

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

TANJA MESARIČ

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI**

Ljubljana, maj 2003

TANJA MESARIČ

## **IZJAVA**

**Študentka Tanja Mesarič izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom mag. Igorja Lončarskega in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.**

**V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_**

**Podpis: \_\_\_\_\_**

## KAZALO

<b>1. UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>2. OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV .....</b>	<b>2</b>
<b>3. DELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV OZ. VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV .....</b>	<b>3</b>
<b>3.1. OBLIKE INVESTICIJSKIH SKLADOV GLEDE NA CILJ INVESTIRANJA .....</b>	<b>3</b>
<b>3.2. VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV GLEDE NA NAČIN UNOVČITVE NALOŽB OZ. ORGANIZACIJSKE IN PRAVNE OBLIKE INVESTICIJSKIH SKLADOV .....</b>	<b>4</b>
<b>4. RAZVOJ IN ZGODOVINA INVESTICIJSKIH SKLADOV V SVETU IN SLOVENIJI .....</b>	<b>6</b>
<b>4.1. INVESTICIJSKI SKLADI V DRŽAVAH V TRANZICIJI .....</b>	<b>9</b>
<b>4.2. INVESTICIJSKI SKLADI V SLOVENIJI .....</b>	<b>10</b>
<b>5. PREDNOSTI IN SLABOSTI INVESTICIJSKIH SKLADOV .....</b>	<b>13</b>
<b>5.1. PREDNOSTI VLAGANJA V INVESTICIJSKE SKLADE .....</b>	<b>13</b>
<b>5.2. SLABOSTI INVESTIRANJA V DELNICE INVESTICIJSKEGA SKLADA .....</b>	<b>14</b>
<b>6. INVESTICIJSKI SKLADI V SLOVENIJI .....</b>	<b>16</b>
<b>6.1. INVESTICIJSKE DRUŽBE OZ. INVESTICIJSKI SKLAD- ZAPRTI SKLADI ...</b>	<b>16</b>
<b>6.2. POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE – PID-i.....</b>	<b>17</b>
<b>7. VZAJEMNI SKLADI .....</b>	<b>20</b>
<b>7.1. DEFINICIJA IN ZAKONSKA OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV .....</b>	<b>20</b>
<b>7.2. ZAKONSKA OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI .....</b>	<b>20</b>
7.2.1. OSNOVNA OPREDELITEV VZAJEMNEGA SKLADA.....	21
7.2.2. INVESTICIJSKI KUPON OZ. ENOTA PREMOŽENJA OZ. TOČKA VZAJEMNEGA SKLADA .....	21
7.2.3. OBLIKOVANJE VZAJEMNEGA SKLADA.....	21
7.2.4. UPRAVLJANJE VZAJEMNEGA SKLADA .....	22
7.2.5. LIKVIDACIJA VZAJEMNEGA SKLADA .....	22
7.2.6. NALOŽBE VZAJEMNIH SKLADOV .....	23
7.2.7. OBJAVA INFORMACIJ .....	23
7.2.8. POSTOPEK INVESTIRANJA V VZAJEMNI SKLAD.....	24

7.2.9. DAVEK NA DOBIČEK .....	24
7.2.10. DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE .....	25
7.2.11. AGENCIJA ZA TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV- ATVP .....	25
<b>7.3. VRSTE VZAJEMNIH SKLADOV .....</b>	<b>26</b>
7.3.1. DELNIŠKI VZAJEMNI SKLADI .....	26
7.3.2. OBVEZNIŠKI VZAJEMNI SKLADI .....	26
7.3.3. VZAJEMNI SKLADI KRATKOROČNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV .....	27
7.3.4. URAVNOTEŽENI (MEŠANI) VZAJEMNI SKLADI .....	27
<b>7.4. VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI .....</b>	<b>27</b>
7.4.1. ZGODOVINA VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI .....	27
7.4.2. POSLOVANJE VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI .....	28
7.4.3. PRIMERJAVA VELIKOSTI VZAJEMNIH SKLADOV GLEDE NA NJIHOVO NALOŽBENO STRUKTURO .....	33
7.4.4. GIBANJE VREDNOSTI ENOT PREMOŽENJA VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI .....	36
<b>8. SKLEP .....</b>	<b>39</b>
<b>LITERATURA .....</b>	<b>41</b>
<b>VIRI .....</b>	<b>41</b>
<b>PRILOGA</b>	
<b>SLOVAR IZRAZOV</b>	

# 1. UVOD

Rojstvo investicijskih skladov v svetu sega v leto 1822, ko je nizozemski kralj William I. ustanovil prvi zaprti investicijski sklad. V Sloveniji je bil 170 let kasneje ustanovljen investicijski sklad Galileo –odprti oz. vzajemni sklad, ki je danes še vedno največji po obsegu sredstev in najštevilčnejši po številu vlagateljev (spletna stran: <http://www.vzajemci.com>). Pravi razmah so investicijski skladi tako v Sloveniji kot tudi v celotni vzhodni Evropi doživeli s prehodom v tržno gospodarstvo oziroma z začetkom privatizacije.

Vzajemni sklad je ena izmed alternativnih in vse bolj popularnih oblik plemenitenja premoženja vlagateljev predvsem zaradi donosnosti, ki naj bi bila večja v primerjavi z bančnimi vlogami in ostalimi oblikami varčevanja.

Namen diplomskega dela je predstaviti vrste, oblike in značilnosti vzajemnih skladov v svetu in natančneje na območju Slovenije ter na teoretičnih in praktičnih primerih opredeliti prednosti in slabosti te oblike varčevanja. Cilj diplomskega dela je povezan z dejstvom, da bo za vlagatelja iz leta v leto bolj pomembna pravilna odločitev in popolnost informacij o ponudbi na trgu finančnih produktov.

Diplomsko nalogo sem razdelila na dva dela, ki skupaj vsebujeta sedem poglavij.

V prvem delu sem opredelila investicijske sklade, predstavila njihovo zgodovino v ZDA in Sloveniji, opisala vrsto prednosti in slabosti, ki jih prinaša investiranje v naložbe investicijskih (vzajemnih) skladov ter investicijske sklade razdelila glede na cilj investiranja in glede na način unovčitve naložb.

V drugem delu sem podrobneje opisala tri oblike investicijskih skladov v Sloveniji, ki so se pojavili skupaj z razvojem trga kapitala in posledično z lastniškim preoblikovanjem podjetij-investicijske družbe, pooblaščne investicijske družbe in vzajemne sklade.

V nadaljevanju sem se osredotočila na vzajemne sklade v Sloveniji. Podala sem zakonodajni vidik, ki ga predstavlja ZIDSU (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje) oz. ZIDSU-1 ter opisala nekaj vrst vzajemnih skladov v Sloveniji. V zadnjem delu diplomske naloge sem predstavila trenutno stanje in poslovanje vzajemnih skladov v Sloveniji ter jih podrobneje analizirala. Analiza vzajemnih skladov temelji na pomembnih kriterijih, ki so predmet odločitve posameznika k pristopu k tovrstni obliki varčevanja in izbiri vzajemnega sklada.

## 2. OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV

Investicijsko podjetje (*»Investment company«* v ZDA, *Trust* v Veliki Britaniji, *Kapitalanlangesellschaft* v Nemčiji in Avstriji, SICAV- *»Société d'investissement   capital variable«* & SICAF- *»Société d'investissement   capital fix «* v Franciji) je posebna finančna institucija, ki vodi ali ustanavlja sklade (*Funds*), ki so ločeni od njenega premoženja (Ribnikar, 1999, str. 218).

Odnosi med finančno institucijo, ki ustanavlja in vodi sklad, in skladom so v posameznih dr zavah različni. Razlike izvirajo predvsem iz pravne ureditve ali iz posebnosti pravnih ureditev. Investicijsko podjetje je lahko delniška družba (d.d.) ali družba z omejeno odgovornostjo (d.o.o.). Finančna institucija lahko vodi ali ima več investicijskih skladov.

Investicijski skladi so nastali zaradi potreb malih varčevalcev, ker z omejenimi prihranki, niso mogli doseči prednosti, ki jo nudi diverzifikacija naložb. Te potrebe so začutile finančne institucije in varčevalcem ponudile možnost, da so združili svoje prihranke v investicijski sklad in s tem zadovoljiti želje, ki jih navadno ni moč z neposrednim individualnim investiranjem v vrednostne papirje. Z zbranimi sredstvi so upravljali strokovnjaki in jih nalagali v razne finančne naložbe z namenom, da bi dosegle čim večjo donosnost ob danem tveganju.

Iz potreb malih varčevalcev se je v dr zavah tržnega gospodarstva razvila mogočna mreža različnih investicijskih skladov, ki z različnimi oblikami in tipi zadovoljujejo različne interese posameznih investorjev, od individualnih varčevalcev do podjetij in celo drugih finančnih institucij, ki v vse večjem obsegu nalagajo svoja sredstva v investicijske sklade.

Investicijski skladi zbirajo in združujejo prihranke mnogih posameznikov in podjetij in jih investirajo v različne vrednostne papirje.

Svoja sredstva pridobiva z izdajo svojih delnic, investicijskih certifikatov in v manjšem obsegu tudi z zadolževanjem. Investicijski sklad je ločeno premoženje, za katerega lahko sestavimo premoženjsko bilanco. Med aktivni ima delnice in druge papirje podjetij in bank ter obveznice dr zave, med pasivi pa ima izdane delnice ali delnicam podobna potrdila. Gre torej za tipično premoženjsko bilanco finančnega posrednika.

Ključna razlika med neposrednim investiranjem v vrednostne papirje in nakupom enot premoženja ali delnic investicijskega sklada je, da se v slednjem primeru med investiranjem in vrednostnim papirjem, s katerim se trguje na trgu kapitala, pojavi posrednik- investicijski sklad oz. njegov upravitelj. Ko investor kupi delnico investicijskega sklada, postane posredno lastnik sorazmernega deleža vseh vrednostnih papirjev, ki jih ima sklad v lasti.

### **3. DELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV OZ. VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV**

Investicijske družbe oz. sklade v osnovi razdelimo glede na dva kriterija:

- Cilj investiranja, ki je povezan s ciljem investitorja, ki vlaga v sklad,
- način unovčitve naložbe v sklad.

#### **3.1. OBLIKE INVESTICIJSKIH SKLADOV GLEDE NA CILJ INVESTIRANJA**

Želje različnih vlagateljev se razlikujejo. Nekateri želijo s svojimi vlaganji pridobiti čim večje dividende (stalni dohodek), drugim je cilj maksimalno povečati vrednost svojega vložka. Da bi lahko zadovoljili preference različnih vlagateljev (investitorjev) se zato ustanavljajo skladi z različnimi cilji. Po temu kriteriju ločimo naslednje vrste skladov (Silvan, 1990, str. 202).

##### **Sklad rasti (*Growth Fund*)**

Cilj takega sklada je donosnost kapitala oz. doseganje čim večjih kapitalskih dobičkov. Kupujejo se visoko donosni vrednostni papirji, zlasti delnice, katerih cene hitro rastejo. Taki skladi so visoko tvegani, lahko jih imenujemo tudi »*Go-Go Funds*«.

##### **Sklad dohodka (*Income Fund*)**

Njegov cilj je visok tekoči gotovinski dohodek v obliki obresti ali dividend. Predmet nakupa so vrednostni papirji z visoko obrestno mero, seveda pa večji donos spremlja tudi višje tveganje. Primer takega sklada je »*Junk Bonds Fund*« (sklad visoko tveganih dolžniških vrednostnih papirjev), ki investira v podjetniške obveznice slabše kakovosti, ki pa imajo zelo visok donos.

##### **Sklad rasti in dohodka (*Growth and Income Fund*)**

Njegov poglavitni cilj je kapitalski dobiček in gotovinski dohodek v obliki obresti in dividend. Tveganje je manjše kot pri do sedaj omenjenih skladih (sklad rasti, sklad dohodka). Predmet nakupa so navadne delnice, zato ga imenujemo tudi »*Common Stock Fund*« (sklad navadnih delnic).

##### **Sklad dohodka in rasti (*Income and Growth Fund*)**

Cilj tega sklada je dohodek iz dividend in šele nato kapitalna donosnost. Predmet nakupa so delnice največjih in najboljših podjetij (*Blue Chips*) ter preferenčne delnice.



### **Sklad ravnotežja (*Balanced Fund*)**

Ta sklad zasleduje cilj tekočega gotovinskega dohodka, kapitalskega dobička ter stabilnosti investicije. Gradi na prepričanju, da so razmere, ki so neugodne za navadne delnice lahko ugodne za obveznice in obratno. Ob neugodnih tržnih gibanjih tako prinese manjšo izgubo, ob ugodnih pa manjši dohodek. Ti skladi so zmerno tvegani.

### **Sklad brez obdavčenj (*Tax Exempt Fund*)**

Ta sklad investira le v komercialne in hipotekarne obveznice, ki navadno niso obdavčene.

### **Mednarodni skladi**

So skladi, ki investirajo v vrednostne papirje na različnih finančnih trgih po svetu.

### **Sklad obveznic (*Bonds Fund*)**

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

Poleg navedenih vrst skladov po svetu najdemo tudi posebne vrste skladov, kot npr. sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev (*Money Market Funds*), specializirane sklade, ki investirajo le v določene dele industrije, sklade nepremičnin,...

Glede na tip upravljanja ločimo sklade na:

- Sklade, ki so aktivno upravljani; managerji teh skladov redno menjajo vrednostne papirje in deleže vrednostnih papirjev investicijskega sklada,
- sklade, za katere je značilno, da ohranjajo svoje premoženje dalj časa nespremenjeno (spremljajo indeks),
- unit investment trust-e, to so skladi, ki imajo fiksno premoženje in se v času poslovanja sklada ne spreminjajo. Običajno investirajo v dolžniške papirje, ko pa ti zapadejo, sklad preneha delovati.

## **3.2. VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV GLEDE NA NAČIN UNOVČITVE NALOŽB OZ. ORGANIZACIJSKE IN PRAVNE OBLIKE INVESTICIJSKIH SKLADOV**

### **ODPRTI INVESTICIJSKI SKLADI**

Pri odprtih investicijskih skladih (*Open-end funds* oz. *mutual funds* v ZDA, *Unit trusts* v Veliki Britaniji, *Offene Fonds* v Nemčiji in Avstriji) velikost kapitala oz. število delnic ni vnaprej določena. Sklad stalno izdaja oz. prodaja svoje delnice in jih je tudi v vsakem trenutku pripravljen odkupiti od delničarjev, ki jih želijo prodati. To pomeni, da se vrednost sredstev oz. število delnic oz. investicijskih kuponov sklada stalno spreminja. Ravno zaradi te

lastnosti odprte investicijske sklade imenujemo tudi vzajemni skladi ali skladi s spremenljivim obsegom kapitala.

Z enotami sklada se ne trguje na sekundarnem finančnem trgu (organizirani trg vrednostnih papirjev- borza) pač pa sklad sam ali preko posrednikov prodaja in odkupuje enote/delnice na investitorjevo željo. Cena kuponov se določa dnevno tako, da se tržna vrednost vseh vrednostnih papirjev v aktivih sklada deli s številom izdanih enot sklada.

Naložbe, ki jih imajo vzajemni skladi v svojem portfelju, so večinoma tržljive (z njimi se trguje na organiziranem trgu). Odprti investicijski skladi nudijo malim investitorjem možnost diverzifikacije vrednostnih papirjev. Investitorji pa ob nakupu točk sklada plačajo vstopne in/ali ob prodaji točk izstopne provizije.

Premoženje investitorjev v vzajemnih skladih so zelo likvidna sredstva, kar pomeni, da lahko investitor ob vsakem trenutku proda točke sklada, kar je tudi razlog, da so tovrstni skladi najbolj razširjeni.

Odprti investicijski sklad je lahko, odvisno od države organiziran kot podjetje oz. delniška družba (*»company type«*), ki je pravna oseba, ali samo kot pogodbeno razmerje (*»trust deed«*) med udeleženci in ni pravna oseba (*»contractual type«*). V Sloveniji so vzajemni skladi organizirani kot delniška družba.

Odprt investicijski sklad se razlikuje od običajnega podjetja v teč točkah (ICI- Mutual Fund Fact Book, 1999):

- Odprt investicijski sklad je praviloma upravljan od zunaj (*»externally managed«*) in nima svojih zaposlenih,
- odprt investicijski sklad je zakonsko obvezan, da na željo delničarja odkupi delnico po ceni izračunani na podlagi čiste vrednosti sredstev sklada,
- odprt investicijski sklad je podvržen strogim zakonskim omejitvam, ki določajo njegovo strukturo in način poslovanja, posebno pa odgovornost upravljavcev sredstev sklada.

Upravitelji vzajemnih skladov so močno motivirani za doseganje uspešnosti in čim višje donosnosti, saj tako lažje pridobijo nove stranke (investitorje).

Odprte investicijske sklade pa delimo tudi glede na to, kako financirajo upravljanje premoženja:

1.) Skladi s provizijo (*load funds*)

Pri teh skladih investitor plača provizijo pri vstopu (*front-end load*) ali pri izstopu (*back-end load*) iz sklada (ali oboje). Tak sklad ima navadno dve kotaciji, vanj pa investiramo preko posrednika.

2.) Skladi brez provizije (*no-load funds*)

Pri temu načinu prodaja poteka neposredno in ni nikakršne provizije. Investitorji morajo praviloma plačati le odstotno provizijo ob prodaji delnic.

## ZAPRTI INVESTICIJSKI SKLADI

Zaprta investicijski skladi (*»investments trust«* v Veliki Britaniji ali *»closed-end funds«* v ZDA, *»SICAF- Sociétés d' Investissement à Capital Fixé* v Franciji, *»Geschlossene Fonds«* v Nemčiji in Avstriji) imajo kot delniška družba ob ustanovitvi določeno in fiksno število delnic. Svojih delnic ne odkupujejo, niti ne trgujejo z njimi, to prepuščajo posrednikom na sekundarnem trgu kapitala.

Investitor lahko kupi delnice ob ustanovitvi sklada oz. ob prvi emisiji delnic na primarnem trgu, kasneje pa na sekundarnem trgu, ko delnice kotirajo na borzah in na trgih preko okenc (OTC trgi).

Tečaji delnic zaprtih investicijskih skladov se vsakodnevno spreminjajo na osnovi ponudbe in povpraševanja tržnih udeležencev. Tečaji delnic teh investicijskih podjetij se lahko gibajo pod neto vrednostjo aktive oz. se kupujejo in prodajajo s popustom (z diskontom- tržna cena delnice sklada je nižja od njegove čiste vrednosti sredstev na delnico).

Zaprta investicijski skladi imajo lahko v svojem portfelju tudi pomemben del netržljivih naložb (to pomeni, da se s temi naložbami ne trguje na organiziranem trgu kapitala).

Naložba v zaprta investicijski sklad je lahko manj likvidna v primerjavi z naložbo v odprta investicijski sklad. Ni pa nujno, da je tovrstna naložba tudi manj donosna, saj ravno manjši pritiski na upravitelje skladov in posledično kvalitetnejše upravljanje s portfeljem, dostikrat vodijo do ugodnejših investicijskih rezultatov v primerjavi z odprtimi investicijskimi skladi. To je predvsem vidno na dolgi rok.

Ravno zaradi manjše likvidnosti oz. zmožnosti unovčevanja deležev so zaprta investicijski skladi manj priljubljeni med investitorji. Tveganje investiranja v zaprta investicijski sklad je večje kot pri investiranju v vzajemni sklad z enako sestavo premoženja, kar se kaže v višji donosnosti.

## 4. RAZVOJ IN ZGODOVINA INVESTICIJSKIH SKLADOV V SVETU IN SLOVENIJI

Prvo investicijsko družbo *»Société Generale des Pays –Bas pour favoriser l' industrie nationale«* je leta 1822 ustanovil nizozemski kralj William I. Nekaj let kasneje (1868) so to zamisel sprejeli ter jo v praksi razvili tudi Angleži in Škoti. Tako so v Angliji leta 1868 z ustanovitjo *»Foreign and Colonial Government Trust«* prvič tudi malim investitorjem zagotovili investiranje v tuje in kolonialne vrednostne papirje, kar je bilo prej rezervirano samo za velike investitorje. Konec osemdesetih let prejšnjega stoletja so nastali prvi investicijski skladi tudi v ZDA, ki je na tem področju ostala vodilna država vse do danes (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 19).

Večina britanskih investicijskih skladov ter ameriških različic le-teh, je bila močno podobna sedanjim zaprtim investicijskim skladom, kar pomeni, da so skladi prodajali fiksno število delnic, katerih cena je bila odvisna od povpraševanja in ponudbe.

Leta 1920 so se prvič pojavili tudi odprti investicijski skladi. Prvi je bil ustanovljen 1924 v Bostonu. Imenoval se je »Massachusetts Investors Trust (MIT), ki deluje še danes, upravlja pa ga podjetje »MFS Corporation«. Ti odprti investicijski skladi so bili oblikovani predvsem z namenom izkoriščanja zakonskih lukenj, saj takrat v ZDA še ni bilo sprejete ustrezne zakonodaje s tega področja. To je bilo obdobje gospodarske rasti in naraščajočega trenda vrednosti delnic na borzi. Do leta 1929 je bil v ZDA prevladujoč tip investicijskega sklada zaprt investicijski sklad. Kasneje zaprti investicijski skladi niso imeli nikdar več tako pomembne vloge kot v dvajsetih letih.

Na četrtek 24. 10. 1929, ko se je v ZDA zgodil borzni in hkrati gospodarski zlom, so tudi investicijski skladi (predvsem zaprti) doživeli svoj prvi veliki zlom. Večina investitorjev se je takrat obrnila k odprtim investicijskim skladom, ki so kljub borznemu zlomu zagotavljali rast in visok nivo storitev investitorjem. Poleg obrata od zaprtih k odprtim investicijskim skladom je bila posledica borznega zloma tudi izdelava nove ter revizija stare zakonodaje na področju investicijskih skladov v ZDA. Osnovni namen nove zakonodaje je bil preprečevanje zlorab skladov ter točno in popolno informiranje investitorjev v skladih. Po drugi svetovni vojni pa so investicijski skladi v ZDA na podlagi na novo sprejete zakonodaje, ki je ščitila interese vlagateljev (v ZDA so leta 1940 sprejeli zakon o investicijskih podjetjih (*Investment Company ACT*), ki je še danes temeljni zakon, ki ureja delovanje investicijskih skladov v ZDA.), ponovno začeli pridobivati zaupanje varčevalcev.

V petdesetih in zgodnjih šestdesetih letih skladi niso bili posebno priljubljeni. Investitorji so menili, da bodo dosegli višje donose, če bodo sami trgovali s svojimi vrednostnimi papirji na trgu kapitala. Zaradi stalnega naraščanja tečajev delnic so bili takrat med skladi najbolj priljubljeni »*Equity funds*« oz. skladi lastniških vrednostnih papirjev. Na pobudo srednjih in velikih investitorjev, ki so hoteli doseči visoko donosnost oz. donosnost, ki bi jo dosegli z individualnim investiranjem v delnice podjetij, ki kotirajo na borzi, so se razvili rizični skladi. Z rizičnimi skladi je prišlo do ponovnega večanja obsega zaprtih skladov. Tako so od leta 1958 pa do 1968 investitorji zaupali in vlagali v rizične sklade. Nato pa je konec leta 1968 nastala kriza, ki je trajala sedem let. V teh letih so investitorji izgubili zaupanje in iluzije vlaganja v sklade. V sedemdesetih pa so visoka inflacija in obrestne mere ter nestabilnost trgov ponovno oživele zanimanje za zaprte sklade.

Za investitorje so bili predvsem zanimivi skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev (*money market funds*) in skladi municipalnih obveznic (*municipal bonds funds*), ki so v obrestnih merah predvsem konkurirali komercialnim bankam.

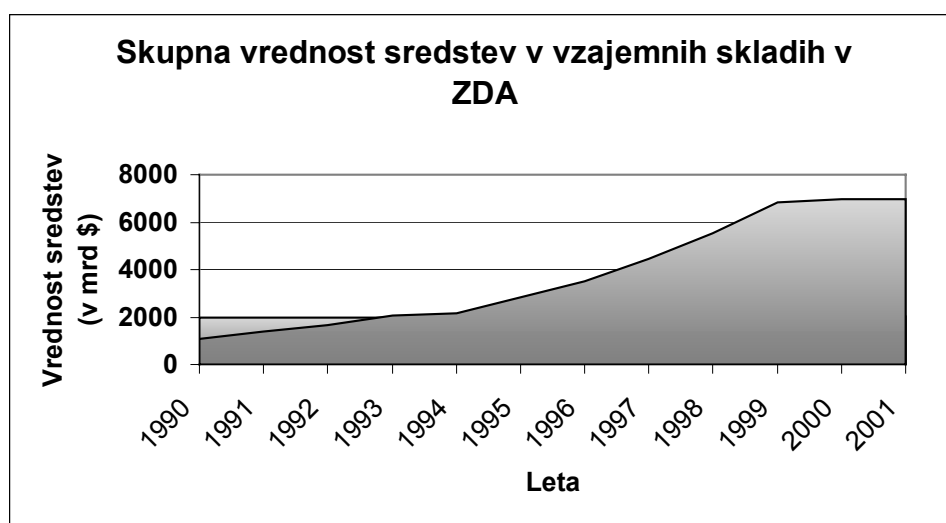
Zanimanje za sklade je še posebej naraslo z možnostjo odpiranja IRA računov (*Individual Retirement Account*) kot pokojninskih planov za tiste, ki niso bili kriti s pokojninskimi plani podjetij.

Kljub dejstvu, da se je interes za odprte in zaprte sklade v času spreminjal ter da sta bili v času investitorjem prisotni obe obliki skladov, pa so vzajemni (odprti) skladi vse od leta 1929 odigrali pomembnejšo vlogo.

V zadnjem času se je razlika med odprtimi in zaprtimi investicijskimi skladi tako v številu kot tudi v njihovi skupni vrednosti sredstev še povečala. Vrednost sredstev v ZDA v zaprtih skladih je v letu 2001 predstavljala le 139,998 mio USD, vrednost v odprtih vzajemnih skladih pa je znašala kar 6.414,286 mio USD.

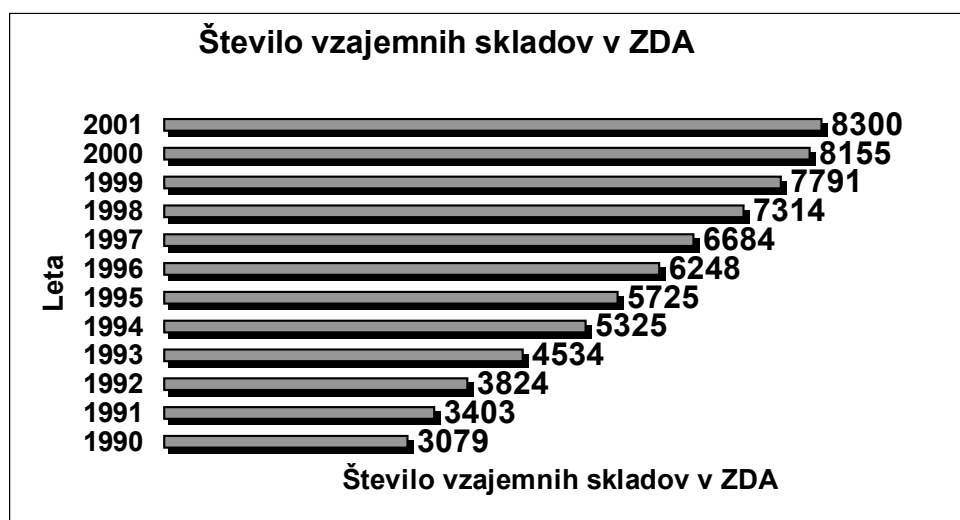
Investicijski skladi so tako postali takoj za komercialnimi bankami druga največja institucija v ZDA (Mutual Fund Fact Book, 2002).

Slika 1: Skupna vrednost sredstev v vzajemnih skladih v ZDA



Vir: Mutual Fund Fact Book, 2002.

Slika 2: Število vzajemnih skladov v ZDA



Vir: Mutual Fund Fact Book, 2002.

Zgledu ZDA so kmalu sledile tudi druge razvite države, med katerimi seveda glede pomembnosti teh skladov obstajajo razlike. Investicijski skladi imajo večjo vlogo v državah s tržno usmerjenim finančnim sistemom (še zlasti v ZDA), kjer so velik porast dosegli predvsem v sedemdesetih in osemdesetih, vse hitreje pa se uveljavljajo tudi v ostalih državah, med katerimi so na vodilnem mestu Francija, Luksemburg in Japonska (konec leta 2001 je višina sredstev vzajemnih skladov v ZDA znašala 6.414,286 mio USD, v Franciji 700,944 mio USD, v Luksemburgu 694,183 mio USD in na Japonskem 465,962 mio USD - Mutual Fund Fact Book, Investment Company Institute, 2001).

#### **4.1. INVESTICIJSKI SKLADI V DRŽAVAH V TRANZICIJI**

V državah v tranziciji so investicijski skladi nastajali predvsem v procesu masovne privatizacije kot privatizacijski skladi. Njihov glavni namen je bil zagotoviti upravljanje podjetij v pogojih razpršenega lastništva v na novo privatiziranih podjetjih v državah v razvoju v Centralni in Vzhodni Evropi.

##### **Privatizacijski skladi na Češkem**

Češka kuponska privatizacija je bila zasnovana med prvimi v Srednji in Vzhodni Evropi. V tej privatizaciji je ponudbo sestavljalo 1800 srednje in velikih podjetij, ki so bila ustanovljena kot javne delniške družbe (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 36).

Vsak polnoleten češki državljan je prejel kupon izdan v investicijskih točkah (vsak je prejel 1000 investicijskih točk), ki jih je lahko v celoti vložil neposredno v podjetje ali v privatizacijske sklade ali jih razdelil med le-te.

Tako so si na kuponskih dražbah konkurirali posamezni državljani in različni skladi.

Razen državnih podjetij v realnem sektorju je družbo za upravljanje lahko ustanovila vsaka fizična ali pravna oseba z manjšim vložkom kapitala. Ustanovljenih je bilo približno 460 skladov. Posamezna družba za upravljanje je lahko ustanovila največ 23 skladov.

Na Češkem so imeli dva vala privatizacije. V prvem valu so vsi skladi skupaj zbrali 72 odstotkov vseh vpisanih kuponov, v drugem valu pa je bil delež skladov precej manjši predvsem zaradi manjšega zaupanja investiranja v sklade.

Večina čeških privatizacijskih skladov je bila v prvem valu privatizacije ustanovljena v obliki zaprtih investicijskih delniških družb, v drugem valu pa je bilo mogoče sklade ustanavljati v raznih pravnih oblikah, kot zaprte investicijske družbe ali odprte vzajemne sklade. V drugem valu je bilo ustanovljeno veliko več odprtih vzajemnih skladov, pri katerih je šlo za neko vrsto intervalnih skladov, saj so lahko investitorji unovčili svoje kupone šele po določenem obdobju.

Družbe za upravljanje lahko obračunajo provizije maksimalno 2 odstotka vrednosti neto aktive ali 20 odstotkov dobička (večinoma med 1,5 in 1,75 vrednosti neto aktive).

Do konca leta 1999 se je večina čeških skladov spontano preobrazila v navadne delniške družbe z glasovanjem na skupščinah delničarjev. Za ostale češke sklade, ki pa se še niso spontano preoblikovali v navadne delniške družbe pa češka vlada razmišlja o dveh povezanih ukrepih. S prvim ukrepom bi določila obvezno obračunavanje provizij na osnovi tržne vrednosti delnic sklada, z drugim ukrepom pa predlaga obvezno (inavtomatično) preoblikovanje skladov, katerih tržne cene delnic so nižje od 40 odstotkov ali več od vrednosti neto aktive, v odprte vzajemne sklade (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 38).

### **Privatizacijski skladi na Poljskem**

Glavni namen poljske privatizacije je bil poleg hitre in obsežne privatizacije tudi prestrukturiranje podjetij. Glavni steber privatizacije je predstavljalo 15 nacionalnih investicijskih skladov, katerih funkcija je bila finančno in ostalo svetovanje podjetjem. Poljskega programa ni bilo možno izvesti z liberalno in ohlapno zakonodajo, zato je poljski parlament v posebnem zakonu izredno podrobno opredelil sestavne dele programa (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 39). Dokončen umik politike iz privatizacijskih podjetij, bo možen takoj, v kolikor bo program v celoti izpeljan tako kot je zamišljen v zakonu.

Ponudbeno stran programa sestavlja okoli 500 malih in srednje velikih podjetij, ki so bile izbrane z javnim razpisom. Povpraševalno stran pa predstavlja 15 skladov.

Poljski državljani so (za razliko od ostalih držav- Slovenije, Češke) postali delničarji skladov šele potem, ko so skladi že napolnili portfelje. Vnaprej je bila tudi določena njihova struktura primarnih naložb, z namenom omogočiti in vzpodbujati njihovo aktivno vlogo pri prestrukturiranju podjetij. Drug namen poljskega programa je tudi, da so podjetja, ki ne bodo prodana strateškim investitorjem, čimprej uvrščena na organizirane kapitalske trge.

Poljski skladi so delniške družbe. Najbolj sporni del poljskega programa so nadzorni sveti, zato je prve imenovala njihova vlada. Člani morajo imeti posebno licenco, ki jo pridobijo z uspešno opravljenim izpitom iz sto ur trajajočega izobraževalnega programa.

Poljski privatizacijski program je časovno omejen na 10 let, kar pomeni da mora biti v tem času premoženje skladov v celoti prodano.

## **4.2. INVESTICIJSKI SKLADI V SLOVENIJI**

Nastanek investicijskih skladov pri nas sega v leto 1992. Takrat je bil ustanovljen prvi investicijski sklad (vzajemni sklad Galileo, katerega je najprej upravljala PM&A BPH, kasneje Beta Invest DZU, danes pa je v upravljanju KD Investments DZU) odprtega tipa oz. vzajemni sklad.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> več o vzajemnih skladih v nadaljevanju diplomskega dela

Dokler ni bil marca 1994 sprejet Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94), so bili ti skladi organizirani v okviru posameznih borzno posredniških hiš. Tako kot v drugih državah v prehodu, je tudi v Sloveniji tovrstna dejavnost doživela razmah šele pred začetkom privatizacije. Investicijski skladi so bili uzakonjeni kot subjekti privatizacije novembra 1992 z Zakonom o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/92, 7/93, 31/93 in 43/93) z namenom vzpostavitve večjih institucionalnih lastnikov za upravljanje podjetij v pogojih razpršenega lastništva.

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje je opredelil obe v svetu poznani temeljni obliki skladov ter družbe za upravljanje:

- Vzajemne sklade, ki so odprti skladi in niso pravne osebe,
- investicijske družbe, ki so zaprti skladi in so pravne osebe,
- družbe za upravljanje (v nadaljevanju DZU) tako vzajemnih skladov kot investicijskih družb.

Poleg tega pa tudi pooblaščne investicijske družbe (v nadaljevanju PID), ki se ustanovijo z namenom zbiranja lastniških certifikatov in nalaganja le-teh v delnice RS za razvoj.

### **Vloga investicijskih skladov v procesu privatizacije v Sloveniji**

Osnovni koncept Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij, ki je bil sprejet novembra 1992 in kasneje doživel nekatere spremembe, je združeval v svetu poznana koncepta privatizacije: postopno decentralizirano privatizacijo in hitro masovno privatizacijo z naslednjo shemo (Rop, 1994, str. 391):

- 40 odstotkov družbenega kapitala se prenese institucionalnim lastnikom:
  - 20 odstotkov na Sklad za razvoj z namenom nadaljnje razdelitve kapitala pooblaščenim investicijskim družbam,
  - 10 odstotkov na Odškodninski sklad za pokrivanje zahtev v denacionalizacijskih postopkih,
  - 10 odstotkov na Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja,
- 20 odstotkov družbenega kapitala je namenjeno brezplačni interni razdelitvi delnic za lastniške certifikate,
- 20 odstotkov družbenega kapitala pa je namenjeno odplačni privatizaciji z notranjim odkupom, javno prodajo ter prodajo vseh sredstev podjetja.

Podjetja so bila pri izbiri načina privatizacije samostojna, vendar so morala upoštevati prenos 40 odstotkov premoženja na institucionalne lastnike.

Tako so imeli državljani Republike Slovenije dve osnovni možnosti za uporabo lastniškega certifikata (Mrčela, 1996, str. 12):

- Nakup delnic podjetja (bodisi z notranjim odkupom oz. interno razdelitvijo ali v javni prodaji),
- nakup delnic investicijskega sklada.



Petega decembra 1992 so vsi državljani RS prejeli lastniški certifikat. V praksi je to pomenilo, da so bili na ta dan za državljane RS pri službi družbenega knjigovodstva odprti posebni evidenčni računi, na katere so bili knjiženi ustrezni »certifikatski« zneski. Ti zneski so se gibali od 100.000,00 SIT do 400.000,00 SIT. Glavni kriterij pri dodelitvi je bila starost. Starejši državljani RS so prispevali več k ustvarjanju družbene lastnine, zato jim je pripadal večji delež, ki je bil namenjen brezplačni razdelitvi.

Lastniške certifikate je njegov imetnik lahko porabil za nakupe delnic investicijskih skladov in nakupe delnic podjetij:

Tabela 1: Poraba izdanih lastniških certifikatov po vrsti porabe

<i>Investirano v</i>	<i>Mrd SIT</i>	<i>%</i>
Pooblaščne investicijske družbe	329	58
Podjetja	181	32
Neporabljeni certifikati	57	10
<b>Skupaj izdanih certifikatov</b>	<b>567</b>	<b>100</b>

Vir: Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 48.

Preko privatizacije je tako v pooblaščne investicijske sklade investiralo približno 1.300.000 delničarjev, kar predstavlja 65 odstotkov prebivalstva Slovenije. Pooblaščen investicijski skladi so tako zbrali 56 odstotkov vseh certifikatov (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 48).

### **Potek lastninskega preoblikovanja podjetij**

Šest let kasneje s sprejetjem Zakona o zaključku lastninjenja in privatizacije pravnih oseb v lasti slovenske razvojne družbe (Uradni list RS, št. 30/98), se je vsaj formalno (v smislu odprave državne lastnine) zaključil proces privatizacije državnega premoženja.

Še vedno pa je ostal problem porabe certifikatov zbranih v okviru pooblaščenih investicijskih družb. Potek privatizacije je pripeljal do t.i. privatizacijskega primanjkljaja ali privatizacijske luknje oz. do presežka certifikatov nad razpoložljivim obsegom družbenega kapitala za lastninjenje. Investicijska luknja je bila ob upoštevanju neunovčenih certifikatov skoraj 215 mrd SIT.

Ta se je kot problem pokazal predvsem pri PID-ih kot neporabljen del certifikatnih sredstev v aktivih skladov za katerega Sklad za razvoj ni mogel ponuditi v odkup družbenega premoženja.

Omenjeni problem je bil posledica v osnovi nepravilne razdelitvene privatizacije zaradi različnega položaja posameznikov glede informacij, podjetniških sposobnosti in premoženja oz. konkretno zaradi napak pri ocenjevanju vrednosti družbenega premoženja in kasnejšega zniževanja vrednosti le tega (Pikovnik, 1997, str. 20).

Do privatizacijskega primanjkljaja pa ne bi prišlo, v kolikor ne bi bil dosežen dogovor med družbami za upravljanje o enotnem nastopanju na dražbah Sklada za razvoj. Posledično tudi ne bi bil odklonjen nakup delnic po nerealno visokih cenah. V tem primeru bi se problem le navidezno rešil s tem, da bi se paketi delnic zaradi prevelikega razkoraka med povpraševanjem in ponudbo pokupili po nerealno visokih cenah (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 164). Vendar pa to ne spremeni dejstva, da je bila ponudba kapitala absolutno premajhna.

## **5. PREDNOSTI IN SLABOSTI INVESTICIJSKIH SKLADOV**

Naložbe v investicijske sklade predstavljajo alternativo drugim oblikam nalaganja prihrankov, predvsem neposrednim nalaganjem v vrednostne papirje.

Hitra rast pomena investicijskih skladov v svetu in pri nas jasno kaže, da le-ti investitorjem prinašajo vrsto pomembnih koristi, hkrati pa tudi nekaj slabosti.

### **5.1. PREDNOSTI VLAGANJA V INVESTICIJSKE SKLADE**

#### **Učinkovito zmanjšanje investicijskega tveganja**

Glavna prednost investiranja prihrankov v investicijske sklade v primerjavi z neposrednim investiranjem v vrednostne papirje je predvsem v zmanjšanju tveganja, ki je povezano z vrednostnimi papirji. Ta prednost omogoča manjšim zasebnim investitorjem, da kljub omejenimi sredstvi dosega potrebno diverzifikacijo (razpršitev) naložb (premoženja). Sklad dosega diverzifikacijo s tem, da zbrana sredstva vlagateljev naloži v različne vrednostne papirje. Z dosegom ustrezne diverzifikacije premoženja pa se posledično zmanjšuje tveganje.

Z diverzifikacijo naložb je možno odpraviti nesistematično tveganje, naložbe pa ostanejo podvržene nekemu povprečnemu sistematičnemu tveganju, ki je odvisno od splošnih gibanj v gospodarstvu (Mramor, 1997, str. 14).

#### **Profesionalno upravljanje naložb**

Druga prednost investiranja v investicijske sklade se kaže v profesionalnem upravljanju naložb. Investicijski skladi zaposlujejo posebej izobražene in izkušene posameznike ali skupine strokovnjakov s specializiranim znanjem (za upravljanje ter vodenje skladov). Ti finančni strokovnjaki upravljajo s sredstvi investitorjev v investicijske sklade, ki pa zato nimajo ustreznih znanj. Glavni cilj profesionalnega investitorja je povečevanje donosnosti sklada. Nenehno pa tudi raziskuje trg, podjetja, panoge, konkurenco in svetuje investitorjem.

Kazalec uspehov oz. donosnosti, ki jih je investicijski sklad dosegel v preteklosti, nima večjega pomena pri izbiri investicijskega sklada. Investitor, ki se odloča za vlaganje svojega premoženja v določen investicijski sklad, bi moral biti pozoren predvsem na ostale dejavnike.

### **Prihranek časa**

Z nakupom delnic ali točk investicijskega sklada investitor prihrani del časa, ki bi ga porabil pri neposrednem investiranju v vrednostne papirje. Izbiro vrednostnih papirjev in vse druge dejavnosti v zvezi z investiranjem prepusti družbi, ki sklad upravlja. Del provizije, ki jo investitor plača investicijskemu skladu je plačilo za te storitve.

### **Likvidna naložba**

Naložba (predvsem v odprte) investicijske sklade je lahko tudi bolj likvidna kot neposredna naložba v vrednostne papirje. Investitor lahko svoje kupone vsak trenutek unovči, medtem ko so ostali vrednostni papirji, ki kotirajo na borzi (organizacijskih trgih) podvrženi ponudbi in povpraševanju.

### **Nizki transakcijski stroški**

Investicijski skladi zagotavljajo relativno nizke transakcijske stroške. Skladi združujejo premoženje večjega števila investitorjev, zato imajo pri nakupu večje količine vrednostnih papirjev določen popust.

### **Nadzor nad poslovanjem investicijskih skladov**

Trgovanje z vrednostnimi papirji investicijskih skladov strogo nadzorujejo institucije, ki urejajo in nadzirajo delovanje investicijskih skladov (Agencija za trg vrednostnih papirjev). Naložba v investicijski sklad je zato za male investitorje varnejša.

### **Široka paleta storitev investitorjem**

Posamezni skladi nudijo različne dodatne storitve, zato mora investitor poiskati tak sklad, katerega storitve najbolj ustrezajo njegovemu interesu. Enostaven postopek nakupa in prodaje delnic investicijskega sklada, možnost avtomatičnega reinvestiranja dividend in razdeljenih kapitalskih dobičkov, priprava poročila za davčno službo, varovanje vrednostnih papirjev, stalno informiranje delničarjev, itd..

## **5.2. SLABOSTI INVESTIRANJA V DELNICE INVESTICIJSKEGA SKLADA**

### **Podrejenost individualnih interesov investicijski politiki sklada**

Lastniki delnic oz. investicijskih kuponov niso delničarji finančne institucije, ki upravlja sklad, temveč so delničarji sklada in kot taki nimajo glasovalnih pravic oz. pravice upravljanja s premoženjem sklada (Kastelic, 2000, str. 14).

Iz navedenega sledi, da investitor ne mora vplivati na sestavo portfelja vrednostnih papirjev in na spreminjanje donosnosti.

## **Visoki stroški trgovanja in obračanja portfelja**

Investicija v investicijski sklad je smiselna le v primeru, če bodo dodatne koristi, ki jih ima investitor na osnovi investiranja v delnice prek investicijskega sklada več kot bi odtehtale te slabosti. Manjše kot je premoženje, ki ga investitor investira v vrednostne papirje, večja je verjetnost, da bodo koristi odtehtale te slabosti.

Vzajemni skladi za svoje storitve zaračunavajo provizije. Vrste teh provizij oz. stroškov investicijskih skladov so:

### **1. Vstopni in izstopni stroški provizije**

Investitor te provizije plača ob vstopu in/ali izstopu iz sklada. V tujini se višina provizij giblje od 2 odstotkov do 8 odstotkov investiranega zneska. V Sloveniji pa izstopne provizije znašajo med 1 odstotkom in 5 odstotki čiste vrednosti investitorjevega premoženja v sklad ali pa so izražene v fiksnem znesku. V prvem letu po vstopu v sklad so izstopne provizije običajno najvišje in v naslednjih petih letih padajo. V Sloveniji zgornjo mejo vstopnih in izstopnih provizij določa zakon (ZISDU-1). Skupna vstopna in izstopna provizija ne sme presegati treh odstotkov povprečne čiste vrednosti upravljanega premoženja. Vzajemni skladi so predvsem primerni za dolgoročne investitorje (vsaj 5 let), saj običajno vstopne in izstopne provizije presegajo provizije pri neposrednem nakupu ali prodaji vrednostnih papirjev.

### **2. Letna provizija družbe za upravljanje**

Poleg vstopnih in izstopnih provizij, mora investitor družbi plačati tudi provizije za storitve upravljanja premoženja, ki so namenjene pokrivanju tekočih administrativnih stroškov sklada in storitev družb za upravljanje. V ZDA se običajno le-te gibljejo med 0,25 odstotka in 2 odstotkoma povprečne čiste vrednosti premoženja, ki ga investitor plemeniti v sklade. V Sloveniji v večini vzajemnih skladov je zgornja dopustna meja teh provizij 2 odstotka povprečne čiste vrednosti premoženja letno. Provizija se obračunava na davčni osnovi.

### **3. Provizija za zamenjavo sklada**

Za investitorja je nadvse ugodno, če sklad istega upravitelja lahko zamenja brezplačno. V tujini pa določeni vzajemni skladi za tako dejanje investitorja zaračunavajo manjšo provizijo (od 5\$ do 25\$).

## **Vpliv skladov na vodenje državne (monetarne) politike**

Z izbrano investicijsko politiko npr. nakupom državnih obveznic, lahko nekateri investicijski skladi vplivajo na spremembe pri vodenju državne politike.

## **Zasledovanje pretežno kratkoročnih ciljev**

Mnogi investicijski skladi pri uresničevanju investicijskih politik sledijo kratkoročnim ciljem. Želijo izboljšati rezultate investicijske uspešnosti na kratek rok z namenom pridobitve novih investitorjev.

## **6. INVESTICIJSKI SKLADI V SLOVENIJI**

Z razvojem trga kapitala so se tudi v Sloveniji pojavili investicijski skladi. Sprva so se pojavili vzajemni skladi, kasneje pa se je skupaj z lastniškim preoblikovanjem podjetij pojavila oblika zaprtega sklada, ki ga imenujemo pooblaščená investicijska družba (v nadaljevanju PID). PID- i so sestavni del procesa lastninskega preoblikovanja.

Z investicijskimi skladi in družbami upravljajo družbe za upravljanje. Družba za upravljanje je gospodarska družba, ki se ustanovi izključno za upravljanje investicijskih skladov. Lahko je organizirana kot družba z omejeno odgovornostjo ali kot delniška družba v skladu z določili Zakona o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/ 93).

Pogoje in ustanovitve družb za upravljanje in investicijskih skladov določá Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje.

V slovenski zakonodaji so opredeljene tri vrste investicijskih skladov:

- 1.) vzajemni skladi (več o vzajemnih skladih v točki 7)
- 2.) investicijske družbe
- 3.) pooblaščené investicijske družbe

V Sloveniji je v začetku leta 2003 delovalo (vir: spletna stran: <http://www.ljse.net>):

- 18 vzajemnih skladov,
- 29 PID- ov,
- 11 družb za upravljanje,
- 4 investicijske družbe.

### **6.1. INVESTICIJSKE DRUŽBE OZ. INVESTICIJSKI SKLADI- ZAPRTI SKLADI**

Investicijska družba je delniška družba, ki se ustanovi izključno za javno zbiranje denarnih sredstev in investiranje tako zbranih denarnih sredstev v prenosljive vrednostne papirje po načelu omejevanja in razpršitve tveganja. Investicijska družba zbira denarna sredstva z javno prodajo svojih delnic. Svojim delničarjem zagotavlja pravico do udeležbe na dobičku. Delnice investicijske družbe so neomejeno prenosljive. Investicijska družba ne sme odkupiti lastnih delnic (55. člen Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje- ZISDU).

Najnižji znesek osnovnega kapitala investicijske družbe je 200.000.000 SIT, delnice investicijske družbe pa morajo biti navadne in morajo spadati v isti razred. Delnice investicijske družbe se lahko plačajo samo v denarju, vplačane pa morajo biti v celoti pred vpisom ustanovitve oz. pred vpisom povečanja osnovnega kapitala investicijske družbe v sodni register.

Ob vpisu in vplačilu delnic mora delničar pooblastiti depozitarja (klirinško- depotno družbo - KDD ali banko), ki deluje v imenu in na račun delničarja, za hrambo vplačanih delnic in drugih premoženjskih pravic iz delnice.

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje predpisuje, v katere vrednostne papirje sme investicijska družba naložiti zbrana denarna sredstva in kako morajo biti te naložbe razpršene.

Za ustanovitev investicijske družbe je potreben osnovni kapital, poleg tega pa morajo ustanovitelji skleniti pogodbo o upravljanju investicijske družbe z družbo za upravljanje in pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za ustanovitev investicijske družbe. S pogodbo o upravljanju investicijske družbe se družba za upravljanje zaveže, da bo upravljala investicijsko družbo. Družba za upravljanje opravlja vse posle v zvezi z upravljanjem premoženja investicijske družbe in zagotavlja pogoje za upravljanje in poslovanje investicijske družbe v imenu in za račun investicijske družbe. V zameno pa je investicijska družba dolžna družbi za upravljanje plačati provizijo za upravljanje.

Investicijska družba je delniška družba, ki jo vodi direktor, ki ga imenuje in razreši nadzorni svet. Nadzorni svet je sestavljen iz treh članov iz vrst neodvisnih strokovnjakov, kar pomeni, da ne smejo biti zaposleni pri družbi za upravljanje. Direktor investicijske družbe zastopa in predstavlja družbo v vseh zadevah, razen v tistih, v katerih je za zastopanje investicijske družbe pooblaščen nadzorni svet. Nadzorni svet ima pristojnosti na podlagi 274. člena Zakona o gospodarskih družbah, poleg tega pa zastopajo investicijsko družbo v razmerju do družbe za upravljanje.

## **6.2. POOBLAŠČENE INVESTICIJSKE DRUŽBE – PID-i**

### **Zgodovina PID-ov**

PID- i so slovenska posebnost. Nastali so kot produkt lastninskega preoblikovanja podjetij in so primerljivi z voucher skladi, ki so nastali v nekaterih drugih tranzicijskih deželah na podoben način.

PID- i so mešanica investicijskih družb in vzajemnih skladov ter imajo nekoliko primesi tveganega kapitala (deleži slabih podjetij v premoženju so namreč precejšnji).

PID-i vseh zbranih certifikatov niso mogli zamenjati za deleže v podjetjih (kar pomeni kopičenje neporabljenih certifikatov). Kopičenje neporabljenih certifikatov imenujemo tudi privatizacijska luknja ali vrzel. Zamisli o reševanju privatizacijske luknje so se rojevale z dneva v dan, kljub temu pa še danes ni zapolnjena.

### **Preoblikovanje PID-ov**

PID- i so predhodna oblika investicijskih skladov. Zaradi načina svojega nastanka niso ustrezna naložbena možnost, ker so v njih določene naložbe, ki ne spadajo v željeno premoženje investicijskih skladov, ker lastnikom ne omogočajo ustrezne donosnosti. Zaradi sistemskih neustreznosti se bodo morali PID- i preoblikovati v ustrežnejše oblike, ki bodo vlagateljem naložbeno zanimive. Po predlogu ZIDSU naj bi se PID- i preoblikovali v eno od naslednjih oblik:

- V vzajemne sklade,
- v prave delniške družbe,
- v investicijske družbe (zaprti i.s.).

#### **1. Preoblikovanje PID-ov v vzajemne sklade (odprte investicijske družbe)**

Sklep o preoblikovanju PID- a v vzajemni sklad sprejme skupščina PID- a, če temu ustreza sestava naložb. Preoblikuje se lahko le prvi del PID- a, z ustrežno sestavo naložb, delničarji pa dobijo sorazmeren delež kupona v vzajemnem skladu.

PID- i so po svoji naravi zaprti skladi, kljub temu pa obstajajo argumenti, ki kažejo v prid preoblikovanju le-teh v sklade odprtega tipa.

- Naložba v odprt investicijski sklad je z vidika delničarja bolj likvidna,
- cene delnic zaprtega sklada se v praksi prodajajo z diskontom, če pa bi te zaprte investicijske sklade preoblikovali v odprte investicijske sklade, bi to pomenilo višje cene delnic investitorjev in višje kapitalske dobičke.

Poleg navedenih prednosti preoblikovanja PID-ov v odprte investicijske sklade, se pojavljajo tudi slabosti takega preoblikovanja.

- Pri odprtih investicijskih skladih lahko pride do pospešenega unovčevanja investicijskih kuponov, predvsem s strani managementa skladov (ta ima v rokah velik delež delnic PID-ov, ki z izkoriščanjem notranjih informacij, lahko kot prvi unovčijo svoje kupone po najvišji ceni in tako realizirajo velike kapitalske dobičke,
- odprtje vseh PID-ov lahko vodi do množičnih izstopov delničarjev, kar lahko pomeni velik padec tečajev na borzi in resno ogrozi nadaljnji razvoj investicijskih skladov v Sloveniji (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 273).

## **2. Preoblikovanje PID- ov v navadne delniške družbe (finančne holdinge)**

Za tovrstno preoblikovanje je osnovni pogoj obvladovanje PID- a s strani ene ali več oseb prek ustreznega lastniškega deleža (npr. 51 odstotkov), PID pa postane holding po pravilih, ki veljajo za le-te.

Po eni strani se zdi taka možnost vsaj načeloma dobra rešitev, saj bi bilo tako možno vzpostaviti proces aktivnega obvladovanja podjetij, ki imajo v svoji aktivni pooblašene investicijske družbe, kar je tudi ključna značilnost, ki holdinge loči od investicijskih skladov. Ti finančni holdingi ne bi bili več pod nadzorom Agencije za trg vrednostnih papirjev in zanje tudi ne bi veljale stroge omejitve glede naložb in razpršenosti lastništva.

## **3. Preoblikovanje PID- ov v investicijske družbe (zaprte investicijske sklade)**

Glede na to, da so PID-i zaprti investicijski skladi se zdi preoblikovanje le-teh v zaprte investicijske sklade najintuitivnejša oz. najbolj logična pot preoblikovanja. Dosedanji PID- i bi morali le poskrbeti, da uskladijo strukturo naložb z določili zakona.

Kljub temu prihaja pri tovrstnem preoblikovanju do negativnih stališč strokovne javnosti. Vztrajanje v zaprtih investicijskih skladih pod nadzorom Agencije za trg vrednostnih papirjev namreč ustvarja le iluzijo, da so mali delničarji dobro zavarovani, zaradi česar je tipičnih zaprtih skladov v svetu vedno manj (Simoneti, 1990, str. 17-22).

Zaprti investicijski skladi se ustanavljajo predvsem zato, da lahko investitorji z višjimi dohodki, ki lahko prenesejo višje tveganje, »zadržujejo« sredstva v netržnih, a dolgoročno perspektivnih naložbah.

## **4. Povzetek preoblikovanja PID- ov**

V Sloveniji delničarji PID- ov niso investirali svojih prihrankov, temveč so vanje vložili podarjene certifikate. Lahko pa trdim, da so ti mali delničarji veliko prej pripravljene vložiti svoje prihranke v čim bolj varno naložbo kot pa v morebitno visoko donosne, a tvegane naložbe. Preoblikovanje PID- ov v vzajemne sklade, bi bilo zato za male delničarje veliko bolj spremenljivo. Praviloma bi se preoblikovanje PID- ov moralo končati pet let po sprejemu Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (13. 3. 1999), torej do 13. 3. 2004. V primeru, da se tem skladom ne bo uspelo preoblikovati predvideva zakon, da se jih likvidira ali pa se preoblikujejo v redno delniško družbo. Glede na dosedanje izkušnje se bo ta datum premaknil za nekaj let naprej.

### **Značilnosti PID- ov**

Pooblašena investicijska družba je investicijska družba, ustanovljena z namenom zbiranja lastniških certifikatov iz 31. člena Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list RS, št. 55/92, 7/93 in 31/93) in odkupa delnic, izdanih v skladu s predpisi o lastninskem



preoblikovanju podjetij (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje- ZIDSU, 126. člen).

Pooblaščen investicijsko družbo lahko ustanovi in upravlja samo pooblaščen družba za upravljanje. Za upravljanje PID- a pa ima pooblaščen družba za upravljanje pravico do provizije. Provizija ne sme letno presegati 3 odstotke povprečne letne čiste vrednosti sredstev PID- a. Najnižji znesek osnovnega kapitala PID- a je 100.000.000 SIT in ne sme presegati 10.000.000.000 SIT. Delnice PID- a se lahko plačajo samo v denarju ali s certifikatom in morajo biti v celoti vplačane pred vpisom ustanovitve investicijske družbe v sodni register. Pred vpisom pooblaščen družbe za upravljanje v sodni register mora biti za vsako delnico te družbe vplačano najmanj 50 odstotkov njene nominalne vrednosti. V celoti pa morajo biti delnice vplačane najkasneje v roku dveh let od vpisa (v sodni register) ustanovitve pooblaščen družbe za upravljanje (povzetek iz ZIDSU).

## **7. VZAJEMNI SKLADI**

### **7.1. DEFINICIJA IN ZAKONSKA OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV**

Vzajemni sklad je premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje in ki je bilo financirano z denarjem fizičnih oz. pravnih oseb ter je v lasti teh oseb (Uradni list RS, št. 6-11.11.1994, str. 336). Vzajemni sklad je združeno premoženje večjega števila lastnikov - vlagateljev in ni niti pravna niti fizična oseba, kar pomeni, da ga mora po zakonu upravljati družba za upravljanje. Vzajemni sklad je v lasti vseh vlagateljev, ki so vanj vložili svoje premoženje. Lastništvo sklada mora biti razpršeno ter omejeno s 5 odstotki enot premoženja sklada. Je odprt tip investicijskega sklada, kar pomeni, da lahko vanj investitorji kadarkoli vlagajo in prodajajo.

### **7.2. ZAKONSKA OPREDELITEV VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI**

S področja zakonodaje o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, je bil 1.1. 1995 sprejet Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZIDSU), ki ga je v januarju 2003 nadomestil novi zakon ZIDSU-1 (sprejet je bil 29. novembra 2002). Spremembe, ki nastajajo z novim zakonom sem v nadaljevanju navedla. ZIDSU je opredelil dve temeljni obliki investicijskih skladov, ki sta poznani v svetu in v Sloveniji:

- Vzajemne sklade, ki so odprti skladi in niso pravne osebe,
- investicijske družbe, ki so zaprti skladi in so pravne osebe.

Navedeni zakon je opredelil tudi družbe za upravljanje, saj se tako investicijske družbe kot vzajemni skladi ne morejo upravljati sami.

Leta 1994 je bil ustanovljen Zakon o trgu vrednostnih papirjev, ki je opredelil ustanovitev Agencije za trg vrednostnih papirjev. Agencija za trg vrednostnih papirjev izvaja nadzor nad izpolnjevanjem pogojev za oblikovanje, ustanovitev ter nadzor nad poslovanjem vzajemnih skladov, investicijskih družb ter družb za upravljanje.

### **7.2.1. OSNOVNA OPREDELITEV VZAJEMNEGA SKLADA**

Vzajemni sklad ni niti pravna niti fizična oseba, je premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje in ki je bilo financirano z denarjem fizičnih oz. pravnih oseb ter je v lasti teh oseb (ZIDSU, 1. odstavek, 22. člen). Njegova temeljna značilnost je, da velikost sklada ni ustanovljena ob ustanovitvi, zato mu rečemo tudi odprti sklad. Velikost premoženja sklada se spreminja dnevno preko nakupov in prodaj točk sklada investitorjev. Cilj vzajemnega sklada je povečevanje njegove vrednosti ter posledično povečevanje premoženja vlagateljev. Uspešnost pa predstavlja rast vrednosti točke – donos, glede na naložbeno politiko.

Varčevanje v vzajemnih skladih ima mnogo prednosti pred varčevanjem v bankah, zavarovalnicah, nepremičninah ali neposrednim trgovanjem z vrednostnimi papirji

### **7.2.2. INVESTICIJSKI KUPON OZ. ENOTA PREMOŽENJA OZ. TOČKA VZAJEMNEGA SKLADA**

Premoženje je razdeljeno na enake enote, ki jih imenujemo tudi točke vzajemnega sklada oz. investicijski kupon. Vrednost enote premoženja se izračunava vsakodnevno in se določa tako, da se skupna čista vrednost sredstev vzajemnega sklada deli s številom enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku. Aktivo pa predstavljajo naložbe, ki se nahajajo v portfelju.

VEP (vrednost enote premoženja) = (celotna sredstva – (obveznosti + rezervacije))/št. enot v obtoku

### **7.2.3. OBLIKOVANJE VZAJEMNEGA SKLADA**

Vzajemni sklad lahko oblikuje samo družba za upravljanje, ki mora pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev. Oblikovanje poteka po naslednjih fazah:

- Sprejem pravil upravljanja vzajemnega sklada,
- pridobitev dovoljenja Agencije za trg vrednostnih papirjev za oblikovanje sklada,
- vpisovanje in vplačilo ter izdaja investicijskih kuponov,
- investiranje z vplačili investicijskih kuponov pridobljenih denarnih sredstev v vrednostne papirje,
- izplačila za odkupljene investicijske kupone.

#### **7.2.4. UPRAVLJANJE VZAJEMNEGA SKLADA**

Vzajemni sklad upravlja družba za upravljanje (DZU), ki trguje z njegovimi vrednostnimi papirji v svojem imenu in za račun in v korist imetnikov investicijskih kuponov. Tako obstaja pravno razmerje neposredno med imetniki investicijskih kuponov na eni strani ter DZU na drugi strani. Dovoljenje za upravljanje posameznega vzajemnega sklada izda Agencija za trg vrednostnih papirjev na zahtevo DZU.

DZU mora pred začetkom poslovanja vzajemnega sklada oblikovati pravila upravljanja sklada, v katerih so predstavljeni investicijski cilji na podlagi katerih se opredeli določena investicijska politika. Pravila upravljanja sklada se v času delovanja sklada lahko spremenijo le s posebnim soglasjem Agencije za trg vrednostnih papirjev.

Pri opravljanju poslov mora DZU v zvezi s trgovanjem vrednostnih papirjev upoštevati osnovna pravila investiranja. Naloga DZU je, da skrbi, da so naložbe sklada razpršene v vrednostne papirje z dobro poslovno boniteto in da je tveganje investitorjev manjše.

DZU je za svoje storitve upravičena do provizije, katere seštevok provizij od vplačila in izplačila ne sme presegati 3 odstotke vrednosti. Pravico pa ima tudi do letne provizije, ki ne sme presegati 2 odstotka povprečne čiste letne vrednosti sredstev vzajemnega sklada.

O poslovanju vzajemnega sklada mora DZU tudi obveščati javnost. Poleg prospekta, letnega in polletnega poročila o poslovanju posameznega sklada ter poročila o sestavi naložb sklada, DZU javno in dnevno objavlja podatke o vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada, ki ga upravlja.

#### **7.2.5. LIKVIDACIJA VZAJEMNEGA SKLADA**

Vzajemni sklad lahko preneha obstajati iz zakonskih razlogov. Upravitelj ali Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP) lahko proglasita likvidacijo sklada in javno pozoveta imetnike investicijskih kuponov, da prijavijo terjatve do sklada.

Na določbe 49. člena ZIDSU se lahko likvidacija vzajemnega sklada začne v naslednjih primerih:

- Če je DZU odvzeto dovoljenje za opravljanje dejavnosti,
- če v 3 mesecih po pozivu za vplačilo investicijskih kuponov, le- ti niso vplačani v skupni vrednosti najmanj 50 mio SIT,
- če se čista vrednost sredstev zmanjša pod 50 mio SIT in v naslednjih 3 mesecih ne doseže tega zneska,
- če čista vrednost sredstev znaša manj kot 50 mio SIT v posameznih obdobjih, ki skupno presegajo 6 mesecev,
- v drugih primerih, če tako določajo pravila upravljanja vzajemnega sklada.

Po sprejemu sklepa o začetku likvidacije, družba za upravljanje unovči vse naložbe vzajemnega sklada, iz tako nastale denarne likvidacijske mase si izplača provizijo, sorazmerno času upravljanja v letu likvidacije in stroške likvidacije, ostanek pa razdeli imetnikom investicijskih kuponov v sorazmerju s številom kuponov v obtoku. V primeru, da je razlog likvidacije vzajemnega sklada začetek stečaja ali likvidacije DZU, pa DZU ni upravičena do provizije.

#### **7.2.6. NALOŽBE VZAJEMNIH SKLADOV**

Vzajemni sklad sme zbrana sredstva nalagati v vrednostne papirje, ki kotirajo na borzi ali drugem organiziranem in nadzorovanem trgu vrednostnih papirjev. Vzajemni sklad mora imeti v skladu z zakonom obliko naložb v tržne vrednostne papirje, naložbe v bančne denarne depozite in netržne vrednostne papirje, ki pa ne smejo skupno presegati 25 odstotkov vseh sredstev. Najmanj 5 odstotkov vseh naložb mora imeti vzajemni sklad v obliki likvidnih sredstev in kratkoročnih vrednostnih papirjev, katerih rok dospelosti ne bo daljši od šestih mesecev. Po sprejetju novega zakona ZIDSU-1 (sprejet je bil januarja 2003) lahko obseg naložb v tuje vrednostne papirje presega 10 odstotkov sredstev vzajemnega sklada. S tem je vlagateljem v vzajemne sklade omogočena razpršitev tveganja na široko (globalno) regijo. V primeru, če gre za tržne vrednostne papirje, lahko naložbe v vrednostne papirje istega izdajatelja predstavljajo največ 10 odstotkov vseh naložb vzajemnega sklada, če pa gre za netržne vrednostne papirje pa lahko naložbe v vrednostne papirje istega izdajatelja predstavljajo največ 5 odstotkov vseh naložb vzajemnega sklada. Tržne vrednostne papirje, ki kotirajo na borzi ali drugem trgu vrednostnih papirjev predpiše Agencija za trg vrednostnih papirjev. Naložbe z gibljivim donosom, predvsem delnice, se zaradi doseganja kapitalskih dobičkov obrnejo večkrat letno, naložbe s fiksnim donosom pa se praviloma ne obračajo znotraj enega leta.

Ena izmed pomembnih sprememb, ki jih prinaša nov zakon ZIDSU-1 je tudi sprostitev možnosti vlaganja v enote in delnice drugih investicijskih skladov in vlaganja v izvedene finančne instrumente. Zakon ZIDSU-1 ponuja tudi možnost ustanavljanja novih vrst investicijskih skladov (indeksni investicijski sklad, namenski investicijski sklad, sklad skladov, denarni sklad).

#### **7.2.7. OBJAVA INFORMACIJ**

Družba za upravljanje obvešča javnost o delovanju vzajemnega sklada dnevno, mesečno, polletno in letno. Vsak delovni dan najkasneje do 16.00 ure sporoča Agenciji za trg vrednostnih papirjev in dnevnima časopisoma Večer in Delo podatke o VEP vzajemnega sklada. V časopisu Finance objavlja mesečna poročila (agregatni mesečni prikaz strukture vzajemnega sklada). Letno poročilo in prečiščeno besedilo prospekta pa daje brezplačno na voljo vsaki zainteresirani osebi na sedežu DZU ali pri posameznih finančnih svetovalcih vzajemnega sklada.

### **7.2.8. POSTOPEK INVESTIRANJA V VZAJEMNI SKLAD**

Vlagatelj lahko pristopi v vzajemni sklad, ko izpolni pristopno izjavo. Pristopna izjava je dokument v treh izvodih. Vsi podatki, ki so povezani z identiteto vlagateljev, so poslovna skrivnost. Pri nakupu investicijskih kuponov pa mora investitor plačati še vstopno provizijo, ki se giblje med 0,00 in 3,00 odstotki dnevne VEP na dan obračuna. Vlagatelj kupi investicijske kupone, ki jih je možno vplačati samo v denarju in sicer na dva načina. Prvi način je vplačilo po dnevno objavljeni VEP (vplačilo po znani vrednosti), drugi način pa vplačilo po vrednosti VEP, ki je izračunana konec tega dne (vplačilo po neznani vrednosti). Pri izplačilu investicijskih kuponov mora imetnik investicijskih kuponov izpolniti naročilo o prodaji investicijskih kuponov vzajemnega sklada. Izplačilo se izvrši po dnevno objavljeni VEP na podlagi naročila, ki ga DZU prejme vsak delovni dan do 13. ure. Imetnik investicijskega kupona pri izplačilu plača izstopno provizijo, ki se giblje od 0,00 odstotka do 2,00 odstotka dnevne VEP na dan obračuna. Upravljavec je dolžan izplačati zahtevano število investicijskih kuponov najkasneje v štirih delovnih dnevih od prejema naročila imetnika.

### **7.2.9. DAVEK NA DOBIČEK**

Kapitalski dobiček fizičnih oseb od prodaje investicijskih kuponov je obdavčen v primeru, da vlagatelj izplača (dvigne) svojo vlogo iz vzajemnega sklada (delno ali v celoti), pri čemer je od nakupa (vplačila) do prodaje (izplačila) kuponskih točk minilo 3 leta ali manj. V primeru, da je od vplačila do izplačila minilo več kot tri leta, je dobiček za fizične osebe neobdavčen. Davčna osnova za davek od kapitalskih dobičkov od prodaje kuponskih točk je realizirani dobiček (razlika med prodajno in nabavno ceno vrednostnega papirja). Če je od nabave do prodaje minilo več kot 6 mesecev, se nabavna cena revalorizira z rastjo cen življenjskih potrebščin, in s tem se osnova zniža. Stopnja obdavčitve je 30 odstotkov. Družba za upravljanje pošlje do konca januarja zavezancem za prijavo davka poročilo o doseženih dobičkih. Zavezanci kapitalskega dobička so na podlagi tega poročila dolžni do konca februarja poslati obrazce MF- DURS 20 in 20/I na pristojno izpostavo Davčne uprave RS. Davčna uprava v nekaj mesecih zavezancem izda odločbo za plačilo davka. Plačani znesek davka na dobiček se upošteva pri izračunu dohodnine za tekoče leto. V primeru izgube iz naslova prodaje vrednostnih papirjev se dohodninska osnova ne zmanjša, treba pa je poslati izpolnjene obrazce na davčno upravo. Vplačila in izplačila v vzajemne sklade niso obdavčena z davkom na dodano vrednost, prav tako vzajemni sklad ne plačuje davka od dobička in zato lahko dosega boljše donose kot drugi udeleženci na trgu vrednostnih papirjev.

V marsikateri državi je zakonska meja za obdavčitev nižja od treh let. V Sloveniji je bilo na to temo, kar nekaj pobud, vendar nobena ni bila zakonsko sprejeta. Z vstopom v Evropsko Unijo se bo ta meja po vsej verjetnosti spustila na 12 mesecev, tako kot je v Nemčiji že danes (spletna stran: <http://www.kd-group.si>).

Naložbe pravnih oseb v investicijske kupone se knjiži tako kot naložbe v tržne vrednostne papirje. Podjetje jih ima lahko neomejeno dolgo in se obravnavajo kot kratkoročne finančne

naložbe, saj jih lahko kadarkoli unovčijo. Stopnja davka je 25 odstotkov na doseženi dobiček podjetja v poslovnem letu, ne glede na to, ali je bila prodaja po preteku treh let od nakupa ali prej.

#### **7.2.10. DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE**

Družba za upravljanje (DZU) je gospodarska družba, ki se ustanovi izključno za upravljanje investicijskih skladov (ZIDSU, 1. odstavek, 7. člen). Lahko je organizirana kot delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo v smislu določil Zakona o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/93).

Delničarji oz. družbeniki so lahko domače ali tuje fizične in pravne osebe, s tem, da tuje osebe ne smejo posredno ali neposredno pridobiti deleža, ki je večji od 20 odstotkov, brez soglasja Agencije za trg vrednostnih papirjev.

Za opravljanje dejavnosti je predpisan najnižji znesek osnovnega kapitala, ki znaša 50 mio SIT, če DZU upravlja več skladov, se ta znesek poveča za 25 mio SIT.

DZU je zakonsko omejena pri naložbah v določene druge pravne osebe in investicijske sklade. Ne sme biti lastnik poslovnih deležev druge DZU, banke, depozitarja, borzno-posredniške hiše ter svojih delničarjev. Prav tako ne sme biti neposredno ali posredno lastnik investicijskih kuponov vzajemnega sklada, pri ustanovitvi investicijske družbe pa mora prevzeti in plačati delnice investicijske družbe v skupnem nominalnem znesku, ki znaša najmanj 1 mio SIT.

DZU se ne more registrirati brez dovoljenja za opravljanje dejavnosti, ki ga podeli Agencija za trg vrednostnih papirjev. Pri upravljanju vzajemnih skladov mora DZU nekatere storitve prepustiti tudi drugim organizacijam. S KDD sklene pogodbo o opravljanju poslov hrambe vrednostnih papirjev, z banko ali drugo podobno organizacijo, ki opravlja plačilni promet, pa sklene pogodbo o opravljanju vseh poslov v zvezi z denarnim poslovanjem investicijskih skladov.

#### **7.2.11. AGENCIJA ZA TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV- ATVP**

Je institucija, ki vrši nadzor nad izpolnjevanjem pogojev za oblikovanje oz. ustanovitev vzajemnih skladov ter nadzor nad njihovim poslovanjem.

ATVP izdaja dovoljenja DZU za opravljanje dejavnosti upravljanja vzajemnih skladov (za vsak sklad posamično) in izdaja potrdila o izpolnjevanju predpisanih pogojev članom uprave DZU.

Ažurno tudi spremlja poslovanje DZU in investicijskih skladov na podlagi dnevnih, mesečnih, trimesečnih, polletnih in letnih poročil, ki jih le tej posredujejo DZU.

ATVP poleg podelitve lahko tudi odvzame DZU-ju dovoljenje za upravljanje. To se zgodi v primerih:

- Če DZU ne odpravi pomanjkljivosti, ki jih je ATVP odkrila pri nadzoru poslovnih knjig,
- če DZU huje krši določbe ZIDSU-ja,
- če so DZU prenehali pogoji za opravljanje dejavnosti.

### **7.3. VRSTE VZAJEMNIH SKLADOV**

Obstaja več razmestitev vzajemnih skladov, najbolj razširjena med njimi pa je klasifikacija glede na vrsto vrednostnih papirjev v premoženju (Fredman, 1993, str. 23). Tako razlikujemo:

- Vzajemne sklade delnic (delniški skladi),
- vzajemne sklade obveznic (obvezniški skladi),
- vzajemne sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev,
- uravnotežene (mešani) vzajemne sklade.

#### **7.3.1. DELNIŠKI VZAJEMNI SKLADI**

Finančno premoženje vzajemnih skladov delnic je sestavljeno iz delnic. Delijo se na dve skupini (Fredman, 1993, str. 24):

- Splošni skladi delnic, ki vključujejo sklade agresivne rasti, sklade malih podjetij, sklade rasti, sklade rasti in dobička in lastniško - dobičkovne sklade,
- drugi delniško orientirani skladi, ki vključujejo mešane sklade (gre za kombinacijo delnic, obveznic, kratkoročnih vrednostnih papirjev), specializirane sklade (osredotočeni so na določeno gospodarsko panogo, geografsko religijo, določen tip investicij), sektorske sklade, borzne indeksne sklade in mednarodne sklade.

Naložbe investitorjev v te vrste skladov prinašajo visoke donose, kar je posledično pogojeno tudi z višjim naložbenim tveganjem, kar pomeni, da delniške sklade lahko uvrščamo med srednje tvegane in visoko donosne vzajemne sklade in so skladi dinamičnega tipa. V Sloveniji so trenutno štirje delniški vzajemni skladi (S.P.D., Delniški, Rastko in Zajček), ki predstavljajo 22,22 odstotkov vseh vzajemnih skladov (spletna stran: <http://www.skladi.com>).

#### **7.3.2. OBVEZNIŠKI VZAJEMNI SKLADI**

Ti vzajemni skladi imajo premoženje naloženo v dolžniških vrednostnih papirjih (obveznicah) podjetij in države na različnih ravneh. Skladi s tako naložbeno politiko so konzervativni. Večino njihovih dohodkov predstavljajo obresti, kapitalski dobički pa so manjši. Njihov cilj je predvsem doseganje čim večjega in stalnega prihodka za njihove delničarje. Delijo se na:

- Obdavčene sklade obveznic; ki jih tvorijo skladi državnih obveznic, skladi z rokom dospelosti, skladi hipotekarnih obveznic, skladi podjetniških obveznic ter skladi fleksibilnih obveznic,
- neobdavčene sklade obveznic; ki jih sestavljajo nacionalni skladi občinskih obveznic, skladi občinskih obveznic, zavarovani skladi občinskih obveznic in skladi visoko

donosnih obveznic (»junk« skladi, ki investirajo v kakovostno slabše obveznice z daljšo dospelostjo).

Sova, KD Bond, Piramida, Pika, Renta in Vizija so v Sloveniji obvezniški vzajemni skladi in predstavljajo 33,33 odstotkov vseh vzajemnih skladov (spletna stran: <http://www.skladi.com>).

### **7.3.3. VZAJEMNI SKLADI KRATKOROČNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV**

So edina oblika vzajemnih skladov, ki so namenjeni kratkoročnemu investiranju in jih zato imenujemo tudi denarni skladi (*Money Market Mutual funds*). Premoženje investorjev imajo naloženo v kratkoročne donosne vrednostne papirje, kot so bančna potrdila o vlogi, bančni akcepti, državne zakladne menice, komercialni zapisi podjetij in drugi instrumenti denarnega trga.

Delijo se na:

- Obdavčene sklade, med katere uvrščamo predvsem sklade državnih kratkoročnih vrednostnih papirjev,
- neobdavčene sklade, ki združujejo značilnosti skladov obveznic ter denarnih skladov, investirajo izključno v mestne obveznice, ki so blizu dospelosti (2- 4 mesece) ali v različne vrste kratkoročnih občinskih zapisov, s čimer se izognejo plačilu davka na dobiček.

### **7.3.4. URAVNOTEŽENI (MEŠANI) VZAJEMNI SKLADI**

So vzajemni skladi z mešano naložbeno strukturo. Uvrščamo jih med zmerno tvegane in predstavljajo tako varnost donosov naložb (na krajši rok), kot tudi povprečne letne donose. Njihova naložbena politika je sestavljena iz različnih delnic in obveznic.

Z vlaganjem v delnice stabilnih podjetij dosegajo kapitalske dobičke in prihodke od dividend ter z naložbami v obveznice zmanjšujejo tveganje.

V Sloveniji predstavljajo mešani vzajemni skladi 44,45 odstotkov vseh vzajemnih skladov. Med mešane vzajemne sklade uvrščamo vzajemne sklade: Vipek, Hrast, Polžek, Galileo, Skala, Živa, Alfa, Modra kombinacija (spletna stran: <http://www.skladi.com>).

## **7.4. VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI**

### **7.4.1. ZGODOVINA VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI**

V Sloveniji so se kot prvi investicijski skladi razvili odprti investicijski skladi (v nadaljevanju vzajemni skladi). Prvi vzajemni sklad v Sloveniji je začel poslovati 1.1.1992. To je bil vzajemni sklad Galileo, katerega ustanoviteljica je bila borzno posredniška hiša PM&A. Kasneje je sklad upravljala Beta Invest DZU, od leta 1996 naprej pa Kmečka Družba, ki se je leta 2001 preimenovala v KD Investments. Galileo je še danes delujoči ter po obsegu in sredstvih največji vzajemni sklad v Sloveniji. Konec leta 1992 je bil ustanovljen vzajemni sklad LBM Piramida pod upravljanjem LB Maksime. V naslednjem letu so bili ustanovljeni še trije, v letu 1994 pa kar 8 vzajemnih skladov. Tako je v Sloveniji do leta 1995 obstajalo že

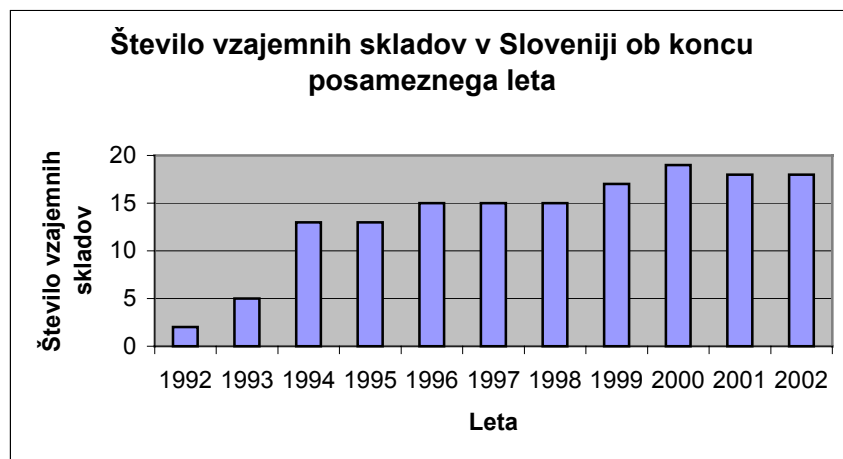


13 vzajemnih skladov, ki so z vidika zakonodaje delovali še precej neregulirano v okviru borzno posredniških hiš, bank in zavarovalnic.

13.3.1994 je bil v Sloveniji sprejet Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZIDSU), kar je pomenilo, da so morali s 1.1. 1995 vsi vzajemni skladi preiti v upravljanje družb za upravljanje. S to zahtevo in ostalimi pogoji in obvezami, ki jih je prinesel ZIDSU so mnoge borzno posredniške hiše, banke, zavarovalnice opustile idejo o upravljanju vzajemnih skladov. Iz slike 3 je razvidno, da je leto 1995 pomenilo prelomnico, saj je po tem datumu začelo poslovati le šest vzajemnih skladov, med katerimi jih danes posluje le še pet, saj je bil vzajemni sklad Miha, ki ga je upravljala družba za upravljanje KBM Infond, konec aprila leta 2001 likvidiran.

#### 7.4.2. POSLOVANJE VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

Slika 3 : Število vzajemnih skladov v Sloveniji ob koncu posameznega leta



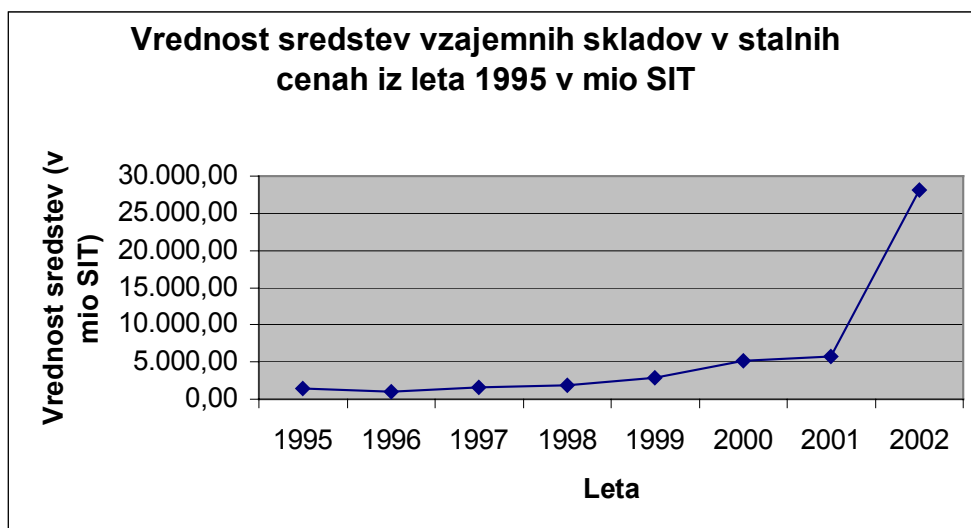
Vir: Poročilo agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 2001 in spletna stran: <http://www.vzajemci.com>.

Število vzajemnih skladov se je skozi leta zaradi različnih razlogov spreminjalo (afera DADAS, odvzem borzne licence Niki DZU, likvidacija vzajemnega sklada Miha,..).

V začetku leta 2003 je v Sloveniji delovalo 18 vzajemnih skladov, ki jih upravlja 11 družb za upravljanje. Skupna vrednost sredstev (čista vrednost sredstev) vzajemnih skladov v Republiki Sloveniji je bila dne 17. 2. 2003; 59536,39 mio SIT.

Največji obseg sredstev je imel na dan 13. 2. 2003 vzajemni sklad Galileo in sicer 25.505,24 mio SIT, najmanjši obseg sredstev 414,43 mio SIT istega dne pa je imel vzajemni sklad Pika.

Slika 4: Vrednost sredstev vzajemnih skladov v stalnih cenah iz leta 1995 v mio SIT

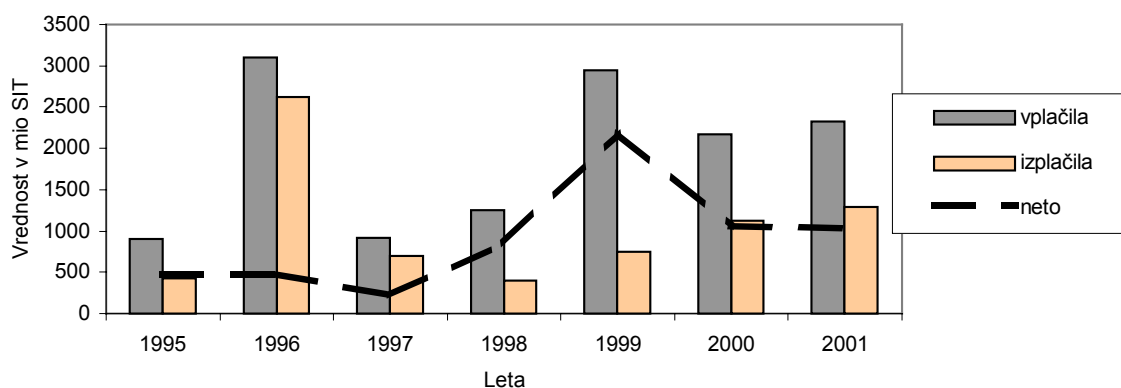


Vir: Spletna stran: <http://www.vzajemci.com>.

Spodnji dve sliki nam prikazujeta, da se zaupanje ljudi v naložbe v vzajemne sklade večja iz leta v leto, saj se vrednost sredstev v vzajemnih skladih neprestano večja od 1997 dalje in na to nista bistveno vplivala niti odvzem borzne licence DZU Nika, niti likvidacija vzajemnega sklada Miha, maja 2001.

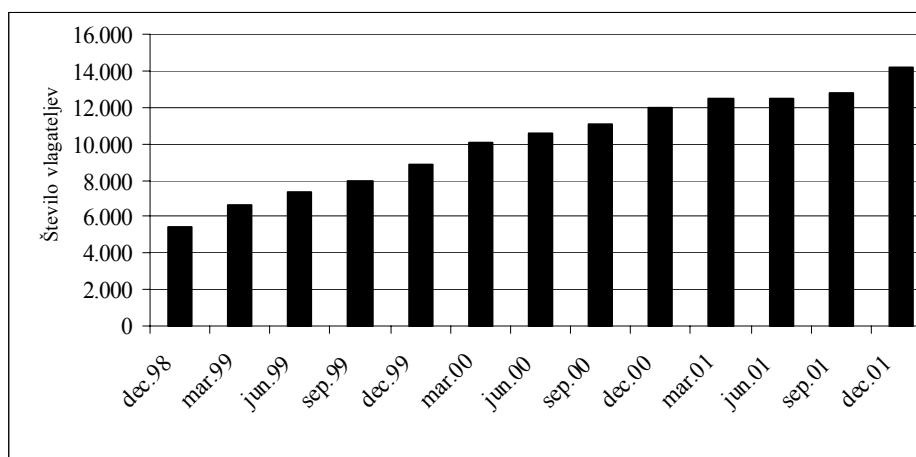
Slika 5: Letni obseg vplačil in izplačil v vzajemne sklade v obdobju 1995- 2001 v stalnih cenah iz konca leta 1995

Letni obseg vplačil in izplačil v vzajemne sklade v obdobju od 1995 do 2001 v stalnih cenah iz konca leta 1995



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

Slika 6: Gibanje števila vlagateljev v vzajemne sklade od decembra 1998 do decembra 2001



Vir: Letno poročilo Agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 2001, spletna stran: <http://www.a-tvp.si>.

V tabeli 2 na strani 31 so prikazane nominalne donosnosti vzajemnih skladov po posameznih letih in v obdobju od leta 1998 do 2002. Pri predstavljenih donosih niso upoštevane morebitne vstopne, izstopne in upravljalvske provizije ter davek na kapitalski dobiček. Sestava borznega indeksa se je skozi opazovano obdobje spreminjala in dopolnjevala z različnimi delnicami. Pri primerjavi nominalne povprečne donosnosti vzajemnih skladov z indeksom SBI 20 je potrebno upoštevati, da indeks SBI 20 zanemarlja dividendno donosnost delnic, ki so vanj vključene. Niti SBI 20 niti vrednost enote premoženja ne upošteva stroškov posameznega vlagatelja.

Najvišja povprečna donosnost vzajemnih skladov je bila v letu 2002 in je znašala kar 42,37 odstotkov. Leto 2002 je bilo najugodnejše za naložbe v vzajemne sklade, saj so vsi vzajemni skladi dosegali višjo nominalno donosnost kot v predhodnih letih (od leta 1998 do leta 2001). Investitor v povprečni vzajemni sklad, je razen v letu 1998, dosegal višjo nominalno donosnost od investitorja, ki je svoje premoženje razporedil glede na sestavo indeksa SBI 20, kar pomeni, da je bila razen v letu 1998 in 2002 povprečna nominalna donosnost vzajemnih skladov višja, kot je znašala povprečna rast delnic na sekundarnem trgu kapitala, merjena z indeksom SBI 20.

Tabela 2: Stopnja rasti enote premoženja slovenskih vzajemnih skladov od leta 1998 do leta 2002

Vzajemni sklad	Upravljevec	Nominalna donosnost sklada v posameznem letu v %					Donosnost v obdobju 1998/2002
		1998	1999	2000	2001	2002	
Polžek	Abančna DZU	19,20	11,66	4,42	14,32	40,06	126,29
Zajček	Abančna DZU	18,70	11,73	4,60	17,04	53,70	153,15
Sova	Abančna DZU	/	/	/	11,01	12,23	/
Vipek	Avip	20,10	15,34	6,66	19,74	40,94	152,79
Hrast	KBM Infond	31,30	17,02	4,33	20,94	51,16	190,17
S.P.D.	KBM Infond	5,50	28,28	11,94	24,04	49,14	179,16
Delniški	KBM Infond	8,70	23,62	8,96	29,21	46,36	176,96
Galileo	KD Investments	31,50	19,54	0,47	27,19	58,90	224,68
KDBond	KD Investments	12,80	13,79	13,22	9,65	17,87	89,83
Rastko	KD Investments	27,80	32,26	1,57	20,51	60,30	226,57
Skala	Krekova družba	/	/	22,22	21,57	54,98	/
Piramida	LB Maksima	13,90	14,43	10,31	13,89	28,52	115,43
Pika	Primorski skladi	12,70	17,70	9,42	20,16	24,12	120,51
Živa	Primorski skladi	/	/	5,15	25,20	53,13	/
Alfa	Probanka	20,40	23,29	24,24	24,15	52,35	253,46
Modra kombinacija	Ilirika DZU	16,30	14,48	6,54	15,36	55,29	156,87
Renta	Triglav DZU	/	/	12,28	20,24	29,06	/
Vizija	Vizija	14,50	13,59	3,75	13,79	34,59	117,27
SBI 20		22,22	8,15	1,21	16,86	55,24	
<b>Povprečni VS</b>		<b>18,10</b>	<b>18,33</b>	<b>8,64</b>	<b>19,38</b>	<b>42,37</b>	<b>163,08</b>

Vir: Letno poročilo Agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 1998, 1999, 2000, 2001, spletna stran: <http://www.vzajemci.com> in spletna stran: <http://www.ljse.si>.

V opazovanem obdobju so razen vzajemnega sklada Rastko vsi vzajemni skladi poslovali pozitivno (uspešno). Vzajemni sklad Rastko je v letu 2002 dosegel negativno nominalno donosnost, ki je znašala 1,57 odstotka (- 1,57 odstotka).

Najvišjo donosnost v obdobju od leta 1998 do leta 2002 je med analiziranimi vzajemnimi skladi dosegel vzajemni sklad Alfa z 253,46 odstotki, vzajemni sklad Rastko je dosegel 226,57 odstotno, Galileo pa 224,68 odstotno donosnost. Najnižjo donosnost pa je v preučevanem obdobju dosegel vzajemni sklad Piramida, ki je dosegel 115,43 odstotno donosnost. Vzajemni sklad Delniški je v preučevanem obdobju dosegel 176,96 odstotno donosnost.

Učinki vlaganja v vzajemne sklade so bili v povprečju pozitivni in precej višji od povprečne uspešnosti delnic, z izjemo v letu 2002, ko je SBI 20 s 55,24 odstotno donosnostjo dosegel najvišjo vrednost odkar ga slovenska borza izračunava (spletna stran: <http://www.ljse.si>). Razlike med dosežki posameznih skladov so precejšnje, kar je odvisno od vrste sklada in od ostalih dejavnikov, ki vplivajo na donosnost vzajemnega sklada.

Tabela 3: Vzajemni skladi in družbe za upravljanje na dan 14.3.2003

Družba za upravljanje	Vrednost sredstev (v mio SIT)	Deleži (v %)	Vzajemni sklad	Delež delnic sklada (v %)	Tržni deleži vzajemnih skladov (v %)	Vstopna provizija (v%)	Izstopna provizija (v %)	Upravljaljska provizija (v %)
ABANČNA DZU d.o.o.	3.272,49	5,51	POLŽEK	46,28	1,51	2,0	1,0	2,0
			SOVA	0,00	1,04	0,5 - 2,5	0,0	1,0
			ZAJČEK	62,10	2,94	2,0	1,0	2,0
AVIP DZU	859,28	1,45	VIPEK	57,44	1,44	1,0	2,0	2,0
ILIRIKA DZU d.o.o.	1.618,43	2,72	MODRA KOMBINACIJA	58,71	2,72	1,4	1,4	2,0
KBM INFOND d.o.o.	3.708,31	6,24	DELNIŠKI	55,95	2,79	3,0	0,0	2,0
			HRAST	56,20	1,88	3,0	0,0	2,0
			S.P.D.	56,24	1,56	3,0	0,0	2,0
KD Investments d.o.o.	35.973,34	60,42	GALILEO	65,29	42,68	3,0	0,0	2,0
			KD BOND	1,83	2,34	2,0	0,0	1,0
			RASTKO	80,41	15,39	3,0	0,0	2,0
KREKOVA DRUŽBA d.o.o.	3.428,54	5,67	SKALA	65,14	5,76	1,0 - 2,0	1,0	2,0
LB Maxima d.o.o.	573,35	0,97	PIRAMIDA	37,38	0,96	0,6 - 2,0	1,0	2,0
PRIMORSKI SKLADI D.D.	1.214,64	2,04	PIKA	18,98	0,75	1,5	1,5	2,0
			ŽIVA	75,23	1,29	1,5	1,5	2,0
PROBANKA DZU d.o.o.	8.034,03	13,50	ALFA	54,10	13,49	3,0	0,0	2,0
TRIGLAV DZU d.o.o.	155,60	0,28	RENTA	51,17	0,26	0,0	3,0	2,0
VIZIJA d.o.o.	709,59	1,20	VIZIJA	34,61	1,19	1,5	1,5	2,0

Vir: Spletna stran: <http://www.vzajemci.com>.

Iz zgornje tabele je razvidno, da je imela 14.3.2003 družba za upravljanje KD Investments v primerjavi z ostalimi družbami za upravljanje s 60,42 odstotki največji delež vrednosti sredstev, najmanjšega pa je imela z 0,28 odstotkom družba za upravljanje Triglav. Vzajemni sklad Galileo, ki je v upravljanju KD Investments, je imel v primerjavi z ostalimi slovenskimi vzajemnimi skladi na isti dan s 42,68 odstotki največji tržni delež sredstev. Najmanjši tržni delež – 0,26 odstotka pa je imel vzajemni sklad Renta, ki ga upravlja družba za upravljanje Triglav.

Vstopne, izstopne in upravljaljske provizije so se 14.3.2003 gibale med 0 in 3 odstotki. Vstopne provizije ni imel vzajemni sklad Vizija, izstopne pa niso imeli vzajemni skladi Sova, Delniški, Hrast, S.P.D., Galileo, KD Bond, Rastko ter Alfa. Najvišjo izstopno provizijo – 3

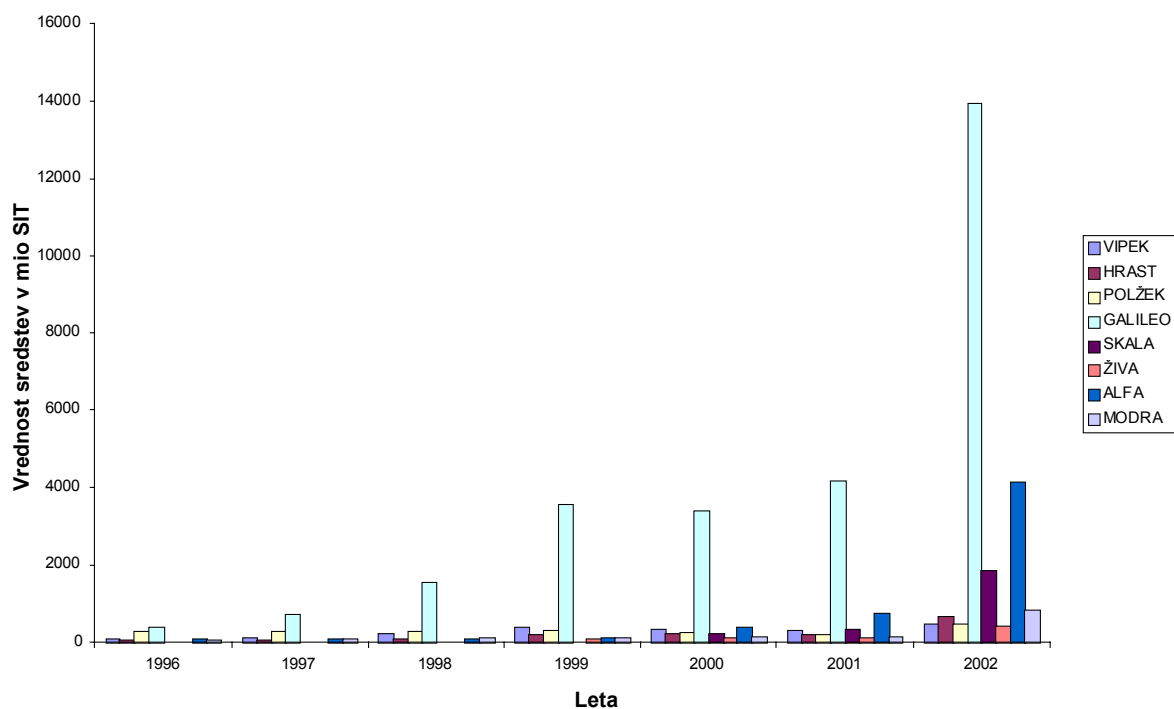
odstotke je imel vzajemni sklad Renta. Najnižjo upravljavsko provizijo 1 odstotek sta imela vzajemna sklada Sova in KD Bond, upravljavska provizija ostalih slovenskih vzajemnih skladov je znašala 2 odstotka.

Vzajemni sklad Rastko je imel v primerjavi z ostalimi vzajemnimi skladi dne 14.3.2003 največji delež delnic v svoji naložbeni strukturi, ki je znašal 80,41 odstotkov. Vzajemni sklad Sova pa v svoji naložbeni strukturi ni imel delnic.

### 7.4.3. PRIMERJAVA VELIKOSTI VZAJEMNIH SKLADOV GLEDE NA NJIHOVO NALOŽBENO STRUKTURO

#### Uravnoteženi oz. mešani vzajemni skladi

Slika 7: Vrednost sredstev v stalnih cenah iz leta 1996 v mio SIT posameznih mešanih vzajemnih skladov od konca leta 1996 do konca leta 2002



Vir: Spletna stran: <http://www.vzajemci.com> in Statistični urad RS.

V Sloveniji je bilo v začetku leta 2003 osem uravnoteženih oz. mešanih vzajemnih skladov, kar predstavlja 44,45 odstotkov vseh vzajemnih skladov. Ti skladi imajo približno polovico svojih naložb v delnicah, polovico pa v obveznicah.

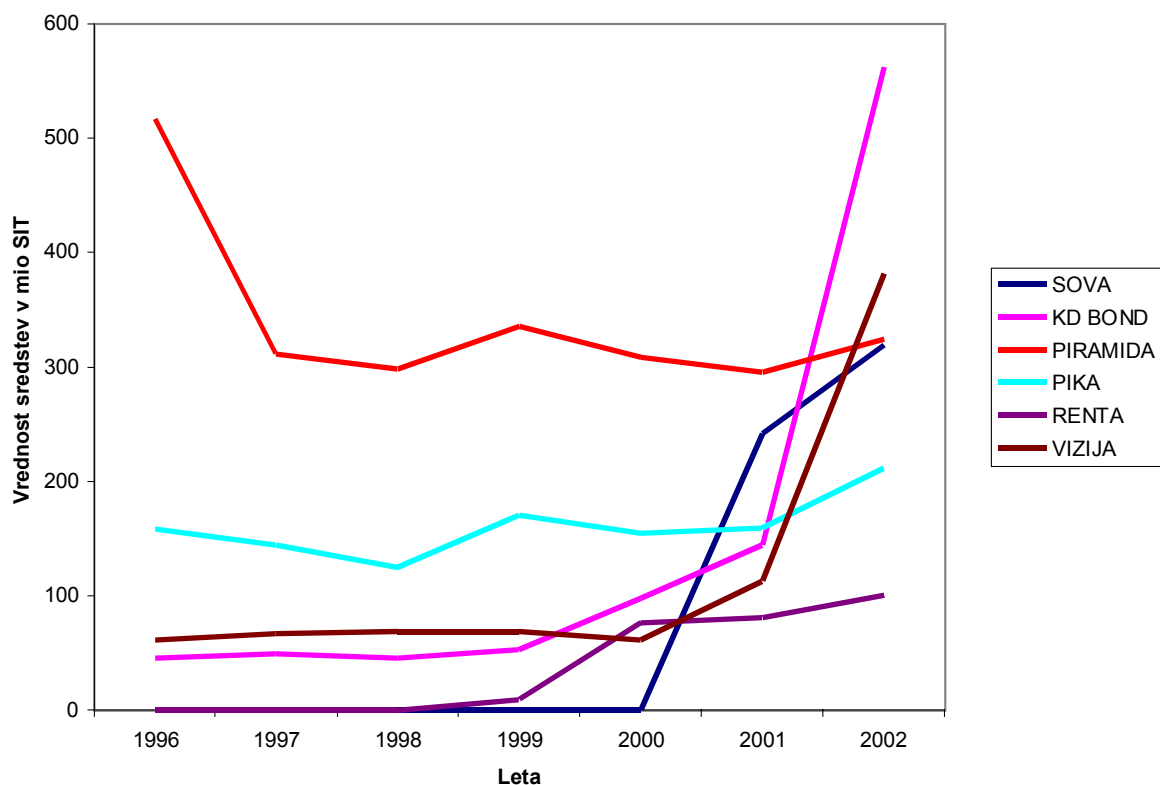
Vrednosti sredstev posameznih mešanih vzajemnih skladov so realne, deflacionirala sem jih po stalnih cenah iz leta 1996.

Konec leta 1996 je imel najvišjo vrednost sredstev vzajemni sklad Galileo 426,06 mio SIT, najnižjo pa s 55,39 mio SIT vzajemni sklad Hrast, vzajemna sklada Skala in Živa takrat še nista delovala.

Vzajemni sklad Galileo ima daleč pred ostalimi mešanimi in vzajemnimi skladi največjo vrednost sredstev, ki je konec leta 2002 znašala 13.860,82 mio SIT po stalnih cenah iz leta 1996. Najnižjo vrednost sredstev s 413,13 mio SIT po stalnih cenah iz leta 1996 pa je imel vzajemni sklad Živa.

### Umirjeni oz. obvezniški vzajemni skladi

Slika 8: Vrednost sredstev v stalnih cenah iz leta 1996 v mio SIT posameznih obvezniških vzajemnih skladov od konca leta 1996 do konca leta 2002



Vir: Spletna stran: <http://www.vzajemci.com> in Statistični urad RS.

V Sloveniji je bilo v začetku leta 2003 šest umirjenih oz. obvezniških vzajemnih skladov, kar predstavlja 33,33 odstotkov vseh vzajemnih skladov. Ti skladi večinoma investirajo v obveznice.

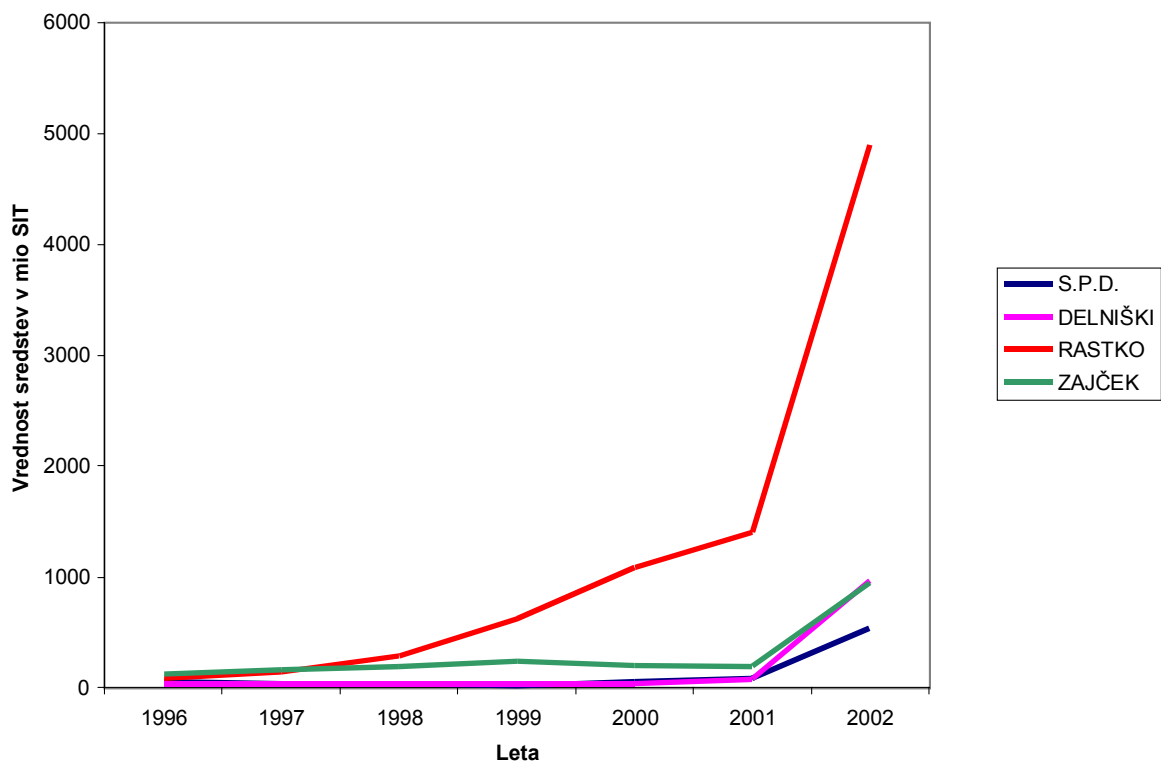
Vrednosti sredstev posameznih obvezniških vzajemnih skladov so realne, deflacionalna sem jih po stalnih cenah iz leta 1996.

Konec leta 1996 je imel najnižjo vrednost sredstev vzajemni sklad KD Bond, 50,32 mio SIT, najvišjo pa s 567,47 mio SIT vzajemni sklad Piramida, vzajemna sklada Sova in Renta takrat še nista bila ustanovljena.

Najvišjo vrednost sredstev 379,68 mio SIT po stalnih cenah iz leta 1996 je konec leta 2002 dosegel vzajemni sklad Vizija, najnižjo vrednost sredstev pa vzajemni sklad Renta s 100,41 mio SIT.

### Dinamični oz. delniški vzajemni skladi

Slika 9: Vrednost sredstev v stalnih cenah iz leta 1996 v mio SIT posameznih delniških vzajemnih skladov od konca leta 1996 do konca leta 2002



Vir: Spletna stran: <http://www.vzajemci.com> in Statistični urad RS.

V Sloveniji so bili v začetku leta 2003 štiri dinamični oz. delniški vzajemni skladi, kar predstavlja 22,22 odstotkov vseh vzajemnih skladov. Ti skladi večinoma investirajo v obveznice.

Vrednosti sredstev posameznih delniških vzajemnih skladov so realne, deflacionirala sem jih po stalnih cenah iz leta 1996.

Konec 1996 je imel najvišjo vrednost sredstev vzajemni sklad Zajček s 141,68 mio SIT, najnižjo pa vzajemni sklad Delniški, ki je znašala 50,70 mio SIT.

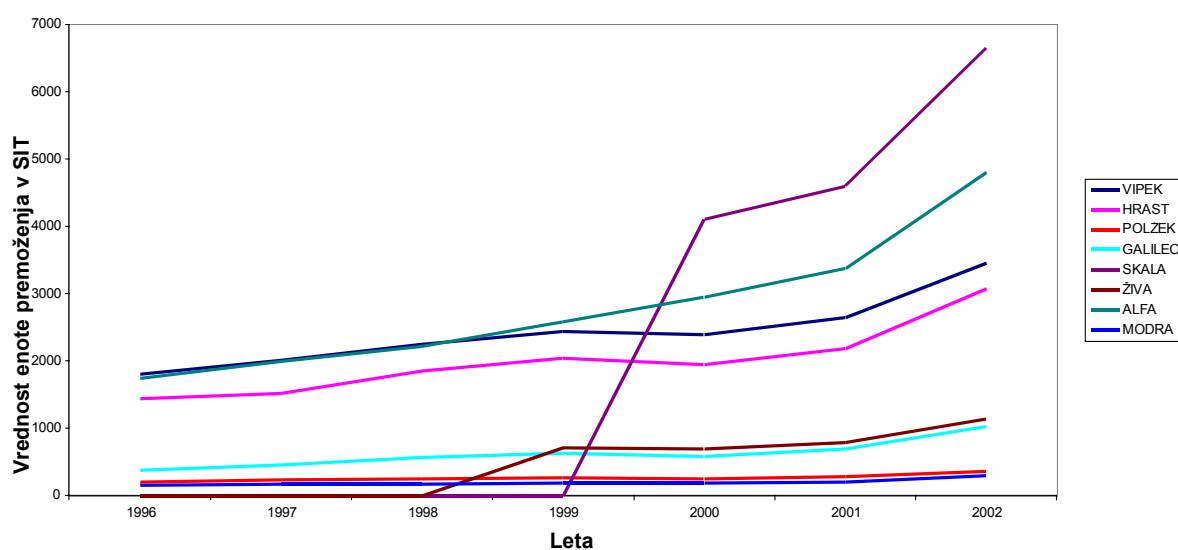


Konec leta 2002 je imel po stalnih cenah iz leta 1996 najvišjo vrednost sredstev vzajemni sklad Rastko s 4.873,18 mio SIT. Najnižjo vrednost sredstev po stalnih cenah iz leta 1996 pa je dosegel vzajemni sklad S.P.D. s 543,44 mio SIT.

#### 7.4.4. GIBANJE VREDNOSTI ENOT PREMOŽENJA VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

##### Uravnoteženi oz. mešani vzajemni skladi

Slika 10: Vrednost enot premoženja mešanih oz. uravnoteženih vzajemnih skladov v stalnih cenah iz leta 1996 v SIT



Vir: Spletna stran: <http://www.vzajemci.com> in Statistični urad RS.

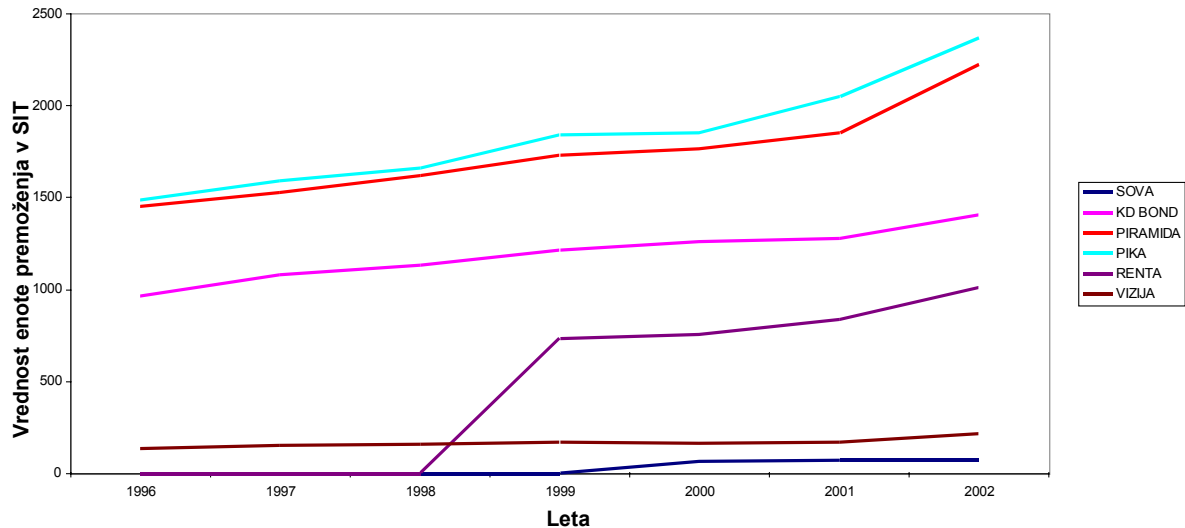
Vrednosti enot premoženja uravnoteženih vzajemnih skladov so realne. Izražene so iz stalnih cen iz leta 1996.

Konec leta 1996 je imel vzajemni sklad Modra kombinacija najnižjo vrednost enote premoženja, ki je znašala 161,97 SIT, najvišjo pa je s 1988,82 SIT dosegel vzajemni sklad Vipek. Vzajemna sklada Skala in Alfa v temu letu še nista bila ustanovljena.

Konec leta 2002 je bila najvišja vrednost enote premoženja 6614,26 SIT po stalnih cenah iz leta 1996, ki jo je imel vzajemni sklad Živa. Najnižja vrednost enote premoženja po stalnih cenah iz leta 1996 je bila konec leta 2002; 362,49, dosegel pa jo vzajemni sklad Polžek.

## Umirjeni oz. obvezniški vzajemni skladi

Slika 11: Vrednost enot premoženja umirjenih oz. obvezniških vzajemnih skladov v stalnih cenah iz leta 1996 v SIT



Vir: Spletna stran: <http://www.vzajemci.com> in Statistični urad RS.

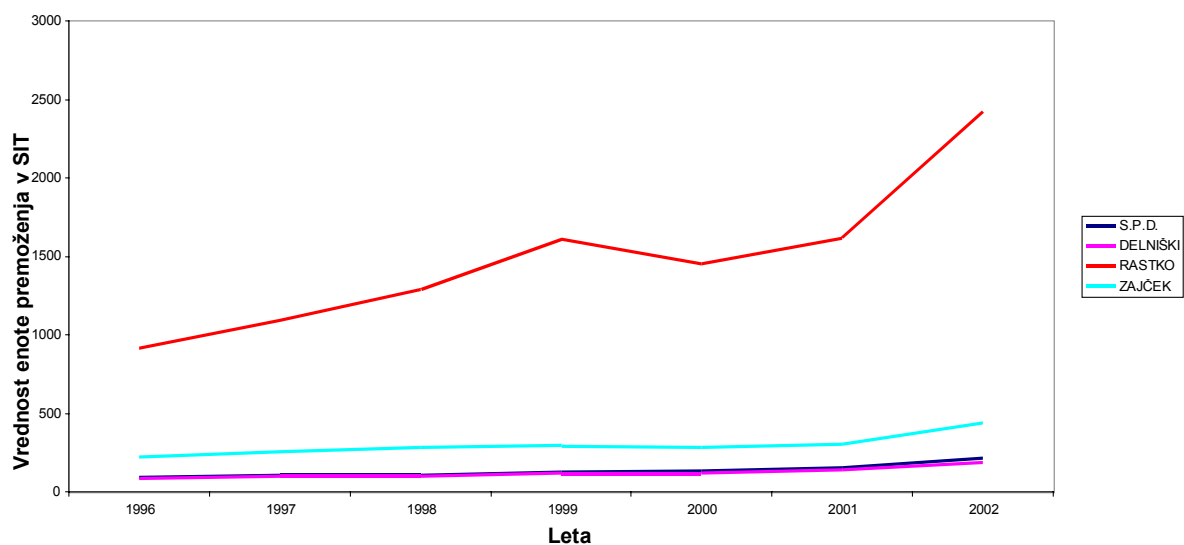
Vrednosti enot premoženja obvezniških vzajemnih skladov so realne. Izražene so iz stalnih cen iz leta 1996.

Vzajemni sklad Pika je s 1638,10 SIT konec leta 1996 dosegel najvišjo vrednost enote premoženja, najnižjo pa je konec istega leta dosegel s 151,58 SIT vzajemni sklad Vizija. Vzajemna sklada Sova in Renta takrat še nista bila ustanovljena.

Konec leta 2002 je imel vzajemni sklad Piramida najvišjo vrednost enote premoženja po stalnih cenah iz leta 1996, ki je znašala 2362,26 SIT. Najnižjo vrednost enote premoženja po stalnih cenah iz leta 1996 pa je s 72,84 SIT imel vzajemni sklad Sova.

## Dinamični oz. delniški vzajemni skladi

Slika 12: Vrednost enot premoženja dinamičnih oz. delniških vzajemnih skladov v stalnih cenah iz leta 1996 v SIT



Vir: Spletna stran: <http://www.vzajemci.com> in Statistični urad RS.

Vrednosti enot premoženja delniških vzajemnih skladov so realne. Izražene so iz stalnih cen iz leta 1996.

Med delniškimi vzajemnimi skladi je konec leta 1996 imel vzajemni sklad Rastko s 1012,93 SIT najvišjo vrednost enote premoženja, najnižjo pa je konec istega leta dosegel vzajemni sklad Delniški s 108,25 SIT. Do konca leta 2002 je imel po stalnih cenah iz leta 1996 vzajemni sklad Rastko najvišje vrednosti enot premoženja, najnižje pa je v istem obdobju dosegal vzajemni sklad Delniški.

## 8. SKLEP

Investicijski sklad je ločeno premoženje, ki zbira in združuje prihranke mnogih posameznikov in podjetij ter jih investira v različne vrednostne papirje. Nastali so predvsem zaradi potreb malih varčevalcev, ker le-ti z omejenimi prihranki niso mogli doseči prednosti, ki jo nudi diverzifikacija.

Njihova glavna delitev je na odprti in zaprti tip investicijskega sklada. Pri odprtih oz. vzajemnih investicijskih skladih velikost kapitala oz. število delnic ni vnaprej določena, pri zaprtih pa se ob ustanovitvi določi fiksno število delnic. Kljub temu, da sta v preteklosti in danes v svetu prisotni obe vrsti investicijskih skladov, je od leta 1929 za odprt tip investicijskega sklada med investitorji večji interes. Konec leta 2001 je znašala vrednost sredstev v zaprtih skladih 2,285 bilijonov dolarjev, vrednost sredstev odprtih skladov pa kar 6,975 bilijonov dolarjev.

S procesom privatizacije so se v Sloveniji razvili PID- i, ki so bili opredeljeni kot predhodna oblika vzajemnih skladov.

V Sloveniji poleg PID-ov poznamo še investicijske sklade oz. investicijske družbe zaprtega tipa investicijskih skladov ter vzajemne sklade, ki jih upravljajo družbe za upravljanje.

Interes investitorjev za vzajemne sklade je v Sloveniji iz leta v leto večji, kar je posledica doseganja visokih donosov v preteklosti, ki so hkrati tudi konkurenčni donosnosti vzajemnih skladov po svetu, zniževanja obrestnih mer bančnih vlog ter vračanja zaupanja v nebančne naložbe.

Skupna vrednost sredstev v vzajemnih skladih v Sloveniji je konec leta 1994 znašala približno 2.500 mio SIT, konec leta 2002 pa je skupna vrednost sredstev narasla na 55.375,25 mio SIT, tudi število vlagateljev se je od konca leta 1998 do konca leta 2001 povečalo za 61,26 odstotkov (konec leta 1998 je bilo število vlagateljev v vzajemne sklade 5.481, konec leta 2001 je bilo število vlagateljev v vzajemne sklade 14.148; spletna stran: <http://www.vzajemci.com>).

V Sloveniji je konec leta 2002 delovalo 18 vzajemnih skladov, ki jih upravlja 11 družb za upravljanje. Najvišjo vrednost sredstev je dosegel s 24.117,94 mio SIT naš najstarejši vzajemni sklad Galileo, najnižjo na vzajemni sklad Renta s 174,71 mio SIT. Najbolj ugodno leto za investitorje je bilo v obdobju 1998 do 2002 leto 2002, saj so vzajemni skladi v povprečju dosegali kar 42,37 odstotno nominalno donosnost. Najvišjo nominalno donosnost pa je v temu letu dosegel vzajemni sklad Rastko s 60,3 odstotki.

Kljub številnim prednostim, ki jih prinaša investiranje v vzajemne sklade, vlaga v Sloveniji trenutno približno 25.000 investitorjev, kar pomeni, da je ta oblika investiranja v primerjavi z bančnimi vlogami šele v svoji začetni fazi.

Prihodnost vzajemnih skladov je odvisna predvsem od gospodarskih dogajanj v Sloveniji, od psihologije vlagateljev ter pravnega okolja. Novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje bo imel najbolj neposreden vpliv, saj naj bi omogočil tujim vzajemnim skladom poslovanje v Sloveniji, slovenskim vlagateljem pa možnost investiranja v tuje vzajemne sklade. S tem je vlagateljem v vzajemne sklade omogočena razpršitev tveganja globalno.

## LITERATURA

1. Berk Aleš, Lončarski Igor, Peter Zajc: Vodnik po predmetu Poslovne finance. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 296 str.
2. Božič Mateja: Alternativa varčevanja v prihodnosti. Diplomaska naloga. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 42 str.
3. Fredman Albert J.: How mutual funds work. New York: New York Institute of Finance, 1993. 334 str.
4. Hegler Katarina: Vzajemni skladi kot oblika varčevanja. Diplomaska naloga. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 44 str.
5. Igličar Aleksander: Institucionalni investitorji v finančnih sistemih tržnega gospodarstva. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1992. 119 str.
6. Kastelc Jernej: Vzajemni skladi kot možnost naložbe denarja. Diplomaska naloga. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 42 str.
7. Kastelic Janez: Preoblikovanje pooblaščenih investicijskih družb in vloga skladov v novem pokojninskem sistemu. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 44 str.
8. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana: GV založba, 2001. 542 str.
9. Klemenčič Lucian: Odprti investicijski skladi v svetu in pri nas. Diplomaska naloga. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 50 str.
10. Mramor Dušan: Poglavja iz poslovnih financ. 2. ponatis. Učno gradivo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1997. 125 str.
11. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. 1.natis. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
12. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
13. Pikovnik Damijan: Pooblaščeni investicijski skladi v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1997. 45 str.
14. Prohaska Zdenko: Uvod v finančne trge. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1992. 138 str.
15. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. 1. natis. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
16. Slivan Sibil: Vrednostni papirji: namen in vrste, oblikovanje in trgovanje ter upravljanje. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1990. 231 str.
17. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne) uspeh in za koga. Postojna: Založba DEJ, 1999. 421 str.

## VIRI

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev. Letno poročilo za leto 2001. [URL:<http://www.a-tvp.si>], 10.2. 2003.

2. Davek na dobiček.  
[URL:<http://www.kdgroup.si/index.php?ndx=12&pid=63&id=245&cmd=lst&t=slo&f>], davek na dobiček, 20.3.2003.
3. Gibanje količine sredstev v posameznih slovenskih družbah za upravljanje.  
[URL:[http://www.vzajemci.com/Sredstva\\_VS/Slovenija/Grafi\\_gibanja\\_CVS\\_SLO\\_DZU.htm](http://www.vzajemci.com/Sredstva_VS/Slovenija/Grafi_gibanja_CVS_SLO_DZU.htm)], 20.3.2003.
4. Gibanje količine sredstev v posameznih slovenskih vzajemnih skladih.  
[URL:<http://www.vzajemci.com>], 30.11.2002.
5. ICI: Annual Report 2002.  
[URL:[http://www.ici.org/facts\\_figures/index.html](http://www.ici.org/facts_figures/index.html)], 18. 2.2003.
6. ICI: Mutual Fund Fact Book 2002.  
[URL: [http://www.ici.org/facts\\_figures/factbook02-toc.html](http://www.ici.org/facts_figures/factbook02-toc.html)], 17.2. 2003.
7. KD Točka. Ljubljana: KD Investments. 2003.
8. Letno statistično poročilo 2002.  
[URL: <http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/StatPoda/letni/leto2002>].
9. Prikaz gibanja vrednosti enot premoženja oz. točk vzajemnih skladov.  
[URL:<http://www.vzajemci.com>], 20.1. 2003.
10. Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov v Sloveniji.  
[URL:[http://www.vzajemci.com/Nalozbe\\_VS/Slovenija/V\\_SLO\\_nalozbe\\_februar\\_2003.htm](http://www.vzajemci.com/Nalozbe_VS/Slovenija/V_SLO_nalozbe_februar_2003.htm)], 20.3. 2003.
11. Prikaz števila investicijskih skladov v Sloveniji.  
[URL:<http://www.ljse.net>], 10.1. 2003.
12. Podatki o vzajemnih skladih in družbah za upravljanje.  
[URL: <http://www.zdu-giz.si>], združenje družb za upravljanje, 15.2. 2003.
13. Pravila upravljanja KD Investments, 2002.
14. Prospekti vzajemnih skladov Galileo, Alfa, Delniški.
15. Statistični letopis Republike Slovenije.  
[URL: [http://www.stat.si/letopis\\_n.htm](http://www.stat.si/letopis_n.htm)], indeksi cen, 12.3.2003.
16. Število vlagateljev v vzajemne sklade.  
[URL:[http://www.vzajemci.com/pravila\\_upravljanja\\_prospekt/stevilo\\_vlagateljev.html](http://www.vzajemci.com/pravila_upravljanja_prospekt/stevilo_vlagateljev.html)], 10.1. 2003.
17. Vzajemni skladi.  
[URL: <http://www.vzajemci.com>], vzajemni skladi, 10.1. 2003.
18. Vzajemni skladi.  
[URL: <http://www.donos.net>], vrste vzajemnih skladov, 15.1.2003.
19. Vzajemni skladi.  
[URL: <http://www.skladi.com>], splošni podatki o vzajemnih skladih, 20.2. 2003.
20. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje [Uradni list RS, št. 6/94 – ni več v veljavi od 1.2. 2003].
21. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje I [Uradni list RS, št. 110/2002].

# PRILOGA

Tabela 1: Indeksi cen življenjskih potrebščin

Leta	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Indeks cen življenjskih potrebščin	113,5	109,9	108,4	107,9	106,1	108,9	108,4	107,5

Vir: Spletna stran: <http://www.stat.si>.



## SLOVAR IZRAZOV

**back-end load** – sklad z izstopno provizijo

**balanced fund** – uravnoteženi sklad

**bonds fund** - sklad obveznic

**company type** – podjetniški tip

**common stock fund** - sklad navadnih delnic

**diversification** - razpršitev

**equity fund** - sklad lastniških vrednostnih papirjev

**externally managed** - upravljan od zunaj

**front-end load** - sklad z vstopno provizijo

**go-go fund** - visoko tvegan sklad

**growth and income fund** - sklad rasti in dohodka

**growth fund** – sklad rasti

**income and growth fund** - sklad dohodka in rasti

**income fund** - sklad dohodka

**junk bonds fund** - sklad visoko tveganih dolžniških vrednostnih papirjev

**junk fund** - sklad visoko donosnih obveznic

**load fund** - sklad s provizijo

**money market fund** - sklad kratkoročnih vrednostnih papirjev

**money market mutual fund** - denarni sklad

**municipal bonds fund** - sklad občinskih obveznic

**no-load fund** - sklad brez provizije

**tax exempt fund** - sklad brez obdavčenj

**unit investment trust** - sklad s fiksnim premoženjem

