manjša od števila in višine sredstev odprtih skladov. Najpomembnejša razlika med omenjenima skladoma je v zmožnosti vnovčevanja deležev sklada oziroma v likvidnosti. Medtem ko se z deleži vzajemnega sklada na borzi ne trguje, kar pomeni da se lahko kadarkoli prodajo imetniku kupona vzajemnega sklada oziroma skladu nazaj, lahko vlagatelj delnice investicijske družbe vnovči le s prodajo na sekundarnem trgu.

7.2.1.1. Investicijske družbe

Pasivno stran bilance investicijske družbe sestavljajo delnice, torej gre za delniško družbo. Običajno se ob njihovi ustanovitvi določi velikost sklada oziroma število delnic, ki jih bodo izdali. Delnice izdajo le enkrat in to v omejenem številu. V načinu zbiranja sredstev so torej investicijske družbe podobne delniškim družbam, z razliko, da obstoječi delničarji nimajo predodkupne pravice na morebitne novoizdane delnice (Igličar, 1992, str. 85).

Praviloma lastniki delnic ne morejo prodati nazaj skladu oziroma od sklada zahtevati, da jih odkupi nazaj, saj so predmet trgovanja na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev. Torej lahko investitor kupi delnice sklada le ob ustanovitvi ali pa od drugega investitorja na finančnem trgu

(Mramor et al., 2000, str. 91). To za investicijsko družbo pomeni večjo stabilnost v višini sredstev, s katerimi razpolaga, zato so njene investicije lahko bolj dolgoročne. Hkrati pa se zmanjša zahteva po rezervah (Mramor, 1993, str. 93).

7.2.1.2. Vzajemni skladi

Pri vzajemnih skladih, to je skladih odprtega tipa, se vrednost premoženja oziroma delnic stalno spreminja, skladno z vstopanjem ali izstopanjem varčevalcev. Vrednost enot sklada je določena z vrednostjo sredstev na aktivni strani bilance stanja. To pomeni, da so dividende na delnice vzajemnega sklada odvisne od uspešnosti naložb in od dogovorjenih stroškov upravljanja s skladom (Mramor, 1993, str. 93). Aktiva teh skladov je le v takšnih vrednostnih papirjih, za katere je vsak trenutek znan tečaj. Naložbe teh skladov so torej predvsem v vrednostnih papirjih, ki kotirajo na borzah (Ribnikar, 1997, str. 302). Investitor lahko kadarkoli zahteva, da mu investicijski sklad odkupi njegov investicijski kupon oziroma drug vrednostni papir, v katerem so izražene pravice do sklada. Pasivno stran bilance torej sestavljajo kuponi sklada (Mramor et al., 2000, str. 90).

Vzajemni skladi pa se ločijo tudi po načinu financiranja dejavnosti upravljanja premoženja (Mramor et al., 1993, str. 90). Gre za:

- **sklade s provizijo** (load funds), pri katerih mora investitor plačati provizijo pri vstopu ali izstopu iz sklada ali pa oboje. Sklad zaračunava vsak nakup ali prodajo delnic sklada;
- **sklade brez provizije** (no-load funds), kjer prodaja poteka neposredno brez provizije.

7.2.2. Delitev glede na strukturo premoženja

Omenili smo že, da se skladi med seboj razlikujejo glede njihove investicijske politike. Premoženje oziroma aktiva premoženjske bilance skladov sestavljajo različni vrednostni papirji. Glede na prevladujočo obliko premoženja skladov ločimo (Mramor et al., 2000, str. 92):

- **sklade delnic**, ki imajo v svojem premoženju predvsem lastniške vrednostne papirje in katerih cilji so najbolj raznovrstni, od maksimalnega tekočega dohodka do maksimalne kapitalске rasti;
- **sklade obveznic**, ki sredstva investirajo v dolžniške vrednostne papirje ter so zaradi tega manj tvegani a hkrati manj donosni. Naprej pa jih lahko delimo tudi glede tega ali so obdavčeni ali ne;
- **mešane sklade**, z premoženjem naloženim v obeh oblikah vrednostnih papirjev;
- **sklade denarnega trga** oziroma kratkoročnih vrednostnih papirjev, edino obliko sklada namenjenega za kratkoročno investiranje v kratkoročne dolžniške papirje. Ti skladi predstavljajo tudi največjo konkurenco bankam, saj vlagateljem zagotavljajo likvidnost in relativno varnost;
- **sklade nepremičnin**, kjer gre za neposredno investiranje v nepremičnine ali v hipoteke.

Vsak sklad ponavadi sestavi tako strukturo finančnega premoženja, ki najbolj ustreza njegovim ciljem.

7.3. Investicijska politika investicijskih skladov

Skladi se zelo aktivno udeležujejo trgovanja na finančnih trgih. Skupna značilnost investicijske politike vseh skladov je, da skušajo v okviru danih ciljev dosegati čimvečjo donosnost in s tem privabiti čimveč novih vlagateljev.

Investicijski skladi pa so običajno v vseh državah strogo nadzorovani s strani za to pooblaščenih državnih ustanov. Kot pri drugih finančnih institucijah, je tudi v tem primeru najpomembnejši cilj nadzora in regulacije ohraniti zaupanje javnosti v te institucije. Naložbe v investicijske sklade niso zavarovane s sistemom zajamčenih vlog kot so hranilne vloge, zato je potrebno še bolj natančno poročanje o dejavnosti skladov.

Predmet regulacije so predvsem naložbe investicijskih skladov oziroma katere oblike finančnega premoženja lahko skladi držijo v svojem portfelju. V Sloveniji Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) investicijske sklade med drugim omejuje pri vrstah in deležih posameznih naložb.

Investicijski skladi v Sloveniji lahko vlagajo v tržne in netržne vrednostne papirje, bančne depozite, standardizirane finančne instrumente ter finančne instrumente denarnega trga. Domači ali tuji tržni vrednostni papirji prve prodaje, s katerimi se trguje na organiziranih trgih, morajo vedno dosegati najmanj 51 odstotkov premoženja sklada. Vsota vrednosti bančnih vlog in vrednosti instrumentov denarnega trga pa ne sme preseči 49 odstotkov. Pri instrumentih denarnega trga pa velja še pogoj, da so bili izdani s strani Republike Slovenije, Banke Slovenije, držav članic Evropske Unije ali osrednje banke EU. Delež netržnih vrednostnih papirjev na aktivni strani premoženjske bilance skladov ne sme presegati deset odstotkov.

V začetku je bilo investicijskim skladom onemogočeno vlaganje v investicijske kupone oziroma v delnice drugega investicijskega sklada. Nova zakonodaja to sedaj dovoljuje, vendar pa vrednost naložb investicijskega sklada v takšne vrste naložb ne sme presegati pet odstotkov vrednosti premoženja investicijskega sklada. Skladi pa še vedno ne smejo investirati premoženja v tiste sklade, ki lahko v skladu z njihovo naložbeno politiko nalagajo več kot deset odstotkov premoženja v investicijske kupone oziroma delnice drugih investicijskih skladov. Izrecno pa je skladom prepovedano držanje premoženja v kovinah oziroma certifikatih, ki predstavljajo plemenite kovine.

Investicijski sklad denarnega trga mora imeti najmanj 90 odstotkov vrednosti sredstev, naloženih skupaj v instrumente denarnega trga, s katerimi se trguje na organiziranem trgu v Republiki Sloveniji ali državi članici, v primeru, da pa na trg niso uvrščeni, morajo biti dovolj likvidni ter imeti vrednost, ki se jo da kadarkoli natančno določiti.

7.4. Investicijski skladi v Sloveniji

Z razvojem trga kapitala so se v Sloveniji pojavili tudi investicijski skladi, in sicer vzajemni skladi, ki so povsem podobni skladom, kakršne poznamo v svetu. Do pojava investicijskih

družb pa je prišlo šele pri začetku procesa lastniškega preoblikovanja podjetij, ko so se začele ustanavljati pooblaščne investicijske družbe za namene zbiranja certifikatov. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje je opredelil obe temeljni obliki investicijskih skladov v slovenskem finančnem sistemu: vzajemne sklade ter investicijske družbe, ki so za razliko od vzajemnih skladov pravne osebe. Ker se investicijske družbe ne smejo upravljati same, je zakon opredelil tudi novo institucijo, to je družbo za upravljanje, ki je zadolžena za upravljanje tako investicijskih družb kot vzajemnih skladov.

Poleg investicijskih skladov pa v Sloveniji omenjeni zakon ureja tudi delovanje pooblaščenih investicijskih družb ali tako imenovanih PID-ov. Gre za posebno obliko investicijskih družb, prilagojenih trenutnim razmeram v Sloveniji oziroma potrebam privatizacije (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 64). Ustanovljene so bile z namenom zbiranja lastniških certifikatov in nalaganja letih v delnice, ki jih prodaja Sklad Republike Slovenije za razvoj v skladu z Zakonom o lastninskem preoblikovanju. Za upravljanje tovrstnih družb so bile ustanovljene posebne družbe za upravljanje, tako imenovane pooblaščne družbe za upravljanje. Nadzor nad vsemi omenjenimi skladi in družbami za upravljanje opravlja Agencija za trg vrednostnih papirjev, ki je bila ustanovljena z Zakonom o vrednostnih papirjev v letu 1994.

V slovenski zakonodaji so torej opredeljene tri vrste investicijskih skladov:

- vzajemni skladi,
- investicijske družbe in
- pooblaščne investicijske družbe oziroma PID-i.

V okviru upravljanja s premoženjem PID-ov ima družba za upravljanje še posebno vlogo. Lahko se aktivno vključuje v upravljanje podjetij, katerih delnice se nahajajo v aktivih pooblašče investicijske družbe, ki jo upravlja. S tem se pojavlja še dodatna dimenzija PID-a, to so tako imenovani venture skladi, ki z nakupom nadzornih deležev v podjetjih nastopajo kot aktivni lastniki (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 65).

7.5. Velikost in struktura finančnega premoženja investicijskih skladov

Konec leta 2002 je v Sloveniji investicijske sklade upravljalo 19 družb za upravljanje, med katerimi jih je 7 upravljalo izključno pooblaščne investicijske družbe. Skupaj so družbe za upravljanje konec leta 2002 upravljale s 521,9 milijardami tolarjev kapitala, kar pomeni 7 odstotkov manj kot konec leta 2001 (glej Tabela 6, str. 31).

V strukturi finančnega premoženja PID-ov prevladujejo netržne delnice (49 %), katerim sledijo tržne delnice (27 %). Nasprotno v strukturi premoženja investicijskih skladov prevladujejo tržne delnice (63 %), delež delnic, s katerimi se ne trguje na organiziranih trgih, pa znaša 21 odstotkov. Vzajemni skladi vlagajo največ v tržne delnice (63 %) in v obveznice (23 %). Več o naložbah vzajemnih skladov bomo spregovorili v naslednjem poglavju.

Tabela 6: Struktura premoženja investicijskih skladov na dan 31.12.2002

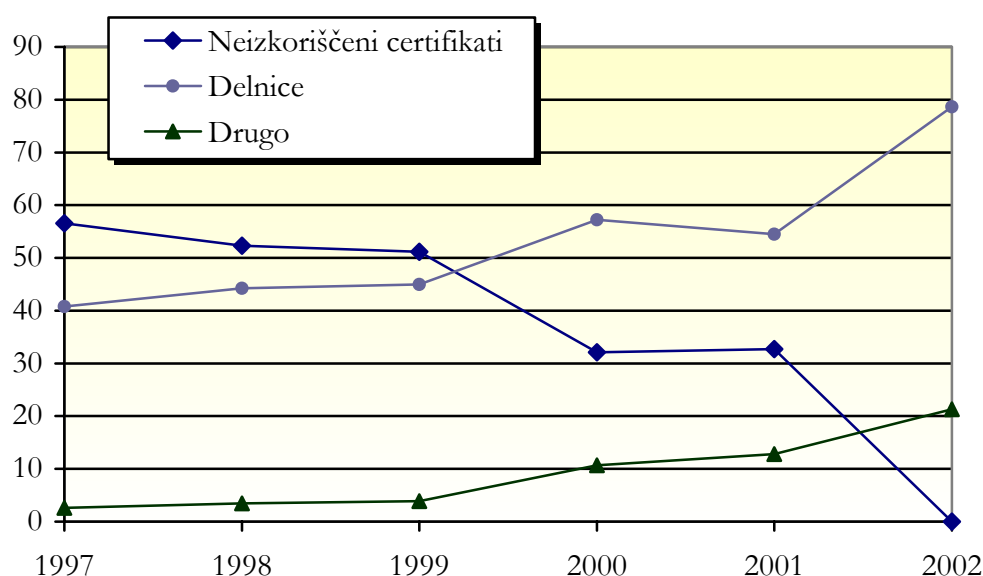
	PID		Investicijski skladi		Vzajemni skladi		Skupaj	
	mio SIT	%	mio SIT	%	mio SIT	%	mio SIT	%
Delnice	250.314	76,3	116.728	84,3	35.230	63,6	402.273	77,1
organizirani trg	89.777	27,4	87.702	63,3	34.904	63,0	212.382	40,7
neorganizirani trg	160.538	48,9	29.026	21,0	326	0,6	189.890	36,4
Obveznice	4.593	1,4	5.144	3,7	12.607	22,7	22.344	4,3
državne	1.518	0,5	2.551	1,8	5.717	10,3	9.787	1,9
druge	3.074	0,9	2.593	1,9	6.890	12,4	12.557	2,4
Bančni depoziti	13.878	4,2	11.943	8,6	2.508	4,5	28.329	5,4
Drugo	59.207	18,1	4.684	3,4	5.076	8,3	68.968	13,2
Skupaj	327.992	100,0	138.500	100,0	55.422	100,0	521.913	100,0

Vir: Finančni trgi, 2003, str. 8.

Največja skupina investorjev v delnice investicijskih skladov je prebivalstvo, ki ima v lasti 51,8 odstotkov delnic, sledijo nefinančne družbe z 20,1 odstotki in drugi finančni posredniki z 11,5 odstotki. Glede na konec leta 2001 se je povečal tudi delež bank v strukturi investorjev v investicijske sklade, in sicer s 7 na 11 odstotkov (Finančni trgi, 2003, str. 8).

Pooblaščenice investicijske družbe so zbrale v Sloveniji kar 56 odstotkov vseh izdanih certifikatov, medtem ko so jih ostala nefinančna podjetja 37 odstotkov, 7 odstotkov pa je ostalo neporabljenih (Mramor et al., 2000, str. 94). Konec leta 2002 PID-i niso več razpolagali z neizkoriščenimi lastninskimi certifikati. Iz strukture njihovih naložb, na Sliki 13, je razvidno, da so bili ti večinoma zamenjani za netržne delnice, ki so konec leta predstavljale 49 odstotkov njihovega premoženja. V tržnih delnicah sta imela dva PID-a več kot 60 odstotkov, in trije PID-i več kot 50 odstotkov svojih sredstev.

Slika 13: Struktura naložb pooblaščenih investicijskih družb v odstotkih



Vir: Finančni trgi, 2003, str. 9.

8. Vzajemni skladi

Vzajemni skladi so institucije, ki zbirajo finančne prihranke posameznikov in podjetij ter jih investirajo v diverzificirane portfelje vrednostnih papirjev (Saunders, 2000, str. 60). Vzajemni sklad je torej premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje. To premoženje je bilo financirano z denarjem fizičnih oziroma pravnih oseb, ki si na podlagi vloženih deležev delijo lastništvo sklada. Torej je v lasti imetnikov investicijskih kuponov tega sklada, v katere je razdeljeno premoženje sklada. Tovrstna institucija sama po sebi ni pravna oseba, saj jo lahko oblikuje oziroma ustanovi samo družba za upravljanje (DZU). Družba za upravljanje vzajemni sklad nato upravlja v svojem imenu in za račun imetnikov vzajemnega sklada. Vendar pa mora biti premoženje vzajemnega sklada ločeno od premoženja družbe za upravljanje in ga mora skladno s tem DZU tudi upravljati (Mramor et al., 2000, str. 99).

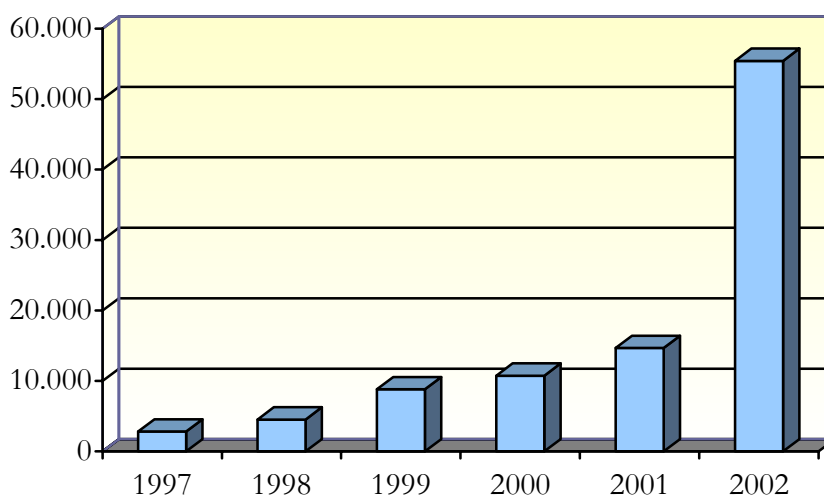
Vzajemni skladi bi morali biti steber varčevanja v vrednostnih papirjih. Majhnim investitorjem mora omogočiti možnost investiranja njihovih prihrankov v finančno tveganje ter hkrati diverzifikacijo tveganja. Zaradi same velikosti trgovanja, ko skladi kupujejo na finančnih trgih hkrati velike količine vrednostnih papirjev, so deležni raznih popustov pri provizijah kar tudi zmanjšuje transakcijske stroške, ki so občutno manjši od stroškov, s katerimi bi bil soočen posamezni investitor, če bi želel kupiti vrednostne papirje direktno od podjetja. Prav manjši stroški investitorjev v vzajemne sklade ter velik porast tržne vrednosti finančnega premoženja vzajemnih skladov, t.j. predvsem vrednostnih papirjev, so bili razlog, da je panoga vzajemnih skladov v devedesetih letih doživela neverjeten bum, tako glede velikosti kot števila investitorjev (Saunders, 2000, str. 60).

8.1. Razvoj vzajemnih skladov v Sloveniji

Delež varčevanja v vzajemnih skladih je v Sloveniji v primerjavi z razvitim svetom zelo nizek. Prvi skladi so se v Sloveniji pojavili v letu 1993. To so bili vzajemni skladi in tudi borznoposredniške družbe ustanovljene predvsem v obliki podjetja. Njihovo poslovanje ni bilo v nobeni povezavi s finančnimi institucijami, ki takrat v slovenskem finančnem prostoru tudi niso igrale pomembne vloge. Pobudniki njihove ustanovitve so želeli na trgu ponuditi nov finančen proizvod, ki bi konkuriral različnim oblikam bančnih depozitov.

Leta 1994 sta bila sprejeta Zakon o trgu vrednostnih papirjev ter Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ki sta postavila neko osnovo za razvoj in regulacijo finančnega sistema v Sloveniji. Začele so se ustanavljati privatizacijske investicijske družbe (PID) in družbe za upravljanje, novi zakonodaji pa so se začeli prilagajati tudi že ustanovljeni vzajemni skladi. Slovenski trg kapitala je od takrat res dosegel precejšen napredek, vendar pa še vedno ne moremo trditi, da imajo v Sloveniji investicijski skladi ustrezno vlogo v finančnem sistemu oziroma da so se razvili v ustrezne finančne institucije, ki lahko uspešno zbirajo in posredujejo prihranke (Mramor et al., 2000, str. 419). Razvoj skladov je pri nas bistveno prepočasen, spodbudno pa je vsaj to, da skladi zaznavajo stalno rast kapitala in števila vlagateljev, čeprav so podatki o naložbah v vzajemne sklade v primerjavi s sredstvi, ki jih ima prebivalstvo naloženo v bankah, zanemarljivi. Gibanje rasti premoženja vzajemnih skladov v obdobju od leta 1997 do 2002 je prikazano na Sliki 14 (glej Slika 14, na str. 33). Vidimo, da se vzajemni skladi počasi, a vztrajno prebijajo na slovenski finančni trg.

Slika 14: Vrednost premoženja vzajemnih skladov v mio SIT od leta 1997 do 2002



Vir: Finančni trgi, 2003, str.10.

Osnovne dejavnike, ki zavirajo razvoj vzajemnih skladov v Sloveniji, je najverjetneje treba iskati v nenaklonjenosti investorjev k vlaganju v nove produkte. To izhaja predvsem iz tega, da na našem trgu še nismo nabrali dovolj izkušenj, da bi lahko investorjem zagotovili majhno tveganost njihovih investicij. V prvih letih poslovanja vzajemnih skladov je bilo zelo malo primernih naložb, ki bi jih skladi lahko vključili v svojo ponudbo, saj je bilo število vrednostnih papirjev, uvrščenih na organiziran trg v okviru Ljubljanske borze, zelo omejeno (Mramor et al., 2000, str. 427). Poleg tega pa je v zadnjih letih davčni sistem najbolj nenaklonjen vlaganju v vzajemne sklade. S podjetniškimi obveznicami so investicijski kuponi vzajemnih skladov edini vrednostni papir, ki ga ni mogoče uporabiti za znižanje osnove za dohodnino. V nasprotju z obrestmi na depozite je kapitalski dobiček od poslovanja z investicijskimi kuponi vzajemnih skladov predmet obdavčitve, kar pa destimulativno vpliva na naložbe investorjev v vzajemne sklade (Sluga, 1997, str. 35).

8.2. Vzajemni skladi in finančni trgi

Vsaka vrsta vzajemnega sklada uporablja določen finančni trg za nakup posameznih oblik finančnega premoženja. Ker je glavni namen vzajemnih skladov investiranje, se kot investitorji pojavljajo na vseh finančnih trgih:

- **denarni trg** – vzajemni skladi denarnega trga vlagajo v različne instrumente denarnega trga, in sicer predvsem v zakladne menice, komercialne zapise ter bančne akcepte;
- **trgi dolžniških vrednostnih papirjev** – nekateri vzajemni skladi vlagajo v državne obveznice, drugi pa v obveznice mestnih občin in podjetij;
- **hipotekarni trgi** – na teh trgih se pojavljajo predvsem nepremičninski vzajemni skladi;
- **trgi delnic** – številni delniški vzajemni skladi vsebujejo delnice z različnimi stopnjami tveganja in roki zapadlosti;
- **trgi standardiziranih terminskih pogodb** – nekateri vzajemni skladi delnic se skušajo periodično zavarovati pred obrestnim tveganjem s sklepanjem finančnih terminskih pogodb;

- **trgi opcij** – vzajemni skladi določene delnice lahko zavarujejo z nakupom opcij ali pa jih kupujejo le zaradi špekulativnih namenov;
- **swap trgi** – skladi obveznic uporabljajo obrestni swap za zavarovanje pred obrestnim tveganjem.

Iz tega sledi, da je poslovanje vzajemnih skladov povezano tudi z drugimi finančnimi institucijami, katerim služijo kot investicijska alternativa. V strukturi portfelja skladov se lahko pojavijo vrednostni papirji naslednjih finančnih institucij:

- **poslovnih bank in hranilnic** – vzajemni skladi investirajo v potrdila o vezanih vlogah, komercialne papirje ter druge vrednostne papirje, ki so jih izdale banke in druge posojilne institucije. Prav tako lahko banke same v svojo ponudbo vključijo lasten vzajemni sklad;
- **zavarovalnice** – skladi investirajo v delnice zavarovalnih družb ali pa zavarovalnice same ustanovijo vzajemni sklad;
- **pokojninski skladi** – eden izmed institucionalnih investitorjev v vzajemne sklade so tudi pokojninski skladi.

8.3. Struktura finančnega premoženja vzajemnih skladov

Konec leta 2002 je v Sloveniji 11 družb za upravljanje upravljalo 18 investicijskih skladov. Skupno premoženje vzajemnih skladov je dosegalo vrednost 55,4 mrd SIT in se je glede na konec leta 2001 povečalo za 377 odstotkov. Vzajemni skladi oziroma njihovo premoženje je rastlo predvsem v prvem polletju, medtem ko se je do konca leta rast nekoliko umirila. Eden izmed razlogov za povečanje naložb vzajemnih skladov v prvi polovici leta je bila rast delnic na Ljubljanski borzi. Drugi razlog pa so bili novi prilivi v vzajemne sklade, in sicer kot posledica njihovih visokih donosov ter zniževanja obrestnih mer. Po podatkih Agencije za trg vrednostnih papirjev se je skupno število investitorjev leta 2002 glede na konec leta 2001 povečalo za 235 odstotkov. Skupno premoženje vzajemnih skladov je v januarju 2003 doseglo 58,5 mrd SIT (Finančni trgi, 2003, str. 10).

Večina vzajemnih skladov v Sloveniji spada med tako imenovane load-funds, torej med sklade, ki zaračunavajo vstopno provizijo. Skladi se razlikujejo tudi po likvidnosti oziroma po tem, kako hitro izplačujejo kupone v primeru izstopa. V prihodnje naj bi ta omejitev znašala 10 dni, z možnostjo začasne ustavitve izplačil, z namenom, da bi preprečili morebitne likvidnostne težave, ki bi nastale pri izplačevanju kuponov (Mramor et al., 2000, str. 101).

Med premoženjem vzajemnih skladov prevladujejo delnice, s katerimi se trguje na organiziranemu trgu vrednostnih papirjev, ter obveznice. Iz podatkov v Tabeli 7 (glej Tabela 7, na str. 35) je razvidno, da so imeli konec leta 2002 vzajemni skladi okoli 63 odstotkov vseh sredstev naloženih v delnice, ter 23 odstotkov v domačih obveznicah. Večina delnic iz premoženja vzajemnih skladov kotira na organiziranem sekundarnem trgu vrednostnih papirjev.

V letu 2002 sta se za investiranje v tuje vrednostne papirje odločila dva največja vzajemna sklada v Sloveniji, to sta Galileo in Rastko, vendar pa je delež naložb slovenskih vzajemnih skladov v tujini še vedno zanemarljiv (Finančni trgi, 2003, str. 10). Pri tem je treba dodati, da lahko po trenutni zakonodaji vzajemni skladi v tuje vrednostne papirje investirajo do 10 odstotkov svojih sredstev, vendar pa so bile naložbe omenjenih skladov daleč od zakonsko predpisane zgornje meje (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002).

Tabela 7: Agregatna sestava naložb vzajemnih skladov v obdobju 2001-2002

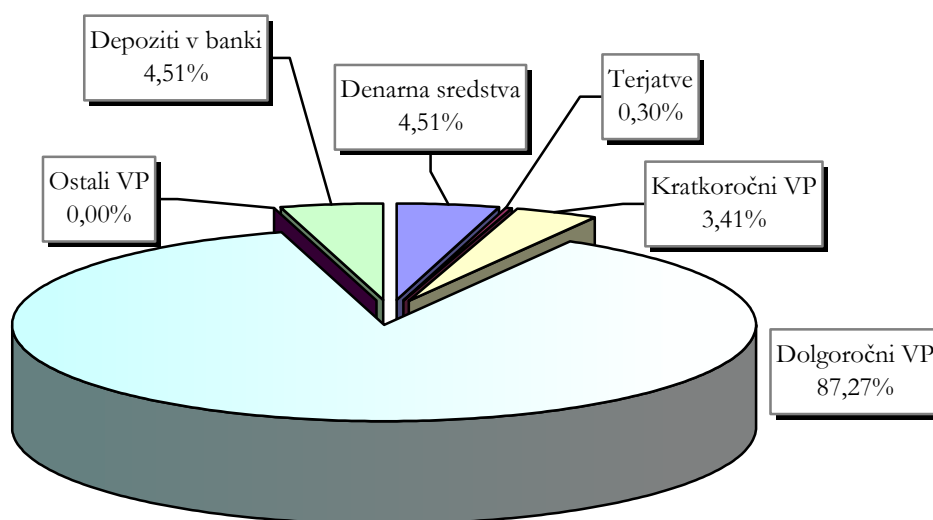
	31.12.2001		31.12.2002	
	mio SIT	delež %	mio SIT	delež %
1. Denarna sredstva	236	1,6	2.518	4,5
2. Terjatve	149	1,0	187	0,3
3. Kratkoročni vrednostni papirji	106	0,7	1.901	3,4
3.1. Republike Slovenije	106	0,7	1.753	3,2
3.2. Banke slovenije	0	0,0	0	0,0
3.3. Drugi domači	0	0,0	147	0,3
3.4. Tuji	0	0,0	0	0,0
4. Dolgoročni vrednostni papirji	13.489	91,8	48.290	87,1
4.1. Domači	13.300	90,6	47.837	86,3
4.1.1. Obveznice	1.820	12,4	12.607	22,7
4.1.1.1. Republika Slovenija	712	4,8	5.717	10,3
4.1.1.2. Druge obveznice	1.108	7,5	6.890	12,4
4.1.2. Delnice	11.480	78,2	35.230	63,6
4.1.2.1. organizirani trg (A,B,C,)	11.412	77,7	34.904	63,0
4.1.2.2. neorganiziran trg	68	0,5	326	0,6
4.2. Tuji	189	1,3	453	0,8
5. Ostali vrednostni papirji	0	0,0	17	0,0
6. Depoziti v banki in DFO	707	4,8	2.508	4,5
9. Skupaj (1+2+3+4+5+6)	14.686	100,0	55.422	100,0

Vir: Finančni trgi, 2003, str. 10.

Glede na strukturo naložb sta v Sloveniji le dva vzajemna sklada, ki bi ju lahko opredelili kot čista delniška sklada; torej kot sklada, ki imata v svoji aktiva predvsem lastniške vrednostne papirje. To sta sklada Nika delniški in Nika SPD. Prevladujoč delež delnic v strukturi premoženja imata tudi Galileo in Rastko, ki imata poleg tega nekaj sredstev naloženih tudi v kratkoročnih vrednostnih papirjih (Mramor et al., 2000, str. 103).

Denarna sredstva skupaj s kratkoročnimi vrednostnimi papirji in depoziti pomenijo likvidnostna sredstva vzajemnega sklada. Na slovenskih finančnih trgih sicer obstaja zelo omejeno število instrumentov denarnega trga.. Poleg tega pa imajo vzajemni skladi zelo omejene možnosti pri nakupu kratkoročnih vrednostnih papirjev. Vzajemni skladi lahko svoja sredstva nalagajo pretežno v tržne vrednostne papirje, kar pa za večino državnih ter vrednostnih papirjev Banke Slovenije ne velja. Sploh pa jim je onemogočeno neposredno vključevanje v nakupovanje večine kratkoročnih vrednostnih papirjev Banke Slovenije (Mramor et al, 2000, str. 427).

Slika 15: Struktura finančnega premoženja vzajemnih skladov v Sloveniji v letu 2002



Vir: Finančni trgi, 2003, str. 10.

9. Pokojninski skladi

Eno izmed pogodbenih finančnih institucij predstavljajo tudi pokojninski skladi. Naloga pogodbenih institucij je izpolnjevanje obveznosti iz pogodb. Da bi to lahko opravljale, morajo zbrane prihranke posredovati kar najboljšim investitorjem, ki bodo zagotavljali najboljši dolgoročni donos in likvidnost. V primeru pokojninskega sklada se pogodbeni odnos med varčevalcem in investitorjem nanaša na obveznost varčevalca, da redno vplačuje prihranke v sklad, in obveznost pokojninskega sklada, da izplačuje varčevalcu pokojnino po določenem letu (Mramor, 1993, str. 94). Osnovni namen organiziranja skladov je zagotavljanje primerne ravni finančnih sredstev v času posameznikove upokojitve. Vzporedno s to funkcijo pa se pokojninski skladi na finančnih trgih pojavljajo kot pomemben finančni posrednik..

Nastajajoči pokojninski skladi bodo v prihodnjih letih zbrali veliko dolgoročnih prihrankov. Te prihranke bo potrebno ustrezno naložiti, iz česar izhaja tudi vloga pokojninskih skladov kot institucionalnih investitorjev. Njihova vloga na trgu kapitala pa ni odvisna samo od obsega, temveč tudi od strukture njihovega premoženja. Pokojninski skladi največkrat nalagajo v delnice in obveznice, ter dajejo tudi dolgoročne kredite podjetjem.

Omejitev naložb skladov v lastniške vrednostne papirje na največ 30 odstotkov in zajamčena donosnost sklada, ki po zakonu znaša 40 odstotkov povprečne letne donosnosti na dolgoročne državne vrednostne papirje, naj bi zagotovili večjo varnost in vsaj minimalno donosnost pokojninskega načrta. V primeru, da pokojninski sklad ne zagotovi zajamčene donosnosti, mora razliko financirati iz lastnih sredstev. Zaradi tako določene zajamčene donosnosti lahko pričakujemo, da bo prevladujoči del portfelja pokojninskih skladov v državnih obveznicah.

9.1. Pokojninski portfelj

V pokojninske sklade se stekajo ogromna finančna sredstva, ki niso njihova last, zato morajo z njimi ravnati še posebej gospodarno. Z dobro naložbeno politiko skladi koristijo sebi, zavarovancem, državi in celotnemu gospodarstvu. Pri pokojninskem skladu, podobno kot pri vsaki finančni instituciji, lahko govorimo o sredstvih in obveznostih v njegovi premoženjski bilanci. Višina celotnih obveznosti pokojninskega sklada je pravzaprav izračunana sedanja vrednost vseh bodočih pokojnin, do katerih so upravičeni udeleženci pokojninskega plana. Ena izmed osnovnih značilnosti postavk na pasivni strani bilance pokojninskih skladov, to je obveznosti, je njihova dolgoročnost. Druga, ki je hkrati zelo pomembna za vodenje njihove investicijske politike, pa je možnost relativno točnega predvidevanja njihove zapadlosti, saj leta izhaja iz pogodbenih določil pokojninskega načrta. Svoje obveznosti pokojninski sklad poravnava svojih sredstev, ki jih zbira na podlagi vplačanih prispevkov delodajalcev in delojemalcev ter tudi s prejetimi investicijskimi dohodki. Pod poravnavanjem obveznosti pokojninskega sklada razumemo izplačevanje pokojnin (Igličar, 1992, str. 31).

Na strukturo portfelja pokojninskih skladov ima močan vpliv tudi državna regulativa. Povzroča znatne razlike v strukturi naložb skladov med državami, medtem ko je znotraj posamezne države strateška razporeditev premoženja posameznih pokojninskih skladov precej podobna, pač v skladu z regulativo.

9.2. Investicijska politika pokojninskih skladov

Osnovna značilnost investicijske politike pokojninskih skladov je usmerjenost v nakup dolgoročnih oblik finančnega premoženja. Ta značilnost je predvsem pogojena z dolgoročnim značajem pasivne strani sklada oziroma obveznostmi. Pokojninski skladi imajo v primerjavi z ostalimi finančnimi posredniki stabilne in dobro predvidljive finančne tokove. Zapadlost obveznosti je razmeroma znana vnaprej in tako lahko sklad temu prilagaja strukturo dospelosti svojih naložb. Vsekakor je tovrstno investiranje sredstev upravičeno, saj so praviloma dolgoročne naložbe donosnejše od kratkoročnih. Za pokojninske sklade je tudi značilen majhen delež visoko likvidnih sredstev v njihovem portfelju. Potrebo po teh likvidnih sredstvih zmanjšuje neprestan pritok novih finančnih sredstev na podlagi tekočih vplačil zavezancev. Pokojninski sklad lahko torej tekoča izplačila pokojnin pretežno poravnava s temi tekočimi prejemki, ter mu za to ni potrebno prodajati vrednostnih papirjev iz obstoječega portfelja (Igličar, 1992, str. 33).

Pri investicijski politiki mora sklad poleg želje po doseganju čim večje donosnosti, upoštevati tudi primernost naložb glede tveganja, saj investitorji v sklad, svojih prihodnjih pokojnin ne želijo izpostavljati prevelikemu tveganju, temveč preferirajo bolj varne naložbe.

9.2.1. Udeležba pokojninskih skladov na finančnih trgih

Ne glede na zahtevo po varnost naložb med dolgoročnimi sredstvi pokojninskih skladov praviloma prevladujejo delnice podjetij, saj so dolgoročno gledano najbolj donosne. Visoka stopnja tveganja, ki se pojavlja pri naložbah v posamezne delnice, pa se največkrat odpravi z ustrežno diverzifikacijo oziroma razpršenostjo naložb (Igličar, 1992, str. 34). Tveganje lahko zmanjšamo z zmanjšanjem tako imenovanega nesistematičnega tveganja posameznih

vrednostnih papirjev. Ne moremo pa zmanjšati sistematičnega tveganja, ki je povezano s splošnimi spremembami v gospodarstvu. Tovrstno tveganje lahko pokojninski sklad zmanjša samo, če investira v vrednostne papirje različnih držav (Van Horne, 1995, str. 62).

Ker v portfelju pokojninskih skladov običajno prevladujejo delnice in obveznice, je sodelovanje pokojninskih skladov na trgu delnic in obveznic razumljivo. Ponavadi imajo skladi v obveznicah alociranega okoli 25 odstotkov vrednosti premoženja, najmanj 30 odstotkov portfelja pokojninskega sklada pa zavzemajo delnice. Na denarnem trgu si zagotovijo majhen delež kratkoročnih vrednostnih papirjev za ohranjanje likvidnosti sklada, ko pa želijo povečati investicije v delnice in obveznice jih lahko pretvorijo v denarna sredstva. Pokojninski portfelj pogosto vsebuje tudi nekaj hipotek, čeprav je relativno razmerje nižje v primerjavi z delnicami in obveznicami. Nekateri pokojninski skladi uporabljajo za zaščito proti tveganju spremembe obrestne mere določenih delnic tudi terminske pogodbe, katerih predmet so dolžniški vrednostni papirji ali indeksi obveznic. Instrumente terminskih trgov pa lahko nekaj pokojninskih skladov uporablja tudi v špekulativne namene. Na opcijskih trgih se lahko z nakupom delniških opcij zavarujejo proti spremembam vrednosti oziroma cen posameznih delnic.

9.2.2. Osnovne oblike finančnega premoženja pokojninskih skladov

Osnovne naložbene skupine pokojninskih skladov sestojijo iz domačih in tujih delnic in obveznic, likvidnih naložb, nepremičnin. Druge naložbe v realno premoženje kot so zlato, tvegani kapital, umetniška dela, kmetijska in gozdna posest v povprečju predstavljajo majhen delež celotnega premoženja skladov.

9.2.2.1. Delnice

Kljub visoki stopnji tveganja zavzemajo delnice med dolgoročnimi sredstvi pokojninskih skladov pomemben delež. Dolgoročno gledano delnice namreč prinašajo med vsemi naložbami najvišjo donosnost, v evropskih državah so na dolgi rok dosegle celo višjo donosnost kot državne obveznice (Bodie et al., 1999, str. 135). Višja stopnja tveganja, ki se pojavlja pri naložbah v posamezne delnice, se lahko do določene mere odpravi z ustrezno razpršitvijo naložb. Zmanjšanje tveganja gre na račun nesistematičnega tveganja posameznih vrednostnih papirjev. To tveganje tako v Sloveniji tako kot na tujih trgih kapitala tvori približno polovico celotnega tveganja povprečne delnice. Na Ljubljanski borzi je bilo v preteklosti (analiza se nanaša na obdobje od sredine leta 1997 do sredine leta 1999) možno z razporeditvijo premoženja v delnice deset največjih izdajateljev zmanjšati celotno naložbeno tveganje za 38 odstotkov (Kleindienst, 2001, str. 99-100). Sistematičnega tveganja, ki je povezano s splošnimi makroekonomskimi dejavniki v gospodarstvu, investitorji z razpršitvijo premoženja (na domačih finančnih trgih) ne morejo odpraviti. Delno se ga lahko zmanjša le z nalaganjem na tuje trge kapitala.

9.2.2.2. Obveznice

Obveznice in ostale naložbe s stalnim donosom so najpomembnejša alternativa delnicam. Skladi nalagajo premoženje v državne obveznice zaradi njihove varnosti in likvidnosti, čeprav je donosnost nižja kot pri bolj tveganih delnicah. Pokojninski sklad spreminja strukturo

premoženja tako, da s tem zmanjšuje tveganje. Ob ustanovitvi sklada je velik delež premoženja v bolj tveganih vrednostnih papirjih, ko pa se sklad približa zrelosti, oziroma ko se člani približajo upokojitvi, se večina sredstev preseli v obveznice. Za sklade so poleg državnih obveznic zanimive tudi obveznice podjetij, in sicer predvsem zaradi višjih donosnosti in daljših ročnosti. Vendar pa se s tem pojavita tudi manjša likvidnost in večje tveganje.

Pomembna lastnost obveznic je, da prinašajo obresti, ki so točno določene ob izdaji. Tako omogočajo pokojninskim skladom usklajevati donosnost naložb z donosnostmi, ki so jih obljubili zavarovancem. Hkrati obresti in pa različna ročnost teh vrednostnih papirjev, zaradi časovno vnaprej predvidenega denarnega toka, skladom omogočajo usklajevati denarne prilive s predvidenimi izplačili pokojnin.

Obveznice so še posebej zaželjene, kadar obrestne mere padajo. Zaradi padanja obrestnih mer pa tečaji obveznic naraščajo, zato le-te investitorjem prinašajo poleg vnaprej določenih obresti tudi kapitalske dobičke. V primeru inflacije, ki zmanjšuje realno vrednost naložb oziroma nominalno vrednost določenih donosov, pa je obveznice zaradi povečanja obrestnih mer ter posledičnega padanja tečajev težje prodati pred zapadlostjo.

9.2.2.3. Nepremičnine

To obliko premoženja spremljajo nelikvidnost, nedeljivost in visoki transakcijski stroški. Kljub temu so bile za pokojninske sklade v preteklosti tovrstne naložbe privlačne predvsem zaradi doseganja relativno visokih donosnosti v obliki kapitalskega dobička. Poleg tega so pripomogle k večji razpršitvi premoženja. V ZDA so že dolgo uveljavljena naložbena oblika tudi nepremičninski investicijski skladi.

9.2.2.3. Kratkoročne naložbe

Temeljna značilnost kratkoročnih finančnih naložb je, da vsebujejo zelo nizko ali skoraj nikakršno naložbeno tveganje, zaradi česar je njihova donosnost izjemno nizka. Večinoma gre za visokokvalitetne dolžniške finančne instrumente, kot so zakladne menice, komercialni zapisi, potrdila o vezani vlogi ali kratkoročni vrednostni papirji lokalnih oblasti. Investitor lahko z zelo veliko verjetnostjo pričakuje, da mu bo izdajatelj finančnega instrumenta v celoti povrnil obveznost skupaj z dogovorjenimi obrestmi v dogovorjenih rokih.

Zaradi nizke donosnosti in razmeroma predvidljivih denarnih prilivov ter odlivov imajo pokojninski skladi v povprečju zelo majhen delež premoženja v likvidni obliki. V kratkoročne naložbe nalagajo premoženje ob težavah na trgih dolgoročnejših naložb ali ko kratkoročne naložbe zagotavljajo visoke donosnosti.

9.2.2.4. Naložbe v tuje vrednostne papirje

Z razpršitvijo premoženja na domačem finančnem trgu odpravimo nesistematično tveganje, medtem ko sistematičnega tveganja, ki vpliva na donosnost vseh vrednostnih papirjev v določenem gospodarstvu, na ta način ne moremo odpraviti. Sistematično tveganje lahko delno zmanjšamo samo z nalaganjem premoženja v vrednostne papirje na različnih trgih kapitala. Delnice na različnih trgih kapitala v posameznih obdobjih prinašajo različno

donosnost. Enako velja tudi za obveznice, vendar pa je korist razpršitve premoženja na različne obveznice v primerjavi s koristjo, ki jo prinaša razpršitev premoženja na različne delnice, manjša. Dogajanja na posameznih trgih so med seboj sicer povezana, vendar povezava ni popolna, zato lahko z ustrezno razpršitvijo premoženja v delnice na različnih trgih kapitala investitor tveganje delnic v premoženju zniža za skoraj 50 odstotkov (Kleindienst, 2001, str. 399).

Na privlačnost finančnega investiranja v tujino vplivajo dejavniki, od katerih je vredno omeniti:

- velikost domačega gospodarstva oziroma trga kapitala,
- trdnost domače valute in valutno tveganje,
- gibanje obrestnih mer in
- naložbeno regulativo.

Velikost domačega trga kapitala in delež premoženja skladov, ki bo naložen doma, naj bi bila po mnenju nekaterih strokovnjakov v obratni povezavi. Manjše ko je gospodarstvo in manjši ko je trg kapitala, večji naj bi bil delež premoženja, ki naj bi ga skladi s tega območja vložili na tuje trge. To še posebej velja za pokojninske sklade, ki so preveliki glede na velikost domačega trga kapitala.

Na večji delež nalaganja v tujino vpliva tudi daljše obdobje depreciacije domače valute. Pri izbiri tujih trgov morajo pokojninski skladi skrbno preučiti tudi trdnost tuje valute oziroma valutno tveganje (Kleindienst, 2001, str. 405). Naložbe v tujini povzročajo strah, da bi kapital pobegnil v tujino in ne bi prispeval k razvoju domačega trga kapitala. Zato se zlasti države v razvoju, pa tudi številne razvite države poslužujejo omejevanja naložb v tujini.

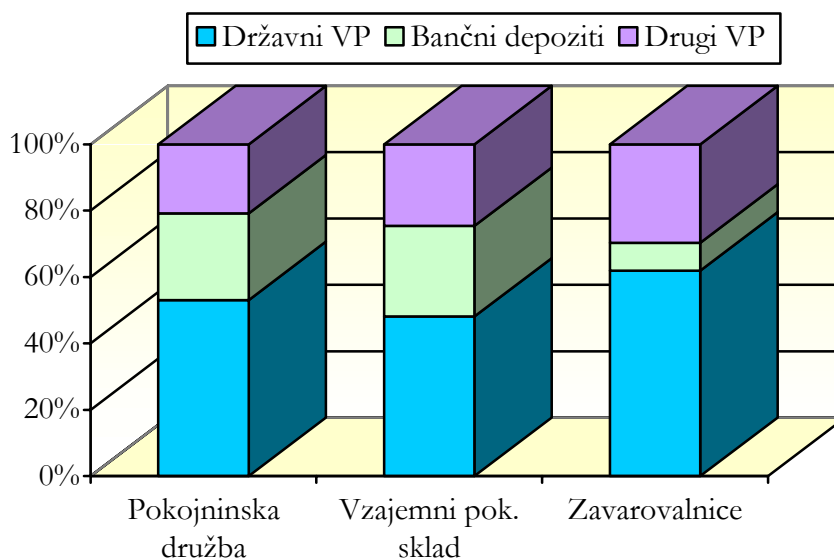
9.2.3. Struktura finančnega premoženja prostovoljnega pokojninskega premoženja v Sloveniji

Konec leta 2002 je dodatno pokojninsko zavarovanje ponujalo šest vzajemnih pokojninskih skladov, šest pokojninskih družb in tri zavarovalnice. Na področju dodatnega pokojninskega zavarovanja se nadaljuje trend rasti. Ob koncu septembra 2002 je bilo v tovrstno zavarovanje vključenih že 151.904 zavarovancev, kar pomeni 85 odstotkov več kot konec leta 2001. Več kot polovica zavarovancev in sicer 56 odstotkov je bila zavarovanih preko pokojninskih družb. Vrednost premoženja pokojninskih družb, zavarovalnic iz naslova prostovoljnega pokojninskega zavarovanja in vzajemnih pokojninskih skladov je znašala okoli 23,7 milijard SIT, kar je za 395 odstotkov več kot konec leta 2001. Najbolj so se povečale naložbe pokojninskih družb (za 409 %) in vzajemnih pokojninskih skladov (za 506 %). Izvajalci pokojninskih načrtov se odločajo večinoma za konzervativno naložbeno politiko. Konec leta 2002 je bilo 53 odstotkov njihovih sredstev naloženih v državnih vrednostnih papirjih in 23 odstotkov v bančnih depozitih.

V strukturi naložb zavarovalnic (glej Slika 16, na str. 41) prevladujejo naložbe v državne vrednostne papirje (62%), sledijo naložbe v dolžniške vrednostne papirje (25%) in naložbe v bančne depozite (8%). Poleg tega imajo zavarovalnice slabih 5 odstotkov zbranih sredstev

naloženih v delnice. Pokojninske družbe imajo v državnih vrednostnih papirjih 53 odstotkov sredstev, 26 odstotkov v bančnih depozitih in 21 odstotkov v drugih dolžniških vrednostnih papirjih. Prav tako pri vzajemnih pokojninskih skladih prevladujejo naložbe v državne vrednostne papirje (47%), sledijo naložbe v bančne depozite (27%) in v nedržavne obveznice (24%). Ostale oblike naložb so zastopane v manjšem obsegu (Finančni trgi, 2003, str. 7).

Slika 16: Struktura naložb pokojninskih družb, vzajemnih pokojninskih skladov in zavarovalnic iz naslova prostovoljnega dodatnega pokojninskega zavarovanja



Vir: Finančni trgi, 2003, str. 7.

Pokojninski skladi so zelo zaskrbljeni zaradi tveganja, ki ga povzročajo spremembe obrestnih mer. V primeru, da njihovo premoženje sestavljajo dolgoročne obveznice s fiksno obrestno mero, se bo tržna vrednost portfelja v obdobju rastočih obrestnih mer zmanjšala. Za zmanjšanje tveganja zaradi obrestnih mer so pokojninski skladi zmanjšali povprečno zapadlost obveznic s fiksno obrestno mero. Pred nihanji obrestnih mer so se občasno zavarovali tudi s prodajo terminkskih pogodb.

10. Sklep

Danes enega izmed pogojev za učinkovit in dobro razvit finančni sistem predstavlja tudi vzpostavljen tok finančnih prihrankov od varčevalcev do investitorjev v gospodarstvu. Pretok finančnih sredstev poteka na podlagi direktnih financ ali pa s pomočjo finančnih posrednikov, za katere posredovanje tega transfera predstavlja glavno funkcijo v njihovem poslovanju. Posrednik ali finančno podjetje je individualni ekonomski subjekt, ki združuje ter usklajuje interese upnikov (posojevalcev) in dolžnikov (izposojevalcev). S tem, ko se varčevalci vzdržijo tekoče potrošnje, prenesejo svoje terjatve na tekoče vire. Tekoči viri so presežki prihrankov, ki so se akumulirali pri gospodinjstvih in so rezultat delovanja različnih finančnih instrumentov. Ti finančni instrumenti se imenujejo finančno premoženje, s katerim kupujemo realna

proizvodna sredstva, le-ta pa stopnjujejo sposobnost gospodarstva pri proizvodnji dobrin in v končni fazi povečujejo tudi dohodke gospodinjstev. Pomenijo terjatve izdajatelja za prihodnje tokove plačil.

Vsako podjetje ima v premoženjski bilanci določeno strukturo finančnega premoženja. Kolikšen delež tovrstnega premoženja bo sestavljalo aktivno stran te bilance, je odvisno predvsem od dejavnosti v okviru katere posluje podjetje. Nefinančna podjetja, to je proizvodna in storitvena podjetja za nemoteno delovanje potrebujejo velik obseg realnega premoženja, medtem ko je finančno premoženje za njih bolj sekundarnega pomena. Nefinančnim podjetjem zagotavlja pridobivanje novih realnih sredstev v prihodnosti oziroma, ko jih bodo potrebovali. Podobno kot pri večini držav članicah Evropske Unije, se tudi podjetja v Sloveniji raje kot za dolgoročne odločajo za nakup kratkoročnih vrednostnih papirjev, ki jih lahko hitro prodajo oziroma so visoko tržljivi.

V strukturi finančnega premoženja pa se dolgoročni vrednostni papirji pojavljajo pri finančnih podjetjih oziroma finančnih posrednikih. Le-ti poskušajo zadovoljiti preference varčevalcev glede kratkoročnih finančnih premoženj in preference investorjev glede dolgoročnih virov denarja, tako da zamenjujejo svoj dolg za dolg dolžnikov. Ta njihova dejavnost je razvidna tudi iz njihove premoženjske bilance, saj realno premoženje v njej skorajda ni zastopano, prevladujejo pa oblike finančnega premoženja. Finančno premoženje kot prevladujoča kategorija v premoženjski bilanci se pojavlja pri vseh vrstah finančnih posrednikov, ki sem jih predstavila. Razlikuje se le struktura finančnega premoženja, ki je odvisna predvsem od virov sredstev posrednika ter od vrste storitev, ki jih ponuja. Tako med finančnim premoženjem bank prevladujejo posojila prebivalstvu, kar odraža posojilodajalsko funkcijo te institucije. Pri drugih posrednikih se v največjem deležu pojavljajo naložbe v vrednostne papirje, in sicer predvsem v dolgoročne državne vrednostne papirje. To velja še posebej za vzajemne sklade, kateri imajo skoraj 90 odstotkov vseh sredstev naloženih v to obliko finančnega premoženja. Seveda pa se morajo naložbe usklajevati z ročnostjo obveznosti, ki jih finančno podjetje ima. V Sloveniji se še vedno večina ljudi odloča za naložbo svojih prihrankov v banke, vendar pa bodo banke glede strukture finančnega premoženja, ki zagotavlja ustrezno donosnost, kmalu tudi pri nas deležne resnejše konkurence s strani ostalih finančnih institucij.

LITERATURA

1. Bele Martina: Primerjava bilance stanja ameriških in slovenskih podjetij. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. 59 str.
2. Bodie Zvi et al.: Finance. Preliminary ed. Upper Saddle River (N.J.): Prentice-Hall, 1998. 442 str.
3. Bodie Zvi et al.: Investments. 4. izdaja. Boston: The McGraw-Hill Companies, Inc., 1999. 967 str.
4. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C.: Financial management: Theory and practice. 8. izdaja. Fort Worth: The Dryden Press, 1997. 1192 str.
5. Brigham Eugene F. et al.: Intermediate Financial management. 6. izdaja. Fort Worth: The Dryden Press, 1999. 1083 str.
6. Ellert I. C.: Strategic Issues in banking. Gradivo za seminar. Brdo pri Kranju: Center za usposabljanje vodilnih delavcev, 1993. 140 str.
7. Hempel H. George, Simonson G. Donald: Bank Financial Management. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1991. 514 str.
8. Igličar Aleksander: Institucionalni investitorji v finančnih sistemih tržnega gospodarstva. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1992. 119 str.
9. Jerič Maja: Primerjava bilance stanja slovenskih in avstrijskih podjetij. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 61 str.
10. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah : najboljša pot za doseganje dolgoročnih finančnih ciljev. 1. natis. Ljubljana : GV založba, 2001. 542 str.
11. Knapič Barbara: Sestava sredstev in naložb bank v Sloveniji in v tujini. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta. 1997. 56 str.
12. Kobe Aljoša: Kaj zremo iz bilanc banke?. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 57 str.
13. Kotar Katja: Finančne naložbe zavarovalnic. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1993. 46 str.
14. Mayo Herbert B.: Investments: An Introduction. 6. izdaja. Fort Worth: The Dryden Press, 2000. 909 str.
15. Meigs Robert F.: Financial accounting. 8. izdaja. New York: McGraw-Hill, 1995. 685 str.
16. Mishkin Frederic S.: Financial markets and institutions. 2. izdaja. Reading : Addison-Wesley, 1998. 668 str.
17. Mishkin Frederic S.: The economics of Money, Banking and Financial Markets. 5. izdaja. Reading : Addison-Wesley, 1998a. 732 str.
18. Mramor Dušan: Finančna politika podjetja : teoretični prikaz. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1991. 154 str.

19. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. 1. natis. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
20. Mramor Dušan et al.: Trg kapitala v Sloveniji. 1. natis. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
21. Oberlintner Mitja: Upravljanje z bančno aktivo v tržnem gospodarstvu in pri nas. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta. 1989. 68 str.
22. Podlesnik Bogdan: Računovodski izkazi v bankah. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1997. 102 str.
23. Prohaska, Zdenko: Finančni trgi. 1. izdaja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
24. Repanšek Borut: Slovenske banke kot finančni posredniki. Magistersko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1994. 96 str.
25. Ribnikar Ivan: Uvod v finančno ekonomijo. Ljubljana: Pegaz, 1989. 357 str.
26. Ribnikar Ivan: Denarni sistem in denarna teorija. D. 1, Denarni sistem. 2. ponatis. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1993. 336 str.
27. Ribnikar Ivan: Finančna in kapitalska struktura podjetij. Bančni vestnik, Ljubljana, 44(1995), 12, str. 41-43.
28. Ribnikar Ivan: Finančne institucije. Bančni vestnik, Ljubljana, 45(1996), 12, str. 43-45.
29. Ribnikar Ivan: Finančna struktura. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 7-8, str. 70-73.
30. Ribnikar Ivan: Finančno premoženje in dolgovi. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000a), 12, str. 54-59.
31. Ribnikar Ivan: Finance. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001), 1/2, str. 69-71.
32. Samuels J.M. et al: Financial statement analysis in Europe. 1. izdaja. London: Chapman & Hall, 1995. 454 str.
33. Saunders Anthony: Financial institutions management: A modern perspective. 3. izdaja. Boston: Irwin/McGraw-Hill. 2000. 742 str.
34. Sluga Gregor: Davki na trgu vrednostnih papirjev. Bančni vestnik, Ljubljana, 46(1997), 10, str. 32-36.
35. Štrukelj Lidija: Naložbena dejavnost zavarovalnic. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 56 str.
36. Tratar Primož: Nedepozitne finančne institucije v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 43 str.
37. Van Horne James C.: Fundamentals of financial management. 9. izdaja. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall. 1995. 763 str.
38. Vrtovec Jana: Finančne naložbe zavarovalnic. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 48 str.

VIRI

1. Financial balances sheets in the EU (comparative structure at the end of 1999). [http://europa.eu.int/comm/eurostat/Public/datashop/print-catalogue/EN?catalogue=Eurostat&product=KS-NJ-01-033-__-I-EN], Eurostat, 1.8.2001.
2. Finančni trgi. Ljubljana: Banka Slovenije, april 2003. 28 str.
3. Letno poročilo Banke Slovenije za leto 2001. Ljubljana: Banka Slovenije, letnik 2001. 105 str.
4. Poročilo o nadzoru bančnega poslovanja v letu 2001 in prvi polovici leta 2002. Ljubljana: Banka Slovenije, oktober 2002. 113 str.
5. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2001. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2001. str. 47.
6. Sklep o kontnem okviru za zavarovalnice (Uradni list RS, št. 92/02).
7. Zakon o bančništvu (Uradni list RS, št. 7/99).
8. Zakon o zavarovalništvu (Uradni list RS, št. 13/00).