

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

SPREMEMBE, KI JIH PRINAŠA ZAKON O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA
UPRAVLJANJE (ZISDU-1)

Ljubljana, december 2003

ALEŠ ORAŽEM

IZJAVA

Študent _____ izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom _____ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis _____

Slovar kratic

ANFS – Akcijski načrt za finančne storitve

ATVP – Agencija za trg vrednostnih papirjev

DZU – Družba za upravljanje

DURS – Davčna uprava Republike Slovenije

ESP – Evropski sporazum o pridružitvi

ETF – Zaprti investicijski sklad, katerega delnice kotirajo na borzi (*ang. Exchange Traded Fund*)

EU – Evropska Unija

FEFSI – Evropska krovna organizacija investicijskih skladov (*fr. Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement*)

ID – Investicijska družba

IMA – Združenje družb za upravljanje v Veliki Britaniji (*ang. Investment Management Association*)

ISA – Varčevalna pokojninska shema (*ang. Investment Saving Account*)

KAD – Kapitalska družba

NAV – Vrednost enote premoženja (*ang. Net Asset Value*)

NFD – Nacionalna finančna družba

OEIC – Odprti investicijski sklad (*ang. Open Ended Investment Fund*)

PID – Pooblaščen investicijska družba

SLS – Slovenska ljudska stranka

SOD – Slovenska odškodninska družba

UCIT – Investicijski sklad (*ang. Undertaking for collective investment in transferable securities*)

VEP – Vrednost enote premoženja

ZDU-GIZ – Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov

ZISDU-1 – Zakon o investicijskih družbah in družbah za upravljanje

Kazalo

1	Uvod	1
2	Investicijski skladi	2
	2.1 Opredelitev investicijskih skladov	2
	2.3 Oblike investicijskih skladov	3
	2.4 Prikaz ureditve področja investicijskih skladov v pravnih sistemih ZDA in nekaterih članic Evropske unije	5
	2.4.1 Združene države Amerike	5
	2.4.2 Velika Britanija	6
	2.4.3 Nemčija	7
	2.4.4 Luksemburg	8
	2.4.5 Prikaz ureditve investicijskih skladov v Sloveniji	8
	2.4.5.1. Družba za upravljanje	9
	2.4.5.2 Vzajemni sklad	10
	2.4.5.3 Investicijska družba	10
	2.4.5.4 Pooblaščen investicijska družba	11
	2.5 Industrija investicijskih skladov v svetu in pri nas	12
	2.5.1 Primerjava investicijskih skladov v Sloveniji, Evropski uniji in ZDA	13
3	Razlogi za sprejem ZISDU-1	15
	3.1 Uskladitev z evropskimi direktivami	16
	3.2 Liberalizacija slovenskega kapitalskega trga	18
	3.3 Zaščita interesov malih delničarjev	20
	3.4 Vprašanje preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb in investicijskih družb ...	21
	3.4.1 Spornost 237. člena	22
	3.4.2 Spornost 236. člena	22
4	Spremembe, ki jih prinaša ZISDU-1	23
	4.1 Podzakonski akti ZISDU-1	23
	4.2 Skrbniški račun	24
	4.2.1 Skrbniške storitve v zvezi z upravljanjem investicijskih skladov	25
	4.3 Odprava omejitev investicijske politike vzajemnih skladov	25
	4.4 Vrste naložb (izvedeni finančni instrumenti)	28
	4.5 Nove oblike skladov	29
	4.5.1 Investicijski sklad denarnega trga	29
	4.5.2 Indeksni investicijski sklad	30
	4.5.3 Namenski investicijski sklad	30
	4.5.4 Sklad skladov	31
	4.6 Upravljanje s tveganji	31
	4.6.1 Upravljanje s tveganji družb za upravljanje	32
	4.6.2 Upravljanje s tveganji investicijskega sklada	32
	4.7 Organizacijske spremembe in stroški DZU	33
	4.7.1 Provizije in stroški investicijskega sklada	34
	4.7.1.1 Provizije in stroški vzajemnega sklada	34
	4.7.1.2 Provizije in stroški investicijske družbe	35
	4.8 Trženje enot oz. delnic investicijskega sklada	35
	4.9 »Posebni« vzajemni sklad	36
	4.10 Vzajemni skladi na borzi	36
5	Industrija investicijskih skladov v prihodnosti	36
	5.1 Vstop tujih DZU na slovenski kapitalski trg	36

5.2 Konkurenčnost in prevzemi	38
5.3 Uvrstitev v globalni trg finančnih storitev	40
5.4 Vplivi spremembe davčne zakonodaje	42
5.4.1 Davek na dobiček v ZDA, Nemčiji in pri nas	42
5.5 Problematika kadrovanja	44
6 Sklep	45
7 Literatura	47
8 Viri	49

1 Uvod

Razvoj slovenskega kapitalskega trga in nekaterih drugih držav t.i. vzhodnega bloka se je začel s preoblikovanjem družbene lastnine. Do divje privatizacije in razprodaje slovenskega premoženja ni prišlo, s pomočjo različnih državnih regulativ in s tem povečane zaprtosti nastajajočega kapitalskega trga so bila vrata morebitnemu vdoru špekulativnega kapitala zaprta. Po načelu pravičnosti je leta 1991 osamosvojena Slovenija svoje imetje razdelila med državljane, kar so mnogi kritiki iz ekonomsko-politične srenje videli kot pot po liniji najmanjšega navora. Pooblaščenice investicijske družbe so nastale z namenom pobiranja certifikatov in zamenjave le-teh za različne vrednostne papirje slovenskih podjetij. Razpršenost njihovih naložb je povečala varnost vlagateljev, po drugi strani pa so imeli upravljavci pooblaščenih investicijskih družb možnost vplivanja na korporativno poslovanje in odločanje pri vodenju podjetij, katerih lastniki so postali z prerazdelitvijo državne lastnine.

Prihodnost slovenskega kapitalskega trga se zdi z vključevanjem v EU, odpravljanjem meddržavnih ovir in s tem s posledično liberalizacijo pretoka blaga, ljudi, kapitala, storitev ter znanja na prvi pogled dvolična. S prihodom tuje konkurence na slovenski kapitalski trg bo tako z vidika posameznika in podjetij dobrodošlo povečanje finančnih produktov in storitev. Vprašanje pa je, kako bodo ob tej konkurenci funkcionirale domače finančne ustanove, ki so zaradi predhodne državne protekcije in nerazvitosti slovenskega kapitalskega trga v večini slabo pripravljene. Eno izmed aktualnih vprašanj je vloga organiziranega trga vrednostnih papirjev oz. Ljubljanske borze. Kljub opaznemu prebujanju, predvsem na račun vzajemnih skladov, je njegov razvoj ob majhni likvidnosti, ki jo bo dodatno prizadel verjetni tuji prevzem kakšne izmed slovenskih »multinacionalk«, nejasen.

Na podlagi podpisanega Sporazuma o sodelovanju leta 1993 in prošnji za priključitev Slovenije v Evropsko unijo je Evropska komisija leta 1995 izdala Belo knjigo. V njej so navedena področja evropske zakonodaje, ki jih bodo morala povzeti v svoj pravni sistem pridružitvene članice. Slovenija je s harmonizacijo zakonodaje o investicijskih skladih začela že leta 1997, zaključila pa s sprejetjem Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju: ZISDU-1). Poleg prilagoditve evropskim direktivam je cilj zakona predvsem povečanje varnosti malih vlagateljev, sprostitev nekaterih omejitev in opredelitev nekaterih novih oblik investicijskih skladov, ki so prisotni na razvitih kapitalskih trgih.

Namen diplomskega dela je analizirati ZISDU-1, primerjati industrijo investicijskih skladov v svetu in pri nas, opisati spremembe ter napovedati posledice, ki jih bo zakon povzročil. Uvodu sledi v drugem poglavju opredelitev investicijskih skladov in njihovih oblik, ureditev investicijskih skladov v različnih pravnih sistemih ter primerjava njihove razvitosti v Sloveniji, Evropski uniji in Združenih državah Amerike. Razlogi za sprejem ZISDU-1 so podrobneje razloženi v tretjem poglavju. Osrednji del je četrto poglavje, v katerem so opisane spremembe, ki jih prinaša ZISDU-1.

Za večji nadzor in pregled nad poslovanjem skladov bo poleg ostalih nadzornih organov skrbel skrbnik, z enakim namenom pa so v zakonu opredeljeni tudi načini in zahtevani postopki za upravljanje s tveganji. Poleg novih oblik skladov je pomembna sprememba odprava nekaterih omejitev investicijske politike skladov, s čimer je omogočeno investiranje skladov na tuje kapitalske trge. Poostreno je tudi trženje enot oz. delnic investicijskih skladov. Posledice sprememb ZISDU-1 in dejavniki, ki bodo vplivali na nadaljnji razvoj investicijskih skladov v Sloveniji so opisani v petem poglavju. V sklepi misli o strnji in poudarjeni bistveni deli diplomskega dela.

2 Investicijski skladi

2.1 Opredelitev investicijskih skladov

Investicijski sklad je skupek premoženja, ki ga sestavljajo naložbe v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe, ki tvorijo portfelj sklada. Investicijski sklad ustanovi, vodi in upravlja družba za upravljanje (v nadaljevanju: DZU), ki zbira denarna sredstva institucionalnih (pravnih oseb) in malih (fizičnih oseb) investitorjev. Vsak posamezni investitor je sorazmerni lastnik investicijskega sklada, ki ga vodi DZU, glede na delež vloženih denarnih sredstev (Prohaska, 1999, str. 7).

Investicijski skladi s svojim mehanizmom nudijo malim investitorjem možnost izkoriščanja prednosti ekonomije obsega in za njih opravljajo naslednje pomembne funkcije (Bodie, 1996, str. 102):

1. **Strokovno upravljanje.** Družbe za upravljanje imajo za upravljanje skladov polno zaposlene borzne posrednike, analitike in druge specializirane kadre, ki so si z večletnim spremljanjem in aktivnim delovanjem na kapitalskih trgih pridobili določena znanja in izkušnje.

2. **Diverzifikacija naložbe in razdeljenost lastništva.** Investicijski skladi posameznemu vlagatelju z različnostjo in številnostjo naložb v vrednostne papirje in druge finančne naložbe omogočajo doseganje večje razpršenosti kot v primeru individualnega investiranja. Koncentracija lastništva je zakonsko omejena, s čimer so zaščiteni interesi malih investitorjev.

3. **Obveščanje, administracija in knjigovodstvo.** Upravljavci investicijskih skladov izdajajo poročila za javnost in nadzorne organe o svojem poslovanju ter s tem skrbijo za transparentnost poslovanja. S svojo informacijsko in administrativno podporo vodijo ter beležijo izdajo investicijskih kuponov, distribucijo kapitalskih dobičkov in dividend iz naslova naložb v premoženju, ki ga upravlja.

4. **Nižji transakcijski in drugi stroški.** Ker skladi trgujejo z večjimi svežnji vrednostnih papirjev, dosegajo prihranke pri borzno posredniških provizijah, kapitalski dobički pri prodajah vrednostnih papirjev skladov niso obdavčeni, saj le-ti niso pravne osebe.

2.2 Razvoj investicijskih skladov

Zametki današnjih investicijskih skladov segajo v sredino 19 stoletja. Organizirani so bili kot zaprti investicijski skladi. Prvi investicijski sklad je nastal leta 1822 v Belgiji. Vodilno vlogo pri razvoju teh skladov so imeli Angleži in Irci. Na podlagi velikih investicij britanskih investicijskih družb v ameriško gospodarstvo se je razvoj na vseh področjih financ selil v ZDA. Tam so do borznega zloma, ki se je zgodil na črni četrtek, 24. oktobra 1929, prevladovali zaprti investicijski skladi. Borznemu zlomu so sledile številne spremembe pravne zakonodaje¹ in ureditve celotnega finančnega trga, ki so preprečevale nadaljnje goljufije in manipulacije s tečaji vrednostnih papirjev, predvsem pa uzakonile večjo transparentnost poslovanja vseh delniških družb, objavo njihovih poslovnih rezultatov in ostalih pomembnih informacij o vrednostnih papirjih ter njihovih izdajateljih (Kidwell, 1997, str. 613). Do zgodnjih šestdesetih let so tako v ZDA prevladovali manj tvegani odprti investicijski skladi, ki so investitorjem zagotavljali rast in visok nivo storitev. Zanimanje investitorjev se je gibalo skladno s trendi kapitalskega trga, ob vse pestrejši ponudbi in razvoju različnih oblik skladov pa so sredstva le-teh hitro naraščala. Višina sredstev se je tako povečala z 2 milijard dolarjev, kolikor je znašala v letu 1946, na več kot 770 milijard dolarjev v letu 1987. Zanimanje za sklade se je v ZDA še posebno povečalo, ko je bilo omogočeno odpiranje računov IRA (*ang. Individual Retirement Account*) kot pokojninskih načrtov za tiste, katerim njihova podjetja niso nudila dovolj visoke socialne varnosti ob upokojitvi.

2.3 Oblike investicijskih skladov

Investicijski skladi se med seboj razlikujejo predvsem glede na investicijske politike in cilje, stroške pristopa, izstopa ter upravljanja, tveganje in z njim povezano volatilitetnost ter unovčitev. Vsak ustanovitelj sklada mora našteje značilnosti točno opredeliti v prospektu in izvlečku prospekta sklada, ki mora biti na vpogled vsakemu morebitnemu investitorju. V osnovi lahko ločimo investicijske sklade glede na (Žnidaršič, 1999, str. 27):

1. cilj, ki ga zasledujejo in je povezan s ciljem investitorja, ki vlaga v tak sklad;
2. možnost oz. način unovčitve naložbe v tak sklad.

Najbolj razširjena delitev investicijskih skladov je glede na vrsto naložb, ki sestavljajo portfelj sklada (Fredman, 1993, str. 23-54). Delimo jih na štiri glavne skupine, ki jih glede na ostale značilnosti (obdavčitev, provizija, izdajatelj, sektor, regija, agresivnost in obrat portfelja) delimo naprej v podskupine:

¹ Sprejeti so bili Securities Act (1933), Securities Exchange Act (1934), Investment Company Act (1940).

- delniške sklade (*ang. Equity Mutual Funds*),
- dolžniške sklade (*ang. Bond Mutual Funds*),
- sklade denarnega trga (*ang. Money Market Funds*),
- mešane sklade (*ang. Balanced Funds*).

Glede na tveganje imajo investitorji možnost vlagati v tri osnovne vrste skladov (Rugg, 1986, str. 56):

- **skladi agresivne rasti**, ki naložbeno politiko usmerjajo večinoma v hitro rast kapitala, posledica česar je špekulativno, agresivno in tvegano investiranje. Zanje je značilen hiter obrat portfelja, v katerem so ponavadi vrednostni papirji manjših, hitro rastočih podjetij, ki poslujejo v panogah, kjer so odločilnega pomena raziskave in razvoj;
- **skladi zmerno rasti**, ki so usmerjeni v zmerno rast kapitala ob zmernem tveganju. Sredstva nalagajo v znana in že uveljavljena podjetja, ki so v zreli fazi svojega življenjskega cikla;
- **skladi zadržane rasti**, ki poskušajo omejiti tveganje in ne dosežajo visoke rasti kapitala. Ti skladi nalagajo sredstva v naložbe s fiksnimi donosi, to je v dolžniške vrednostne papirje, instrumente denarnega trga ali delnice tistih podjetij, ki konstantno izplačujejo sorazmerno visoke dividende.

Glede na unovčitev se investicijski skladi delijo na dve najosnovnejši obliki: **odprti** (*ang. Open-end Investment Company/Fund*) in **zaprti** (*ang. Closed-end Investment Company/Fund*) **investicijski sklad**, pri čemer so prvi veliko pogostejši kot drugi.

Pri odprtih skladih gre v osnovi za to, da skladi niso velikostno vnaprej omejeni z določenim vplačanim kapitalom, ampak se lahko z vplačili novih investitorjev širijo; po drugi strani pa imajo investitorji oz. delničarji možnost, da kadarkoli sklad zapustijo na način, da jim ta izplača čisto vrednost sredstev njim pripadajočega premoženja, s čimer se velikost takšnih skladov zmanjšuje. Zaprte sklade imenujemo tudi investicijski skladi s fiksnim obsegom kapitala, ker je velikost sklada oz. število delnic sklada določeno ob ustanovitvi in je fiksno. Zaprti skladi svojih delnic ne odkupujejo, prav tako pa sami ne trgujejo z njimi. Lastnik proda in s tem unovči delnice zaprtega sklada na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev (Žnidaršič, 1999).

Skladi se delijo tudi glede na njihove stroške, ki jih zaračunavajo vlagateljem (Bodie, 1996, str. 110):

- **skladi s provizijo** (*ang. Load Funds*),
- **skladi brez provizije** (*ang. No Load Funds*).

Ne glede na zgornjo opredelitev si upravljavec sklada vedno zaračunava tako imenovano upravljavsko provizijo (*ang. Management Fee*), ki se zaračunava od povprečne čiste vrednosti aktive sklada in se giblje na letni ravni med 0,25% in 2%. Investitorjem se ti stroški ne obračunavajo direktno pri nakupu ali unovčitvi, temveč s periodičnim zmanjšanjem vrednosti naložb sklada.

Pri skladih s provizijo si upravljavec zaračunava vstopno (*ang. Front-end Load*) ali izstopno (*ang. Back-end Load*) provizijo. Kljub dejstvu, da se provizije razlikujejo od sklada do sklada, so v svetu redki skladi, ki zaračunavajo več kot 6% vstopno ali izstopno provizijo. Skladi z izstopno provizijo ponavadi to zmanjšujejo (v odstotnih točkah) glede na ročnost naložbe. Na ta način spodbujajo investitorje k dolgoročnejšemu varčevanju. Veliko število upravljavcev skladov deli stroške investitorjev med vstopno in izstopno provizijo. V skladu s spremembo zakona v Sloveniji seštevke vstopne in izstopne provizije ni več omejen na 3%.

Nekateri upravljavci skladov se zavarujejo pred kratkoročnim trgovanjem njihovih investitorjev in s tem večjim nihanjem odlivov sredstev sklada tudi s provizijo (*ang. Redemption Fee*), ki jo zaračunavajo v primeru, da posamezni investitor proda svoj delež pred določenim rokom (Bodie, 1996, str. 111).

2.4 Prikaz ureditve področja investicijskih skladov v pravnih sistemih ZDA in nekaterih članic Evropske unije

Ureditev investicijskih skladov v svetu je zelo različna. V državah EU se zato niso odločili uskladiti tega področja na način, kot so to storili na drugih področjih finančnega sistema, npr. bankah in zavarovalnicah. Z direktivami o investicijskih skladih tako niso predpisali minimalnih standardov za ustanavljanje, poslovanje in prenehanje delovanja. Namesto tega so v direktivi o investicijskih skladih in družbah za upravljanje² predpisali pogoje v smislu opredelitve skupnega imenovalca, ki jih morajo posamezni skladi izpolnjevati, da lahko prosto tržijo enote svojih skladov v državah članicah Evropske unije. Pri tem oblike organiziranosti niso uskladili, temveč so jo prepustili pravnim ureditvam posameznih držav članic (Poročevalec, št. 103/02, str.12).

2.4.1 Združene države Amerike

Investicijski skladi v ZDA so pod nadzorom komisije za vrednostne papirje (*ang. Securities and Exchange Commission*). Regulative so bile uzakonjene v zakonu Investment Company Act leta 1940 in natančno opredeljujejo način poštenega poročanja in objavljanja podatkov in poslovanja skladov javnosti, načine poročanja v zvezi z opravljenimi transakcijami - to je nakupi in prodajami vrednostnih papirjev nadzornim organom ter potrebno diverzifikacijo portfelja. Zakonodajalec je v tem zakonu zagotovil tudi ustrezno zaščito malih vlagateljev z ureditvijo področja trženja investicijskih skladov (Kidwell, 1997, str. 615). Investment Company Act deli investicijska podjetja na Unit Investment Trusts (UIT) in Managed Investments Companies. Značilnost prvih je fiksni portfelj, ki s strani ustanovitelja ni upravljan, medtem ko je za druge značilno tekoče upravljanje s sredstvi sklada (Bodie, 1996, str. 102).

² Direktiva: Council Direktive: UCITS (85/611/EEC) z amandamaji 2001/107/EC in 2001/108/EC; več o tem na strani 17.

UIT ponavadi ustanovi borzno posredniška družba, ki z nakupi različnih vrednostnih papirjev, v 90% so to papirji s fiksnimi donosi, ustvari oziroma sponzorira portfelj sklada. Tega razdeli na fiksno število enot (*ang. Units*), ki jih javno prodaja potencialnim investitorjem, na tržno vrednost enote pa si pribije določeno premijo, ki se giblje okrog 3%. Dobički iz naslova dividend, obresti obveznic in obresti drugih finančnih naložb sklada se redno izplačujejo vlagateljem sorazmerno z njihovim lastništvom enot. UIT so primerni za vlagatelje, ki želijo sklad s točno določen tipom vrednostnih papirjev, saj so portfelji UIT v večini zelo uniformni. Pomembna razlika med UIT in vzajemnimi skladi je tudi ta, da je zapadlost UIT znana in določena vnaprej, ponavadi v odvisnosti z ročnostjo vrednostnih papirjev, ki jih ima med naložbami sklada.

Managed Investment Companies se naprej delijo na odprto in zaprto obliko skladov. Najbolj razširjena (odprta) oblika so v ZDA vzajemni skladi (*ang. Mutual Funds*), ki predstavljajo 95,5% vrednosti sredstev vseh investicijskih skladov. Njihov portfelj je aktivno upravljan s strani upravljavca sklada, ki mora na zahtevo investitorja v vsakem trenutku izplačati vrednost njegovega premoženja po trenutni tržni vrednosti enote sklada (*ang. Net Asset Value – NAV*). Ta se dnevno izračunava glede na enotne tečaje vrednostnih papirjev in tržno vrednost ostalih sredstev v aktivi sklada. Med zaprti tip uvrščamo tako imenovane Exchange Traded Funds (ETF), s katerimi se trguje na sekundarnem trgu. ETF so tako imenovani indeksni skladi³, njihova donosnost je vezana na določen borzni indeks, saj je sestava naložb v teh skladih enaka sestavi naložb v določenem borznem indeksu (Nasdaq ETF Family, 2003).

2.4.2 Velika Britanija

V Veliki Britaniji obstajajo investicijski skladi dveh oblik: tako imenovani unit-trust in investment trust. Prvi je bolj podoben odprtim skladom, drugi pa zaprtim skladom z vrednostnimi papirji, ki kotirajo na londonski borzi.

Struktura unit-trusta vključuje družbo za upravljanje, ki odloča o naložbah, in neodvisnega skrbnika⁴, ki razpolaga z vrednostnimi papirji in denarjem v imenu imetnikov enot unit-trusta. Struktura unit-trusta je kompatibilna z evropsko direktivo. Lastnik enote ima pravico v vsakem trenutku od upravljavca zahtevati izplačilo enot oziroma delnic unit-trusta.

Medtem ko so unit-trusti tradicionalna oblika odprtih investicijskih skladov, pa novejša britanska zakonodaja omogoča tudi oblikovanje odprtih investicijskih skladov, ki imajo organizacijsko strukturo organizacijske družbe. To so t.i. Open Ended Investment Companies. Ti učinkovito združujejo značilnosti korporacijskih skladov in značilnosti unit-trustov. Investitorjem nudijo enako stopnjo zaščite kot unit-trusti. Za poslovanje sta podobno odgovorna upravljavec (*ang. Authorised Corporate Director*) in depozitar (*ang. Kliring House*). Prvi za razliko od unit-trusta ni poseben

³ več o tem v poglavju 4.4

⁴ Več o funkciji skrbnika v poglavju 4.1

pravni subjekt temveč je to že sama uprava sklada. Drugi ima pri Open Ended Investment Company enako funkcijo kot skrbnik pri unit-trustu.

Britanska zakonodaja vzpodbuja varčevanje posameznikov prek omejeno neobdavčene oblike, ki se imenuje investicijsko varčevalni režim (*ang. Investment savings accounts - ISA*). Do takšnega varčevanja je moč pristopiti pri praktično vseh družbah za upravljanje, ki posameznikom omogočajo odpreti takšen račun in prek njega varčevati v unit-trustih, bančnih depozitih ali v finančnih produktih, ki kombinirajo življenjsko zavarovanje z varčevanjem. Ta oblika je do zneska 7000 funtov letno neobdavčena (Individual Savings Accounts, 2003)⁵.

Tabela 1: Oblike, število, obseg naložb in strukturni deleži skladov v ZDA in EU

OBLIKE INVESTICIJSKIH SKLADOV V ZDA	ŠTEVILO INVESTICIJSKIH SKLADOV (1/4 2003)	OBSEG NALOŽB (1/4 2003) v mlrd usd	STRUKTURNI DELEŽ (1/4 2003)
1. Mutual Funds	8253	6704	95.5%
2. Exchange Traded Funds	114	118	1.7%
3. Closed-end Funds	547	165	2.3%
4. Unit Investment Funds	8303	36	0.5%
SKUPAJ	17217	7023	100%
OBLIKE INVESTICIJSKIH SKLADOV V EU		v mlrd EUR	
UCITS (odprti investicijski sklad)		3265	77.5%
NON-UCITS (zaprti investicijski sklad)			
German "Spezialfonds"		476	11%
UK close-ended investment trusts		68	2%
Ostali NON-UCITS		403	9.5%
SKUPAJ	40000	4212	100%

Vir: Closed-end Fund Statistics, 2003; Exchange-Traded Fund Statistics, 2003; Trends in the European Funds Industry, 2003
Worldwide Mutual Fund Assets and flows, 2003

2.4.3 Nemčija

Nemški vzajemni skladi nastopajo na eni strani kot javni skladi za male vlagatelje, na drugi strani pa kot nejavni, ki so v glavnem namenjeni institucionalnim investitorjem. Poleg vzajemnih so tudi številni zaprti skladi, ki pa se na strani naložb usmerjajo predvsem v nepremičnine, med delničarji pa imajo predvsem institucionalne investitorje. Institucionalni skladi se imenujejo Specialfonds in predstavljajo približno polovico vsega denarja, investiranega v nemških investicijskih skladih. Vzajemni skladi, namenjeni malim investitorjem, se delijo v dve osnovni kategoriji in sicer: obvezniške sklade in delniške sklade. Struktura nemških skladov je sledeča: družba za upravljanje je pogodbeno vezana k upravljanju premoženja v imenu in za račun investitorjev, ki participirajo v premoženju sklada. Na drugi strani pa je skrbniška banka (*nem. Depotbank*), ki nadzira aktivnosti

⁵ Povzeto s spletne strani Investment Management Association (IMA). IMA je bila kot uradno združenje industrije investicijskih skladov v Veliki Britaniji ustanovljena februarja 2002 z združitvijo dveh predhodnih organizacij Association of Unit Trusts and Investment Funds (AUTIF) in Fund Managers Association (FMA)

družbe za upravljanje. Premoženje sklada je ločeno premoženje (*nem. Sondervermögen*) pri skrbniški banki. Za razliko od drugih držav mora tako skrbniška banka kot tudi družba za upravljanje izpolnjevati zelo zahtevne kapitalske zahteve (Gracer, 2003, str. 806).

2.4.4 Luksemburg

Luksemburška zakonodaja dovoljuje nastanek investicijskih skladov na podlagi pogodbenega prava (investicijske sklade upravlja na podlagi pogodbe družba za upravljanje) ali na podlagi statuta. Tako kot slovenski Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju: ZISDU-1) namreč tudi luksemburški zakon dovoljuje obliko investicijskih skladov, ki imajo pravno obliko gospodarskih družb s fiksnim kapitalom, in sicer se zanje uporablja izraz investicijske družbe (SICAV investicijski skladi).

Za razliko od investicijskih skladov z variabilnim kapitalom so investicijske družbe pravni subjekti, katerih člani uprave vodijo poslovanje in upravljanje premoženja investicijske družbe, zato se zanje ne zahteva, da njihovo premoženje upravlja družba za upravljanje, v čemer se naša zakonodaja razlikuje od luksemburške. Tako skladi z variabilnim kapitalom kot tudi investicijske družbe morajo skleniti pogodbo s skrbnikom, ki skrbi za nadzor, spremljanje poslov DZU, vplačila sredstev v sklad in izplačila enot sklada imetnikom.

Pomembna razlika v primerjavi z našo zakonodajo je tudi v tem, da je sprememba investicijske politike sklada mogoča brez soglasja nadzornega oziroma regulatornega organa, vendar lahko v tem primeru imetniki enot vzajemnega sklada zahtevajo od družbe za upravljanje izplačilo brez izstopne provizije.

2.4.5 Prikaz ureditve investicijskih skladov v Sloveniji

Z dnem 3. januar 2003 je v Sloveniji stopil v veljavo ZISDU-1, ki je temeljito nadgradil predhodno pravno ureditev. Struktura investicijskih skladov v Sloveniji vključuje poleg vlagateljev družbo za upravljanje (v nadaljevanju: DZU) in po novem tudi banko skrbnika. DZU je v primeru upravljanja vzajemnega sklada dolžna izpolnjevati obveznosti iz pravil upravljanja. Vlagatelj se ob podpisu pristopne izjave vzajemnega sklada zaveže, da je seznanjen s pravili upravljanja sklada, ki ga upravlja DZU. Poleg odprtih – vzajemnih lahko DZU upravlja tudi zaprte investicijske sklade, ki jih ZISDU-1 opredeljuje kot investicijske družbe (v nadaljevanju: ID), in pooblaščne investicijske družbe (v nadaljevanju: PID). Z zaprtimi investicijskimi skladi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev oziroma na Ljubljanski borzi. V nasprotju z vzajemnimi skladi, so pri ID-ih in PID-ih vse pomembnejše odločitve sprejete na skupščini delničarjev z glasovalno večino. Nad tekočim upravljanjem s sredstvi sklada, poravnavo pri nakupih in prodajah vrednostnih papirjev ter izdajo dokumentov iz omenjenih poslov vrši nadzor banka skrbnik. V primeru, da banka izpolnjuje zakonske pogoje lahko poleg skrbništva opravlja tudi funkcijo depozitarja oziroma hrambe vrednostnih papirjev sklada. Nadzor nad skrbnikom vrši Banka Slovenije, posredno pa prek

zakonsko določenih poročil tudi Agencija za trg z vrednostnimi papirji (v nadaljevanju: ATVP). ATVP izda DZU licenco za opravljanje storitev upravljanja investicijskega sklada, vrši nadzor nad doslednim izvajanjem storitev DZU ter preprečuje in ukrepa zoper morebitne nepravilnosti opravljanja storitev DZU. Mnenje o zadoščanju ustreznih tehničnih in organizacijskih pogojev DZU izdajajo ATVP-ju neodvisne revizijske hiše.

2.4.5.1. Družba za upravljanje

Družba za upravljanje je lahko organizirana kot delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo. Opravljati ne sme nobene druge dejavnosti razen storitev upravljanja investicijskih skladov. V primeru, da DZU upravlja vsaj en investicijski sklad, lahko opravlja tudi storitev upravljanja premoženja dobro obveščenih vlagateljev (ZISDU-1, 16. člen, 2. ods.). V skladu z zakonom (ZISDU-1) lahko DZU z dovoljenjem ATVP svoje storitve upravljanja prenese na drugo DZU, o čemer morajo biti obveščeni vsi vlagatelji sklada, s katerim upravlja DZU. Na slovenskem kapitalskem trgu je v obdobju med 1998 in 2003 število DZU upadlo s 25 na 17 (ISM-1 obrazci, 2003), kar je posledica prenosov upravljanja nekaterih skladov na druge DZU, kot tudi odvzem dovoljenja za upravljanje storitev upravljanja s strani ATVP⁶.

Najnižji znesek osnovnega kapitala DZU je 50 mio SIT; v primeru, da DZU želi upravljati več kot z enim vzajemnim skladom se osnovni kapital vsakega nadaljnjega poveča za 25 mio SIT. Če skupna vrednost vsega premoženja v upravljanju posamezne DZU presega 55 milijard tolarjev, mora DZU najnižji znesek osnovnega kapitala povečati najmanj v višini, ki je enaka 0,02 odstotka vrednosti razlike med celotnim premoženjem v upravljanju in zneskom 55 milijard tolarjev. Delnice oz. poslovni deleži DZU morajo biti v celoti vplačani v denarju pred vpisom ustanovitve DZU v sodni register.

DZU mora imeti najmanj dvočlansko upravo in pet redno zaposlenih ljudi, ki morajo ustrezati pogojem o izobrazbi in izkušnjah, navedenih v ZISDU-1. Poslovati mora izključno v interesu svojih investitorjev in ne sme v svojem imenu sklepati nobenih poslov, ki so v interesu uprave, zaposlenih ali povezanih oseb z DZU. Skrbeti mora za kapitalsko ustreznost in zadovoljevati kriterijem omejevanja naložb, ki jih predpisuje zakon (ZISDU-1), drugače ji lahko v primeru resnejših kršitev ATVP odvzame licenco za upravljanje sklada (ZISDU-1, 205. člen). DZU lahko prek svoje podružnice upravlja sklade tudi izven območja Republike Slovenije, o čemer mora prej dobiti soglasji ATVP in ustreznega nadzornega organa v državi, kjer želi podružnico ustanoviti.

DZU mora za račun investicijskih skladov, ki jih upravlja, s skrbnikom skleniti pogodbo o opravljanju skrbniških storitev. Posamezen investicijski sklad ima lahko le enega skrbnika njegovega premoženja (ZISDU-1, 53. člen). Skrbnik in DZU morata delovati neodvisno in kakršnokoli odstopanje oz. sum glede poslov, ki niso v skladu z zakonom, javiti ATVP. Za transparentnost in javnost podatkov o naložbeni politiki, investicijskih ciljih, svojih obveznostih do

⁶ Gre za DZU Dadas, Divido, A-trust in Niko.

vlagateljev in drugih organov ter nenazadnje poslovnih rezultatov skladov, ki jih upravlja, mora DZU zagotoviti dostopnost nekaterih publikacij oz. informacij vlagateljem. Med najpomembnejšimi so prospekt sklada, izvleček prospekta, pravila upravljanja, revidirano letno in polletno poročilo, javna objava VEP v dnevnem časopisju in drugih javnosti dostopnih medijih, javna objava podatkov o vrsti in sestavi naložb ter objava vseh poslovnih dogodkov, ki bi lahko pomembneje vplivali na ceno investicijskih kuponov družbe.

2.4.5.2 Vzajemni sklad

Vzajemni sklad je investicijski sklad, oblikovan kot ločeno premoženje, ki je razdeljeno na enote, katerih vrednost je na zahtevo imetnika izplačljiva iz tega premoženja, in ki ga upravlja družba za upravljanje. Vzajemni sklad ni pravna oseba (ZISDU-1, 112. člen). Investitor dobi v zameno za svoj denar investicijski kupon (hrani ga družba za upravljanje ali skrbnik), ki je lahko prenosljiv ali neprenosljiv imenski vrednostni papir. Investicijski kupon predstavlja število točk sklada, ki je odvisno od vloženega zneska in zadnje objavljene vrednosti enote premoženja sklada (VEP). VEP je čista vrednost aktive vzajemnega sklada deljena s številom izdanih točk. Zaradi možnosti prostih nakupov in prodaj točk skladov, se sredstva vzajemnih skladov spreminjajo in niso fiksna.

Vzajemni sklad je kot odprti tip investicijskega sklada s stališča razpršitve premoženja in s tem tveganja, transparentnosti in javnosti poslovanja ter likvidnosti najprivlačnejša dolgoročna oblika varčevanja za male investitorje. ZISDU-1 natančno določa omejitve, ki jih imajo DZU glede naložb, obveznosti DZU-jev, ki jih imajo v obliki poročanja javnosti in nadzornim organom, višino in vrsto provizij in druge odredbe, ki so sprejete v smeri varnosti in zaščite interesov malih investitorjev. Sredstva vlagateljev lahko vzajemni sklad naloži v skladu s svojo investicijsko politiko, ki jo mora natančno opredeliti v prospektu sklada, izvlečku prospekta in pravilih upravljanja.

2.4.5.3 Investicijska družba

Investicijska družba je posebna vrsta investicijskega sklada, ki je organizirana kot delniška družba, za katero se uporabljajo določila ZGD⁷, razen v delih, ki jih ZISDU-1 ne ureja drugače. Investicijske družbe na primer nimajo uprave, ker jih upravlja družba za upravljanje, imajo pa nadzorni svet. Zakon zahteva za investicijsko družbo najnižji osnovni kapital v višini 200 mio SIT, vse delnice pa morajo biti navadne in istega razreda. Z njimi se trguje na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev po tržni ceni, ki jo določata ponudba in povpraševanje.

Investicijske družbe so zakonsko urejene kot zaprti skladi, kar pomeni, da nimajo obveze odkupovati svojih delnic na zahtevo imetnikov. Naložbena politika investicijskih družb je omejena,

⁷ Zakon o gospodarskih družbah, Uradni list RS, št.30/93, 29/94, 82/94, 20/98, 84/98, 6/99, 54/99, 36/2000, 45/2001, 59/2001 in 50/2002.

in sicer v netržnih vrednostnih papirjih je lahko do 20% naložb, naložbe v istega izdajatelja ne smejo presegati 10%, dolgoročno zadolževanje pa je omejeno na petletno obdobje. DZU, ki upravlja investicijsko družbo, pripada po novem zakonu upravljavska provizija v višini do 1,5% povprečne letne čiste vrednosti ter povrnitev ustanovitvenih stroškov v višini do 3% vplačil za primarno izdajo delnic. Ob prilagoditvi z ZISDU-1 bodo DZU investicijskih družb morale stopiti v pogodbeno razmerje s skrbnikom. Rok za prilagoditev je 2 leti, torej do konca 2004, medtem ko imajo za prilagoditev naložb časa 4 leta (ZISDU-1, 236. člen). V naslednjem koraku, se bodo morale vse investicijske družbe, ki so se uskladile z zakonom, v 4 letih preoblikovati v odprte – vzajemne sklade.

Investicijske družbe niso v celoti usklajene z evropskimi direktivami, zato ne bodo mogle tržiti svojih storitev na področju celotne EU. To pa ne pomeni, da so investicijske družbe v nasprotju z evropskim pravnim redom, temveč le, da nimajo neposrednega dostopa na trg drugih članic Evropske unije (More, 2003, str. 15).

2.4.5.4 Pooblaščen investicijska družba

PID je posebna oblika investicijske družbe in je prehodnega značaja. Ustanovljena je bila z namenom javnega zbiranja lastniških certifikatov in odkupa delnic, ki so bile izdane in prenesene na Sklad Republike Slovenije za razvoj v skladu z Zakonom o lastninskem preoblikovanju⁸. Po osnovni shemi za razdelitev družbenega kapitala je pripadalo PID 20% družbenega kapitala. Pozneje so lahko PID investirali tudi v vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranem trgu, v denarna sredstva, nepremičnine in kratkoročne finančne naložbe. Kljub temu imajo nekateri v svoji aktivni premalo tržnih naložb v močnejša podjetja, katerih delnice so likvidne, zato tem PID v žargonu rečemo prazni. S sredstvi PID upravljajo pooblaščen družbe za upravljanje (PDZU), za kar si po zakonu lahko izplačujejo provizijo do 3% letne čiste vrednosti sredstev. Kritiki PID so mnenja, da je slaba likvidnost slovenskega kapitalskega trga zgolj izgovor pasivnemu upravljanju portfelja delnic PID. Visoke provizije so dodatno zniževale tržno vrednost PID in s tem oškodoval male delničarje, medtem ko so PDZU kot institucionalni investitorji preveč energije usmerjali v korporativno upravljanje (Simoneti, 2003, str. 118).

Pri sprejemanju ZISDU-1 se je zakonodajalec odločal med dvema alternativama glede ureditve preoblikovanja PID. Postopek preoblikovanja in dokončno ureditev iz PID nastalih družb bi lahko opredeljeval že ZISDU-1 ali pa bi to opredeljeval poseben zakon. Slednje je obveljalo zaradi nujnosti sprejetja ZISDU-1 po hitrem postopku in kompleksnosti preoblikovanja PID. Naložbene omejitve, slab nadzor, visoke provizije ter upravljanje v nasprotju z interesi malih delničarjev bodo tako predmet sprememb novega zakona. V ZISDU-1 je tako zgolj navedena možnost preoblikovanja PID v vzajemni sklad, o čemer se odloča na skupščini delničarjev PID. V kolikor PID ne izpolnjuje pogojev, ki so potrebni za preoblikovanje v vzajemni sklad, se mora do konca

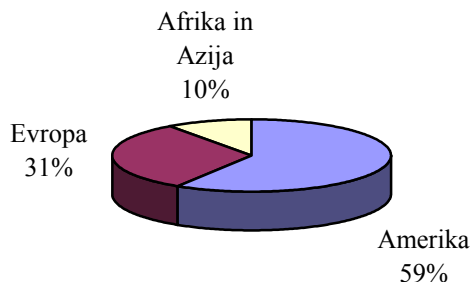
⁸ Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij, Uradni list RS, št.55/92, 7/93, 31/93 in 43/93, str. 1736.

leta 2003 preoblikovati v investicijsko družbo ali javni finančni holding (delniška družba). Do sprejetja posebnega zakona se za preoblikovanje PID uporabljajo določbe ZISDU⁹ in ZPSPID¹⁰.

2.5 Industrija investicijskih skladov v svetu in pri nas

Razvitost kapitalnega trga in skladno s tem stopnjo razvitosti investicijskih skladov je moč povezovati s samim začetkom njihove ustanovitve in uveljavljanja tako na državni kot tudi na globalni ravni. Bolj kot njegova velikost jo opredeljuje sektorska in geografska razpršenost kotirajočih družb, različne oblike finančnih instrumentov, likvidnost, transparentnost in oblika pravne ureditve, ki zagotavlja varnost tako institucionalnim kakor tudi malim investitorjem.

Slika 1: Regijska porazdelitev sredstev v upravljanju investicijskih skladov (1. četrletje 2003).



Vir: Worldwide Mutual Fund Assets and Flows, 2003

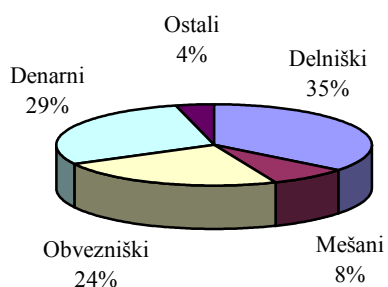
Slika 1 prikazuje regijsko porazdelitev sredstev oziroma obsega naložb. Od 11.200 milijard dolarjev sredstev investiranih v 53.150 skladih jih 59% upravljajo družbe s sedežem v ZDA in Srednji ter Južni Ameriki, 31% evropske investicijske družbe, ostalih 10% pa Afrika in Azija.

V Sliki 2 je razvidna struktura sredstev glede na tip investicijskega sklada. V prvem četrletju 2003 so z 36% sredstev upravljali upravljavci delniških skladov, 29% sredstev je bilo v skladih denarnega trga in 24% sredstev v obvezniških skladih. Delež sredstev v delniških skladih se kljub slabim gospodarskim razmeram in vojne v Iraku ni bistveno zmanjšal. V prvem četrletju 2003 je bil za 4 odstotne točke nižji kot v zadnjem četrletju 2002 (Worldwide Mutual Fund Assets and Flows, 2003). Ob dejstvu, da vsa večja investicijska podjetja nudijo brezplačno oz. ugodnejšo menjavo sklada, če gre za menjavo znotraj skupine skladov enega upravljavca (Kleindienst, 2001, str. 449), pomeni takšen odliv sredstev majhno spremembo in s tem dolgoročno usmerjenost vlagateljev.

⁹ Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94, 68/98, 25/97, 32/97, 10/98, 26/99 in 56/99)

¹⁰ Zakon o prvem pokojninskem skladu in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Uradni list RS, št. 6/94, 68/98, 25/97, 32/97, 10/98, 26/99 in 56/99)

Slika 2: Porazdelitev sredstev glede usmerjenost investicijske politike skladov (1. četrletje 2003)



Vir: Worldwide Mutual Fund Assets and Flows, 2003

2.5.1 Primerjava investicijskih skladov v Sloveniji, Evropski uniji in ZDA

Skupna značilnost ameriškega, evropskega in slovenskega trga investicijskih skladov je velika koncentracija sredstev največjih investicijskih družb, ki upravljajo s sredstvi investorjev oziroma aktivni sklada. Manj kot 10% investicijskih družb, pri nas DZU, upravlja z več kot 80% celotnih sredstev. Razlogi, ki vplivajo na takšno stanje, so: prepoznavne blagovne znamke investicijskih družb, katerim mali investitorji na podlagi uspešnega dolgoročnega poslovanja raje zaupajo, pestra izbira najrazličnejših skladov, s katerimi upravljajo, in kvaliteta storitev, ki jih nudijo.

V ZDA, kjer je trg investicijskih skladov najbolj razvit, je v prvem četrletju 2003 poslovalo 16.840 skladov, v katerih je akumuliranih 6.704 mlrd evrov (glej Tabelo 2). Sredstva, ki jih v povprečju državljani ZDA investira v investicijske sklade, so med leti 1995 in 2002 narasla z 18.000 USD na 24.751 USD. Kar 34% ljudi, ki denar od prihodkov ne potroši v celoti, temveč ga kakorkoli plemeniti ali varčuje, to počne z investicijo v sklade.

Tabela 2: Primerjava stanja investicijskih skladov v Združenih državah Amerike, Evropski Uniji in Sloveniji

Statistični podatki (31.12 02)	ZDA	EU	SLO
SREDSTVA	6.704 mlrd EUR	3.265 mlrd EUR	2,1 mlrd EUR
ŠT. SKLADOV	16.840	40.000	50
% varčevalcev v VS	34%	18%	8%
sredstva na prebivalca 1995	18.000 USD	3.000 EUR	850 EUR
sredstva na prebivalca 2002	24.751 USD	11.600 EUR	1.050 EUR

Vir: Closed-end Fund Statistics, 2003; Exchange-Traded Fund Statistics, 2003; Trends in the European Funds Industry, 2003
Worldwide Mutual Fund Assets and flows, 2003; ISM-1 obrazci, 2003

V Evropski uniji je trg investicijskih skladov več kot dvakrat manjši in zaradi razlik pri posameznih članicah dosti manj homogen. Zaradi regionalne razdrobljenosti in neenotnega kapitalskega trga

Evropske unije obstaja na evropskem trgu večje število investicijskih skladov, ki jih organizacija FEFSI¹¹ uvršča v enako kategorijo, kljub temu da se po značilnostih in pravni ureditvi med seboj lahko bistveno razlikujejo. Iz Tabele 2 je razviden močan porast popularnosti investiranja v investicijske sklade tudi v Evropski uniji; državljani članice EU je v povprečju varčeval s 3000 EUR leta 1995, medtem ko že z 11.600 leta 2002. Med državami članicami Evropske unije so opazne tudi velike razlike med priljubljenostjo oz. razširjenostjo investicijskih skladov, v povprečju pa ima sredstva v njih 18% vseh varčevalcev. Kar 80% vseh sredstev upravljajo investicijske družbe v Franciji, Nemčiji, Italiji, Luksemburgu in Angliji. Kljub majhnosti z 10% upravljanih sredstev izstopa Luksemburg. V prvi vrsti je k takemu stanju vodila zakonodaja, ki ne obdavčuje kapitalskih dobičkov tujcev ter zgodnja širitev na svetovne kapitalske trge (Trends in the european fund industry during the first quarter 2003, 2003).

Tabela 3: Število skladov, DZU, obseg njihovih naložb in strukturni deleži (junij 2003)

OBLIKE INVESTICIJSKIH SKLADOV V SLOVENIJI	ŠTEVILO SKLADOV	ŠTEVILO DZU	OBSEG NALOŽB (v mlrd SIT)	STRUKTURNI DELEŽ
1. PIDI	27	15	272.367	56,0%
2. ID	5	5	151.658	31,2%
3. VZAJEMNI SKLADI	18	10	62.432	12,8%
SKUPAJ	50	17*	486.457	100%

Vir: ISM-1 obrazci, 2003

* nekatere DZU upravljajo z različnimi oblikami skladov

Slovenski trg investicijskih skladov se s sprejetjem in prilagajanjem ZISDU-1 ter preoblikovanjem zaprtih (PID, ID) v odprte (vzajemne) sklade približuje stanju industrije v Evropski uniji. V slovenskih investicijskih skladih je bilo konec leta 2002 investirano 1050 evrov na prebivalca. Povečuje se predvsem priljubljenost varčevanja oziroma vlaganja v vzajemne sklade, katerih sredstva so narasla z 1 milijarde SIT leta 1995 na skoraj 62,4 milijard SIT junija 2003. Vzajemni skladi predstavljajo 12,8% investicijskih skladov v Sloveniji, zato se njihova hitra rast ne odraža v enaki meri tudi na rasti celotnih investicijskih skladov. Trenutno je več kot 87% sredstev vseh slovenskih investicijskih skladov razporejenih med zaprte sklade (PID in ID), več kot polovica med PID-e (Tabela 3).

Zaprte skladi imajo na slovenskem kapitalskem trgu veliko vlogo, saj njihova tržna kapitalizacija dne 31.12. 2002 predstavlja kar 11,21% celotne kapitalizacije vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi. V letu 2002 so transakcije povezane z investicijskimi skladi (PID in ID), znašale 85,7

¹¹ FEFSI (Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement) je panevropska krovna organizacija industrije investicijskih skladov. Vključuje 15 držav članic EU in Češko, Madžarsko, Norveško, Poljsko, Slovaško in Švico.

milijard tolarjev, kar je predstavljalo 17,8% celotnega prometa Ljubljanske borze. Daleč najprometnejši investicijski sklad v letu 2002 je bil Triglav steber 1, z njim je bila ustvarjeno 19,75% prometa vseh zaprtih investicijskih skladov (ATVP, 2003). Danes največji slovenski vzajemni sklad Galileo, s katerim upravlja KD Investments, ima v različne naložbe razporejenih 31 mlrd SIT sredstev, kar mu zagotavlja 41,3 % tržnega deleža v Sloveniji (ISM-1 obrazci, 2003). Kljub prevladujoči vlogi na slovenskem trgu je Galileo razmeroma majhen sklad, saj imajo skladi nekaterih največjih investicijskih družb, kot so Fidelity, Vanguard ali Pioneer, nekajkrat višja ustanovitvena sredstva, prav tako sredstva v upravljanju. Vrednost sredstev v upravljanju Fidelity Management & Research je na dan 31. 12. 1999 znašala več kot 955 milijard USD, kar predstavlja 6223 kratnik vrednosti sredstev sklada Galileo (Povalej, 2002, str. 28).

3 Razlogi za sprejem ZISDU-1

Okostje današnji pravni ureditvi industrije vzajemnih skladov predstavljajo zakoni, sprejeti že pred desetletji. Eden izmed pomembnejših je prav gotovo ameriški Investment Company Act iz leta 1940 z amandmaji, ki so sledili 1970. leta, iz katerega je v marsičem izhajala sodobna zahodna zakonodaja. Na evropskem trgu predstavlja temelj direktiva Evropske skupnosti (85/611/EEC, Uradni list ES, št 375/3) z dne 31. 12. 1985 in amandmaji, ki so ji sledili v letih 1988, 1995, 2000 in 2002.

V Sloveniji je bil prvi zakon (ZISDU), ki je urejal področje investicijskih skladov, sprejet 26. 1. 1994 in je izhajal iz zgoraj omenjenih ureditev kapitalsko razvitejših področij. Kot primer zakona, ki ureja delovanje investicijskih družb v nekdanjih socialističnih državah, je predlagatelj uporabil osnutek madžarskega zakona (Poročevalec, št.11/92). Do leta 2000 so ZISDU sledile še tri dopolnitve zakona (ZISDU-A, ZISDU-B in ZISDU-C¹²), katerih spremembe so bile vezane na problematiko preoblikovanja PID. Med naložbami PID so ob prvotno določenem roku predstavljali neizkoriščeni lastninski certifikati bistveno prevelik delež. Ta je namreč znašal 50,38% PID-ovskih naložb (Poročevalec, št. 9/99).

Odbor Državnega zbora Republike Slovenije za finance in monetarno politiko je 20. 11. 2002 obravnaval predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Poročevalec, št.117/02), ki je nadomestil julijski predlog (Poročevalec, št. 103/02). V predlogu zakona je bila upoštevana uskladitev z evropsko direktivo o investicijskih skladih in družbah za upravljanje 85/611EEC, ki je bila dopolnjena in spremenjena z direktivo 88/220EEC, 2000/64/EEC, 2001/107EC in 2001/108/EC. Omenjene evropske direktive urejajo področje investicijskih skladov (UCIT), pri čemer ne opredeljujejo in razvrščajo različnih tipov zaprtih

¹² Predlog zakona o spremembi in dopolnitvi zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje [ZISDU-B] – EPA 308 – II – hitri postopek, (Poročevalec, št. 56/97),
Predlog zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje [ZISDU-C] – EPA 706 – II – hitri postopek, (Poročevalec, št. 9/99).

investicijskih skladov, ki jih posebej urejujejo zakonodaje posameznih držav članic EU. ZISDU-1 je stopil v veljavo 2. 1. 2002.

Prvi razlog za sprejem je na sistematsko zaokrožen način urediti področje delovanja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov oz. delnic investicijskih skladov v Sloveniji tako, da bi bila ureditev v celoti usklajena z direktivami Evropske unije (Poročevalec, št. 117/02).

Drugi pomemben razlog za sprejem ZISDU-1 je bila izpolnitev zaveze iz 45. člena Evropskega sporazuma o pridružitvi med Slovenijo in EU (Uradni list – Mednarodne pogodbe, št. 13/97), ki se nanaša na pravico do ustanavljanja DZU investicijskih skladov. Prehodno obdobje za uveljavitev pravice do ustanavljanja DZU investicijskih skladov iz 45. člena Evropskega sporazuma o pridružitvi se je izteklo 1.2.2002.

3.1 Uskladitev z evropskimi direktivami

Evropska direktiva o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (85/611/EEC) s kasneje dodanimi amandmaji¹³ postavlja državam članicam Evropske unije smernice za razvoj in ureditev industrije investicijskih skladov in DZU. Razdeljena je na 11 poglavij, s katerimi opredeljuje:

- splošne določbe in obseg; opredeli, kaj je investicijski sklad, kateri investicijski sklad je lahko in kateri ne more biti predmet te direktive;
- dovoljenja za družbe za upravljanje in vzajemne sklade; pod kakšnimi pogoji se lahko ustanovi družba za upravljanje in kako lahko pridobi dovoljenje za upravljanje vzajemnih skladov;
- obveznosti glede družbe za upravljanje in vzajemnih skladov; razširjeno področje aktivnosti družbe za upravljanje – dopušča dejavnosti svetovanja in upravljanja finančnega premoženja fizičnih in pravnih oseb, tako poučenih kot nepoučenih vlagateljev, kar je posebnost, namreč slovenski zakon na primer dopušča le opravljanje storitev upravljanja premoženja dobro poučenih vlagateljev, ne pa tudi nepoučenih, s čimer je zagotovljena večja varnost investitorja;
- obveznosti glede oblike investicijskega sklada in njegovega skrbnika;
- obveznosti glede politike naložb, ki določa, da smejo naložbe vzajemnega sklada predstavljati samo prenosljive vrednostne papirje, ki kotirajo na borzi v državi članici in/ali prenosljive vrednostne papirje, s katerimi se trguje na drugem zakonsko urejenem trgu v državi članici in nečlanici, ki redno deluje ter je priznan in odprt za javnost. Za države nečlanice pod pogojem, da so izbiro borze ali trga odobrili pristojni organi ali je predvidena v zakonu ali pravilih upravljanja sklada. Zadnja dopolnjena direktiva (2001/108/EEC) je manj restriktivna, saj skladom omogoča vlaganje v instrumente denarnega trga, depozite v kreditnih ustanovah, izvedene finančne instrumente, v enote drugih skladov, in indeksnih skladov, torej ne le v

¹³ Gre za amandmaje 88/220EEC, 2000/64/EEC, 2001/107EC in 2001/108/EC.

vrednostne papirje, ampak tudi v druge likvidne finančne oblike (The New UCITS Directive Explained, 2002);

- obveznosti glede informacij, ki jih morajo dobiti imetniki kuponov oziroma enot premoženja; določila o objavi prospekta in polletnih ter letnih poročil in o bistvenih sestavinah, ki jih morajo vsebovati poročila in prospekt. V dopoljnjeni direktivi 2001/017/EEC so določena pravila za prospekt, ki je veliko bolj uporabniku prijazen, zajema pa podatke o vzajemnem skladu, investicijski politiki, podatke o izstopni/vstopni proviziji, pogojih trženja vzajemnih skladov in druge informacije (The New UCITS Directive Explained, 2002);
- splošne obveznosti vzajemnih skladov, ki vsebujejo pravila upravljanja sklada, ki zajemajo vrednotenje sredstev, pravila za izračun vrednosti enot premoženja ob vplačilu in izplačilu;
- posebne določbe, ki se uporabljajo za investicijske sklade, ki tržijo enote premoženja v drugih državah članicah; pogoje za poslovanje družb za upravljanje v drugih državah članicah Evropske unije in nadzor nad njimi;
- določbe glede nadzornih organov, odgovornih za izdajo dovoljenja in nadzor nad skladi
- kontaktni odbor (*ang. Contact Comitte*), katerega naloga je olajšati izvajanje direktive 85/611/EEC z rednimi posveti o vseh praktičnih težavah, ki nastopijo pri uporabi le te; v obravnavi je predlog, da se kontaktni odbor ukine;
- prehodne določbe, odstopanja in končne določbe

ZISDU-1 in evropska direktiva (85/611/EEC) sta vsebinsko sicer primerljiva, pri čemer tako ZISDU-1, kot zakoni posameznih držav članic EU, ki urejajo to področje, omenjeno direktivo dopolnjujejo in jo natančneje definirajo. Direktiva sama po sebi nima obligacijske narave, saj ne navaja nikakršnih določb glede sankcij v primeru kršitev določenih postavk zakona. ZISDU-1 je v delu, ki govori o vzajemnih skladih ter splošnih določbah, v celoti usklajen z zgoraj omenjenimi poglavji evropske direktive, posebej opredeljuje tudi pojem in obveznosti investicijskih družb kot zaprtih investicijskih skladov. Navaja tudi sankcije glede kršitev odredb, ki jih določa ter dopušča možnost preoblikovanja PID-ov v vzajemni sklad.

Uskladitev ZISDU-1 z Evropsko direktivo (85/611/EEC) omogoča (The New UCITS Directive explained, 2003):

- povečati pogoje konkurenčnosti in jih približati razmeram na evropskem kapitalskem trgu;
- učinkovitejšo in bolj poenoteno zaščito vlagateljev;
- lažje odstranjevanje administrativnih preprek in omejitev pri cirkulaciji kapitalskih tokov med državami članicami;
- lažje trženje enot investicijskih skladov Slovenije v državah članicah in obratno;
- ustanovitev splošnih pravil in postopkov pri ustanavljanju, nadzoru nad poslovanjem in zagotavljanjem varnosti ter izdajanja poročil javnosti oz. vlagateljem.

3.2 Liberalizacija slovenskega kapitalskega trga

Slovenija mora kot država kandidatka za članstvo v Evropski Uniji sprejeti pravila Evropske unije in Evropske monetarne unije (EMU), ki pravzaprav zahtevajo popolno liberalizacijo vseh temeljnih področij. Štiri svoboščine, ki predstavljajo temelje skupnega evropskega trga (*ang. Common Market*) kot predhodnika sedanjega enotnega trga (*ang. Single Market*), so prost pretok blaga, ljudi, storitev in kapitala (More, 1999, str. 17-23).

Po uradnem priznanju samostojnosti Sloveniji s strani držav članic Evropske unije (15. 1. 1992) in navezavi diplomatskih odnosov, je leta 1993 stopil v veljavo Sporazum o sodelovanju med Slovenijo in Evropsko unijo, ki je formalno omogočil tesnejše sodelovanje na gospodarskem področju. Slovenija je leta 1996 podpisala z Evropsko unijo Evropski sporazum o pridružitvi (v nadaljevanju: ESP), ki ga je državni zbor ratificiral 14. 7. 1997. ESP¹⁴ je pravna osnova odnosov med Slovenijo in Evropsko unijo. ESP je sicer sklenjen za nedoločen čas, vendar predvideva prehodno obdobje šestih let.

Sprejetje ZISDU-1 lahko v večji meri vpliva na pretok portfeljskih naložb¹⁵, ki so ena izmed komponent plačilne bilance Slovenije. Pomen portfeljskih naložb ni zanemarljiv, čeprav v primerjavi z neposrednimi investicijami zaradi drugačnega motiva portfeljskih investitorjev ne prispeva toliko h gospodarskemu razvoju države neto prejemnice kapitala. Ne prispevajo namreč v tolikšni meri k rasti zaposlenosti, dohodku prebivalstva, novim organizacijskim oblikam in know-howu, kot je to značilno za neposredne tuje investicije. Vseeno pa liberalizacija kapitalskega trga, ki je pogoj za povečanje neto portfeljskih tokov kapitala, omogoča tujim investitorjem iz razvitih držav investicije na trgih, na katerih to prej ni bilo mogoče. V državah na prehodu se je začetek liberalizacije pričel s privatizacijo in s tem povečano ponudbo kapitala v teh državah. Ob zniževanju omejitev pri pretoku kapitala, neto tokovi kapitala znižujejo stroške kapitala in razporejajo kapital v tiste države, ki nudijo najboljše investicijske priložnosti. So torej motor gospodarske rasti, saj podjetja in države zavezujejo k disciplini. Da pritegnejo in obdržijo portfolio tokove, morajo podjetja in države maksimizirati vrednost teh investicij, drugače so kaznovane (Stulz, 1999, str. 258).

Mednarodno sodelovanje borz vrednostnih papirjev poteka na več ravneh, predvsem pa je določeno in omejeno s pravnimi predpisi, ki ga dopuščajo ali omejujejo. Namen sodelovanja borz vrednostnih papirjev je predvsem izkoristiti prednosti, ki se ponujajo v povečani likvidnosti trgovanih

¹⁴ Evropski sporazum o pridružitvi (Uradni list RS, št. 44/97, 92/98, 3/99 in 7/99). Bistveni cilj ESP je vzpostavitev proste trgovine med EU in Slovenijo. Predvideva postopno prilagajanje evropskim predpisom in vsebuje številna posebna določila glede gibanja kapitala, konkurenčnih predpisov, pravic na področju intelektualne lastnine ter javnih naročil.

¹⁵ To so naložbe v lastniške ali dolžniške vrednostne papirje in druge instrumente finančnega trga vrednostnih papirjev. Od neposrednih investicij jih ločimo po deležu udeležbe v izdaji določenega vrednostnega papirja. Če delež preseže 10% govorimo o neposredni investiciji (World Investment Report 1997, 1998, str. 295).

vrednostnih papirjev, odpiranje dodatnih možnosti ali oblik investiranja zaradi povečanega števila finančnih instrumentov, ki so na voljo za investiranje, večje možnosti razpršitve tveganja, povečana stopnja poenotenja pravil sklepanja in izpolnjevanja poslov z vrednostnimi papirji, večje ugodnosti za člane borze, zmanjšanje transakcijskih stroškov, prednosti zaradi ekonomije obsega, večja ekonomska povezanost, povečanje privlačnosti za investiranje v vrednostne papirje itn.. (Čas, 2002, str. 38).

V kolikšni meri lahko liberalizacija trga kapitala vpliva na razvoj slovenskega kapitalskega trga, je odvisno tudi od vloge države. Dejstvo je, da tržna kapitalizacija na Ljubljanski borzi znaša dobro polovico vseh slovenskih bančnih depozitov. Kvantitativno gledano, je obseg kapitala relativno visok, a še vedno v prevladujoči lasti države in državnih skladov (Kapitalska družba, Slovenska odškodninska družba). Enako velja za prevladujoči bančni sektor, čigar tretjina bančnih naložb je v državnih rokah (Veselinovič, 2002). Liberalizacija trga kapitala in zakonska ureditev poslovanja oziroma preoblikovanja PID-ov lahko ob z zakonom vsiljeni večji aktivnosti upravljalcev novo nastalih skladov pomembno vpliva na likvidnost sekundarnega trga kapitala v Sloveniji. Povečanje potencialnega povpraševanja, tudi s strani tujih investitorjev, pa je ob presežni ponudbi ključnega pomena za razvoj primarnega kapitalskega trga. Morda bo to spremenilo sedanje trende zadolževanja tako rekoč vseh večjih kakovostnih slovenskih podjetij, ki se danes večinoma zadolžujejo v tujini (Veselinovič, 2002).

Ob vseh prednostih, ki jih torej prinaša odpiranje kapitalskega trga se je treba zavedati tudi nevarnosti kratkoročnega povečanja likvidnosti, ki ob špekulativnih motivih investitorjev lahko na kapitalski trg vplivajo uničujoče ter zmanjšanje vloge države in njenih ukrepov oz. protekcij na kapitalskem trgu. James Tobin, Nobelov nagrajenec leta 1981 in profesor na univerzi Yale, v svojem delu predlaga uvedbo davka na vse devizne promptne transakcije med valutami. Zakon z enotno stopnjo (med 0,05% in 0,25%) naj bi v primeru, da bi ga sprejela večina držav, preprečil špekulativne tokove kapitala, stabiliziral devizne tečaje in zmanjšal obrestne mere (Tobin, 1978). Kritiki predloga uvedbe t.i. Tobinovega zakona so mnenja, da je zakon sicer odlična politična ideja vendar, bi bil v praksi neučinkovit zaradi prevelike mobilnosti kapitala, ki bi se selil v davčne oaze (*ang. Offshore Tax Haven*). Po mnenju Ivana Ribnikarja so kakršnekoli omejitve za portfeljske naložbe nesmiselne, saj so za tuje investitorje slovenske delnice nezanimive kot portfeljska naložba. Razloge vidi predvsem v majhni celotni vrednosti posameznih vrednostnih papirjev oz. njihovi tržni kapitalizaciji, zaradi česar so s takšnimi vrednostnimi papirji možne manipulacije z njihovo ceno ali vsaj velika nihanja cen pri vsakem večjem nakupu ali prodaji. Prepričan je torej, da kupujejo tujci slovenske delnice predvsem kot strateški vlagatelji, kar pomeni, da želijo dobiti nadzor nad podjetjem (Ribnikar, 2001, str. 6).

3.3 Zaščita interesov malih delničarjev

Odperta oblika sklada je za malega vlagatelja primernejša od zaprte oblike tako iz vidika tveganja, kot iz vidika varnosti. Tveganje vlagateljev v odprte sklade se zmanjšuje z razpršitvijo naložbe v večji odstotek tržnih vrednostnih papirjev. Tržna vrednost enote premoženja je v tem primeru zelo blizu, če že ne kar enaka notranji vrednosti enote premoženja. Razliko med njima predstavlja provizija sklada. Po drugi strani je notranjo vrednost zaprtih skladov v primeru večjega odstotka netržnih vrednostnih papirjev zelo težko oceniti. Kvaliteta naložb je tako na strani odprtih skladov, ki imajo večji delež sredstev razporejen v kvalitetnejša slovenska in tuja podjetja. Tveganje odprtih oz. vzajemnih skladov v primerjavi z zaprtimi je manjše tudi zaradi večje likvidnosti. DZU, ki upravlja vzajemni sklad je namreč po zakonu zavezana, da mora na zahtevo vlagatelja v roku petih delovnih dni izplačati vrednost enot premoženja na dan zahteve za izplačilo. Likvidnost zaprtih skladov je v celoti odvisna od ponudbe in povpraševanja na organiziranem trgu, kjer zaprti sklad kotira. V primeru nizkega povpraševanja je dosežena cena prodajalca lahko mnogo nižja od enotnega tečaja delnice zaprtega sklada.

Za nadzor nad poslovanjem DZU in s tem posredno za varnost premoženja po zakonu skrbijo Agencija za trg z vrednostnimi papirji (ATVP), skrbnik in neodvisne revizijske hiše. Varnost je zagotovljena tudi z rednim objavljanim poročil in dokumentacije, ki jih morajo izdajati DZU. Poleg prospekta vzajemnega sklada, povzetka prospekta, pravil upravljanja, letnih revidiranih in polletnih poročil o poslovanju vzajemnega sklada morajo DZU svoje vlagatelje obveščati tudi v primeru dogodkov na trgu, ki bi lahko negativno vplivali na ceno enote premoženja. Transparentnost poslovanja zaprtih skladov je manjša, saj so zakonske zahteve za objavljanje podatkov in obveščanje javnosti manjše. Pogoje in obveznosti DZU in organov nadzora natančneje določajo zakoni ZISDU-1, ZTVP-1, ZGD, ZPPSL, ZNVP¹⁶.

Mali vlagatelji so zaradi velike transparentnosti poslovanja DZU ter ažurnega obveščanja donosnosti skladov dobro obveščeni o vsebini poslovanja vzajemnih skladov. Prepuščeni so svoji odločitvi pri izbiri investicije v sklad, ki jo lahko kadarkoli vnovčijo. Na upravljanje sklada ne morejo vplivati, kar pa ne pomeni, da lahko upravljavci vzajemnega sklada poslujejo v svojem interesu, saj so zavezani k investicijski politiki sklada. Upravljavci sredstev sklada ne morejo na noben način odtujiti, saj je premoženje sklada ločeno od premoženja DZU. Postopek likvidacije je vlagateljem pojasnjen v pravilih upravljanja sklada, v primeru likvidacije se vlagateljem izplačajo sorazmerni deleži glede število enot premoženja, ki jih imajo.

¹⁶ ZISDU-1, Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94, 68/96, 25/97, 32/97, 10/98, 26/99, 56/99);

ZTVP-1, Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99);

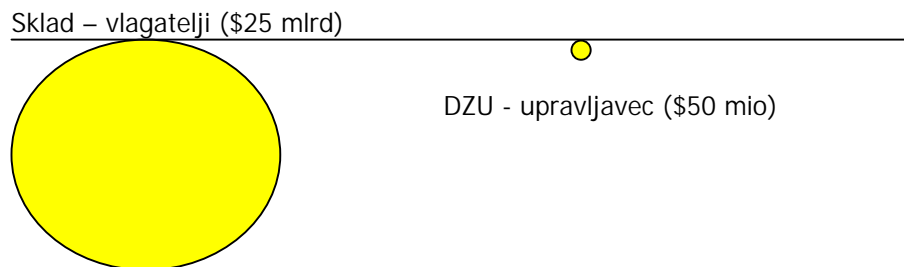
ZGD, Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/93, 29/94, 82/94, 20/98, 84/98, 6/99, 54/99, 36/2000, 45/2001, 59/2001 in 50/2002);

ZPPSL, Zakon o prisilni poravnavi, stečaju in likvidaciji (Uradni list RS, št. 67/93, 39/97, 52/99, 101/2001 in 42/2002); ZNVP, Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (Uradni list RS, št. 23/99).

Zanimiva primerjava razmerja med sklantom (vlagatelji) in DZU (Bogle, 1994, str. 299):

V 16. stoletju je astronom Nicolaus Copernicus prvi ovrgel starodavno verovanje, da je zemlja središče vesolja s tezo, da je sonce središče solarnega sistema. Če prenesemo primer v industrijo investicijskih skladov (glej spodnji prikaz): kdo je center sistema? Se vrti sklad (vlagatelji) okrog svojega upravljavca ali upravljavec okrog sklada (vlagateljev)? Vlagatelji z zaupanjem v strokovnost in znanje upravljavca zaupajo le-temu svoja sredstva v upravljanje in v zameno pričakujejo ustrezno servisiranje finančnih storitev – vlagatelji so središče.

Slika 3: Razmerje med investicijskim sklantom in upravljavcem



Vir: Bogle, 1994, str. 299.

3.4 Vprašanje preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb in investicijskih družb

Preoblikovanja PID so do sedaj potekala tako, da se je večji delež njihovega premoženja prenesel v nefinančno sfero, v redne delniške družbe. To je bistveno zmanjšalo spodbude za razvoj investicijskih skladov kot značilne oblike varčevanja na razvitem kapitalnem svetu. Na to prevladujočo usmeritev so vplivali trije dejavniki (Borak, 2003):

1. Sestava premoženja PID ne ustreza sestavi normalnih investicijskih skladov. Ti morajo imeti pretežen del naložb v likvidnem premoženju, ki se lahko sproti vrednoti po tržnih cenah.
2. Ureditev ni spodbujala preoblikovanja PID v druge oblike investicijskih skladov, zlasti v vzajemne sklade.
3. Preoblikovanje PID v delniške družbe je bilo odvisno od interesov upravljavcev oz. njihovih lastnikov. Glede na veliko razpršenost lastništva je relativno manjši del delničarjev odločilno vplival na skupščinske odločitve PID.

Istega mnenja je bil ob sprejemanju ZISDU-1 tudi Odbor Državnega zbora za finance in monetarno politiko. Kljub predlogu amandmaja predstavnika stranke SLS, ki je zastopal stališča predsednika Združenja družb za upravljanje investicijskih skladov (v nadaljevanju: ZDU-GIZ), na presojo in spremembo dveh členov zakona, je odbor zagovarjal stališče, ki naj bi šlo v prid malim delničarjem. Sporna člena, 236. (15., 16., in 17. odstavek) in 237. (11. odstavek), ki govorita o obveznem

preoblikovanju tako investicijskih družb kot pooblaščenih investicijskih družb v vzajemni sklad, sta predstavljena v nadaljevanju.

3.4.1 Spornost 237. člena

ZDU-GIZ je na pobudo 11 članov DZU-jev 10. julija dalo pobudo za začetek postopka za oceno ustavnosti 237. člena ZISDU-1. Ustavno sodišče je pobudo za oceno ustavnosti sprejelo in zadržalo določbo 237. člena. Ta govori o tem, da lahko vzajemni sklad, ki je nastal s preoblikovanjem ali oddelitvijo sredstev PID-a, prodaja nove enote premoženja šele z dnem pravnomočnosti odločbe ATVP o uskladitvi vzajemnega sklada v skladu z ZISDU-1. Ker imajo vzajemni skladi, ki poslujejo že dlje časa, rok za prilagoditev zahtevam novega zakona dve leti, medtem pa lahko poslujejo po starem zakonu, je predsednik upravnega odbora ZDU-GIZ Andrej Urbas mnenja, da prihaja do neupravičenega razlikovanja med starimi in novo nastalimi skladi. Prepoved sprejemanja bi lahko povzročila prenehanje poslovanja in celo likvidacijo novo nastalih skladov, saj gre za bistveno dejavnost vsakega vzajemnega sklada (Urbas, 2003, str. 4).

3.4.2 Spornost 236. člena

Ta člen v prvih štirinajstih točkah navaja pogoje in določila uskladitve investicijskih družb. V roku dveh let morajo investicijske družbe s skrbnikom skleniti pogodbo o upravljanju skrbniških storitev, uskladiti prospekt in izvleček prospekta v skladu z ZISDU-1, uskladiti statut ter uskladiti poslovanje investicijske družbe z drugimi določbami ZISDU-1. Glede prilagoditve naložb v skladu z ZISDU-1 ima investicijska družba štiri leta časa. V tem roku mora ATVP-ju predložiti zahtevo za izdajo odločbe o uskladitvi. Po prejetju odločbe s strani ATVP pa se mora investicijska družba v roku štirih let preoblikovati v vzajemni sklad.

Kritiki te določbe so v vrstah DZU-jev, ki upravljajo investicijske družbe. Stane Valant, predsednik uprave Nacionalne finančne družbe (NFD), ki upravlja z investicijsko družbo NFD1 je prepričan, da bi to sprožilo povečano ponudbo s strani prodajalcev točk novo nastalega sklada, ki bi želeli priti do 20% premije, saj bi se enota premoženja sklada določila na podlagi notranje cene delnice družbe NFD. S celotno NFD1 in, denimo, še s prodajo novo nastalih enot premoženja preoblikovanih iz investicijske družbe Triglav Steber 1 bi uničili trg, saj bi morali prodajati za 30 milijard tolarjev delnic kvalitetnih podjetij, ki bi jim zaradi neuravnoveženega povpraševanja cena katastrofalno padla (Toplak, 2003, str. 6).

Andrew Weiss¹⁷ je na drugi strani mnenja, da je osem let časa za preoblikovanje investicijskih družb v odprte sklade absurdno, preoblikovati bi se morali v šestih mesecih. Za zgled bi morala biti slovenskemu kapitalskemu trgu Češka, kjer se je tveganje s hitrim preoblikovanjem splačalo in se odrazilo na okrepitvi kapitalskega trga, prihodom tujega kapitala, povišanjem cen delnic in

¹⁷ Andrew Weiss je ameriški profesor in upravljavec skladov na hitro rastočih trgih.

pozitivne spodbude za celotno gospodarstvo. Slovenske strokovnjake in javnost svari pred tem, da bo Slovenija edina država z zaprtimi investicijskimi skladi. Prepričan je, da je osemletno prehodno obdobje potuha, ki jo daje država investicijskim družbam, ki se po njegovih besedah ne bodo nikoli napolnile s tržnimi naložbami. Za preprečitev večjim izstopom ob preoblikovanju zaprtega investicijskega sklada v vzajemni sklad zagovarja visoke izstopne provizije v začetnih obdobjih poslovanja novo nastalih skladov, ki naj se sčasoma zmanjšujejo, ter preprečitev prodaje oz. izplačila vseh točk naenkrat (Weiss, 2003, str. 6).

Obe skrajnosti se zdita zelo radikalni. Zaradi obsega kapitala PID-ov in investicijskih družb, ki je za slovenski kapitalski trg relativno velik, ter velikega števila delničarjev menim, da je preoblikovanje investicijskih družb v vzajemne sklade ustrezna rešitev, obdobje prilagoditve pa verjetno predolgo, saj ima večina investicijskih družb že sedaj prek 80% tržnih naložb.

4 Spremembe, ki jih prinaša ZISDU-1

Novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) s svojimi določili prinaša na slovenski kapitalski trg veliko sprememb. Strokovnjaki na finančnem področju in upravljavci so si enotni, da so bile te spremembe nujne in da bodo pozitivno vplivale na razvoj investicijskih skladov ter s tem slovenskega kapitalskega trga. Poleg poenotenja zakona z evropskimi direktivami pa novi zakon prinaša predvsem večjo varnost in zaščito malih investitorjev z uvedbo skrbništva ter dodatnimi zahtevami do DZU. ZISDU-1 DZU odpravlja omejitve pri investiranju na tuje trge, s čimer je upravljavcem, ob zahtevah po strokovnem upravljanju s tveganji, dopuščena možnost do iskanja priložnosti in donosov tudi izven slovenskih meja. S prilagoditvijo evropskim direktivam je dopuščena možnost prihoda konkurence tujih investicijskih družb, kar pomeni liberalizacijo in odpiranje slovenskega kapitalskega trga.

4.1 Podzakonski akti ZISDU-1

Podzakonski akti¹⁸, ki jih v skladu z ZISDU-1 izdaja ATVP, podrobno opredeljujejo posamezna področja ZISDU-1. Zakon je z 242. členi relativno obsežen v primerjavi s starim (146), če upoštevamo, da ne zajema problematike preoblikovanja PID-ov, ki zahteva podrobnejše tolmačenje. DZU, ki upravljajo z obstoječimi vzajemnimi skladi, kot tudi nekateri drugi udeleženci kapitalskega trga (borzno posredniške hiše in drugi finančni posredniki), so zaradi nekaterih nejasnosti in dokončnih opredelitev nestrpno pričakovali podzakonske akte. Izdani so bili v sredini julija 2003, mesec in pol pred zakonskim rokom (2. 9. 2003).

¹⁸ Glej prilogo 1.

Štirideset podzakonskih aktov v svojih sklepih natančneje opredeljuje vsebino nekaterih členov ZISDU-1. Najbolj nestrpno so podzakonske akte pričakovali v DZU, ker se nekateri določeni členi pri rokih nanašajo na konec leta 2003. Zanimivo bo opazovati, kako stroga bo ATVP pri nadziranju, opozarjanju in sankcioniranju dela v DZU, saj bodo ti imeli s prilagajanjem veliko dela. Podzakonski akti tako med drugim določajo nekatere kadrovske in organizacijske spremembe dela DZU, spremenjeno ali dopolnjeno podrobno vsebino vseh poročil nadzornim organom in javnosti, ki jo morajo izdajati DZU, obvezno informacijsko podporo, evidentiranje in hrambo zaupnih in drugih podatkov, naložbeno politiko, pravila obvladovanja tveganj DZU in investicijskih skladov, ki jih upravljajo, metodologijo izračunov stroškov DZU, načine in pogoje trženja ipd.

4.2 Skrbniški račun

Skrbniške storitve so sestavni del procesa prenosa finančnih prihrankov od subjektov s finančnimi presežki k subjektom s finančnimi primankljaji. Njihov osnovni namen je poravnava poslov z vrednostnimi papirji in hramba vrednostnih papirjev. Storitve, povezane s skrbništvom, se izvajajo med različnimi udeleženci, na različnih trgih in za različne finančne instrumente (Premk, 1998, str. 50).

Poseben pomen pri razvoju skrbništva imajo mednarodne investicije v vrednostne papirje. Investitorji vse bolj težijo k razširitvi svojega naložbenega horizonta tako po obsegu naložb kot po njihovi razpršenosti med različnimi trgi. Zaradi nepopolne medsebojne korelacije različnih trgov vrednostnih papirjev in različnih regulatornih omejitev investitorji z mednarodno diverzifikacijo zelo uspešno znižujejo skupni nivo tveganja svojega premoženja. Skrbnik kot investitorjev agent na določenem trgu vrednostnih papirjev lahko nudi investitorju svoje strokovno znanje s področja zakonodaje in možnosti delovanja v okviru trga ter zanj spremlja dogajanja na trgu vrednostnih papirjev, zbira in posreduje različne informacije, vrednoti premoženje in opravlja razne druge storitve. Investitorji se na tujih trgih srečujejo z različnimi problemi, med drugim z oteženim komuniciranjem zaradi različnega časa ali jezika. Z razvojem skrbniških storitev se je veliko problemov, povezanih z mednarodnimi investicijami, zmanjšalo ali odpravilo (Premk, 1998).

Med osnovne storitve skrbništva, katerega obseg storitev je pogodbeno dogovorjen s posamezno stranko, uvrščamo (Golob, 1997, str. 41):

1. poravnavo poslov;
2. hrambo vrednostnih papirjev;
3. pobiranje dohodkov, dividend od delnic in obresti od obveznic;
4. aktivnosti, povezane neposredno z izdajatelji vrednostnih papirjev (obvestila o skupščinah delničarjev, izdaje novih delnic, izplačila dividend itn.);
5. poročanje stanja vrednostnih papirjev na računih;
6. davčne oprostitve in povračila davkov;
7. bančne storitve;
8. druge specializirane storitve.

4.2.1 Skrbniške storitve v zvezi z upravljanjem investicijskih skladov

ZISDU-1 odreja uvedbo skrbnika za posle z investicijskimi družbami in vzajemnimi skladi (v nadaljevanju: investicijski sklad). Skrbnik, ki upravlja storitve skrbništva za investicijski sklad upravlja posredno te storitve tudi za vse vlagatelje investicijskega sklada. Kot neodvisna finančna institucija je njena pomembna funkcija tudi funkcija nadzora nad posli DZU s katerim je v pogodbenem razmerju. Pri tem morata DZU in skrbnik delovati neodvisno drug od drugega, vsak od njiju pa tako, da zagotavlja največjo korist vlagateljem investicijskega sklada (ZISDU-1, 58. člen). V Sloveniji mora za opravljanje skrbniških poslov banka pridobiti dovoljenje s strani Banke Slovenije po predhodnem mnenju ATVP. Storitve skrbništva lahko po zakonu upravljajo samo banke, podružnice banke države članice, finančne institucije (borzno-posredniške družbe in klirinško-depotne družbe) ter podružnice finančnih institucij držav članic (ZISDU-1, 55. člen). Skrbnik za svoje storitve v osnovi zaračunava provizijo od opravljenih transakcij (*ang. transaction fee*) in provizijo za hranjenje vrednostnih papirjev (*ang. safekeeping fee*), ki mora biti izražena v odstotku od čiste vrednosti premoženja investicijskega sklada. Za podpis pogodbe s skrbnikom ima DZU od sprejetja zakona dve leti časa (ZISDU-1, 236. člen).

Uvedba skrbnika ima na poslovanje vzajemnih skladov in investicijskih družb pozitivne in negativne posledice. Pozitivne se kažejo na razvoju finančnega sistema, saj je uvedba skrbniških storitev nujna, če želimo posegati na globalne kapitalske trge. Druga pomembna pozitivna sprememba je povečanje varnosti vlagateljev v investicijske sklade. Skrbnik bo imel vlogo dnevnega nadzora in kontrole, s čimer bo zmanjšana možnost malverzacij in prepovedanih poslov s strani DZU. Dolgoročno gledano pa jim bo z uvedbo skrbnika nekoliko olajšano tudi delo, ker nekatere storitve DZU z novim zakonom prevzema skrbnik. Negativne posledice se kažejo predvsem v nerazvitosti skrbniških storitev slovenskih bank in ostalih finančnih institucij. Uvajanje te storitve lahko največjim slovenskim bankam povzroča veliko težav, saj je za tako specializirano storitev potrebno imeti strokoven kader, pri čemer je tudi precej administrativnega dela in informacijske podpore. Voditi je treba evidenco o vseh vlagateljih, transakcijah in sredstvih ter delati izračune enot premoženja (Kranjc, 2003). Posledica tega so lahko visoke provizije, ki si jih bodo želele zaračunavati banke, ki še ne bodo imele utečenih poslov v zvezi s skrbništvom. V svetu so provizije odvisne od ekonomije obsega in s tem povezane velikosti bank. V primeru visokih provizij za skrbniške storitve, bo učinek pri donosnosti sklada lahko opazno znižan. Ustanavljanja novih oblik skladov, zlasti denarnih in skladov z dolžniškimi instrumenti (*ang. fix income*), pri katerih je donos nizek, ob visokih provizijah ni pričakovati (Boštnik, 2003, str. 7).

4.3 Odprava omejitev investicijske politike vzajemnih skladov

Iz vidika globalnega investitorja so slovenski investicijski skladi namenski investicijski skladi (kakor so opredeljeni v 75. členu ZISDU-1), saj so naložbeno omejeni v plasiranje sredstev pretežno na slovenski trg. Po starem zakonu ZISDU lahko upravljavci investirajo 10% sredstev

sklada na tuje trge, za te posege pa se zaradi splošnih negativnih trendov na tujih borzah v večini niso odločali. Skladi, ki so naložbeno omejeni zgolj na en kapitalski trg, ki je v primeru Slovenije zaprt in zaradi majhnosti tudi omejen, so zaradi velike korelacije med vrednostnimi papirji na takšnem trgu bolj tvegani od skladov z globalno razpršitvijo. V očeh tujega vlagatelja je naložba v tak sklad ob upoštevanju slabšega poznavanja slovenskih gospodarskih razmer tvegana naložba. Ob predpostavki enako poučenih vlagateljev nič manj tvegana, kot če bi slovenski vlagatelj denar investirjal na primer v katerega izmed portugalskih ali grških investicijskih skladov.

Odprava omejitev za investicije na tuje trge se zdi še bolj pomembna iz vidika upravljavcev skladov. Delnice večine slovenskih podjetij so bile dolgo časa podcenjene, po strmem vzponu tečajev v letu 2002 pa so prišle na nivoje, ko so se borzni analitiki začeli spraševati, če morda niso cene večine delnic na ljubljanski borzi že "prenapihnjene". V investicijske sklade, še posebno v vzajemne, se je stekalo veliko denarja malih vlagateljev, ki so v pričakovanju nadaljevanja takšnih trendov želeli nadoknaditi zamujeno. Upravljalci skladov so z nadaljevanjem kupovanja delnic le tem še dvigovali ceno, s tem so rasle tudi vrednosti enot premoženja skladov. Kljub zavedanju upravljavcev skladov, da tak trend ni moč nadaljevati v nedogled, so bili pri naložbah omejeni in so morali v obrambo dobrih donosov kupovati slovenske obveznice in s tem odstopati od zelene investicijske politike. Mnogi upravljavci bi se namesto te poteze raje odločali za posege na tujih kapitalskih trgih, katerih indeksi so na desetletno nizkih ravneh, na t. i. minimumih (Mramor, 2003).

Naložbene omejitve, njihov obseg in izpostavljenost do posameznega izdajatelja, ki jih določa ZISDU-1, so razvidne v Tabeli 4. Iz vidika varstva interesov malih delničarjev skladov in razpršenosti naložb in s tem manjšega tveganja so takšne omejitve tako rekoč nujne. Zakon sicer dopušča določena odstopanja v posameznih primerih, ki morajo biti odobrena s strani ATVP. DZU mora za morebitna odstopanja navesti razloge, pridobiti dovoljenje in jih navesti v pravilih upravljanja sklada, ki ga upravlja.

Na podlagi soglasja ATVP lahko npr. investicijski sklad v skladu z načelom razpršitve tveganja vложи do 100% sredstev v različne tržne vrednostne papirje in instrumente denarnega trga, ki jih izda ali zanje jamči Republika Slovenija ali posamezna članica Evropske unije. Investicijski sklad pa mora v tem primeru imeti sredstva v najmanj šestih različnih izdajah tržnih vrednostnih papirjev ali instrumentov denarnega trga (ZISDU-1, 69. člen, 1.-8. odst.).

Podobno lahko od teh omejitev z dovoljenjem ATVP odstopajo investicijski skladi, ki posnemajo določen indeks (indeksni skladi), skladi skladov in namenski skladi.

DZU je z omejitvami deležev lastništva posameznega izdajatelja prepovedan pomembnejši vpliv na upravljanje izdajatelja. Tako DZU za račun vzajemnih skladov, ki jih upravlja, ne sme pridobiti več kot 20% vseh glasovalnih pravic ali udeležbe v kapitalu izdajatelja. Za račun posameznega investicijskega sklada lahko DZU pridobi do 10% delnic brez glasovalne pravice v osnovnem

kapitalu izdajatelja, do 10% skupne nominalne vrednosti vseh izdanih dolžniških vrednostnih papirjev posameznega izdajatelja, do 10% skupne nominalne vrednosti vseh izdanih instrumentov denarnega trga in do 25% enot v obtoku posameznega vzajemnega sklada ali 25% osnovnega kapitala posamezne investicijske družbe.

Tabela 4: Vrste dovoljenih naložb investicijskega sklada in izpostavljenost do posameznega izdajatelja

VRSTE DOVOLJENIH NALOŽB	IZPOSTAVLJENOST DO POSAMEZNE OSEBE (IZDAJATELJA)
1. Tržni VP in instrumenti DT, s katerimi se trguje na organiziranih trgih VP ¹⁹	VS: do 10% posameznega izdajatelja ID: od 20% posameznega izdajatelja
1a. Instrumenti DT, s katerimi se trguje na denarnem trgu (pod posebnimi pogoji, ZISDU-1, 64. člen, 8. točka, 1. odst.)	<ul style="list-style-type: none"> • v kolikor VS vlaga več kot 5% ali ID več kot 10% svojih sredstev v VP in DT posameznega izdajatelja, skupna vrednost takšnih naložb ne sme presegati 40% vseh sredstev sklada • največ 35% v VP posameznega izdajatelja, če je izdajatelj, ali če zanje jamči Republika Slovenija ali država članica EU
2. VP iz postopka prve prodaje	VS in ID: veljajo enake omejitve kot pri vseh naslednjih izdajah, če izdajatelj dosega pogoje (ZISDU-1, 64. člen, 5. točka, 1. odst.)
3. Prenosljivi VP in instrumenti DT s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu VP	VS do 10% sredstev sklada ID: do 20% sredstev sklada
4. Enote oz. delnice drugih investicijskih skladov	VS in ID: do 10% sredstev sklada (z dovoljenjem ATVP do 20%) v posamezni investicijski sklad <ul style="list-style-type: none"> • skupno do 50% sredstev sklada (če ni sklad skladov) • v sklade, ki niso prilagojeni direktivam EU skupno do 30% sredstev sklada
5. Denarni depoziti	VS in ID: do 20% pri posamezni kreditni ustanovi; gre za depozite na vpogled ali odpoklic ali vezane depozite s pravico do dviga pred zapadlostjo (maks. 12 mesecev)
6. Izvedeni finančni instrumenti	VS in ID: do 10% sredstev sklada pri posamezni kreditni instituciji, ki zadostuje pogojem ZISDU-1
6a. Standardizirani 6b. Nestandardizirani	<ul style="list-style-type: none"> • celotna izpostavljenost ne sme presegati celotne čiste vrednosti sklada
7. Dodatna likvidna sredstva	vrsto in obseg predpiše ATVP

Legenda: VP - vrednostni papir; DT - denarni trg; ID - investicijska družba; VS - vzajemni sklad

Vir: ZISDU-1, 64. - 77. člen

¹⁹ Organiziran trg Republike Slovenije, držav članic EU in nekaterih tujih držav. Glej prilogo 2 (seznam organiziranih trgov tujih držav).

4.4 Vrste naložb (izvedeni finančni instrumenti)

Izvedeni finančni instrumenti so novost na področju industrije slovenskih investicijskih skladov. Značilnost finančnih instrumentov je, da so izvedeni oz. izpeljani iz drugih vrednostnih papirjev ali finančnih instrumentov, zato so se pojavljali v tuji literaturi različni izrazi. V splošnem se je ohranil pojem finančni derivati (*ang. financial derivatives*) ali kar derivati (*ang. derivatives*), (Chance, 1995).

Osnova (*ang. basis*) izvedenim finančnim instrumentom so lahko tudi blago ali plemenite kovine, v glavnem pa je osnova finančna aktiva (delnice, obveznice, tuje valute). Ko govorimo o ceni parametrov finančne aktive, govorimo o promptnem trgu (*ang. spot market*), ki je osnova za terminski oz. izvedeni trg (*ang. derivative instruments market*). Na terminskem trgu se sklepajo posli ali pogodbe za v prihodnje, in sicer o nakupu in/ali prodaji instrumentov, ki so izvedeni iz običajnega neposrednega trgovanja z vrednostnimi papirji, valutami, blagom. Pogodbeno se določijo: vrsta blaga (vrednostnega papirja, valute, blaga v ožjem pomenu besede), količina, cena in čas, ki je lahko izbrano prihodnje obdobje ali izbrani dan v prihodnosti, ko se mora pogodba izpolniti. Pogodba se lahko izpolni na dva načina, in sicer tako, da mora kupec kupiti in prodajalec prodati ali tako, da ima ena od strani na izbiro, da kupi (proda) ali ne kupi (proda) (Ribnikar, 1996, str. 53). V podzakonskih sklepih ATVP sta omenjeni vrsti navedeni kot izvedeni finančni instrumenti z obvezno izpolnitvijo za obe stranki in izvedeni finančni instrumenti z obvezno izpolnitvijo za eno stranko (Sklep o naložbah investicijskega sklada).

Navadno se štejejo k izvedenim finančnim instrumentom finančne terminske pogodbe (*ang. futures*) in valutni terminski posli (*ang. forwards*), opcije (*ang. options*) in zamenjave (*ang. swaps*). Z nadaljnjim razvojem so se instrumenti začeli deliti naprej na finančne instrumente prve generacije in finančne instrumente druge generacije. Pri slednjih so osnova finančni instrumenti prve generacije, primer takšnega instrumenta so npr. opcije na finančne terminske pogodbe (*ang. futures options*), obstaja pa še mnogo drugih oblik (Ribnikar, 1996).

ZISDU-1 in ZTVP-1 ločujeta izvedene finančne instrumente na standardizirane in nestandardizirane. Prvi so uvrščeni na organiziran trg vrednostnih papirjev, zato je njihova cena znana. Investicijski sklad jih lahko vključi v svojo naložbeno politiko z namenom varovanja pred tveganji ali z namenom trgovanja. Z nestandardiziranimi (*ang. OTC-market ali over-the-counter market*). Investicijski sklad jih ima lahko med naložbami z namenom trgovanja in ne z namenom varovanja pred tveganji. Investicijski sklad mora v primeru naložb v izvedene finančne instrumente njihovo vrsto in dovoljeno izpostavljenost navesti v pravilih upravljanja ter zadostiti nekaterim drugim pogojem. Sklad ima lahko med naložbami samo instrumente, katerih cena je znana in določljiva.

DZU mora zagotavljati ustrezno ugotavljanje, merjenje in obvladovanje tveganj, ki izhajajo iz imetništva oz. iz opravljanja poslov z izvedenimi finančnimi instrumenti, ne glede na to, ali so ti v posesti z namenom trgovanja ali varovanja pred tveganji. Za enotnost ustreznih postopkov izračunavanja tveganj, izpostavljenosti in poročanja ATVP se DZU dogovarjajo in usklajujejo v okviru Združenja družb za upravljanje investicijskih skladov.

Višina izpostavljenosti izvedenih finančnih instrumentov je odvisna od postavk oz. od osnove iz katere je posamezni instrument izveden. Tako na primer seštevek izpostavljenosti do posameznega izdajatelja in izpostavljenosti do istega izdajatelja, ki je osnova izvedenemu finančnemu instrumentu, ne sme presegati dovoljenih deležev (tabela 4), ki jih navaja ZISDU-1. Samo v primeru pridobitve soglasja ATVP za naložbe v izvedene instrumente na indeksni osnovi, teh naložb ni potrebno vključevati v izračunavanje ostalih deležev naložb in njihove izpostavljenosti.

4.5 Nove oblike skladov

V desetletni zgodovini slovenskih investicijskih skladov so se glede na investicijsko politiko uveljavile tri oblike vzajemnih skladov: delniški, obvezniški in uravnoteženi. V resnici je bila opredelitev tipa nekaterih vzajemnih skladov težavna, saj so zaradi omejitev na trgu svoje naložbe in taktiko investiranja prilagajali tržnim razmeram. Tako je bila politika največjega slovenskega vzajemnega sklada Galileo v obdobjih rasti tečajev delnic tipično delniška, v obdobjih večjih korekcij tečajev pa so upravljavci tega sklada zavarovali vrednost enote premoženja z nakupi obveznic (Androjna, 2003, str. 24).

ZISDU-1 določa opredeljevanje osnovne investicijske politike sklada že v imenu sklada. Tako bodo vlagatelji že na podlagi imena vedeli, ali gre za delniški, obvezniški, uravnoteženi ali kak drug tip sklada. V svetu namreč obstajajo številne druge oblike vzajemnih skladov, ki jih opredeljuje in dopušča možnost njihove ustanovitve tudi ZISDU-1. Na kratko so ti predstavljeni v nadaljevanju.

4.5.1 Investicijski sklad denarnega trga

Investicijski sklad denarnega trga je investicijski sklad, ki večino prihodkov realizira iz naložb in ima večino sredstev naloženih v instrumente denarnega trga in denarnih depozitih (ZISDU-1, 3. člen, 1. odst.). Gre za naložbe v visoko kakovostne kratkoročne vrednostne papirje, ki jih izdajajo države ali najuglednejša podjetja, in ostale visoko likvidnostne, nizko tvegane vrednostne papirje. Tveganje teh skladov je zelo nizko, večina ustvarjenih donosov pa izplačajo z dividendami (Kleindienst, 2001, str. 454). Skladi denarnega trga so danes ena izmed najhitreje rastočih skupin skladov v svetu²⁰. Zaradi svoje visoke likvidnosti so primerljiva naložba z bančnimi depoziti.

²⁰ V ZDA upravljajo v denarnih skladih s tretjino investiranega v vzajemne sklade oz. z 2272 milijardami USD (www.ici.org).

Vlagateljem namreč nudijo ugodnosti brezplačnega plačevanja s čeki v breme investitorjevega premoženja v skladu, elektronski prenos denarja, brezplačno zamenjavo za točke ostalih investicijskih skladov. Skladno z njihovo nizko tveganostjo so tudi donosi teh skladov manjši (povprečna realna donosnost v ZDA je v zadnjih 30 letih znašala nekaj manj kot 1,5% (Kleindienst, 2001). Provizije, ki si jih upravljalci skladov denarnega trga zaračunavajo so nizke, večinoma se gibljejo okrog 0,5% povprečne čiste vrednosti sklada.

4.5.2 Indeksni investicijski sklad

Cilj naložbene politike indeksnega sklada je posnemanje sestave določenega borznega indeksa. Tak vzajemni sklad kupuje vrednostne papirje proporcionalno z deležem teh vrednostnih papirjev, ki so vključeni v indeks. Skladi so lahko vezani na različne delniške, obvezniške ali sektorske indekse (Bodie, 1996, str. 107).

Prednosti investiranja v tovrsten tip sklada je več, zato se priljubljenost te oblike v svetu zadnji dve desetletji povečuje. Pomembna je razpršenost investicije v indeksni sklad, kot je npr. sklad, ki zasleduje borzni indeks S&P 500. Vlagatelj v tak sklad ima svoj denar razpršen med delnice 500 podjetij, ki so z različnimi deleži vključena v indeks. Druga pomembna prednost so stroški upravljanja, ki so v povprečju 1,5 odstotne točke nižji od povprečnih upravljaljskih stroškov delniških skladov (Kleindienst, 2001). Stroški indeksnih skladov so nižji zaradi bolj pasivnega in lažjega upravljanja, ki ne zahteva podpore analitskih oddelkov, kot je to značilno za delniške sklade. Dolgoročno predstavlja razlika v stroških zelo pomemben vpliv na donosnost sklada. Tako je v ZDA v obdobju od konca leta 1986 do konca leta 1996 povprečni indeksni sklad po stroških dosegel 14,4% letno donosnost oziroma 283% porast sredstev, medtem ko je povprečni delniški sklad po stroških letno dosegel 13,1% letno donosnost ali 242% porast sredstev sklada v opazovanem obdobju (Kleindienst, 2001).

4.5.3 Namenski investicijski sklad

V tuji literaturi je ta tip sklada poimenovan Specialized Funds. V ZISDU-1 je definiran kot sklad, katerega naložbena politika je usmerjena v nalaganje sredstev v določeno gospodarsko dejavnost, panogo, geografsko področje, v določeno vrsto vrednostnih papirjev, pri čemer je družba za upravljanje takšnega investicijskega sklada specializirana za upravljanje s takšnimi vrstami naložb ali pa razpolaga s specifičnim znanjem pri upravljanju s takšnimi naložbami.

Namenski investicijski skladi so v svetu zelo razširjeni zlasti v državah z velikim kapitalnim trgom (ZDA, Velika Britanija, Nemčija, Francija), k tem bi lahko prišteli še Luksemburg. Nastali so z razširjanjem ponudbe posameznih upravljalcev, ki so šli s svojo investicijsko politiko v nasprotno smer razpršitvi sredstev in zmanjševanju tveganja. Z namenskimi skladi iščejo investitorje, ki so pripravljeni investirati zgolj na določen trg ali panogo, za katero so mnenja, da se nadpovprečno hitro razvija. Namenski skladi so zato bolj tvegani in ustrezni kot kombinacija z ostalimi boljše

razpršenimi investicijskimi skladi (Kleindienst, 2001). Velike investicijske družbe, kot so Vanguard, Fidelity, Templeton, Pioneer in še nekatere, upravljajo s celimi skupinami najrazličnejših skladov, med katerimi je veliko tako imenovanih namenskih skladov.

4.5.4 Sklad skladov

Sklad skladov (*ang. Fund of Funds*) je terminološko tako opredeljen v ZISDU-1, v literaturi pa najpogosteje zasledimo ime kot je krovni sklad (*ang. umbrella funds*). Naložbena politika sklada skladov je vlaganje sredstev pretežno v enote premoženja oziroma delnice drugih investicijskih družb (ZISDU-1). Pozitivna lastnost teh skladov je ta, da imajo med naložbami lahko enote nekaterih skladov, ki malim investitorjem niso dosegljivi. Obstaja namreč veliko število skladov z zelo kvalitetnimi naložbami in znanimi imeni upravljavcev, ki pa zahtevajo zelo visoke minimalne začetne vložke. Z nakupom enot sklada skladov se je moč izogniti tudi nekaterim oviram, kot so jezikovne in časovne razlike, različni transakcijski, konverzijski in drugi stroški, ki bi jih imel investitor v primeru, da bi sam želel priti do ene izmed naložb v skladu skladov. Investitorju je tudi prihranjeno delo zaradi spremljanja in upravljanja svojega lastnega portfelja, saj ima ob enaki razpršitvi manjše število naložb. Tako ima na primer namesto petih različnih zelenih skladov samo enega, v katerem je vseh pet zelenih naložb. Negativna stran te oblike skladov pa so visoki stroški vstopa. Zaradi svoje tipične krovne oblike, ki jo dosežejo s tem, ko ima sklad med naložbami enote skladov, ki so lastniki enot drugih skladov, se provizije seštevajo. S širino razpršitve naraščajo vstopni stroški. Ti so v večini primerov okrog 5% vplačila, nekateri tovrstni skladi pa ob pristopu k varčevanju zaračunavajo izjemno visoke fiksne stroške. Takšen primer so skladi, v katere je bilo moč vlagati tudi v Sloveniji, to so Luxumbrella Paribas First Selection.

4.6 Upravljanje s tveganji

Upravljanje s tveganji je popolnoma novo področje v ZISDU-1. Predstavlja temelj pri zagotavljanju dveh ključnih ciljev zakonodajalca, varnosti vlagateljev oz. delničarjev investicijskih skladov ter preglednost in nadzor nad poslovanjem investicijskih skladov in DZU. ZISDU-1 in podzakonske določbe ATVP natančno opredeljujejo načrte obvladovanja tveganj, ki so posledica vrste naložb investicijskih skladov, ustreznosti poslovanja DZU, izpostavljenosti do posameznih oseb in okoliščin ogroženosti poslovanja investicijskih skladov. V nadaljevanju podrobneje opisujem omejitve, postopke in predpise, ki jih obravnavajo ZISDU-1 in sklepi ATVP²¹, ter jih razdeljujem na področje upravljanja s tveganji DZU in upravljanje s tveganji investicijskih skladov.

²¹ Sklepi ATVP, ki podrobneje opredeljujejo in predpisujejo področja, povezana z upravljanjem s tveganji pa so: Sklep o poročanju in obvladovanju tveganj v zvezi z naložbami investicijskega sklada (EVA 2003-1611-0121); Sklep o podrobnejših pravilih o obvladovanju tveganj družbe za upravljanje (EVA 2003-1611-0122); Sklep o naložbah investicijskega sklada (EVA 2003-1611-0120); Sklep o okoliščinah in kriterijih, kdaj se šteje poslovanje investicijskega sklada za ogroženo (EVA 2003-1611-0105).

4.6.1 Upravljanje s tveganji družb za upravljanje

DZU mora zagotoviti, da vedno razpolaga z ustreznim kapitalom²² v skladu s 17. členom ZISDU-1 glede na skupni obseg premoženja, ki ji je dano v upravljanje. Za zagotavljanje kapitalske ustreznosti so v sklepih ATVP navedena natančna pravila za izračun kapitala, postavke in odbitne postavke kapitala. Za obvladovanje operativnega tveganja mora DZU vzpostaviti in ohranjati kadrovske, organizacijske in tehnične strukture. Nadalje mora DZU vzpostaviti tudi ustrezen sistem obvladovanja tveganj, ki ji omogoča tekoče ugotavljanje, merjenje in spremljanje celotnega tveganja DZU in posameznih vrst tveganj, kot tudi njihov prispevek k celotnemu tveganju DZU. Procese, ukrepe obvladovanja tveganj in spremljanja posledic procesov mora DZU opredeliti v načrtu, poročilo o izvajanju načrta pa mora dvakrat letno posredovati ATVP.

Ogroženost poslovanja investicijskega sklada se šteje v naslednjih primerih (EVA 2003-1611-0105, 2. člen):

- če DZU krši pravila o obvladovanju tveganj v obdobju, daljšem od 3 mesecev;
- če DZU daljše obdobje ponavljajoče krši pravila;
- če DZU ne more preprečiti kršitev določb o naložbah investicijskega sklada v pravne osebe, povezane z DZU ali kršitev določb ZISDU-1 o poslih za račun investicijskega sklada z osebami, povezanimi z DZU;
- če DZU ni tekoče obveščena o osebah, ki so povezane s skrbnikom, s katerim je DZU pogodbeno vezan;
- če DZU ne odpravi kršitev, ugotovljenih s strani ATVP v roku, ki ga določi ATVP;
- če ATVP v interesu vlagateljev oziroma delničarjev sklada začasno ustavi odkup enot premoženja vzajemnega sklada;
- če so bili podani razlogi za začasno ustavitev odkupa enot sklada.

4.6.2 Upravljanje s tveganji investicijskega sklada

Tveganje investicijskih skladov se nanaša na tveganost naložb investicijskih skladov (tržno, kreditno, likvidnostno, idr. tveganja), ta pa je odvisna od vrste naložb, izpostavljenosti investicijskega sklada do posamezne osebe ter naložbenih tehnik in orodij upravljanja z naložbami investicijskega sklada. Upravljanje s tveganji pomeni ugotavljanje, merjenje, spremljanje in ukrepanje v primerjavi kršitev ustreznosti zgoraj naštetih dejavnikov tveganosti investicijskega sklada. Podrobno omejitve naložb in izpostavljenost investicijskega sklada do posameznih oseb, ki ju določa ZISDU-1 in sklepi ATVP, opisujem v poglavju 4.2.

ZISDU-1 (78. člen) določa, da se smeta DZU in skrbnik za račun investicijskega sklada zadolževati le v izjemnih primerih, s predhodno navedbo v pravilih upravljanja oz. statutu in pod določenimi pogoji. V primeru, da si pridobi sklad posojilo v tuji valuti kot tehniko upravljanja s tečajnim

²² Več o tem v poglavju 2.4.5.1

tveganjem, se sme zadolžiti v višini 10 odstotkov naložb sklada. V primeru investicijske družbe gre lahko za zadolžitev z dospelostjo do pet let, medtem ko gre v primeru vzajemnega sklada za začasno oz. kratkoročno zadolžitev z dospelostjo šestih mesecev. Za posojilo mora sklad posojilodajalcu zagotoviti kot zavarovanje posojilo v enaki protivrednosti v drugi (domači) valuti.

DZU in skrbnik za račun investicijskega sklada ne smeta izdajati poroštev oz. drugih oblik jamstev tretjim osebam in jim odobriti posojil, razen v primeru posojil iz prejšnjega odstavka (ZISDU-1, 79. člen).

Tudi nekrite prodaje vrednostnih papirjev so v skladu z ZISDU-1 (80. člen) prepovedane. To pomeni, da tako skrbnik kot DZU ne smeta skleniti pogodbe o prodaji in prodati tržnih vrednostnih papirjev, instrumentov denarnega trga ali drugih finančnih instrumentov, v kolikor ni imetnik predmeta prodaje (*ang. Short Selling*).

4.7 Organizacijske spremembe in stroški DZU

Da se bodo DZU lahko uspešno prilagodili zahtevam novega ZISDU-1 in podzakonskim aktom ATVP se bodo morali prej tudi sami v marsičem temeljito notranje organizacijsko spremeniti. Rok za prilagoditev poslovanja DZU je do konca leta 2003, zaradi česar bodo imeli predvsem manjši DZU proti koncu leta veliko dela, kar lahko vpliva tudi na njihovo uspešnost poslovanja.

V prvem sklepu podzakonskih aktov ATVP so določeni pogoji o kadrovskih, tehničnih in organizacijskih pogojih ter dokumentaciji, ki jo morajo pripravljati DZU. Kadrovske spremembe prinašajo po novem dva člana uprave DZU (prej samo eden) in vsaj pet redno zaposlenih, ki morajo izpolnjevati dokaj stroge pogoje. DZU odgovarjajo oziroma so zadolženi tudi za ustrezno usposobljenost kadrov, ki tržijo njihove sklade. Osebe, ki nimajo izkušenj na področju upravljanja storitev v zvezi z investicijskimi skladi, bodo morale prej opraviti ustrezen izpit preverjanja znanja s tega področja.

Pri zadovoljevanju ustreznih tehničnih pogojev s strani DZU gre predvsem za ustrezen informacijski sistem in računalniško podporo. Ta naj bi preprečeval morebitne izpade in zagotavljal nemoteno poslovanje DZU, zaščito, ustrezno varovanje in hranjenje podatkov, ki so zaupne narave. Dostop do določenih podatkov, predvsem gre tu za podatke o vlagateljih v sklad, bo imela le za to zadolžena in zaposlena oseba pri DZU.

Pričakovati je, da bodo največ dela imeli DZU-ji z zagotavljanjem zakonsko določenega komuniciranja z vsemi udeleženci. Podzakonski akti namreč natančno določajo predpisane obrazce, zahtevane izračune in ostala pravila poročanja nadzornim organom, skrbniku, vlagateljem in javnosti. DZU bodo tako imeli večje administrativno breme, namen tega je večja preglednost

njihovega poslovanja, lažji nadzor in redna kontrola, predvsem pa zagotovitev največje možnosti varovanja interesov in varnosti vlagateljev.

4.7.1 Provizije in stroški investicijskega sklada

Do prilagoditve z ZISDU-1 si DZU tako v primeru vzajemnih skladov kot investicijskih družb, lahko zaračunavajo provizije, ki jih določa stari zakon. V primeru vzajemnih skladov vsota vstopne in izstopne provizije ni smela presežati treh odstotkov vrednosti investicijskega kupona, upravljavška provizija ni smela presežati dveh odstotkov. Upravljavške provizije DZU, ki so upravljali PID-e in investicijske družbe, pa so bile na letni ravni omejene s tremi odstotki, od katerih odstotek so si upravljavci lahko izplačevali v delnicah, povrnjeni so jim bili tudi stroški ustanovitve investicijskega sklada v višini 5% vrednosti osnovnega kapitala družbe (Žnidaršič, 1999, str. 201).

Provizije so z novim zakonom določene drugače, zakon pa določa tudi opredeljevanje in izračunavanje celotnih stroškov vzajemnega sklada in celotnih stroškov vlagatelja v vzajemni sklad, dodatne so tudi provizije skrbnika.

4.7.1.1 Provizije in stroški vzajemnega sklada

Izbira višine vstopne, izstopne in upravljavške provizije bo ob uskladitvi v celoti prepuščena DZU. Omejena je samo izstopna provizija, ki ne sme presežati 3% od zneska izplačila. Dopusčena je tudi možnost, da sme DZU v primeru določenega časovnega obdobja varčevanja, kateremu se zaveže vlagatelj, obračunati določene fiksne vstopne stroške, ki pa ne smejo presežati 30% vrednosti vsote vplačil v prvem letu. V tem primeru sme DZU v naslednjih letih zaračunavati sorazmerno nižje vstopne stroške, vendar tako visoke, da vstopni stroški vplačil v celotnem obdobju ne presežejo višine vstopnih stroškov, določenih s pravili upravljanja vzajemnega sklada (ZISDU-1, 122. člen, 3 odst.).

Poleg provizije za upravljanje si lahko DZU iz sredstev sklada krije tudi nekatere druge stroške v zvezi z upravljanjem, ki morajo biti navedeni v pravilih upravljanja. Gre za stroške skrbniških storitev, stroške posredovanja pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev na organiziranem trgu (stroški klirinško depotne družbe, posrednika in borze), stroške plačilnega prometa, revidiranja, obveščanja imetnikov in nekaterih drugih stroškov. Te stroške je po starem zakonu (ZISDU) krila DZU iz naslova vstopne/izstopne provizije ali iz upravljavške provizije.

Pomembno je izpostaviti tudi izstopno provizijo, ki jo lahko obračuna DZU, ki upravlja vzajemni sklad, preoblikovan iz investicijske družbe. Imetnikom kuponov tako ustanovljenega vzajemnega sklada, ki želijo biti izplačani v prvem letu po preoblikovanju, lahko DZU obračuna od 0 do 20% izstopno provizijo, katere višina mora biti navedena v pravilih upravljanja vzajemnega sklada. V drugem letu po preoblikovanju si lahko DZU zaračuna od 0 do 10% vrednosti enote premoženja na

dan izplačila. Tako izračunana izstopna provizija povečuje sredstva vzajemnega sklada. To je vsekakor posebnost in edinstvenost slovenskih vzajemnih skladov, saj nikjer na svetu vlagatelji, ki vztrajajo, ne pridobivajo na račun tistih, ki izstopajo iz sklada (Kodrič, 2003, str. 24).

4.7.1.2 Provizije in stroški investicijske družbe

DZU ima pravico do povrnitve nekaterih stroškov, ki so nastali ob ustanovitvi investicijske družbe. Ti stroški ne smejo presegati 3% skupnega zneska denarnih vplačil za delnice, izdane ob ustanovitvi družbe (ZISDU-1, 176. člen, 3. odst.). Letna provizija za upravljanje ne sme presegati 1,5% povprečne čiste vrednosti premoženja investicijske družbe. Tako kot za upravljanje vzajemnega sklada si lahko DZU, ki upravlja investicijsko družbo, zaračunava nekatere druge stroške storitev upravljanja, ki morajo biti navedeni v statutu investicijske družbe.

4.8 Trženje enot oz. delnic investicijskega sklada

Storitev trženja investicijskih skladov lahko v Sloveniji poleg slovenskih DZU opravljajo DZU držav članic Evropske Unije ali tuje DZU²³. Pogoj za trženje in oglaševanje tujih investicijskih skladov pri nas je, da imajo DZU, ki upravljajo te sklade, dovoljenje za upravljanje storitev v državi članici ali tuji državi, kjer imajo sedež. V državi, kjer se opravlja trženje in oglaševanje mora biti vlagateljem zagotovljen pristop k nakupu njihovih enot. Tuje investicijske sklade lahko DZU tržijo pri nas prek podružnice ali neposredno. Do sprejetja Slovenije v Evropsko Unijo pa velja prehodno obdobje, ko lahko tuji upravljavci tržijo svoje sklade le prek podružnice.

Za sedanje slovenske upravljavce in tuje, ki se bodo odločili vstopiti na slovenski trg, velja, da lahko svoje storitve upravljanja ali zgolj nekatere storitve (trženje) prenesejo z dovoljenjem ATVP na drugo družbo. Za varnost vlagateljev je pomembna določba, da tako prenesene storitve trženja ne smejo biti naknadno prenesene na tretje osebe. V Sloveniji se je nekaterim upravljavcem dogajalo namreč tudi to, da so njihove sklade tržile osebe, katerim DZU neposredno ni dal nikakršnega pooblastila. Tako se preprečuje možnost mrežnega marketinga ali trženja nepooblaščenih akviziterjev, ki lahko s svojim nezadostnim poznavanjem tematike investicijskih skladov in agresivnim ponujanjem zgolj enega sklada naredijo potencialnim vlagateljem več škode kot koristi. DZU bodo morali skrbeti, da bodo osebe, ki bodo tržile njihove sklade ustrezno usposobljene za to delo, kar bodo morali dokazovati ATVP z zahtevanimi potrdili. V primeru trženja izven sedeža ali poslovalnice DZU se bodo morali zaposleni, ki tržijo sklade, tudi vlagatelju identificirati in pokazati potrdilo o izpolnjevanju pogojev oz. usposobljenosti za svetovanje in trženje sklada.

²³ Tuje DZU so DZU s sedežem v državah, ki niso članice Evropske Unije. V nadaljevanju uporabljam pojem tuje DZU oz. tuji investicijski skladi za vse družbe oz. sklade, ki nimajo sedeža v Sloveniji.

V podzakonskih aktih ZISDU-1 je strožje kot do sedaj določena tudi vsebina oglaševanja investicijskih skladov. Gre predvsem za preprečevanje možnosti zavajanja vlagateljev s tem, da morajo uradna poročila kot tudi oglaševalsko gradivo izpolnjevati nekatere pogoje. Vlagatelji morajo biti obveščeni o tem, kdo investicijski sklad upravlja, kdo ga oglašuje in o njihovi pravici o vpogledu v prospekt in izvleček prospekta z navedbo kraja brezplačnega vpogleda. Ob prikazih gibanja vrednosti enot premoženja morajo biti obveščeni o tem, da donosi v preteklosti niso garancija za donose v prihodnosti, ob objavah podatkov o vrednostih enot, preteklih donosih in naložbah sklada pa mora biti tudi objavljen datum prikazanega stanja ipd.

4.9 »Posebni« vzajemni sklad

Vzajemni skladi morajo do uskladitve z zakonom nositi poleg imena navedbo "posebni". To je po mnenju nekaterih upravljavcev skladov sporno, saj lahko nekatere sedanje in predvsem potencialne vlagatelje ta navednica zmede (Smrekar, 2003, str. 7). Tako je potrebno vlagati veliko energije in časa za pojasnjevanje vlagateljem, zakaj je prišlo do navedbe, po drugi strani pa to predstavlja DZU tudi nekaj dodatnih stroškov, saj so morali v kratkem roku od sprejetja ZISDU-1 uskladiti pravila upravljanja, pristopne izjave in ves promocijski material, v nasprotnem primeru so bile s strani ATVP zagrožene stroge kazni.

4.10 Vzajemni skladi na borzi

ZISDU-1 omogoča tudi možnost uvrstitve slovenskih vzajemnih skladov na organizirani trg vrednostnih papirjev. Upravljavci se na to možnost v medijih niso odzvali, po mnenju Mateja Tomažina, upravljavca vzajemnega sklada Modra kombinacija (Ilirika DZU), pa gre bolj za usklajevanje z evropskimi direktivami, kot za resno razmišljanje o tej potezi. Kotiranje enot investicijskih skladov na borzi je smiselno za sklade, ki imajo fiksni portfelj in niso aktivno upravljani. Tak primer so v ZDA Exchange Traded Funds. Tako v primeru nakupa enot sklada na organiziranem trgu kot v primeru nakupa enot takšnega sklada direktno pri upravljavcu so stroški nakupa enaki. V primeru slovenskih vzajemnih skladov bi morale priti do korenitih sprememb pri provizijah in stroških, ki bi jih morale DZU dobro prestrukturirati, da ne bi prihajalo do večjih razlik med vrednostmi enot, ki kotirajo na borzi in tistih, ki jih vlagatelj vplača direktno pri upravljavcu.

5 Industrija investicijskih skladov v prihodnosti

5.1 Vstop tujih DZU na slovenski kapitalni trg

Med tujimi investitorji, ki so se do sedaj odločali za portfeljske naložbe na slovenskem kapitalnem trgu, izstopajo upravljavci tujih skladov, ki investirajo v gospodarstva v razvoju. Zaprtost, majhnost

in precejšnja raven državne regulative našega kapitalskega trga so bili do danes razlogi percepcije le-tega kot dokaj tvegan in nezanimiv trg. Z liberalizacijo slovenskega kapitalskega trga, prilagoditvijo zakonodaje in vstopom v Evropsko unijo bo iz vidika tujih vlagateljev naložba v slovenske vrednostne papirje vsekakor bolj varna naložba. V prihodnjih nekaj letih bo jasno, kaj v resnici pomeni možnost vstopa na slovenski kapitalski trg tujim upravljavcem investicijskih skladov.

Dejanski prihod tujih upravljavcev se v največji meri skriva v odgovoru na vprašanje, zakaj naj bi tuje DZU na naš kapitalski trg sploh vstopile in kje, če sploh, v tem vidijo kakšno priložnost. V prid njihovem prihodu sta vsaj dva razloga. Prvi je prav gotovo nerazvitost industrije vzajemnih skladov v Sloveniji, ki gre v smeri razvoja te industrije v državah s primerljivim bruto domačim proizvodom, kot sta na primer Grčija in Portugalska. S svojim prihodom bi tuje DZU razširile ponudbo investicijskih skladov na slovenskem trgu. Drugi razlog se skriva v bližini potencialnih razvijajočih se kapitalskih trgov vzhodnih in jugovzhodnih držav Evrope. Za boljše upravljanje in izkoriščanje investicijskih priložnosti morajo biti tuji upravljavci prisotni na teh trgih oziroma biti zaradi boljših in hitrejših informacij tem trgom vsaj v bližini. Iz omenjenih dveh razlogov je moč razbrati dvojno vlogo tujih DZU v Sloveniji. Trženje in prodaja že uveljavljenih finančnih produktov, ki so upravljani v državi članici Evropske unije, in ustanavljanje novih skladov, ki bodo upravljani na slovenskem trgu. Do vstopa Slovenije v Evropsko unijo tuje DZU pri trženju in prodaji skladov z opredelitvijo strogih pogojev omejuje tudi slovenska zakonodaja z določitvijo obvezne ustanovitve podružnice tuje DZU v Sloveniji.

Postopek za ustanovitev podružnice je zelo podoben kar ustanovitvi DZU in torej ni zgolj formalnost. ATVP mora namreč pred ustanovitvijo izdati licenco/dovoljenje za ustanovitev podružnice tuje DZU. Za pridobitev tega dovoljenja mora podružnica izpolnjevati kadrovske tehnične in organizacijske pogoje za opravljanje vseh storitev, podobno kot DZU. ATVP tudi določi, koliko denarnih sredstev ali ustreznih garancij mora tuja DZU zagotoviti v Sloveniji kot zavarovanje za varstvo slovenskih vlagateljev pri vplačilih in izplačilih iz tujega sklada (ZISDU-1, 51. člen, 4. odst.). Potrebna so še dovoljenja za objavo prospekta, opisi in pridobitev dovoljenja za morebiten podpis pogodbe s tretjo osebo za vzpostavitev distribucijske mreže. Določena so natančna pravila, nadzor in ukrepi nadzora ATVP. Očitno je bil namen zakonodajalca predvsem zavarovati domačega investitorja pred sumljivimi tujimi skladi, vendar s takšno ureditvijo, vsaj do vstopa Slovenije v EU, da štiti domačo industrijo investicijskih skladov pred tujo konkurenco (Jemenšek, 2003, str. 41).

Pričakujemo lahko torej prihod tujih investitorjev, ki bodo tržili vzajemne sklade prek različnih posrednikov takrat, ko bo to dopuščala slovenska zakonodaja, to je z vstopom Slovenije v Evropsko unijo.

5.2 Konkurenčnost in prevzemi

Odprava omejitev investiranja upravljavcev na tuje trge vzpodbuja slovenske DZU k razširjanju ponudbe svojih finančnih produktov. Družba za upravljanje Medvešek Pušnik DZU je konec julija 2003 že pridobila dovoljenje s strani ATPV za ustanovitev dveh skladov, ki bosta usmerjena na tuje trge: MP-Global.SI in MP-Plus.SI. Prvi bo po besedah člana uprave Igorja Erkerja namenjen širšemu krogu vlagateljev, drugi bo določal minimalni vložek 20 milijonov tolarjev, zato bo namenjen večjim in tudi institucionalnim investitorjem. Tudi v DZU KBM Infond pripravljajo sklad Infond-Evropa, nov sklad Probankine DZU se bo imenoval Beta, medtem ko največje spremembe napovedujejo pri Novi LB s hčerinskim podjetjem NLB Skladi. Po neuradnih virih naj bi upravljali z vsaj sedmimi novo nastalimi skladi. Tudi pri vodilnem slovenskem DZU, KD Investments, je pričakovati, da bodo reagirali na napovedi konkurence in ustanovili sklad, ki bo vlagal v tuje vrednostne papirje, v svojih objavah v javnosti pa so zelo skrivnostni.

Preoblikovanje v vzajemni sklad so že napovedali tudi pri Pomurski investicijski družbi, sklad naj bi se imenoval Primus. V primeru preoblikovanja katerega izmed večjih investicijskih družb (NFD-1, Triglav Steber 1) se bodo skupna sredstva slovenskih skladov skoraj podvojila. Konec julija 2003 so sredstva NFD-1 predstavljala 72,4% vrednosti vseh slovenskih vzajemnih skladov (Kodrič, 2003, str. 32).

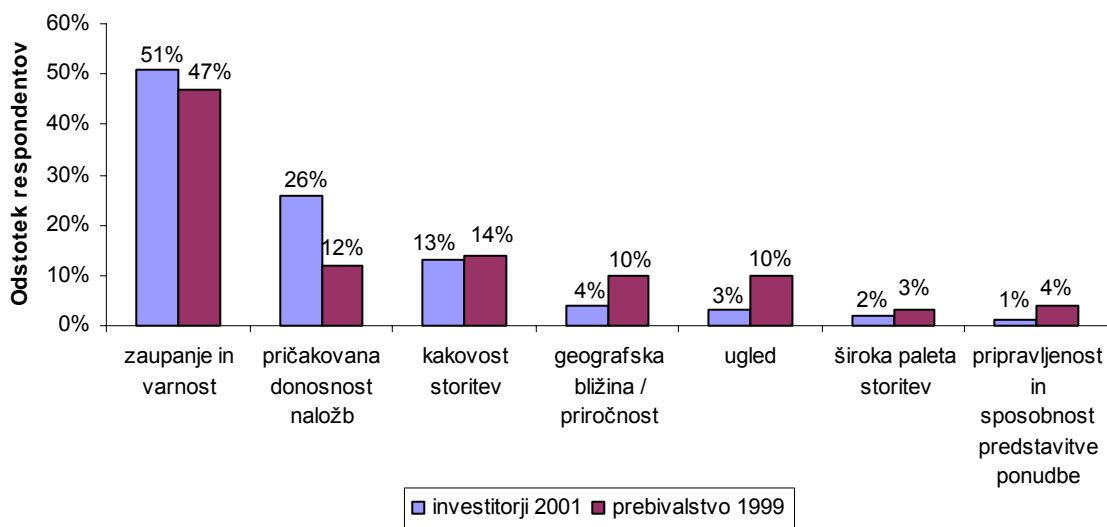
Pričakovati je torej pestrejšo ponudbo slovenskih vzajemnih skladov. Zgoraj napovedanim ustanovitvam lahko verjetno dodamo še kakšno, saj se bo na omenjeno konkurenca morala odzvati. Po tem scenariju se bo število vzajemnih skladov na slovenskem trgu vrednostnih papirjev skoraj podvojilo, še posebno, če k temu dodamo prihod morebitnih tujih upravljavcev. Vprašanje je, ali bo trend povečevanja sredstev v vzajemnih skladih sledil povečevanju konkurence vzajemnih skladov v Sloveniji. Varčevalci se bodo tako kot drugod v svetu odločali predvsem na podlagi zaupanja, preteklih izkušenj in širine ter kakovosti ponudbe upravljavcev. Tisti DZU, ki ne bodo sledili dogajanju na trgu, širili ponudbo, izboljševali storitve in s tem pridobivali nove vlagatelje, bodo dolgoročno izgubljali tržni delež. S tem se bodo zmanjševala tudi njihova sredstva za oglaševanje, učinkovito trženje in razvoj, kar bodo prek mehanizma prevzemov izkoristili večji upravljavci. Prevzemom, predvsem PID-ov in nekaterih vzajemnih skladov smo bili priča tudi v kratki slovenski zgodovini investicijskih skladov. Za vlagatelje prevzetih skladov pomeni to pozitivno spremembo, saj lahko pričakujejo od prevzemnega upravljavca boljše upravljanje s sredstvi.

Prihod tuje konkurence lahko slovenski upravljavci pričakujejo po sprejetju Slovenije v Evropsko unijo. Kako močna bo ta konkurenca, je težko napovedovati, slovenskim upravljavcem najslabša možnost in največja skrb je neposredna prodaja in trženje investicijskih skladov v svetu najbolj poznanih investicijskih družb. Raje kot nekoliko manjšim in manj znanim tujim DZU pa bodo slovenski vlagatelji zaupali svoje prihranke domačim upravljavcem, ki investirajo na tuje trge (Erker, 2003). Eden izmed najpomembnejših dejavnikov pri odločanju vlagateljev za ustrezni

vzajemni sklad je časovni horizont delovanja vzajemnega sklada. Sklad, ki zbira prihranke vlagateljev dlje časa, vzbuja pri novih potencialnih vlagateljih večje zaupanje. Pri izbiri finančne institucije je zaupanje in varnost daleč najpomembnejši dejavnik slovenskih vlagateljev (Slika 4). Tisti, ki bodo prišli na slovenski trg z novimi produkti med prvimi, bodo imeli pozneje zaradi tega določeno konkurenčno prednost, po drugi strani pa bodo pridobili tiste investitorje, ki nove oblike skladov na slovenskem trgu vrednostnih papirjev težko pričakujejo.

Vse pomembnejšo vlogo pri konkurenčnem boju med upravljavci bodo imeli tudi stroški vlagateljev. Stroški vlagateljev namreč neposredno vplivajo na donosnost investicijskih skladov, ki je slovenskim vlagateljem drugi najpomembnejši dejavnik pri izbiri finančne institucije (Slika 4). Slovenski vlagatelji, ki vlagajo na tuje trge, se še vedno srečujejo z dokaj visokimi transakcijskimi in konverzijskimi stroški, ki se bodo z vstopom na evropski trg poenotili in znižali. Slovenski upravljavci bodo tako prehodno obdobje po vsej verjetnosti izkoristili z medsebojno usklajenimi in nekoliko višjimi provizijami, kot jih zaračunavajo v povprečju evropski in ameriški upravljavci skladov. Pozneje bodo morali svoje stroške ustrezno zniževati, drugače na enotnem evropskem trgu ne bodo konkurenčni. Raziskave kažejo (Kleindienst, 2001a), da je za vlaganje na kapitalni trg najbolj dovzetna starostna skupina med 30 in 40 let, ki bo v sorazmerno kratkem obdobju dovzetna tudi za spremembe in prednosti, ki jih prinaša skupni evropski trg.

Slika 4: Najpomembnejši dejavniki pri izbiri finančne institucije



Vir: Kleindienst, 2001a, str. 35.

Z izjemo dejavnikov pričakovane donosnosti in geografske bližine oz. priročnosti imajo v povprečju tuje investicijske družbe pred slovenskimi veliko konkurenčno prednost, saj so organizacijsko, kadrovsko in informacijsko zaradi njihovega dolgoletnega poslovanja in izkušenj bolj razvite. Ker so kapitalno mnogo močnejše, lahko več sredstev namenjajo trženju in oglaševanju. Po drugi strani je izhodiščna in zelo pomembna prednost slovenskih upravljavcev ta,

da so si z v povprečju višjimi letnimi donosi kot tuja konkurenca ustvarili pri slovenskih vlagateljih velika pričakovanja, ki bodo še nekaj let omogočala akumulacijo sredstev v slovenske vzajemne sklade. Pričakovanja prebivalstva po nadaljevanju podobnih donosov tudi v prihodnosti so lahko za slovenske upravljavce tudi nevarnost, da bodo ob neizpolnjevanju pričakovanega vlagatelji prenašali sredstva v alternativne naložbe.

5.3 Uvrstitev v globalni trg finančnih storitev

Prost pretok kapitala obstaja že v skoraj vseh evropskih državah. Skupaj z liberalizacijo in vse bolj integriranim mednarodnim finančnim sistemom pomeni ta svoboda številne priložnosti za gospodarstva v razvoju. Neto finančni prilivi v ta gospodarstva so v zadnjih letih izredno porasli in spodbudili gospodarsko rast. Ta svoboda pa pomeni za gospodarstva tudi večjo ranljivost. Nestalnosti kratkoročnega kapitala in, kot to potrjuje primer držav jugovzhodne Azije, pomanjkanje trdnega in dobro kapitaliziranega, vodenega in nadzorovanega finančnega sistema je lahko ključna šibka točka v trenutku, ko se spremeni mišljenje investorjev in to privede do velikih sprememb v smeri tokov.

Vse večja medsebojna povezanost borz vpliva na povečano občutljivost trgov na informacije, ne glede na to, od kod izvirajo. Zdi se, da prilagajanje zakonodajnih okvirov ne dohaja globalizacije trgov, ki je posledica velikih zasebnih in javnih investicij zahodnih držav v države v razvoju. Tudi, ko je okvirna zakonodaja dorečena, je šibka točka na globalnem trgu njeno izvajanje. Zaradi pomanjkanja nadzora se je tako pojavilo tudi tako imenovano *moralno tveganje*. To je nezavedanje obstoja tveganj zaradi subjektivnega občutka, da se organizacije glede pokritja izgub lahko zanesejo na višjo ustanovo (Doumont, 2003, str. 13). V primeru Slovenije je to vidno pri podjetjih, ki so pretežno v državni lasti in nimajo na trgu prave konkurence, njihova uspešnost pa je v celoti prenesena na odločitve države.

Ključni ukrepi za vzpostavitev integriranega finančnega trga so zajeti v Akcijskem načrtu za finančne storitve (ANFS)²⁴ iz leta 1999. Glavni strateški cilji ANFS so vzpostavitev notranjega trga finančnih storitev na veliko, vzpostavitev odprtega in varnega trga za poslovanje na drobno ter krepitev predpisov glede bonitetnega nadzora. Oblikovalci politik v državah članicah morajo spoštovati naslednje splošne zahteve za vzpostavitev učinkovitega finančnega trga EU (Doumont, 2003, str. 18):

1. **Enake zahteve za vse.** Različni predpisi na področju upravljanja podjetij med državami članicami lahko pomenijo zakonske in administrativne ovire, ki zavirajo učinkovito

²⁴ Evropski svet je marca 2002 v Barceloni ponovno potrdil zavezanost vodij držav in vlad Akcijskemu načrtu za finančne storitve in se zavzel za njegovo polno izvajanje do leta 2005. Do sedaj je bilo uspešno izvedenih 80% prvotnih ukrepov.

delovanje finančnega sistema. Pomembna je tudi racionalizacija in poenotenje zahtev glede poročanja.

2. **Lojalna konkurenca.** Potreba po zagotovitvi enakega dostopa do tržne infrastrukture, na primer do sistema trgovanja, kliringa in poravnave. Do višjih stopenj gospodarske rasti je moč priti le z dejansko povečano konkurenco, ki se bo kazala v nižjih stroških kapitala za posojilojemalce, višjih donosih za investitorje in širšem izboru finančnih proizvodov.
3. **Zaupanje potrošnikov.** Uskladitev predpisov na področju zaščite potrošnikov pripomore k večji informiranosti potrošnikov in s tem k povečevanju njihovega zaupanja.
4. **Finančna stabilnost.** Zaščitni ukrepi se morajo sproti seznanjati z možnimi viri finančnih tveganj in nadzornimi praksami, da se zmanjšajo sistemska in institucionalna tveganja.

Spisek težav slovenskega trga kapitala, ki se navezujejo na zgoraj omenjene zahteve, je obširen²⁵. Za odpravo teh je najpomembneje spremeniti vse zakonske in podzakonske akte, ki omejujejo mednarodno poslovanje, tako da pravna ureditev ne bi bila strožja, kot jo minimalno zahteva evropska ureditev. Na primarnem trgu kapitala je premalo povpraševanja institucionalnih vlagateljev, drugi problem pa so veliki stroški primarnih izdaj zaradi nerazvite infrastrukture primarnega trga. Za hitrejši razvoj sekundarnega trga bi bilo potrebno povečati tržnost delnic na organiziranem trgu ter znižati koncentracijo prometa. Slednje bi bilo moč doseči z natančnejšo opredelitvijo trgovanja s svežnji in omejitvijo trgovanja institucionalnih investitorjev z njimi na neorganiziranem trgu. Z vidika malih delničarjev pa bi bilo potrebno zagotoviti bolj transparentno trgovanje s posli zunaj organiziranega trga.

Kljub temu, da so pokojninski skladi še v razvojni fazi je že zdaj jasno, da ob sedanjih ureditvi ne bodo mogli nevtralizirati učinka staranja prebivalstva. Problem je enotna zahtevana minimalna donosnost teh skladov, zaradi katere so ti preveč pasivno upravljani, v njihovih aktivah pa so v veliki večini dolgoročni dolžniški vrednostni papirji in denarni depoziti, zaradi česar so neučinkoviti in manj privlačni vlagateljem. Tudi slovenske zavarovalnice bi morale biti po mnenju finančnega ministra Mramorja stimulirane vlagati večji delež rezervacij v vrednostne papirje. Potrebno je zagotoviti vključitev obeh državnih skladov, Kapitalske družbe (KAD) in Slovenskega odškodninskega sklada (SOD) v sistem nadzora in regulacije, saj pomenita ob morebitnih nepravilnostih zaradi svoje velikosti potencialno veliko nevarnost za trg kapitala.

Za razvitimi trgi kapitala slovenski zaostaja tudi z neobstojem hipotekarnih obveznic in izvedenih finančnih instrumentov. Pri slednjih bi morale banke več vlagati v znanje na tem relativno zahtevnem področju in se nasloniti na mednarodne trge (Mramor, 2001).

Prva pomembna uskladitev s standardi integriranega finančnega trga je vsekakor novi ZISDU-1, z novelo zakona o prevzemih je pričakovati povečanje funkcijske in stroškovne učinkovitosti regulatorjev in nadzornikov, zlasti z združevanjem vseh treh nadzornih institucij (bančno, zavarovalniško in ATVP). Odpravlja se tudi indeksacija in s tem povečuje enostavnost in

²⁵ Glej prilogo 2

preglednost izračunavanja donosnosti naložb. Vzpodbudna so tudi prizadevanja nekaterih članov Združenja borznih posrednikov, ki se v okviru tega dogovarjajo o nastopanju na frankfurtski borzi. Aktivnost, ki teče vzporedno s tem, je tudi nov produkt trgovanja s terminskimi posli.

5.4 Vplivi spremembe davčne zakonodaje

Pravna ureditev obdavčevanja kapitalskih dobičkov v veliki meri vpliva na alokacijo prihrankov prebivalstva oziroma strukturo porazdelitve prihrankov med različne oblike varčevanja. Podobno kot v ostalih razvitejših državah bodo s sprejetjem novega Zakona o dohodnini po novem v Sloveniji obdavčene tudi obresti bančnih vlog in depozitov, kar bo ob nadaljnjem zniževanju obrestnih mer in prilagajanju njihove višine evropskim obrestnim meram privedlo do prehajanja prihrankov iz pri nas tradicionalno bančnih oblik varčevanja v druge, alternativne oblike. Velik odstotek varčevalcev, ki so do sedaj večinoma varčevali svoj denar na bankah, bi v primeru znižanja davčnih obveznosti iz kapitalskega dobička in obdavčevanje bančnih obresti vsaj deloma selili svoje prihranke na kapitalski trg, najverjetneje v vzajemne sklade (Kleindienst, 2001a).

V naslednjem poglavju na kratko opisujem in primerjam ureditev obdavčevanja kapitalskih dobičkov v Združenih državah Amerike in Nemčiji s slovensko ureditvijo. Zaradi obsežnosti tematike je opisana ureditev obdavčevanja kapitalskih dobičkov fizičnih oseb in izpuščena ureditev na področju pravnih oseb.

5.4.1 Davek na dobiček v ZDA, Nemčiji in pri nas

V Združenih državah Amerike so rezidenti, ki imajo najmanj eno leto v lasti vrednostni papir ali depozit na banki, zavezani k plačilu davka na dobiček (*ang. withholding tax*) v višini do 20%. V primeru, da so davčni zavezanci najnižjega dohodkovnega razreda, je maksimalna davčna stopnja 10%. V kolikor je ročnost finančnega instrumenta daljša od 5 let, se davčna stopnja znižuje na 18% oz. 8% (najnižji dohodkovni razred). Dividende in obresti so obdavčene z 30% davčno stopnjo pri čemer so izvzete obresti na državne obveznice. K plačilu 30% stopnje davka na kapitalski dobiček so zavezani tudi kratkoročni vlagatelji, ki imajo v lasti vrednostni papir manj kot eno leto. Stroški povezani z nakupom vrednostnih papirjev (provizije borznega posredovanja, borze in skrbništva) se uvrščajo v postavko davčnih olajšav. Kapitalska izguba je odbitna postavka kapitalskemu dobičku. V kolikor neto kapitalska izguba preseže 3000 USD, se lahko prenese v naslednje leto (European Tax Handbook, 2000).

Nerezidenti so v Združenih državah Amerike oproščeni davka na dobiček, s 30% stopnjo pa so obdavčene obresti in dividende, katerih plačilo davka se izvede avtomatično ob izplačilu dividende s strani skrbnika (European tax handbook, 2000). Za nerezidente so tako najbolj privlačna oblika investiranja vrednostni papirji, katerih izdajatelji ne izplačujejo dividend oz. je njihova dividendna donosnost nizka. Delež nerezidentov v ameriških vzajemnih skladih predstavlja samo 1% vseh varčevalcev oz. lastnikov točk vzajemnih skladov, zaradi 30% obdavčljivosti dobičkov. Mnogo

bolj privlačni so nerezidentom indeksni skladi, ki kotirajo na ameriških borzah (*ang. Exchange traded funds*). Poleg nizkih provizij je njihova prednost ta, da so kapitalski dobički ustvarjeni z njimi neobdavčljivi, nizke dividende pa se obdavčujejo tako kot v primeru delnic (Antunović, 2003, str. 12). Slovenski vlagatelji na ameriški kapitalski trg morajo izplačilo dividend prijaviti na Davčno upravo Republike Slovenije (v nadaljevanju DURS) v roku 14 dni, njihovo akontacijo pa pozneje tudi v napoved za dohodnino. Dobičkov, doseženih z vrednostnimi papirji, slovenskim vlagateljem ni potrebno prijavljati na DURS.

V Nemčiji so rezidenti zavezani plačilu davka na dobiček (*nem. Kapitalertragsteuer*) v primeru, da imajo v lasti vrednostne papirje ali izvedene finančne instrumente manj kot eno leto od njihove pridobitve. Realizirani dobiček se prišteje k dohodninski osnovi, davčna stopnja pa je odvisna od dohodkovnega razreda. Stopnja obdavčitve se giblje na intervalu 23% do 53%, rezidenti z letnimi dohodki nižjimi od 13.067 DEM pa so davka oproščeni. Kapitalski dobiček ni obdavčen, če je nižji od 1000 DEM. Kapitalska izguba zmanjšuje 50% osnove davka na dobiček. V kolikor je izguba večja od 50% kapitalskega dobička, se prenaša v naslednje koledarsko leto. Dividende in dobički tihega družbenika so obdavčeni s 25% davčno stopnjo, bančne obresti pa s 30% stopnjo. Nerezidenti so oproščeni plačila davka na bančne obresti, medtem ko je stopnja davka na dividende 25% (European tax handbook, 2000).

Pričakovanja glede sprememb slovenske davčne zakonodaje so velika, saj so spremembe nujno potrebne. Ministrstvo za finance je v svojem predlogu novega zakona o dohodnini že objavilo predlog obdavčevanja bančnih obrestnih mer. Davčna stopnja kapitalskih dobičkov ostaja do nadaljnjega nespremenjena, odprti pa ostajata vprašanji obdobja, za katerega se kapitalski dobički plačujejo in status obdavčevanja enot premoženja vzajemnih skladov. Glede prvega se na Ministrstvu za finance, v nasprotju s pričakovanji posnemanja držav z razvitejšimi kapitalskimi trgi, razmišlja o ukinitvi omenjene dobe (treh let) za neplačevanje kapitalskega dobička in uvedbi regresivne davčne stopnje, ki bi vzpodbujala dolgoročneje investicije. Glede obdavčevanja vzajemnih skladov se s strani združenja ZDU-GIZ in njegovih članov že pripravlja odgovor na napovedano obdavčevanje dividend in obresti, ki jih prinašajo naložbe v vzajemnega sklada in se do nadaljnjega reinvestirajo v vzajemni sklad.

Omeniti velja tudi pričakovanja, da bo uspešnemu zniževanju inflacije sledilo zniževanje oz. ukinitve revalorizacijskih koeficientov za preračun nakupne cene vrednostnega papirja. To ne bo vplivalo na dejansko povečanje obdavčevanja, če se bodo koeficienti zniževali sorazmerno z zniževanjem inflacije. Glede na ureditve davčne zakonodaje nekaterih razvitejših držav, bodo najverjetneje tudi v Sloveniji stroški nakupov in prodaj vrednostnih papirjev kmalu upoštevani kot odbitna postavka kapitalskega dobička, kar pomeni uvrstitev teh stroškov v davčno olajšavo.

Obdavčevanje kapitalskih dobičkov je v domeni zakonodajalca na nivoju vsake države posebej. Evropske direktive tega področja posebej ne urejajo, odpravljajo pa možnost dvojnega obdavčevanja kapitalskih dobičkov v primeru investiranja na tuje trge. V izogib dvojnemu

obdavčevanju imajo namreč države med seboj sklenjene bilateralne sporazume, ki izenačujejo davčne stopnje na kapitalski dobiček na raven države investitorja. Tako mora investitor v primeru nižjih davčnih stopenj v tuji državi razliko davka prijaviti doma, v primeru višjih pa mu domača država preplačilo davka vrne.

5.5 Problematika kadrovanja

Iz napisanega v predhodnih poglavij lahko zaključim, da se slovenskim upravljavcem investicijskih skladov odpirajo nove možnosti. Kako jih bodo znali izkoristiti je v veliki meri odvisno tudi od njihove kvalitete kadrov. Raziskovalna skupina C. E. E. P. N. (Kleindienst, 2001, str. 25) je v svoji raziskavi leta 2001 ugotovila izrazito nenaklonjenost oz. podpovprečen ugled DZU med slovenskim prebivalstvom. Tuje investicijske družbe v očeh slovenskih vlagateljev uživajo sicer nekoliko višji ugled, vendar pa jih vlagatelji vse prej kot cenijo. Skokovit porast sredstev investiranih v vzajemne sklade v letu 2002 pa je vendarle posledica vse večjega zaupanja slovenskih vlagateljev v to obliko varčevanja oziroma investicije (Simoneti, 2003, str. 117).

Delo upravljavcev vzajemnih skladov se meri z razliko med donosom vzajemnega sklada in indeksa oziroma »benchmarka«, ki ga sklad zasleduje. V obdobju zadnjih 5 let je bila za slovenske upravljavce značilna velika sposobnost izbire podcenjenih delnic oz. selektivnosti (*ang. selectivity* ali *stock picking*), medtem ko so bili dokaj neuspešni pri predvidevanju gibanja celotnega trga v povprečju (*ang. market timing*) (Erker, 2003, str. 53). Takšen sklep se zdi samoumeven glede na stanje razvitosti našega kapitalskega trga in zaprtost igralcev na njem.

V prihodnjih letih bo prav gotovo zanimivo spremljati rezultate slovenskih upravljavcev, ki bodo upravljali sklade z večjimi deleži tujih naložb med portfelji. Zaradi večjega števila medsebojno konkurenčnih podjetij, večjega števila najrazličnejših informacij in odzivnosti na gospodarko-politične dogodke so tuji kapitalski trgi bolj tvegani od slovenskega. Zaprtost slovenskega kapitalskega trga in številnejše naložbene možnosti v tujini, so slovenske upravljavce že prisilile k začetnimi posegi na tuje trge. Tako imajo slovenski vzajemni skladi v povprečju tri do pet odstotnega deleža sredstev investicijskih skladov.

Ob dejstvu, da se zunaj slovenskih meja trguje s tisočimi delnicami, bo torej bolj prišla do izraza analitska in informacijska podpora. Odločati se je namreč potrebno na podlagi znanja in izkušenj in ne zgolj predvidevanja cikličnega gibanja trendov.

6 Sklep

V splošnem prinaša ZISDU-1 tri ključne spremembe, ki bodo bistvenega pomena pri nadaljnjem razvoju investicijskih skladov v Sloveniji.

Na prvem mestu je uskladitev z evropskimi direktivami, na podlagi česar bodo slovenski skladi izpolnjevali pogoje, ki jih zahteva evropski trg. V kolikšni meri bodo slovenski upravljavci izkoriščali nove možnosti, ki jih opredeljuje ZISDU-1, je bolj kot od njihove usposobljenosti odvisno od preferenc slovenskih vlagateljev. Ti bodo ob zmanjševanju bančnih obrestnih mer še naprej v določeni meri prenašali svoje prihranke na kapitalski trg, v investicijske sklade. Kako bo svetovna konkurenca vplivala na domačo je v veliki meri odvisno od kontinuitete donosov slovenskih investicijskih skladov, ki so v svoji kratki zgodovini beležili praviloma višje donose od evropskega povprečja.

Drugo bistveno spremembo je ZISDU-1 povzel po evropskih direktivah in predstavlja rdečo nit zakona, z zahtevami o zagotavljanju kar največje varnosti malih vlagateljev. Vpeljan je nov nadzorni organ - skrbnik, katerega funkcije bodo v Sloveniji opravljale pomembnejše banke. Za račun investicijskega sklada bo dnevno skrbel za poravnave poslov trgovanja z vrednostnimi papirji in drugimi finančnimi instrumenti ter obveščal ATVP v primeru odstopanj od določb ZISDU-1. DZU morajo skrbeti za kapitalsko ustreznost in s postopki, ki jih potrdi ATVP, poročati o upravljanju s tveganji sklada. Varnost vlagateljev se posredno povečuje tudi s predpisi o minimalnih organizacijskih standardih, katerim morajo zadovoljiti DZU. Na tem mestu gre izpostaviti predvsem kadrovsko ustreznost zaposlenih v DZU, uvedbo izpita za preverjanje znanja prodajalcev oz. tržnikov posameznega investicijskega znanja, tehnično in informacijsko podporo.

Tretja ključna sprememba je odprava omejitev investicijske politike sklada. DZU so lahko v skladu s starim zakonom vlagale na tuje kapitalске trge le do 10% sredstev sklada. V prvem desetletju poslovanja slovenskih investicijskih skladov ta omejitev upravljavcem ni predstavljala ovir, saj so bili tuji kapitalski trgi v recesiji, ki ni vplivala na slovenski kapitalski trg. Upravljavci skladov so, raje kot »napihnjene« tuje, kupovali podcenjene domače vrednostne papirje, zato so izkoriščali do največ 30 odstotkov dovoljenih investicij na tuje trge. Po nekaj letnem naraščajočem trendu, pa imajo danes slovenske DZU malo manevrskega prostora v primeru potrebe po izogibanju negativnih trendov na slovenskem trgu. Zaradi prilivov denarnih sredstev s strani vlagateljev v obdobjih rasti, upravljavci vse težje iščejo ugodne nakupne priložnosti. Preko denarnih vplačil v vzajemne sklade se krepi povpraševanje na trgu vrednostnih papirjev, zato ob premajhni ponudbi rastejo tečaji vrednostnih papirjev. Posledica pozitivnih trendov na Ljubljanski borzi je rast točk oz. delnic investicijskih skladov, v katere priteka nov denar. Opisani krog lahko pripelje do v žargonu imenovanega »balona«, ko so tržne cene vrednostnih papirjev daleč nad njihovo realno oz. notranjo vrednostjo. Z odpravo omejitev je že napovedano tudi veliko povečanje števila slovenskih

vzajemnih skladov, saj bo večina DZU ustanovila sklade, ki bodo deloma ali izključno investirala na tuje trge.

Poleg omenjenih treh sprememb, bo na razvoj industrije investicijskih skladov v Sloveniji pomembno vplivalo še nekaj dejavnikov, katerih vprašanja so še odprta. Najpomembnejši izmed teh je dolgo napovedana sprememba davčne zakonodaje. Zniževanje in obdavčevanje bančnih obresti bo tudi v prihodnje pozitivno vplivalo na ponudbo denarja na trgu vrednostnih papirjev in vzajemnih skladov, vprašanje pa je, kako bodo v prihodnje obdavčeni kapitalski dobički vrednostnih papirjev in investicijskih skladov. V primeru zgledevanja po davčnih ureditvah kapitalsko razvitih držav, ki z manjšimi davčnimi obveznostmi poberejo več davka, je vlagateljem pričakovati pozitivne spremembe. Zdi se, da je to močno odvisno od teženj v Sloveniji prevladujočega bančnega sektorja, ki bi na ta račun dodatno izgubljal konkurenčne prednosti.

Povezovanje Ljubljanske borze in njenih članov z drugimi organiziranimi trgi ter povezovanje borznih trgovalnih sistemov, bo omogočalo našim posrednikom direktno izpeljavo posla na povezanem tujem trgu. To bo v veliki meri znižalo stroške posredovanja, s sprejetjem Evra pa bodo z ukinitvijo stroškov konverzije slovenski investitorji stroškovno primerljivi evropskim, ob predpostavki, da ne upoštevamo ekonomije obsega. Slovenski upravljalci skladov bodo vse več energije in sredstev usmerjali na tuje kapitalske trge.

ZISDU-1 je v celoti sprejet v skladu z evropskimi smernicami razvoja investicijskih skladov, pri čemer upošteva določene posebnosti slovenskega kapitalskega trga. Čeprav bo potrebno še precej časa, da se področje tudi dejansko prilagodi razmeram, zapisanim v zakonu, je zakonodajalec z novostmi omogočil nadaljnji razvoj trga investicijskih skladov in njegovo liberalizacijo ter vključevanje v integralni evropski trg.

7 Literatura

1. Androjna Roman: Ključen poudarek je zadovoljstvo naših vlagateljev. Kapital, Ljubljana, 318 (2003), 13, str. 24-27.
2. Antunović Peter: Borze v ZDA – davčni raj za tuje vlagatelje. Finance, Ljubljana, 04. 02. 2003, str. 12.
3. Bodie Z., Kane A., Marcus A. J.: Investments (III.). Chicago: Irwin, 1996. 937 str.
4. Bogle John C.: New Perspectives for the Intelligent Investor. New York: Dell Publishing, 1994. 320 str.
5. Borak Neven: Spodkopavanje temeljev trga kapitala. Bančni vestnik, Ljubljana, 52 (2003), 3, str. 1
6. Boštnik Lucija: Manj omejitev pri lastništvu vzajemnih skladov. Finance, Ljubljana, 13. 01. 2003, str. 7.
7. Chance D.M.: An introduction to Derivatives. The Dryden Press, 3rd ed., 1995. 625 str.
8. Čas Miloš: Mednarodno sodelovanje borz vrednostnih papirjev. Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (2002), 4, str. 38-41.
9. Erker Igor: Slovenski upravljavci skladov in tržne razmere. Bančni vestnik, Ljubljana, 2003,1/2, str. 49-54,
[URL:http://www.medvesekpusnik.si/medvesek/dzu/priloge/BV7_8_03str113_123.pdf]
10. Erker Igor: Začetek prodaje enot vzajemnih skladov MP-GLOBAL.SI in MP-PLUS.SI. Finance, Ljubljana, 27. 08. 2003, [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=55446>]
11. Fredman Albert J., Wiles Russ: How mutual Fund Work. New York: New York Institute of Finance, 1993. 334 str.
12. Golob Matej: Skrbniški računi in skrbniške banke. Bančni vestnik, Ljubljana, 1997, 4, str. 39-42.
13. Gracer Dejan: Nekateri vidiki ureditve investicijske družbe v nemškem pravu. Podjetje in delo, Ljubljana, 2003, 5, str. 806.
14. Jemenšek Gvido: Zatišje pred novostmi. Kapital, Ljubljana, 310 (2003), 13, str. 40-41.
15. Kidwell David S., Peterson Richard L., Blackwell David W.: Financial Institutions, Markets and Money (VI.), Fort Worth: The Dryden Press, 1997. 741 str.
16. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana: Gospodarski vestnik. 2001. 542. str.
17. Kleindienst Robert, Rems Marko, Simoneti Marko: Razvoj trga kapitala v Sloveniji: Varčevalne navade in mnenja slovenskih investorjev – 2001a. Ljubljana: Časnik Finance, 2001. 100 str.
18. Kodrič Sandi: Dvakrat več vzajemnih skladov ob koncu leta? Kapital, Ljubljana, 318 (2003), 13, str. 32-33.
19. Kranjec Samo: Vreče se polnijo (pre)počasi. Finance, Ljubljana, 05. 01. 2003, [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=38172>]

20. More Matej: Investicijski skladi in družbe za upravljanje. Mednarodno poslovno pravo. Ljubljana, 169(2003), str. 14-17.
21. Mramor Dušan: Male delničarje lahko zaščitimo. Kapital, Ljubljana, 17.06.2003, [URL: <http://www.revijakapital.com/kapital/naslovnatema.php?stevilka=13&idclanka=420>]
22. Mramor Dušan et al.: Strategija razvoja trga kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 120 str.
23. Podlesnik Zdenko: Imeti moramo ogromno znanja. Kapital, Ljubljana, 314 (2003), 13, str. 54-56.
24. Povalej Dušan: Prodajne poti pri trženju vzajemnih skladov v ZDA. Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (2002), 5, str. 28-31.
25. Premk Peter: Skrbniške storitve (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 1998, 8, str. 50-53.
26. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
27. Ribnikar Ivan: Nevzdržne omejitve za portfeljske naložbe. Finance, Ljubljana, 9. feb. 2001, 17, str. 6
28. Ribnikar Ivan: Izvedeni finančni instrumenti. Bančni vestnik, Ljubljana, 45 (1996), 7-8, str. 52-54.
29. Rugg Donald D.: The Dow Jones-Irwin Guide to Mutual Funds. Homewood (III.): Dow Jones-Irwin, 1986. 245 str.
30. Simoneti Marko, Erker Igor, Lukovac Jovan: Institucionalni investitorji v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 2003, 7-8, str. 113-123.
31. Smrekar Tanja: Vzajemci od sedaj »posebni«. Finance, Ljubljana, 16. 01. 2003, str. 7
32. Stulz Rene M.: International Portfolio Flows and Security Markets. Chicago: National Bureau of Economic Research, 1999. 362 str.
33. Tobin James: A Proposal for International Monetary Reform. Eastern Economic Journal, 4 (1978), str. 447-468.
34. Toplak Simona: Takoj vzajemci, takoj razpad kapitalskega trga. Finance. Ljubljana, 23.03.2003, str. 6.
35. Urbas Andrej: Ustavno sodišče bo presojalo ustavnost ZISDU. Dnevnik, Ljubljana, 03.07.2003, str. 4.
36. Veselinovič Draško: Posredne in neposredne finance v Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002),5, uvodnik.
37. Weiss Andrew: Pide takoj preoblikujte v vzajemne sklade! Finance, Ljubljana, 19.03.2003, str. 6.
38. Žnidaršič-Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga. Postojna: Dej, 1999. 421 str.

8 Viri

1. Closed-End Fund Statistics [URL: http://www.ici.org/stats/ce/cef_03_03.html#TopOfPage], 07.07.2003
2. Evropska direktiva o investicijskih skladih (85/611/EEC) z amandmaji. [URL: http://www.fefsi.org/unrestricted_area/EURegulation/NationalSupervisory/english.pdf] 13.07.2003.
3. European Tax Handbook 2000, IBFD Publications BV, Amsterdam, 2000.
4. Evropski sporazum o pridružitvi med Republiko Slovenijo in Evropsko skupnostjo in njihovimi državami (Uradni list RS, št. 44/97, 92/98, 3/99 in 7/99).
5. Exchange-Traded Fund Statistics [URL: http://www.ici.org/stats/etf/etfs_04_03.html#TopOfPage], 07.07.2003.
6. Individual Savings Accounts (ISAs), Investment Management Association (IMA), [URL: http://www.investmentfunds.org.uk/about_funds/fact_sheets/taxfreefactsheet.pdf], 13.07.2003.
7. ISM-1 obrazci za PID, investicijske družbe in vzajemne sklade za junij 2003, Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov [URL: <http://www.zdu-giz.si/docs//ism1-200306.xls>], 20.08.2003.
8. Ministrstvo za finance: Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) – nujni postopek – EPA 589 – III, Poročevalec, št. 103, 2002. str.76
9. Nasdaq ETF Family. [URL: http://www.nasdaq.com/Structuredeq/nasdaq_etf_family.stm], 15.10.2003.
10. Poročilo k predlogu zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje [ZISDU-1] – nujni postopek – EPA 589 – III, (Poročevalec, št. 117/02).
11. Poročilo o stanju na trgu vrednostnih papirjev v letu 2002. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2003, 40 str.
12. Pravila upravljanja vzajemnih skladov.
13. Predlog za izdajo zakona o vzajemnih skladih, investicijskih družbah in družbah za upravljanje s tezami – ESA 595, (Poročevalec, št. 11/92).
14. Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje [ZISDU-1] – EPA 589 – III, (Poročevalec, št. 103/02).
15. Predlog zakona o spremembi in dopolnitvi zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje [ZISDU-B] – EPA 308 – II – hitri postopek, (Poročevalec, št. 56/97).
16. Predlog zakona o spremembah in dopolnitvah zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje [ZISDU-C] – EPA 706 – II – hitri postopek, (Poročevalec, št. 9/99).
17. Prospekti za javno ponudbo investicijskih kuponov vzajemnih skladov.
18. Sklep o naložbah investicijskega sklada, EVA 2003-1611-0120, Ljubljana, Agencija za trg z vrednostnih papirjev, 2003.
19. Sklep o okoliščinah in kriterijih, kdaj se šteje poslovanje investicijskega sklada za ogroženo, EVA 2003-1611-0105, Ljubljana, Agencija za trg z vrednostnih papirjev, 2003.

20. Sklep o podrobnejših pravilih o obvladovanju tveganj družbe za upravljanje, EVA 2003-1611-0122, Ljubljana, Agencija za trg z vrednostnih papirjev, 2003
21. Sklep o poročanju in obvladovanju tveganj v zvezi z naložbami investicijskega sklada, EVA 2003-1611-0121, Ljubljana, Agencija za trg z vrednostnih papirjev, 2003
22. The New UCITS Directive explained. [URL: www.fefsi.org]
23. The State of the European Investment Funds Industry. Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement (FEFSI). [URL: http://www.fefsi.org/unrestricted_area/Statistics/eifi/steuinv.htm], 07.07.2003
24. Trends in the European Fund Industry during the first quarter. Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement (FEFSI). 2003 [URL: http://www.fefsi.org/unrestricted_area/Statistics/currstat/Q_Stats_Rel_0303.pdf], 07.07.2003
25. World Investment Report. Year 1997: Transnational Corporations, Market Structure and Competition Policy. New York: United Nations, 1998. 381 str.
26. Worldwide Mutual Fund Assets and Flows. [URL: http://www.ici.org/stats/mf/ww_03_03.html#TopOfPage], 07.07.2003
27. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, ZISDU (Uradni list RS št. 6/94).

SLOVAR TUJIH IZRAZOV

- Authorised Corporate Director** - upravljavec investicijskega sklada
Back-end Load - izstopna provizija
Balanced Fund - mešani oz. uravnoteženi vzajemni sklad
Bond Mutual Fund - obvezniški vzajemni sklad
Closed-End Investment Company/Fund - zaprti investicijski sklad
Common Market - skupni kapitalski trg
Contact Committee - kontaktni odbor (organ evropske komisije)
Depotbank - skrbniška banka
Derivative Instruments market - terminski oz. izvedeni trg
Equity Mutual Fund - delniški vzajemni sklad
Exchange Traded Fund - zaprti indeksni sklad, ki kotira na borzi
Forwards - valutni terminski posli
Financial Derivatives - finančni derivati oz. izvedeni finančni instrumenti
Fix Income - fiksni donos oz. finančni instrumenti s fiksnim donosom
Front-end Load - vstopna provizija
Fund of Funds - sklad skladov
Futures - finančne terminske pogodbe
Individual Retirement Account - pokojninsko varčevalna shema
Investment savings accounts - investicijsko varčevalni režim
Load Fund - sklad s provizijo
Kapitalertragsteuer - davek na dobiček
Kliring House – depozitar
Management Fee - upravljavska provizija
Market Timing – izbira finančnega instrumenta na podlagi trenda
Money Market Fund - vzajemni sklad denarnega trga
Net Asset Value - vrednost enote premoženja ali točke vzajemnega sklada
No Load Fund - sklad brez provizije
Redemption Fee - kazenska provizija
Securities and Exchange Commission - komisija za vrednostne papirje (ZDA)
Units - enota premoženja ali točka vzajemnega sklada
Offshore Tax Haven - davčne oaze, države ali cone davčnih olajšav
Open-End Investment Company/Fund - odprti investicijski sklad
Options - opcije
OTC-market, Over-The-Counter Market – trgovanje prek okencev
Safekeeping Fee - provizija za hranjenje vrednostnih papirjev
Single Market - enotni kapitalski trg
Short Selling – kratke pozicije oz. špekulativno trgovanje z vrednostnimi papirji
Sondervermoegen – ločeno premoženje
Specialized Fund - namenski sklad
Spot Market – promptni trg
Stock Picking – izbira delnice na podlagi selekcije
Swaps – zamenjave finančnih instrumentov
Transaction Fee - provizija od opravljenih transakcij
Umbrella Fund - sklad skladov
Withholding Tax - davek na dobiček

PRILOGA 1: **Podzakonski predpisi ZISDU-1**

INVESTICIJSKI SKLADI

1. Sklep o kadrovskih, tehničnih in organizacijskih pogojih ter dokumentaciji
2. Sklep o določitvi dokumentacije, ki jo je treba priložiti zahtevi za izdajo dovoljenja za ustanovitev podružnice tuje družbe za upravljanje, na podlagi katere je mogoče ugotoviti, ali je podružnica kadrovska, tehnično in organizacijsko sposobna opravljati storitve upravljanja investicijskih skladov
3. Sklep o obveščanju Agencije za trg vrednostnih papirjev o prenosu posamezne storitve upravljanja investicijskih skladov
4. Sklep o načinu in pogojih za trženje in oglaševanje investicijskih skladov
5. Sklep o določitvi dokumentacije, ki jo je treba priložiti zahtevi za izdajo dovoljenja za ustanovitev podružnice tuje družbe za upravljanje, na podlagi katere je mogoče ugotoviti, ali bodo imetniki investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov deležni najmanj enake ravni zaščite kot drugi vlagatelji v investicijske sklade po Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje
6. Sklep o dodatni dokumentaciji, na podlagi katere lahko Agencija za trg vrednostnih papirjev oceni vpliv spremenjene naložbene politike na obstoječe vlagatelje vzajemnega sklada
7. Sklep o podrobnejši vsebini obvestila imetnikom investicijskih kuponov vzajemnega sklada o spremembi pravil upravljanja in podrobnejši vsebini javne objave obvestila o spremembi pravil upravljanja
8. Sklep o podrobnejši vsebini obvestila imetnikom investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskega sklada o prenosu upravljanja investicijskega sklada in o podrobnejši vsebini javne objave obvestila o prenosu upravljanja
9. Sklep o podrobnejši vsebini obvestila imetnikom investicijskih kuponov vzajemnega sklada o začetku likvidacije vzajemnega sklada in o podrobnejši vsebini javne objave obvestila o začetku likvidacije vzajemnega sklada
10. Sklep o podrobnejši vsebini obvestila delničarjem investicijske družbe o začetku likvidacije investicijske družbe in o podrobnejši vsebini javne objave obvestila o začetku likvidacije investicijske družbe
11. Sklep o podrobnejši vsebini statuta investicijske družbe
12. Sklep o podrobnejši vsebini poziva za vpis in plačilo delnic investicijske družbe
13. Sklep o okoliščinah in kriterijih, kdaj se šteje poslovanje investicijskega sklada za ogroženo

14. Sklep o podrobnejši opredelitvi primerov oziroma okoliščin, postopkov in drugih pogojev, ki morajo biti izpolnjeni oziroma jih mora izpolnjevati vzajemni sklad, ki želi začasno ustaviti odkup enot premoženja
15. Sklep o vrsti in obsegu dodatnih likvidnih sredstev investicijskega sklada
16. Sklep o načinu obveščanja o nameravani odtujitvi kvalificiranega deleža v družbi za upravljanje
17. Sklep o podrobnejših kriterijih in pogojih za ugotavljanje pomembnega vpliva na upravljanje izdajatelja
18. Sklep o podrobnejši vsebini, načinu in rokih poročanja družbe za upravljanje oziroma podružnice tuje družbe za upravljanje o dejstvih in okoliščinah, povezanih s poslovanjem družbe za upravljanje oziroma podružnice tuje družbe za upravljanje, investicijskimi skladi in premoženjem dobro poučenih vlagateljev
19. Sklep o podrobnejši vsebini pravil o omejitvi nastanka konflikta interesov pri upravljanju premoženja dobro poučenih vlagateljev in premoženja investicijskih skladov s strani družbe za upravljanje
20. Sklep o pogojih za uvedbo, trgovanje in poravnavo transakcij z investicijskimi kuponi vzajemnega sklada na organiziranem trgu
21. Sklep o podrobnejši vsebini in načinu vodenja evidence imetnikov neprenosljivih investicijskih kuponov
22. Sklep o vrstah in shemah računovodskih izkazov, vsebini prilog in analitičnem kontnem načrtu družbe za upravljanje
23. Sklep o shemah letnih in polletnih računovodskih izkazov investicijskih skladov, vsebini njihovih prilog s pojasnili, analitičnem kontnem načrtu, pravilih za izračun čiste vrednosti sredstev investicijskega sklada
24. Sklep o podrobnejši vsebini povzetka revidiranega letnega oziroma polletnega poročila investicijskega sklada
25. Sklep o podrobnejši obliki, najmanjšem obsegu ter vsebini revizijskega pregleda in poročila o revidiranju letnega poročila družbe za upravljanje
26. Sklep o podrobnejši obliki, najmanjšem obsegu ter vsebini revizijskega pregleda in poročila o revidiranju letnega poročila investicijskega sklada
27. Sklep o naložbah investicijskega sklada
28. Sklep o poročanju o obvladovanju tveganj v zvezi z naložbami investicijskega sklada
29. Sklep o podrobnejših pravilih o obvladovanju tveganj družbe za upravljanje

30. Sklep o podrobnejših pogojih za priznanje indeksa in za izključitev naložb na indeksni osnovi iz izračunavanja deležev naložb investicijskih skladov
31. Sklep o podrobnejši vsebini in načinu izdelave seznama povezanih oseb
32. Sklep o metodologiji za izračun celotnih stroškov vzajemnega sklada, celotnih stroškov vlagatelja v investicijske kupone vzajemnega sklada in celotnih stroškov investicijske družbe
33. Sklep o podrobnejši vsebini pravil za razdelitev ali zadržanje čistega dobička, oziroma prihodkov vzajemnega sklada
34. Sklep o podrobnejši vsebini prospekta in izvlečka prospekta vzajemnega sklada
35. Sklep o podrobnejši vsebini pravil upravljanja vzajemnega sklada
36. Sklep o podrobnejši vsebini prospekta in izvlečka prospekta investicijske družbe
37. Sklep o podrobnejši vsebini in rokih objav pravnih in poslovnih dogodkov, povezanih s poslovanjem družbe za upravljanje in investicijskih skladov, ki jih upravlja
38. Sklep o vsebini, načinu in rokih poročanja o naložbah in poslih skrbnika premoženja investicijskega sklada
39. Sklep o poročanju podružnice družbe za upravljanje s sedežem v Republiki Sloveniji, ki posluje v državi članici ali tuji državi, in podružnice investicijskega sklada s sedežem v Republiki Sloveniji, ki posluje v državi članici ali tuji državi
40. Sklep o poročanju Agenciji za trg vrednostnih papirjev in javni objavi podatkov in informacij o investicijskem skladu.

PRILOGA 2: SEZNAM ORGANIZIRANIH TRGOV

Seznam organiziranih trgov (EVA 2003-1611-0121, 20. člen) vrednostnih papirjev in izvedenih finančnih instrumentov vključuje organizirane trge, katerih organizatorji so polnopravni člani svetovnega združenja borz (*ang. World Federation of Exchanges – WFE oziroma FIBV*).

Poleg organiziranih trgov iz prejšnjega odstavka se šteje, da ustrezno raven varnosti vlagateljem zagotavljajo tudi trgi institucionalnih vlagateljev na območju držav članic EEA (*ang. European Economic Area*) ali katere od primerljivih držav OECD (*ang. Organisation for Economic Cooperation and development*), na katerih se običajno trguje z vrednostnimi papirji, izvedenimi finančnimi instrumenti in instrumenti denarnega trga, pri čemer so udeleženci oziroma nasprotne stranke v poslu finančne institucije, ki kot svojo storitev ponujajo odkup in prodajo vrednostnih papirjev, izvedenih finančnih instrumentov in instrumentov denarnega trga, in so predmet nadzora pristojnih nadzornih organov.

DRŽAVE EEA IN NEKATERE PRIMERLJIVE DRŽAVE OECD

Države EEA:

1. Vse države, polnopravne članice Evropske unije
2. Islandija
3. Liechtenstein
4. Norveška

Primerljive države OECD:

5. Avstralija
6. Japonska
7. Kanada
8. Nova Zelandija
9. Švica
10. Združene države Amerike