

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**PREOBLIKOVANJE OBSTOJEČIH VZAJEMNIH SKLADOV
V KROVNI SKLAD NA PRIMERU KD SKLADI, DRUŽBE ZA
UPRAVLJANJE, D. O. O.**

Ljubljana, avgust 2011

MATEJA PINTARIĆ

IZJAVA

Študent/ka Mateja Pintarić izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom Barbare Mörec, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 10. 8. 2011

Podpis:

KAZALO

UVOD	1
1 INVESTICIJSKI SKLAD	2
1.1 Opredelitev investicijskega sklada in z njim povezanih organov	2
1.2 Delitev investicijskih skladov	4
1.3 Zakonodaja na področju vzajemnih skladov	6
1.4 Prednosti in slabosti vzajemnih skladov	7
1.5 Pregled poslovanja slovenskih vzajemnih skladov od leta 2007 do leta 2011	9
1.5.1 Primerjava deležev sredstev posameznih vrst vzajemnih skladov v celotnih sredstvih vzajemnih skladov v Sloveniji in Evropi konec marca 2011	10
1.5.2 Primerjava slovenskih vzajemnih skladov glede na upravljavca vzajemnih skladov	11
1.5.3 Primerjava vzajemnih skladov glede na neto priliv oz. odliv	14
1.5.4 Gibanje števila vlagateljev v vzajemnih skladih	16
2 KROVNI SKLAD	17
2.1 Opredelitev krovnega sklada	17
2.2 Oblikovanje krovnega sklada	17
2.3 KD Krovni sklad	18
2.3.1 Predstavitev KD SKLADI, družbe za upravljanje, d. o. o.	18
2.3.2 Oblikovanje KD Krovnega sklada	18
2.3.3 Predstavitev KD Krovnega sklada	20
2.4 Zakon o dohodnini in odlog davčne obveznosti	23
2.4.1 Računski prikaz odložene davčne obveznosti	25
2.4.2 Prednosti odložene davčne obveznosti za vlagatelje	29
2.4.3 Sledljivost prehodov med podskladi istega krovnega sklada	32
2.5 Prednosti in slabosti krovni skladov	34
2.6 Krovni skladi v Sloveniji	35
SKLEP	36
LITERATURA IN VIRI	38

KAZALO SLIK

Slika 1: Primerjava rasti sredstev evropskih in slovenskih vzajemnih skladov od konca leta 2007 do konca marca 2011	9
Slika 2: Primerjava deležev sredstev posameznih vrst vzajemnih skladov v celotnih sredstvih vzajemnih skladov v Sloveniji in Evropi konec marca 2011 v skladu z delitvijo skladov na strani 5*	10
Slika 3: Neto prilivi slovenskih vzajemnih skladov od začetka leta 2007 do konec maja 2011	15
Slika 4: Neto prilivi evropskih vzajemnih skladov od začetka leta 2007 do konec marca 2011	15
Slika 5: Primerjava med neto prilivi slovenskih vzajemnih skladov in številom vlagateljev od konca leta 2005 do maja 2011	16
Slika 6: Prikaz krovnega sklada s šestimi podskladi krovnega sklada	17
Slika 7: Preglednica podskladov KD Krovnega sklada glede na pričakovano donosnost in naložbeno tveganje	23
Slika 8: Primerjava davčnih posledic pri posrednem (preko podskladov istega krovnega sklada ali samostojnih vzajemnih skladov) oz. neposrednem investiranju v vrednostne papirje	30

a) Posredno investiranje v vrednostne papirje preko podskladov krovnega sklada....	30
b) Posredno investiranje v vrednostne papirje preko samostojnih vzajemnih skladov	30
c) Neposredno investiranje v vrednostne papirje	30

KAZALO TABEL

Tabela 1: Tržni delež posameznih slovenskih DZU, izražen na podlagi ČVS vzajemnih skladov posamezne DZU v celotnih sredstvih slovenskih vzajemnih skladov na zadnji dan v letih 2007, 2008, 2009 in 2010 ter na dan 31. 5. 2011.....	12
Tabela 2: Tržni delež slovenskih DZU, ki so po letu 2007 preoblikovale svoje investicijske družbe v vzajemni sklad, izražen na podlagi ČVS vzajemnih skladov posamezne DZU brez upoštevanja sredstev preoblikovanih vzajemnih skladov iz investicijske družbe v celotnih sredstvih slovenskih vzajemnih skladov na zadnji dan v letih 2007, 2008, 2009 in 2010 ter na dan 31. 5. 2011	13
Tabela 3: Predstavitev podskladov KD Krovnega sklada in samostojnega vzajemnega sklada DZU KD Skladi, d. o. o., na dan 31. 5. 2011.....	22
Tabela 4: Prikaz prenosa vrednosti vplačanih investicijskih kuponov med podskladi, združenimi znotraj KD krovnega sklada DZU KD Skladi, d. o. o.	26
Tabela 5: Prikaz prenosa vrednosti investicijskih kuponov med vzajemnimi skladi DZU KD Skladi, d. o. o., ob predpostavki, da vzajemni skladi niso združeni znotraj krovnega sklada	28
Tabela 6: Prikaz obračuna davka pri prenosu vrednosti vplačanih investicijskih kuponov med vzajemnima skladoma KD Rastko, delniški, in KD Prvi izbor, sklad delniških skladov, DZU KD Skladi, d. o. o., ob predpostavki, da sklada nista združena znotraj krovnega sklada	29
Tabela 7: DZU v Sloveniji na dan 31. 5. 2011, ki imajo oblikovan krovni sklad in vodijo evidenco o sledljivosti prehodov med podskladi krovnega sklada.....	36

UVOD

Zaradi čedalje bolj zaostrenih in negotovih življenjskih ter finančnih razmer se ljudje danes mnogo bolj zavedamo pomena varčevanja. Pri tem lahko izbiramo med številnimi različnimi oblikami varčevanja, ki nam jih ponujajo banke, zavarovalnice, borznoposredniške hiše ipd. Kot substitut bančnim depozitom in klasičnim ter naložbenim življenjskim zavarovanjem lahko omenimo varčevanje v vzajemnih skladih. Vzajemni sklad je premoženje, zbrano na podlagi denarnih sredstev vlagateljev, ki ga nato izkušeni upravljavci investirajo v obveznice, delnice in druge vrednostne papirje. Pomembno novost in prelomnico na področju vzajemnih skladov predstavlja leta 2007 sprejeta sprememba Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju ZISDU-1B). Ta je domačim družbam za upravljanje omogočila preoblikovanje obstoječih vzajemnih skladov v podsklade krovnega sklada. Pri preoblikovanju družbe za upravljanje združijo svoje obstoječe vzajemne sklade znotraj enega krovnega sklada, pri čemer vsak preoblikovan vzajemni sklad v podsklad krovnega sklada obdrži svojo naložbeno politiko in ločeno premoženje od ostalih podskladov krovnega sklada. Omenjena sprememba prinaša pozitivne koristi tako vlagateljem kot tudi družbam za upravljanje. Vlagateljem omogoča neobdavčeno prehajanje med podskladi krovnega sklada in s tem lažje prilagajanje njihovega portfelja življenjskim potrebam in razmeram na trgu, družbam za upravljanje pa omogoča lažje ohranjanje obstoječih vlagateljev.

Cilja diplomskega dela sta predstavitev krovnih skladov in novele Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur. l. RS, št. 92/2007 (109/2007 popr.), 65/2008) ter predstavitev procesa preoblikovanja obstoječih vzajemnih skladov v podsklade krovnih skladov. Namen diplomskega dela je opozoriti na prednosti in slabosti, ki jih prinašajo krovni skladi.

Uvod diplomskega dela je namenjen opredelitvi investicijskih skladov s poudarkom na vzajemnih skladih. Predstavitvi zakonodajnega okvira, ki ureja področje vzajemnih skladov, bo sledila predstavitev prednosti in slabosti vzajemnih skladov. Začetni del obsega še pregled poslovanja slovenskih vzajemnih skladov od leta 2007 do leta 2011.

Osrednji del diplomskega dela vsebuje opredelitev krovnih skladov in predstavitev procesa preoblikovanja obstoječih vzajemnih skladov v podsklade krovnega sklada na primeru družbe za upravljanje KD Skladi, d. o. o. Večji del diplomskega dela bo namenjen odlogu davčne obveznosti v primeru prenosa sredstev med podskladi krovnega sklada, ki je glavna prednost krovnih skladov za vlagatelje. Odlog davčne obveznosti bom prikazala še z računskim prikazom na primeru KD Krovnega sklada družbe za upravljanje KD Skladi, d. o. o. Predstavila bom pogoje za odlog davčne obveznosti in prednosti, ki jih odlog prinaša. Osrednji del zaključujem s predstavitvijo prednosti in slabosti krovnih skladov, ki so pomembne za vlagatelje in družbe za upravljanje.

V zadnjem delu sledijo kratka predstavitev krovnih skladov v Sloveniji in sklepne ugotovitve.

1 INVESTICIJSKI SKLAD

1.1 Opredelitev investicijskega sklada in z njim povezanih organov

Investicijski sklad je v 2. členu Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur. l. RS, št. 26/2005-UPB1, v nadaljevanju ZISDU-1) opredeljen kot premoženje, zbrano na podlagi vloženih denarnih sredstev fizičnih in pravnih oseb, z namenom investiranja zbranih denarnih sredstev v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelu razpršitve tveganj. Investicijski sklad se lahko pojavi v obliki investicijske družbe, samostojnega vzajemnega sklada ali kot krovni sklad s pripadajočimi podskladi krovnega sklada.

Investicijske družbe – imenujemo jih tudi zaprti investicijski skladi (Ribnikar, 1999, str. 219) – so organizirane kot delniške družbe, za katere je značilno, da se ob njihovi ustanovitvi določi stalno število delnic takega sklada, s katerimi se kasneje trguje na sekundarnem trgu kapitala. Število delnic se lahko poveča le, če se upravitelj sklada odloči za izvedbo nadaljnje javne ponudbe delnic (Kleindienst, 2001, str. 440). Za **vzajemne sklade** oz. odprte investicijske sklade pa je značilno, da je njihovo premoženje razdeljeno na enote ali točke vzajemnega sklada oz. investicijske kupone, ki jih lahko vlagatelj kupi in proda v vsakem trenutku pri izdajatelju investicijskega kupona, hkrati pa s tem povzroča, da se skupno število vseh enot premoženja posameznega vzajemnega sklada neprestano spreminja v odvisnosti od velikosti vplačil in izplačil v izbran vzajemni sklad (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 28–32). Iz tega izhaja, da s terminom »odprti« opredeljujemo, da velikost posameznega vzajemnega sklada, ki jo določa skupno število vseh enot premoženja posameznega vzajemnega sklada, ni končno določena, prav tako pa ni končno določeno število vlagateljev v posameznem vzajemnem skladu. Tema tega diplomskega dela so vzajemni skladi, zato v nadaljevanju podrobneje predstavljam njihove značilnosti.

Po 112. členu ZISDU-1 je **vzajemni sklad** opredeljen kot samostojna enota, ki ni ne pravna ne fizična oseba. Njegovo premoženje je ločeno od premoženja drugih vzajemnih skladov, družbe za upravljanje (v nadaljevanju DZU) in skrbnika premoženja vzajemnega sklada (v nadaljevanju skrbnik sklada). Vrednost ene enote premoženja oz. VEP¹ vzajemnega sklada se dnevno spreminja in izračunava kot količnik med čisto vrednostjo sredstev vzajemnega sklada in številom enot premoženja tega istega vzajemnega sklada. Čista vrednost sredstev posameznega vzajemnega sklada je enaka razliki med tržno vrednostjo naložb določenega vzajemnega sklada in obveznostmi tega istega sklada (Haslem, 2003, str. 11). VEP posameznega vzajemnega sklada, izračunan s strani DZU, se nato v skladu z 8. členom Sklepa o poročanju Agenciji za trg vrednostnih papirjev o poslovanju investicijskih skladov in upravljanju finančnega premoženja dobro poučenih vlagateljev ter javni objavi podatkov in informacij o investicijskem skladu (Ur. l. RS, št. 101/2008) dnevno objavi v virih javnega

¹ V skladu s 4. členom Metodologije za izračun čiste vrednosti sredstev investicijskega sklada in vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada (Ur. l. RS, št. 5/1995, 23/1995, 16/1996) se VEP izračuna kot količnik med celotnimi sredstvi, zmanjšanimi za obveznosti in rezervacije ter številom enot v obtoku.

obveščanja, kar lastnikom investicijskih kuponov omogoča, da v vsakem trenutku natančno vedo, koliko je vredno njihovo premoženje.

Po 4. členu ZISDU-1 je **DZU** opredeljena kot gospodarska družba s sedežem v Republiki Sloveniji, ki je po oblikovanju pravil upravljanja vzajemnega sklada in sklenitvi pogodbe o opravljanju skrbniških storitev s skrbnikom sklada pridobila dovoljenje za ustanovitev in upravljanje vzajemnega sklada s strani ustreznega nadzornega organa. V Sloveniji funkcijo nadzornega organa opravlja Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP). Pri upravljanju vzajemnega sklada mora DZU delovati izključno v korist vlagateljev po načelu razpršitve tveganja v skladu s pravili upravljanja posameznega vzajemnega sklada. V pravilih upravljanja posameznega vzajemnega sklada so določeni investicijska politika posameznega vzajemnega sklada, stroški, ki bremenijo imetnike investicijskih kuponov, pravice vlagateljev, opisani pa so tudi postopki vplačila, izplačila, obveščanja javnosti ipd. (Sklep o podrobnejši vsebini pravil upravljanja vzajemnega sklada, Ur. l. RS, št. 42/2008). Po 5. členu ZISDU-1 med naloge DZU poleg upravljanja vzajemnih skladov sodijo še administrativne storitve, med katere sodi tudi vodenje evidence imetnikov investicijskih kuponov in računovodstva sklada ter skrb za upoštevanje zakonskih omejitev.

4. člen ZISDU-1 določa, da je **skrbnik sklada** banka s sedežem v Republiki Sloveniji oz. njena podružnica, ki je s strani Banke Slovenije v skladu z Zakonom o bančništvu (Ur. l. RS, št. 99/2010-UPB5 (52/2011 popr.), 9/2011-ZPlaSS-B, 35/2011, 59/2011.) pridobila dovoljenje za opravljanje skrbniških storitev. Po 53. členu ZISDU-1 mora DZU za vsak vzajemni sklad skleniti pogodbo z enim skrbnikom sklada o opravljanju skrbniških storitev. Skrbnik sklada v zameno za svojo storitev prejema skrbniško provizijo, izraženo v odstotku čiste vrednosti sredstev posameznega vzajemnega sklada. Med naloge skrbnika sklada sodijo vodenje računa nematerializiranih vrednostnih papirjev in denarnega računa vzajemnega sklada ter zagotavljanje, da se pri poslovanju sklada (izplačila, vplačila, upravljavska provizija, izračuni čiste vrednosti sredstev in VEP, poravnave obveznosti iz poslov ipd.) deluje v skladu z zakonodajo in pravili upravljanja posameznega vzajemnega sklada.

ATVP je opredeljena kot pravna oseba javnega prava, ki je zadolžena za nadzor nad finančnim trgom (Ustanovitev in pravni položaj, 2009). ATVP ima naloge in pristojnosti izdajanja soglasij za oblikovanje in upravljanje vzajemnih skladov, izdajanja soglasij za upravljanje funkcije člana uprave DZU², hkrati pa opravlja nadzor nad finančnimi organizacijami v skladu z zakonodajo (Naloge in pristojnosti, 2009). Pri opravljanju svojih nalog in pristojnosti je neodvisna in samostojna, pri čemer pa mora o svojem delu in stanju na trgu finančnih instrumentov enkrat letno poročati Državnemu zboru Republike Slovenije. Zakonski okvir njenega delovanja na področju vzajemnih skladov določajo številni zakoni³,

² Med naloge ATVP sodi tudi izdaja soglasij za upravljanje borznoposredniške družbe, borze in klirinško-depotne družbe ter za opravljanje poslov borznega posrednika. K nalogam sodi tudi izdaja soglasij za javno ponudbo vrednostnih papirjev in za prevzemno ponudbo.

³ Zakonski okvir delovanja ATVP na področju vzajemnih skladov določajo še Zakon o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Ur. l. RS, št. 26/2005-UPB1),

med katerimi sta na področju investicijskih skladov najpomembnejša Zakon o finančnih instrumentih (Ur. l. RS, št. 108/2010-UPB3) in ZISDU–1.

1.2 Delitev investicijskih skladov

Poznamo različne kriterije, po katerih ločimo oz. delimo investicijske sklade med seboj. Po Mramorju (2000, str. 90) tako investicijske sklade glede na omejenost oz. neomejenost vstopa ali izstopa delimo na odprte investicijske sklade oz. vzajemne sklade in zaprte investicijske sklade oz. investicijske družbe⁴.

Vlagatelji s svojim investiranjem premoženja v investicijske sklade zasledujejo različne cilje, ki jih želijo doseči. Posledično tako tudi DZU ustanavljajo investicijske sklade z različnimi cilji oz. nameni. Glede na namen ločimo naslednje vrste investicijskih skladov (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 27–28):

- **skladi rasti** vlagajo predvsem v lastniške papirje, katerih cilj je donosnost kapitala. Donosnost kapitala temelji na rasti cen, natančneje na razliki med ceno, po kateri smo delnico kupili, in ceno, po kateri delnico prodamo. Za sklade rasti je značilno dokaj visoko tveganje,
- **skladi donosa** vlagajo predvsem v vrednostne papirje z visoko obrestno mero oz. dividendo. To so obveznice podjetij in prednostne delnice, ki vlagateljem omogočajo visok dividendni donos, posledično pa jih spremlja tudi večje tveganje,
- **skladi rasti in donosa** predstavljajo kombinacijo zgoraj omenjenih investicijskih skladov. Prvotni cilj takih investicijskih skladov je na podlagi rasti cen zagotavljanje donosnosti kapitala, posredno pa morajo zagotoviti tudi nek določen donos iz obresti in dividend. Tu se kupujejo predvsem navadne delnice, tveganje pa je manjše kot pri zgoraj omenjenih investicijskih skladih,
- **skladi donosa in rasti** investirajo predvsem v delnice najboljših in največjih podjetij ter v preferenčne delnice. Prvotni cilj takih investicijskih skladov je zagotavljanje visokega donosa iz obresti in dividend, šele nato pa zagotavljanje donosnosti kapitala na podlagi rasti cen,
- **skladi brez obdavčenj** investirajo v neobdavčene obveznice,
- **skladi ravnotežja** investirajo tako v delnice kot tudi v obveznice in temeljijo na predpostavki, da so razmere, ki so neugodne za delnico, ugodne za obveznice in obratno. Zato takšni investicijski skladi ob neugodnih tržnih gibanjih zagotavljajo manjšo izgubo, hkrati pa tudi manjši donos ob ugodnih razmerah.

Namen posameznega investicijskega sklada pogojuje, v katero prevladujočo vrsto vrednostnih papirjev investicijski sklad investira, kar posledično vpliva na donosnost in tveganje

Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (Ur. l. RS, št. 2/2007-UPB1), Zakona o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma (Ur. l. RS, št. 60/2007, 47/2009 Odl. US: U-I-54/06-32 (48/2009 popr.), 19/2010), Zakon o pravnih naslednicah pooblaščenih investicijskih družb (Ur. l. RS, št. 68/2007, 7/2008, 49/2008 Skl. US: U-I-66/08-6, 121/2008 Odl. US: U-I-66/08-14, 40/2009).

⁴ Podrobneje sem jih predstavila v uvodni opredelitvi investicijskih skladov.

izbranega investicijskega sklada. Investicijski skladi se tako med seboj razlikujejo tudi po svoji naložbeni politiki. Glede na naložbeno politiko investicijske sklade delimo na (Dimovski & Gregorič, 2000, str. 171; Mramor, 2000, str. 92–93):

- **skladi delnic** so najbolj pogosta oblika investicijskih skladov in investirajo predvsem v lastniške vrednostne papirje, ki so lahko osredotočeni predvsem v določeno panogo, geografsko območje ali stopnjo gospodarske razvitosti. So bolj tvegani in bolj donosni od skladov obveznic,
- **skladi obveznic** investirajo predvsem v dolžniške vrednostne papirje, pri čemer prinašajo manjše donose in so posledično tudi manj tvegani od skladov delnic. Njihov namen je zagotoviti stalen donos,
- **mešanimi skladi** investirajo tako v lastniške kot dolžniške vrednostne papirje. Vlagatelj tako omogočajo večjo razpršenost premoženja, posledično pa so manj tvegani in manj donosni kot skladi delnic,
- **skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev** investirajo le v kratkoročne vrednostne papirje, zaradi česar so visoko likvidni in manj tvegani ter manj donosni,
- **skladi nepremičnin** investirajo lahko neposredno v nepremičnine ali pa v hipoteke,
- **skladi skladov** investirajo svoje premoženje v enote premoženja ali v delnice drugih investicijskih skladov,
- **indeksni skladi** natančno posnemajo gibanje izbranega borznega indeksa.

Poleg zgoraj omenjenih skladov se na trgu glede na naložbeno politiko pojavljajo še: skladi fleksibilne strukture naložb, uravnoteženi skladi, skladi prilagodljive sestave naložb, skladi absolutnega donosa, ki so različica mešanih skladov, in skladi denarnega trga, ki so različica skladov kratkoročnih vrednostnih papirjev.

Po Mramorju (2000, str. 90) vzajemne sklade glede na stroške, ki bremenijo vlagatelja ob vstopu ali izstopu v vzajemni sklad, delimo na:

- **sklade s provizijo:** določeni vzajemni skladi v skladu s pravili upravljanja vzajemnega sklada vlagateljem zaračunavajo tako vstopne kot izstopne stroške, nekateri pa le vstopne oz. izstopne stroške⁵,
- **sklade brez provizije:** v tem primeru vlagatelj ob vplačilu oz. izplačilu ne plača nikakršnih vstopnih oz. izstopnih stroškov.

Pestra raznolikost investicijskih skladov omogoča, da vsak vlagatelj zase najde ustrezen investicijski sklad z določeno naložbeno politiko, ki mu nato na izbrani način vstopa zagotavlja doseganje zastavljenih ciljev v odvisnosti od stopnje tveganja in donosnosti posameznega investicijskega sklada.

⁵ Podrobnejša razlaga je navedena v poglavju Prednosti in slabosti vzajemnih skladov.

1.3 Zakonodaja na področju vzajemnih skladov

Temelje za razvoj slovenskih vzajemnih skladov sta postavila leta 1994 sprejeta zakona: Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur. l. RS, št. 6/1994, 68/1996 Odl. US: U-I-287/95, 25/1997 (32/1997 popr.), 10/1998, 56/1999-ZTVP-1, 61/2000 Odl. US: U-I-398/96, 110/2002-ZISDU-1, v nadaljevanju ZISDU) in Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Ur. l. RS, št. 6/1994, 68/1996 Odl. US: U-I-287/95, 47/1997-ZPre, 56/1999).

ZISDU je postavil pogoje ustanavljanja vzajemnih skladov in DZU ter način njihovega delovanja, medtem ko je Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Ur. l. RS, št. 6/1994, 68/1996 Odl. US: U-I-287/95, 47/1997-ZPre, 56/1999) postavil temelje za ustanovitev ATVP – njene naloge so obsegale nadzor nad ustanavljanjem vzajemnih skladov in poslovanjem DZU.

Med pomembnejše določitve ZISDU sodita prenos upravljanja vseh vzajemnih skladov v upravljanje DZU (7. člen ZISDU), s čimer so to možnost izgubile borznoposredniške družbe, in omejitev investiranja slovenskih vzajemnih skladov v tuje vrednostne papirje do 10 odstotkov svojega premoženja (94. člen ZISDU). Omejitev investiranja v tuje vrednostne papirje je povzročila veliko omejenost naložb slovenskih vzajemnih skladov na domače vrednostne papirje, hkrati pa je posledično onemogočala diverzifikacijo domačih vzajemnih skladov.

Z namenom približevanja slovenske zakonodaje evropski je bil konec leta 2002 sprejet nov ZISDU-1, ki je uvedel statut skrbnika sklada in možnost upravljanja premoženja dobro poučenih vlagateljev (bank, zavarovalnic ipd.), hkrati pa je odpravil 10-odstotno omejitev investiranja slovenskih vzajemnih skladov v tuje vrednostne papirje. Neomejenost investiranja slovenskih vzajemnih skladov v tuje vrednostne papirje je tako skladom omogočila investiranje premoženja v delnice drugih investicijskih skladov in v izvedene finančne instrumente ter nastajanje novih vzajemnih skladov, ki so pokrivali različna geografska in panožna področja.

Pomembne novosti na področju vzajemnih skladov je oktobra 2007 prinesel Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur. l. RS, št. 92/2007 (109/2007 popr.), 65/2008), v nadaljevanju ZISDU-1B). Za najpomembnejšo novost ZISDU-1B Kodrič (2007) navaja možnost neobdavčljivega preoblikovanja obstoječih vzajemnih skladov v podsklade krovnega sklada. ZISDU-1B je poleg omenjene spremembe prinesel še številne ostale prednosti (Kodrič, 2007; Zalaznik & Polanič, 2007):

- možnost trženja vzajemnih skladov slovenskih DZU v tujini,
- možnost združitve oz. pripojitve enega vzajemnega sklada k drugemu znotraj iste DZU: pred ZISDU-1B sta bila možna le prenos vzajemnega sklada na drugo DZU ali likvidacija vzajemnega sklada. Pri združitvi oz. pripojitvi dveh vzajemnih skladov morata omenjena vzajemna sklada imeti podobno naložbeno politiko in podobno strukturo stroškov oz. provizij,

- možnost različnih razredov investicijskih kuponov vzajemnih skladov: zakon sedaj dopušča, da DZU znotraj posameznega vzajemnega sklada oblikuje različne razrede investicijskih kuponov. Ti različni razredi se lahko med seboj razlikujejo v upravljavski proviziji, pravicah do sprotnega izplačila oz. zadržanja dobička ipd., kar posledično povzroča različne VEP, medtem ko so sredstva vseh imetnikov različnih razredov investicijskih kuponov posameznega vzajemnega sklada naložena v skladu z isto investicijsko politiko,
- odpravil je absolutno prepoved prenosa storitve trženja z druge osebe na podizvajalce: omenjena sprememba je tako slovenskim ponudnikom vzajemnih skladov omogočila vključitev tujih skladov v svojo ponudbo, kar je bilo pred tem v nasprotju s slovensko zakonodajo.

1.4 Prednosti in slabosti vzajemnih skladov

V svojem diplomskem delu se osredotočam predvsem na vzajemne sklade, ki predstavljajo alternativo bančnim depozitom, klasičnim in naložbenim oblikam zavarovanj ter investiranju premoženja v vrednostne papirje. Investiranje denarnih sredstev v vzajemne sklade spremljajo tako prednosti kot slabosti. Prednosti vzajemnih skladov so (Kleindienst, 2001, str. 443–446; Krivec, 2004, str. 21; Mramor, 2000, str. 89):

- **strokovno upravljanje s premoženjem vzajemnih skladov** na podlagi profesionalnih analitikov in upraviteljev sklada, ki v interesu vlagateljev s premišljeno izbiro in razpršitvijo naložb poskušajo povečati vrednost premoženja sklada: vlagatelji v primerjavi s profesionalnimi analitiki in upravitelji sklada nimajo dovolj znanja in izkušenj, da bi se dnevno ukvarjali z analizo kapitalskih trgov,
- **razpršenost premoženja:** vzajemni skladi vlagateljem omogočajo, da z majhnimi vložki razpršijo svoje premoženje in s tem posledično zmanjšajo tudi tveganje, ki so mu izpostavljeni. Če bi vlagatelj sam želel doseči takšno raven razpršenosti premoženja kot z investiranjem premoženja v vzajemne sklade, bi poleg zgoraj omenjenega znanja potreboval še bistveno večji obseg denarja in časa, izpostavljen pa bi bil tudi višjim stroškom,
- **prihranek časa vlagatelja:** s premoženjem vzajemnega sklada upravljajo profesionalni upravitelji. Vlagatelj zato ne potrebuje neprestano spremljati dogajanje na kapitalskih trgih,
- **enostavnost:** vlagatelj si na podlagi vplačila v izbran vzajemni sklad zagotovi določeno število enot oz. točk vzajemnega sklada in postane lastnik investicijskega kupona. To lahko naredi preko pooblaščenih vpisnih mest, bank, zavarovalnic, agentov in finančnih svetovalcev,
- **nižji stroški upravljanja** za posameznega vlagatelja v primeru investiranja premoženja v vzajemni sklad v primerjavi z neposrednim investiranjem premoženja preko borznega posrednika v iste vrednostne papirje: v primeru vplačila v vzajemni sklad so stroški upravljanja porazdeljeni na veliko število vlagateljev. Posledično to povzroči bistveno nižje stroške posameznega vlagatelja v primerjavi z neposrednim investiranjem, kjer se posamezni vlagatelj sreča s stroški svetovanja, odpiranja in vodenja trgovalnega računa,

- **preglednost:** javna objava VEP posameznega vzajemnega sklada vsakemu vlagatelju omogoča, da v vsakem trenutku ve, kolikšna je njegova vrednost premoženja v vzajemnem skladu⁶,
- **likvidnost oz. dostopnost do vloženega premoženja:** vlagatelj lahko kadar koli zahteva izplačilo vplačanih investicijskih kuponov, saj ti niso vezani. Pri tem se vlagatelj sam odloči, kolikšen delež investicijskih kuponov želi izplačati. Izbira lahko med celotnim oz. delnim izplačilom investicijskih kuponov. DZU mu mora nato vrednost izplačanih investicijskih kuponov nakazati najkasneje v roku petih delovnih dneh od prejema pravilno izpolnjenega obrazca za izplačilo,
- **plačilna sposobnost:** vzajemni skladi ne morejo postati plačilno nesposobni, saj se vrednosti sredstev in obveznosti dnevno določajo na trgu.

Poleg prednosti, ki jih prinašajo vzajemni skladi, moram omeniti še slabosti, ki se pojavljajo pri vplačilih investicijskih kuponov vzajemnih skladov (Bogle, 1994, str. 55; Kleindienst, 2001, str. 448):

- **nezmožnost aktivnega odločanja vlagatelja** pri izbiri naložb vzajemnega sklada: vlagatelj z vplačilom investicijskih kuponov v posamezen vzajemni sklad postane le lastnik določenega števila točk vzajemnega sklada, medtem ko je upravljavec vzajemnega sklada tisti, ki odloča o strukturi naložb vzajemnega sklada v okviru omejitev določenih v pravilih upravljanja vzajemnega sklada,
- **relativno visoki stroški:** DZU so za aktivno upravljanje vzajemnih skladov in s tem nastalimi stroški v skladu s 123. členom ZISDU-1 upravičene do prejema upravljaljske provizije, ki je enaka proporcionalnemu deležu letne provizije. Proporcionalni delež letne provizije je izražen v določenem odstotku povprečne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada in je tako dnevno vračunan v VEP. Poleg upravljaljske provizije pa DZU svojim vlagateljem pogosto zaračunavajo še vstopno in izstopno provizijo, ki sta izraženi v določenem odstotku od višine vplačila oz. izplačila, s katerimi pokrijejo stroške agentov, ki tržijo njihove vzajemne sklade. V skladu s 122. členom ZISDU-1 izstopni stroški ne smejo presegati 3 odstotkov vrednosti zneska izplačila. V primeru, ko se vlagatelj zaveže nalagati svoje premoženje v izbran vzajemni sklad daljše časovno obdobje, pa vstopni stroški ne smejo presegati 30 odstotkov vrednosti vplačil v prvem letu. Pri tem vlagatelj ob sklenitvi varčevalnega načrta plača vstopne stroške za celotno varčevalno obdobje, ti pa so nižji od skupnih vstopnih stroškov, ki bi jih vlagatelj plačal v primeru enakih vplačil investicijskih kuponov brez sklenitve varčevalnega načrta,
- **nevarnost izgube nadzora nad doseganjem kapitalskih dobičkov:** v primeru prodaje lahko vlagatelj pri neposrednih naložbah v vrednostne papirje za razliko od investiranja premoženja v vzajemne sklade sam določi, kdaj bo dosegel kapitalski dobiček ali izgubo, pri čemer lahko upošteva tudi svoj davčni vidik,
- **širok izbor vzajemnih skladov:** ta na trgu povzroča dodatne težave pri odločanju vlagateljev, kateri vzajemni sklad je za njih najprimernejši.

⁶ Vrednost premoženja izbranega vlagatelja v posameznem vzajemnem skladu je enaka zmnožku med VEP posameznega vzajemnega sklada in skupnim številom enot izbranega vlagatelja v vzajemnem skladu.

Ob zgoraj opisanih dejstvih lahko sklepam, da v vzajemne sklade investirajo tisti, ki jim z njihovega osebnega vidika prednosti vzajemnih skladov pretehtajo njihove pomanjkljivosti.

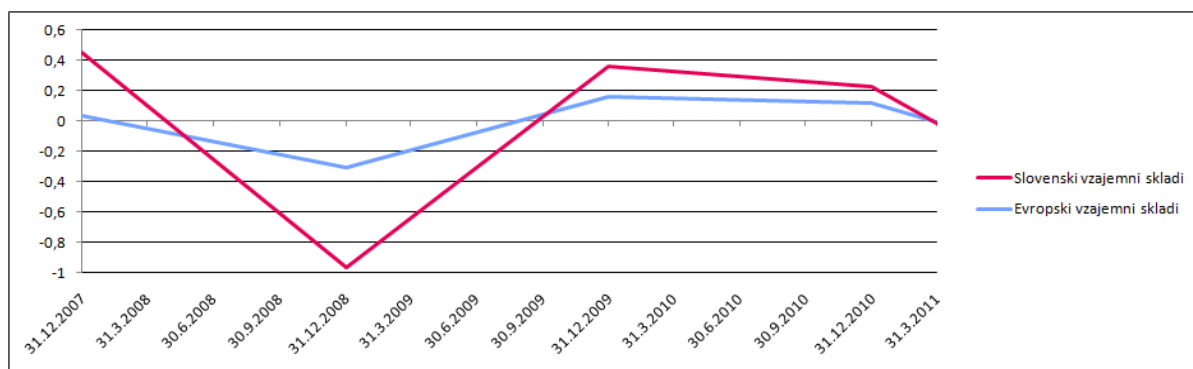
1.5 Pregled poslovanja slovenskih vzajemnih skladov od leta 2007 do leta 2011

Leto 2008 je zaznamovala globalna finančna kriza, ki je povzročila padec tečajev na svetovnih borzah in s tem posredno tudi veliko znižanje vrednosti sredstev vzajemnih skladov.

Iz Slike 1, ki prikazuje primerjavo rasti sredstev evropskih in slovenskih vzajemnih skladov od konca leta 2007 do konca marca 2011⁷, je razvidno, da so se negativni učinki finančne krize mnogo bolj kot na evropske vzajemne sklade prenesli na slovenske, ki so kljub rasti sredstev skozi leto 2009 še vedno daleč pred dosegom vrednosti pred finančno krizo (Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letih 2009, 2010, str. 25).

Potres, jedrska nesreča na Japonskem, nestabilne razmere na Bližnjem vzhodu in zadolženost evropskih držav (Grčija, Irska, Portugalska) so v marcu 2011 v veliki meri povzročili, da so se sredstva slovenskih vzajemnih skladov znižala pod vrednostjo, kot so bila konec leta 2010. Zaradi drugačne razporeditve sredstev evropskih vzajemnih skladov po posameznih vrstah vzajemnih skladov⁸ v primerjavi s slovenskimi pa so evropska sredstva konec marca 2011 glede na konec leta 2010 ostala bistveno nespremenjena.

Slika 1: Primerjava rasti sredstev evropskih in slovenskih vzajemnih skladov od konca leta 2007 do konca marca 2011



Vir: EFAMA Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2010 and Results for the Full Year 2010, 2011; EFAMA Trends in the European Investment Fund Industry in the First Quarter of 2011, 2011; Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letih 2008, 2009; Sestava premoženja vzajemnih skladov, 2011.

⁷ Ob pripravi diplomskega dela je zadnji znan podatek o celotnih sredstvih evropskih vzajemnih skladov za marec 2011.

⁸ Podrobnejša razlaga je navedena v poglavju Primerjava deležev sredstev posameznih vrst vzajemnih skladov v celotnih sredstvih vzajemnih skladov v Sloveniji in Evropi konec marca 2011.

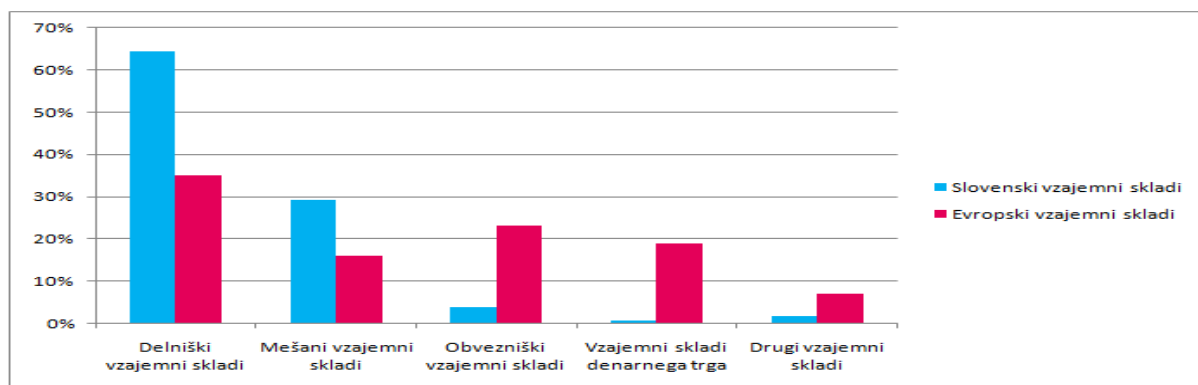
1.5.1 Primerjava deležev sredstev posameznih vrst vzajemnih skladov v celotnih sredstvih skladov v Sloveniji in Evropi konec marca 2011

Slika 2 prikazuje primerjavo deležev sredstev posameznih vrst vzajemnih skladov v celotnih sredstvih vzajemnih skladov v Sloveniji in Evropi konec marca 2011⁹. Iz Slike 2 je razvidno, da v Sloveniji glede na obseg sredstev prednjačijo delniški vzajemni skladi, medtem ko je za evropske vzajemne sklade v primerjavi s slovenskimi značilna bistveno bolj enakomerna porazdelitev sredstev evropskih vlagateljev med različnimi vrstami vzajemnih skladov.

V Sloveniji je tako konec marca 2011 delež sredstev vlagateljev v delniških vzajemnih skladih znašal 64 odstotkov¹⁰, kar kaže na visoko nagnjenost k tveganju slovenskih vlagateljev (Sestava premoženja vzajemnih skladov, 2011). Po drugi strani pa je skupni delež obvezniških skladov in skladov denarnega trga, ki veljajo v obdobju manj ugodnih finančnih razmer za bolj varno naložbo, znašal le 5 odstotkov.

Tudi v Evropi konec marca 2011 večinski delež sredstev, naloženih v vzajemne sklade, predstavljajo delniški vzajemni skladi, ki pa je za skoraj polovico manjši od slovenskega (EFAMA Trends in the European Investment Fund Industry in the First Quarter of 2011, 2011, str. 5). Mnogo večji pa je evropski skupni delež obvezniških vzajemnih skladov in vzajemnih skladov denarnega trga, v primerjavi s slovenskim, ki tako konec aprila 2011 znaša 42 odstotkov.

*Slika 2: Primerjava deležev sredstev posameznih vrst vzajemnih skladov v celotnih sredstvih vzajemnih skladov v Sloveniji in Evropi konec marca 2011 v skladu z delitvijo skladov na strani 5**



Legenda:

* V tabeli so v rubriki drugi vzajemni skladi združeni skladi nepremičnin, skladi skladov in indeksni skladi.

Vir: EFAMA Investment fund industry fact sheet March 2011, 2011; EFAMA Trends in the European Investment Fund Industry in the First Quarter of 2011, 2011; Sestava premoženja vzajemnih skladov, 2011.

⁹ Ob pripravi diplomskega dela je zadnji znan podatek o deležu sredstev posameznih vrst evropskih vzajemnih skladov v celotnih sredstvih evropskih vzajemnih skladov za mesec marec 2011.

¹⁰ V Prilogi 3 je natančen seznam vseh slovenskih vzajemnih skladov, njihovi ČVS in tržni deleži v celotnih sredstvih slovenskih vzajemnih skladov na dan 31. 5. 2011.

Iz primerjave deležev sredstev posameznih vrst vzajemnih skladov v celotnih sredstvih vzajemnih skladov v Sloveniji in Evropi konec marca 2011¹¹ lahko sklepamo, da so slovenski vlagatelji v primerjavi z evropskimi mnogo bolj nagnjeni k tveganju in so se na finančno krizo odzvali le z manjšim obsegom vplačil oz. povečanim obsegom izplačil iz vzajemnih skladov, medtem ko so njihove naložbene navade ostale nespremenjene (Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letih 2010, 2011, str. 21).

1.5.2 Primerjava slovenskih vzajemnih skladov glede na upravljavca vzajemnih skladov

V Sloveniji je konec maja 2011 delovala 1 investicijska družba in 13 DZU, ki so upravljale 135 vzajemnih skladov (Seznam družb za upravljanje, krovnih skladov s podskladi, vzajemnih skladov in investicijskih družb, 2011). Poleg domačih vzajemnih skladov je v Sloveniji delovalo tudi 164 vzajemnih skladov iz drugih držav članic Evropske unije. Investicijski skladi iz drugih držav članic Evropske unije domačim vlagateljem ponujajo povečano izbiro naložbenih možnosti, hkrati pa predstavljajo dodatno konkurenco domačim vzajemnim skladom (Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letih 2009, 2010, str. 25).

Tabela 1 prikazuje tržne deleže posameznih slovenskih DZU konec let 2007, 2008, 2009 in 2010 ter konec maja 2011, ki so izračunani na podlagi čiste vrednosti sredstev vzajemnih skladov posamezne DZU v celotnih sredstvih slovenskih vzajemnih skladov. Od vseh domačih DZU je imela konec maja 2011 največ sredstev v upravljanju Triglav DZU, d. o. o., ki upravlja slabo četrtno celotnih sredstev slovenskih vzajemnih skladov. Sledijo ji KD Skladi, d. o. o., in NLB skladi, d. o. o.

¹¹ Ob pripravi diplomskega dela je zadnji znan podatek o deležu sredstev posameznih vrst evropskih vzajemnih skladov v celotnih sredstvih evropskih vzajemnih skladov za mesec marec 2011.

Tabela 1: Tržni delež posameznih slovenskih DZU, izražen na podlagi ČVS vzajemnih skladov posamezne DZU v celotnih sredstvih slovenskih vzajemnih skladov na zadnji dan v letih 2007, 2008, 2009 in 2010 ter na dan 31. 5. 2011

Št.	DZU	Tržni delež (v%) na dan 31.12.2007	Tržni delež (v%) na dan 31.12.2008	Tržni delež (v%) na dan 31.12.2009	Tržni delež (v%) na dan 31.12.2010	Tržni delež (v%) na dan 31.05.2011
1	Abančna DZU d. o. o.	4,71	4,60	3,93	3,50	3,40
2	Alta Skladi d. d.	-	-	-	8,11	8,89
3	DUS Krona d. o. o.**	-	-	-	2,11	2,02
4	Ilinika DZU d. o. o.	4,03	3,52	3,71	3,53	3,15
5	KBM Infond d. o. o.	6,60	11,20	11,45	10,57	9,98
6	KD Skladi d. o. o.	24,66	17,78	19,31	18,30	19,96
7	Krekova družba d. o. o.	1,21	1,26	1,20	2,07	1,80
8	Medvešek Pušnik DZU d. d.*	5,01	3,66	3,78	-	-
9	NFD d. o. o.	0,56	0,51	0,54	0,43	0,40
10	NLB Skladi d. o. o.	9,84	15,68	16,61	16,81	16,46
11	Perspektiva DZU d. o. o.	2,46	3,26	3,03	2,94	2,59
12	Primorski skladi d. d.	3,27	3,42	3,26	3,18	3,04
13	Probanka upravljanje d. o. o.	8,31	7,50	5,90	5,18	4,78
14	Publikum PDU d. d.*	8,80	5,15	4,24	-	-
15	Triglav DZU d. o. o.	20,54	22,45	23,03	23,26	23,53
Skupni tržni delež (v %) vseh slovenskih DZU		100	100	100	100	100

Legenda:

* V mesecu marcu 2010 je prišlo do združitve družb Medvešek Pušnik DZU, d. d., in Publikum PDU, d. d., v skupino Alta Skladi, d. d.

** V letu 2010 se je Krona Senior, investicijska družba prilagodljive sestave naložb, d. d., preoblikovala v SENIOR, vzajemni sklad prilagodljive sestave naložb.

Vir: Mesečna poročila investicijskih skladov - maj 2011, 2011; Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letih 2010, 2011, str. 22–23; Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letih 2008, 2009, str. 26; Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letih 2007, 2008, str. 25.

V obdobju od konca leta 2007 pa do maja 2011 je na povečanje tržnih deležev DZU KBM Infond, d. o. o., NLB Skladi, d. o. o., DUS Krona, d. o. o., Krekova družba, d. o. o., ter KD Skladi, d. o. o., v celotnih sredstvih slovenskih vzajemnih skladov pomembno vplivalo preoblikovanje njihovih investicijskih družb v vzajemne sklade. Tako sta leta 2008 DZU KBM Infond, d. o. o., in NLB Skladi, d. o. o., preoblikovali svoje investicijske družbe v vzajemne sklade; v drugi polovici leta 2010 sta se jim pridružili še DUS Krona, d. o. o., in decembra še Krekova družba, d. o. o. V mesecu aprilu 2011 je prišlo še do preoblikovanja investicijske družbe DZU KD Skladi, d. o. o. Konec maja 2011 v Sloveniji tako deluje le še investicijska družba DZU NFD, d. o. o.

Tabela 2 prikazuje tržne deleže DZU KBM Infond, d. o. o., NLB Skladi d. o. o., DUS Krona, d. o. o., Krekova družba, d. o. o., ter KD Skladi, d. o. o., v celotnih sredstvih slovenskih vzajemnih skladov od konca leta 2007 do maja 2011 (brez upoštevanja sredstev vzajemnih skladov, ki so nastali s preoblikovanjem investicijskih družb). Iz primerjave tržnih deležev sredstev slovenskih DZU v Tabelah 1 in 2 je razvidno, da je imelo preoblikovanje investicijske družbe v vzajemni sklad največji vpliv na povečanje tržnih deležev pri DZU KBM Infond, d. o. o., in NLB Skladi, d. o. o.

Tabela 2: Tržni delež slovenskih DZU, ki so po letu 2007 preoblikovale svoje investicijske družbe v vzajemni sklad, izražen na podlagi ČVS vzajemnih skladov posamezne DZU brez upoštevanja sredstev preoblikovanih vzajemnih skladov iz investicijske družbe v celotnih sredstvih slovenskih vzajemnih skladov na zadnji dan v letih 2007, 2008, 2009 in 2010 ter na dan 31. 5. 2011

Št.	DZU	Tržni delež (v%) na dan 31.12.2007	Tržni delež (v%) na dan 31.12.2008	Tržni delež (v%) na dan 31.12.2009	Tržni delež (v%) na dan 31.12.2010	Tržni delež (v%) na dan 31.05.2011
1	DUS Krona d. o. o.*	-	-	-	0,00	0,00
2	KBM Infond d. o. o.	6,60	5,74	6,83	7,01	6,67
3	KD Skladi d. o. o.	24,66	17,78	19,31	18,30	17,20
4	Krekova družba d. o. o.	1,21	1,26	1,20	1,16	1,02
5	NLB Skladi d. o. o.	9,84	10,93	11,65	12,41	12,47
Skupni tržni delež (v %) vseh slovenskih DZU		100	100	100	100	100

Legenda:

* V letu 2010 se je Krona Senior, investicijska družba prilagodljive sestave naložb, d. d., preoblikovala v SENIOR, vzajemni sklad prilagodljive sestave naložb.

Vir: Mesečna poročila investicijskih skladov - maj 2011, 2011; Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letih 2010, 2011, str. 22–23; Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letih 2008, 2009, str. 26; Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letih 2007, 2008, str. 25.

Dodatno koncentracijo sredstev slovenskih DZU je v mesecu marcu 2010 povzročila združitev Medvešek Pušnik DZU, d. d., in Publikuma PDU, d. d., v skupino Alta Skladi, d. d. (Alta – nova finančna skupina, 2010). Novonastala družba je tako prevzela v upravljanje 11 vzajemnih skladov Medvešek Pušnik DZU, d. d., in 11 podskladov krovnega sklada Publikum PDU, d. d. Alta Skladi, d. d., zavzemajo konec maja 2011 glede na čisto vrednost sredstev vzajemnih skladov v upravljanju 5. mesto med slovenskimi DZU.

V 5 največjih DZU je na dan 31. 5. 2011 glede na čisto vrednost sredstev vzajemnih skladov v celotnih sredstvih vzajemnih skladov skoncentrirano slabih 80 odstotkov celotnih sredstev. Vrednost splošno sprejetega Herfindahl–Hirschmanovega indeksa tržne koncentracije (v nadaljevanju HHI)¹² slovenskih DZU v celotnih sredstvih slovenskih vzajemnih skladov, ki na dan 31. 5. 2011 znaša 1.469, pa kaže, da so sredstva slovenskih vzajemnih skladov kljub vsemu zmerno porazdeljena med DZU¹³ (Pepal & Richards & Norman, 2002, str. 55–57).

Na dan 31. 5. 2011 pa je slabih 36 odstotkov vseh sredstev slovenskih vzajemnih skladov skoncentriranih v 5 največjih vzajemnih skladih (Triglav Steber 1, delniški vzajemni sklad, KD Galileo, sklad fleksibilne strukture naložb, NLB Skladi – Kombiniralni globalni, mešani vzajemni sklad, NLB Skladi - Globalni delniški, delniški vzajemni sklad, INFOND BRIC, delniški vzajemni sklad), kar predstavlja manj kot 4 odstotke vseh slovenskih vzajemnih

¹² HHI sešteva kvadrate tržnih deležev vseh tržnik udeležencev.

¹³ Vrednost HHI predstavlja konkurenčnost trga. Tako vrednost 0 predstavlja popolno konkurenčen trg, vrednost, manjša od 1.000, kaže na konkurenčen trg, vrednost med 1.000 in 1.800 na zmerno koncentriran trg, vrednost nad 1.800 pa na visoko koncentriran trg. Če je vrednost HHI enaka 10.000, je na trgu prisoten monopol.

skladov. V 15 največjih vzajemnih skladih¹⁴ je na dan 31. 5. 2011 skoncentrirano slabih 60 odstotkov vseh sredstev. Izračun HHI slovenskih vzajemnih skladov na podlagi čiste vrednosti sredstev posameznih vzajemnih skladov v celotnih sredstvih vzajemnih skladov nam na dan 31. 5. 2011 pokaže, da je trg slovenskih vzajemnih skladov kljub vsemu konkurenčen¹⁵.

1.5.3 Primerjava vzajemnih skladov glede na neto priliv oz. odliv

Slika 3 prikazuje neto prilive slovenskih vzajemnih skladov od začetka leta 2007 do konca maja 2011. Po letu 2007 so serijo pozitivnih neto prilivov (izjeme so januar in oktober 2006 ter november 2007) prekinili negativni vplivi finančne krize. V času finančne krize so slovenski vlagatelji predvsem zmanjšali obseg vplačil in povečali obseg izplačil iz vzajemnih skladov, po drugi strani pa so ohranili odnos do tveganja (Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letih 2010, 2011, str. 21–22). Ohranjen odnos do tveganja se kaže v podobni razporeditvi premoženja slovenskih vlagateljev med različnimi vrstami vzajemnih skladov kot pred krizo, medtem ko so evropski vlagatelji svoje premoženje prenesli iz delniških skladov v manj tvegane vzajemne sklade, s čimer so ohranili vrednost svojega premoženja. Posledično je bilo zmanjšanje vrednosti sredstev slovenskih vzajemnih skladov v času finančne krize bistveno večje od evropskih.

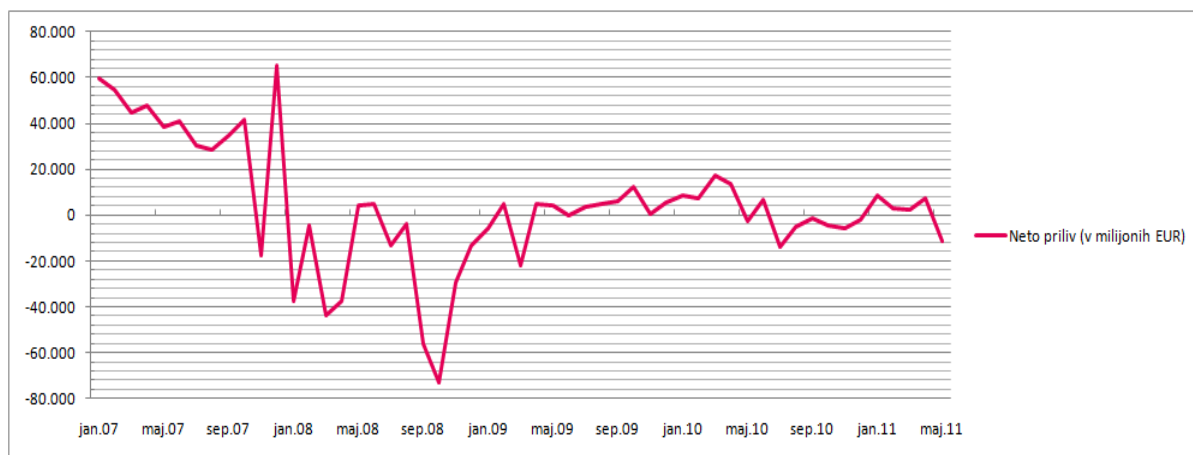
V letu 2008 so tako slovenski vzajemni skladi zabeležili povečan neto odliv sredstev (304 milijone evrov), ki znaša 10 odstotkov vrednosti slovenskih vzajemnih skladov konec leta 2007 (Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letih 2009, 2010, str. 28). Iz Slike 3 je razvidno, da je bil največji neto odliv slovenskih vzajemnih skladov oktobra 2008, ko je ta znašal nekaj manj kot 73 milijonov evrov in predstavljal 24 odstotkov vseh neto odlivov v tem letu. Medtem je neto odliv evropskih vzajemnih skladov konec leta 2008 znašal le (335 milijard evrov) 5 odstotkov vrednosti evropskih vzajemnih skladov konec leta 2007.

Leta 2009 in 2010 so slovenski vzajemni skladi zabeležili skromen neto priliv sredstev (18 oz. 17 milijonov evrov), ki predstavlja približno 1 odstotek vrednosti sredstev konec preteklega leta (Sestava premoženja vzajemnih skladov, 2011), zaradi česar so sredstva slovenskih vzajemnih skladov še vedno daleč od vrednosti, ki so jo imeli pred finančno krizo. Do konca maja 2011 so slovenski vzajemni skladi zabeležili neto priliv sredstev (8,9 milijona evrov), kar predstavlja 0,99 odstotkov vrednosti sredstev konec leta 2010.

¹⁴ Tabela 15 največjih slovenskih vzajemnih skladov glede na obseg sredstev je v Prilogi 4.

¹⁵ Podroben izračun tržnih deležev posameznih slovenskih vzajemnih skladov na podlagi deleža sredstev v celotnih sredstvih vzajemnih skladov je v Prilogi 3.

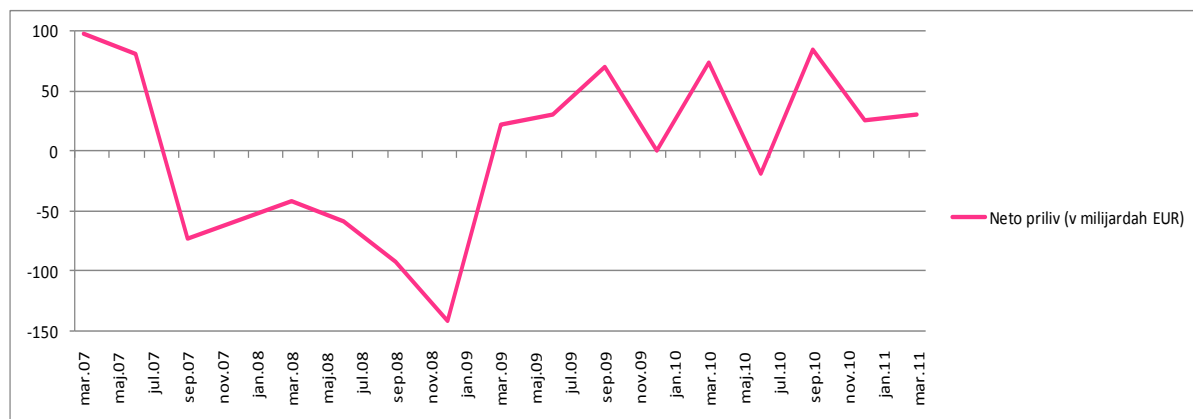
Slika 3: Neto prilivi slovenskih vzajemnih skladov od začetka leta 2007 do konec maja 2011



Vir: Sestava premoženja vzajemnih skladov, 2011.

Slika 4 prikazuje neto prilive evropskih vzajemnih skladov od marca 2007¹⁶ do konca marca 2011¹⁷. Neto priliv evropskih vzajemnih skladov je konec let 2009 in 2010 znašal (123 milijard evrov in 166 milijard evrov) dobra 2 odstotka vrednosti evropskih vzajemnih skladov konec preteklega leta, s čimer se evropski skladi počasi približujejo obsegu sredstev, ki so jih imeli pred finančno krizo. V prvi četrtini leta 2011 so evropski vzajemni skladi ponovno zabeležili pozitiven neto priliv (30 milijard evrov) (EFAMA Trends in the European Investment Fund Industry in the First Quarter of 2011, 2011, str. 2).

Slika 4: Neto prilivi evropskih vzajemnih skladov od začetka leta 2007 do konec marca 2011



Vir: EFAMA Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2008, 2011; EFAMA Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2010, 2011; EFAMA Trends in the European Investment Fund Industry in the First Quarter of 2011, 2011.

¹⁶ Za obdobje od leta 2007 do aprila 2009 so na voljo le četrtletni podatki o neto prilivih oz. odlivih evropskih vzajemnih skladov.

¹⁷ Ob pripravi diplomskega dela je zadnji znan četrtletni podatek o neto prilivih oz. odlivih evropskih vzajemnih skladov za marec 2011.

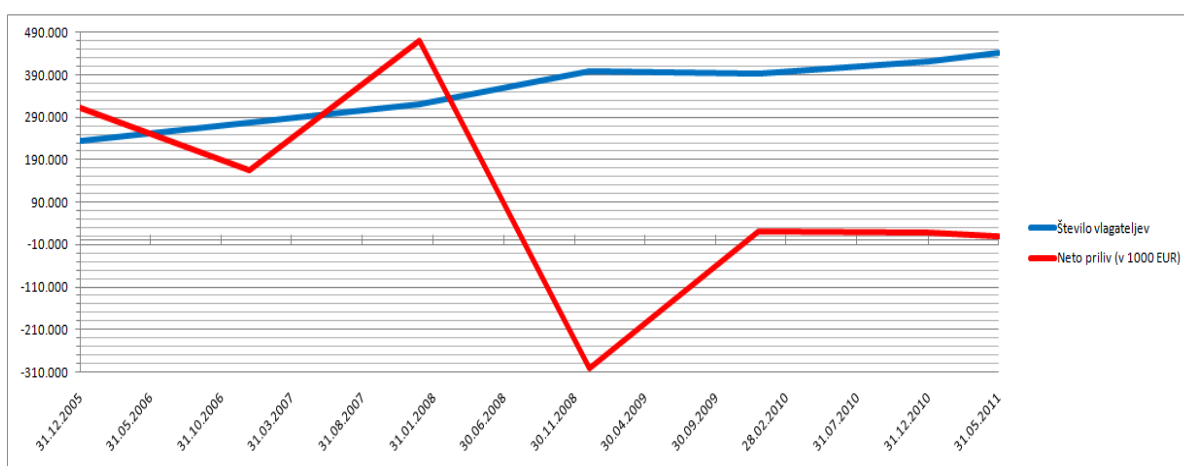
1.5.4 Gibanje števila vlagateljev v vzajemnih skladih

Slika 5 prikazuje gibanje neto prilivov slovenskih vzajemnih skladov in števila vlagateljev od konca leta 2005 do konca maja 2011. Razvidna je rast števila vlagateljev od konca leta 2005 do konca leta 2008, nato pa je število vlagateljev z manjšimi odstopanji ostalo nespremenjeno.

Kljub finančni krizi se je število vlagateljev konec leta 2008 glede na leto 2007 povečalo. Glavni razlog je v preoblikovanju treh investicijskih družb v vzajemne sklade (Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letih 2009, 2010, str. 27). Enak pozitiven učinek na povečanje števila vlagateljev so imela tudi preoblikovanja investicijskih družb v vzajemne sklade še v mesecu juliju in decembru 2010 ter aprila 2011¹⁸.

Negativni vpliv finančne krize se jasno vidi na neto prilivih, ki so negativni, pri čemer je največji neto odliv viden konec leta 2008. Na podlagi gibanja števila vlagateljev in neto prilivov lahko sklepam, da so se vlagatelji na finančno krizo odzvali predvsem z izplačevanjem investicijskih kuponov iz vzajemnih skladov, kar je posledično pripeljalo do velikega neto odliva v letu 2008. Pri tem se je število vlagateljev ohranjalo predvsem na račun preoblikovanih investicijskih družb v vzajemne sklade. V drugi polovici leta 2009 in leta 2010 je prišlo do povečanega priliva vplačil v vzajemne sklade, pri čemer gre najverjetneje za nove vlagatelje, ki v finančni krizi vidijo priložnosti, vendar pa njihova vplačila komaj presežejo izplačila investicijskih kuponov obstoječih vlagateljev; posledica je skromen neto priliv konec let 2009 in 2010.

Slika 5: Primerjava med neto prilivi slovenskih vzajemnih skladov in številom vlagateljev od konca leta 2005 do maja 2011



Vir: Sestava premoženja vzajemnih skladov, 2011.

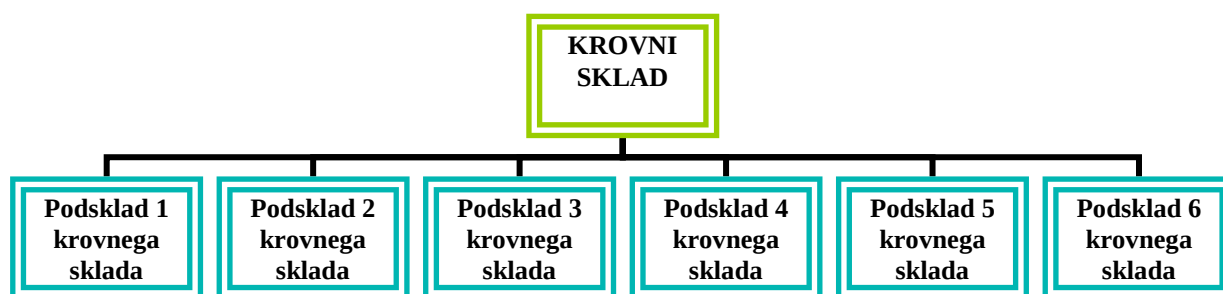
¹⁸ Glej točko Primerjava slovenskih vzajemnih skladov glede na upravljavca vzajemnih skladov.

2 KROVNI SKLAD

2.1 Opredelitev krovnega sklada

ZISDU-1B je kot novost na slovenskem trgu investicijskih skladov konec oktobra 2007 ponudil možnost oblikovanja krovnihi skladov. Po 9.a členu ZISDU-1B krovni sklad opredelimo kot vzajemni sklad, ki ga sestavljata 2 ali več podskladov. Ta člen določa tudi, da morajo biti podskladi krovnega sklada oblikovani kot ločeno premoženje, kar pomeni, da so sredstva in obveznosti posameznega podsklada krovnega sklada strogo ločena od sredstev in obveznosti ostalih podskladov krovnega sklada, ostalih vzajemnih skladov in DZU ter skrbnika krovnega sklada. Strukturo in ločenost premoženja med posameznimi podskladi krovnega sklada prikazuje Slika 6.

Slika 6: Prikaz krovnega sklada s šestimi podskladi krovnega sklada



Podskladi, združeni znotraj istega krovnega sklada, se med seboj razlikujejo po eni ali več posebnostih. Te posebnosti se lahko nanašajo na razlike v naložbenih ciljih in politiki, višini vstopnih in izstopnih stroškov, proviziji za upravljanje in skrbniški proviziji (Kunšek, 2009). Po drug strani pa morajo imeti podskladi krovnega sklada v skladu s 151.n členom ZISDU-1B skupna pravila upravljanja krovnega sklada. Skupnim pravilom upravljanja so dodana še posebna pravila upravljanja, ki se nanašajo le na posamezen podsklad krovnega sklada. Pri pripravi izvlečkov prospektov podskladov krovnega sklada pa imajo DZU v skladu s 151.t členom ZISDU-1B več svobode. Tako lahko DZU izvlečke prospektov vseh podskladov krovnega sklada združi v en dokument ali pa jih pripravi ločeno za vsak podsklad znotraj istega krovnega sklada.

2.2 Oblikovanje krovnega sklada

DZU lahko krovni sklad oblikujejo na podlagi oblikovanja krovnega sklada z dvema podskladoma krovnega sklada, ki predhodno še nista obstajala, ali s preoblikovanjem obstoječih vzajemnih skladov v podsklade krovnega sklada.

V prvem primeru DZU v skladu s 151.l členom ZISDU-1B najprej oblikuje 2 nova vzajemna sklada, ki ju nato poveže znotraj krovnega sklada. Takšna DZU mora zato predhodno sprejeti še pravila upravljanja pri oblikovanju najmanj 2 podskladov krovnega sklada, skleniti pogodbo s skrbnikom premoženja krovnega sklada in pridobiti dovoljenje o oblikovanju s strani nadzornega organa ATPV.

Drugi in najpogostejši način oblikovanja krovnega sklada slovenskih DZU je preoblikovanje obstoječih vzajemnih skladov v podsklade krovnega sklada v skladu s 151.u členom ZISDU-1B. Pri preoblikovanju morajo podskladi krovnega sklada ohraniti donosnost, stopnjo tveganja in naložbeno politiko vzajemnega sklada, iz katerega so bili oblikovani (Na splošno o krovnem skladu, 2009). Po 151.u členu ZISDU-1B postanejo imetniki obstoječih investicijskih kuponov vzajemnih skladov s procesom preoblikovanja obstoječih vzajemnih skladov v podsklade krovnega sklada imetniki investicijskih kuponov podskladov krovnega sklada. Proces preoblikovanja pa ne sme vplivati na vrednost enote premoženja imetnikov investicijskih kuponov oz. na vplačila in izplačila investicijskih kuponov podskladov krovnega sklada (Na splošno o krovnem skladu, 2009).

DZU mora v procesu oblikovanja krovnega sklada na podlagi preoblikovanja obstoječih vzajemnih skladov v podsklade krovnega sklada predhodno pridobiti dovoljenje nadzornega organa ATPV (Kunšek, 2009).

Za oblikovanje krovnega sklada na podlagi preoblikovanja obstoječih vzajemnih skladov v podsklade krovnega sklada so se odločili tudi v KD Skladi, družbi za upravljanje, d. o. o. Njihov proces preoblikovanja je opisan v naslednjem poglavju.

2.3 KD Krovni sklad

2.3.1 Predstavitev KD SKLADI, družbe za upravljanje, d. o. o.

Začetki KD Skladi, družbe za upravljanje, d. o. o., segajo v leto 1994, ko je bila z namenom zbiranja lastninskih certifikatov ustanovljena Kmečka družba, d. d. (Monografija ob 10. obletnici tedanje Kmečke družbe, 2004, str. 51–57). Leto 1996 je bilo za Kmečko družbo, d. d., prelomno. Najprej je Kmečka družba, d. d., v upravljanje prevzela vzajemni sklad Galileo, nato pa je na podlagi združitve in kasneje razdružitve sredstev 4 Dadasovih vzajemnih skladov oblikovala še sklada Rastko in Bond (Monografija ob 10. obletnici tedanje Kmečke družbe, 2004, str. 62–65).

V začetku leta 2009 je DZU 17 obstoječih vzajemnih skladov preoblikovala v podsklade KD Krovni sklad¹⁹, ki jim je aprila 2011 na podlagi preoblikovanja investicijske družbe KD ID, d. d., v vzajemni sklad pridružila še samostojni vzajemni sklad KD Delniški dohodkovni. Poleg upravljanja podskladov krovnega sklada in samostojnega vzajemnega sklada pa DZU nudi tudi možnost individualnega upravljanja premoženja dobro poučenih vlagateljev.

2.3.2 Oblikovanje KD Krovnega sklada

V KD Skladi, d. o. o., se je uprava odločila za oblikovanje krovnega sklada na podlagi preoblikovanja obstoječih vzajemnih skladov v podsklade krovnega sklada. Za pridobitev dovoljenja o preoblikovanju s strani ATPV je morala DZU v skladu z 2. členom Sklepa o

¹⁹ Proces oblikovanja KD Krovnega sklada je podrobneje opisan v poglavju Oblikovanje KD Krovnega sklada.

dokumentaciji za pridobitev dovoljenja za oblikovanje krovnega sklada iz obstoječih vzajemnih skladov in vsebini javne objave (Ur. l. RS, št. 42/2008) pripraviti ustrezno dokumentacijo in speljati znotraj družbe številne postopke, ki so kasneje omogočili dejansko izvedbo preoblikovanja brez zapletov.

Najprej so v KD Skladi, d. o. o., morali pripraviti **prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja** KD Krovnega sklada. Omenjeni prospekt mora biti zakonsko, vsebinsko in oblikovno ustrezen, zato je bilo pri njegovi pripravi pomembno sodelovanje številnih oddelkov znotraj družbe glede na njihovo naravo dela (uprava, pravna služba, upravitelji itd.). Zaradi vseh ustreznosti je priprava prospekta zahteven in dolgotrajen proces. Pripravi prospekta KD Krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja je sledila še priprava **izvlečkov prospektov podskladov KD Krovnega sklada**.

Za novo oblikovan krovni sklad je morala družba pripraviti in skleniti **pogodbo o opravljanju skrbniških storitev**. KD Skladi, d. o. o., so se odločili za že obstoječega skrbnika vzajemnih skladov: Abanko Vipo, d. d.

Pomemben in dolgotrajen del v procesu zagotavljanja ustrezne dokumentacije za preoblikovanje obstoječih vzajemnih skladov v podsklade krovnega sklada je predstavljala nadgradnja obstoječe programske opreme. Ta je morala dodatno zagotoviti **evidenco o sledljivosti prehodov in nevplivnost preoblikovanja na VEP, izplačila in vplačila**. Na novo je bilo tako potrebno oblikovati obrazec Izpis iz evidence spremljanja prehodov med podskladi istega krovnega sklada, ki vlagatelju omogoča pregled vseh njegovih kuponov, za kar sta bila potrebna prilagoditev računalniške opreme in zahtevno testiranje pravilnosti njenega delovanja. Na koncu so morali pridobiti še **izjavo dobavitelja računalniške opreme**, da je ta namenjena podpori vodenja poslovnih knjig, sestavljanju poslovnih poročil krovnega sklada in vodenju evidence imetnikov investicijskih kuponov, ter **mnenje pooblaščenega revizorja informacijskega sistema**, da programska oprema izpolnjuje zgornje zahteve.

ATVP je po prejemu zgoraj omenjene dokumentacije KD Skladi, d. o. o., 25. novembra 2008 podelila dovoljenja za preoblikovanje obstoječih vzajemnih skladov v podsklade krovnega sklada, za upravljanje krovnega sklada, za objavo prospekta krovnega sklada in objavo izvlečkov prospekta za podsklada, za sklenitev pogodb o opravljanju skrbniških storitev ter soglasje k pravilom upravljanja krovnega sklada (Poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 2008, 2009, str. 11).

Po prejemu dovoljenja 25. novembra 2008 s strani ATVP je v skladu s 151. u členom ZISDU-1B sledila javna objava v 8 delovnih dneh. V javni objavi je bilo navedeno, da pravila upravljanja KD Krovnega sklada²⁰ stopijo v veljavo 30 dni po javni objavi, torej 1. januarja 2009, in da na ta dan imetniki investicijskih kuponov obstoječih vzajemnih skladov postanejo

²⁰ Podrobnejša predstavitev podskladov KD Krovnega sklada sledi v poglavju Predstavitev KD Krovnega sklada.

imetcniki investicijskih kuponov podskladov KD Krovnega sklada. Prehodno obdobje 30 dni je tako obstoječim vlagateljcm omogočalo izplačilo kuponov vzajemnih skladov v skladu s starimi pravili upravljanja.

Pridobitev dovoljenja o preoblikovanju je KD Skladi, d. o. o., v prehodnem 30-dnevnem obdobju naložila še številne dodatne dolžnosti, na katere so se zaradi večjega obsega del pripravljali že med samim čakanjem na pridobitev dovoljenja s strani ATVP. Tako so morali prirediti, pregledati in natisniti vse obrazce znotraj družbe (prijava spremembe, zahteva za izplačilo, pooblastilo, pooblastilo delodajalcu, direktne bremenitve), hkrati pa na novo oblikovati, pregledati in natisniti pristopne izjave, ki veljajo za krovni sklad. Zatem so nove pristopne izjave skupaj s prospekti in izvlečki ter ostalimi obrazci poslali na vsa vpisna mesta po Sloveniji.

Poleg obrazcev, ki so namenjeni vlagateljcm, so morali prirediti vse obrazce, na katerih se poroča skrbniku skladov in ATVP. Hkrati so morali pripraviti vsa interna gradiva in ustrezno izobraziti zaposlene, na koncu pa so vsem obstoječim imetnikom investicijskih kuponov poslali dopis s predstavitevjo krovnih skladov. S 1. januarjem 2009 so se nato obstoječi vzajemni skladi dejansko preoblikovali v podsklade krovnega sklada.

2.3.3 Predstavitev KD Krovnega sklada

KD Skladi, d. o. o., so bili ena izmed prvih 7 slovenskih DZU²¹, ki so v začetku leta 2009 pričele s trženjem podskladov krovnega sklada (Poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev za leti 2008, 2009, str. 11). KD Skladi, d. o. o., so se za oblikovanje krovnega sklada odločili zaradi zagotovitve ugodnejše davčne obravnave fizičnih oseb²², možnosti optimalnejšega poslovanja ter zagotavljanja konkurenčnosti na trgu kapitala (Obvestilo o pridobitvi dovoljenja Agencije za trg vrednostnih papirjev za oblikovanje krovnega sklada iz obstoječih vzajemnih skladov, 2009).

Danes je KD Skladi, d. o. o., 2. največja DZU v Sloveniji (tako glede na število podskladov krovnega sklada (1. je Alta Skladi, d. d.) kot tudi glede na obseg sredstev vzajemnih skladov, ki jih DZU upravlja (1. je Triglav DZU, d. o. o.)). Pri tem podskladi KD Krovnega sklada svoja sredstva investirajo v **različne panoge, geografska območja in različne vrste naložb** (KD Krovni sklad s 17 podskladi, 2009, str. 6–7), kar vlagateljcm omogoča učinkovito razpršenost premoženja.

Združen prikaz podskladov KD Krovnega sklada prikazuje Tabela 3, iz katere sta poleg osnovnih podatkov posameznega podsklada (vrsta, geografska/panožna usmeritev, stopnja tveganja, upravljavska provizija, začetna vrednost enote premoženja, datum začetka trženja, datum preoblikovanja vzajemnega sklada v podsklad krovnega sklada, čista vrednost sredstev

²¹ Te DZU so: KD Skladi, d. o. o., Primorski skladi, d. d., NLB Skladi, d. o. o., Publikum PDU, d. d., Krekova družba, d. o. o., NFD, d. o. o., in Probanka upravljanje, d. o. o.

²² Več v poglavju Zakon o dohodnini in odlog davčne obveznosti.

na dan 31. 12. 2010) razvidna še tržni delež posameznega podsklada KD Krovnega sklada v celotnih sredstvih slovenskih vzajemnih skladov na dan 31. 5. 2011 in tržni delež posameznega podsklada KD Krovnega sklada v isti vrsti slovenskih vzajemnih skladov na dan 31. 5. 2011. V Tabeli 3 je poleg podskladov KD Krovnega sklada predstavljen še samostojni vzajemni sklad KD Delniški dohodkovni, ki je nastal s preoblikovanjem delniške družbe KD ID, d. d., v vzajemni sklad v 2. polovici aprila 2011.

KD Galileo, sklad fleksibilne strukture naložb, je s skoraj 6-odstotnim tržnim deležem sredstev v celotnih sredstvih slovenskih vzajemnih skladov na dan 31. 5. 2011 drugi največji vzajemni sklad (1. je Triglav Steber 1, delniški vzajemni sklad)²³. Če pa se osredotočimo na tržne deleže posameznih vzajemnih skladov v isti vrsti slovenskih vzajemnih skladov²⁴ na dan 31. 5. 2011, pa poleg KD Galileo, sklada fleksibilne strukture naložbe, 1. mesto zasedata še KD Prvi izbor, sklad skladov, in KD MM, sklad denarnega trga. Pomemben tržni delež glede na obseg sredstev med celotnimi sredstvi slovenskih delniških vzajemnih skladov zavzemata še KD Delniški dohodkovni in KD Rastko, ki sta na dan 31. 5. 2011 4. in 5. največja slovenska delniška vzajemna sklada (po velikosti si sledijo Triglav steber 1, NLB Skladi - Globalni delniški, Infond Bric, KD Rastko)²⁵.

²³ Tržni deleži vseh slovenskih vzajemnih skladov v celotnih sredstvih slovenskih vzajemnih skladov so razvidni iz Priloge 3.

²⁴ KD Galileo, sklad fleksibilne strukture naložb, sodi med mešane vzajemne sklade.

²⁵ Seznam 15 največjih slovenskih vzajemnih skladov glede na obseg sredstev v celotnih sredstvih vzajemnih skladov na dan 31. 05. 2011 je v Prilogi 4.

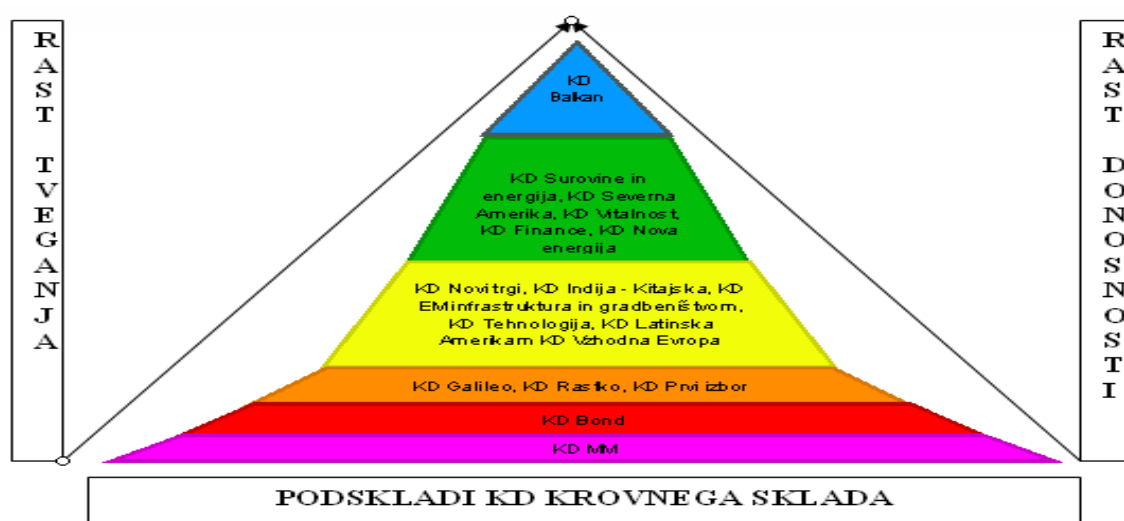
Tabela 3: Predstavitev podskladov KD Krovnega sklada in samostojnega vzajemnega sklada DZU KD Skladi, d. o. o., na dan 31. 5. 2011

KD Krovni sklad									
Ime podsklada	Vrsta podsklada	Geografska/Panožna usmeritev	Stopnja tveganja	Upravljalvska provizija	Začetna vrednost enote premoženja	Začetek trženja /preoblikovanje vzajemnega sklada v podsklad	ČVS na dan 31.05.2011 (v EUR)	Tržni delež (v %) na dan 31.05.2011 v celotnih sredstvih slovenskih VS	Tržni delež (v %) na dan 31.05.2011 v isti vrsti slovenskih VS
KD Bond	obvezniški vzajemni sklad	Evropa	nižje tvegan (3-4)	0,85% povprečne letne ČVS	1.000 SIT (4,17€)	23.08.1996/ 01.01.2009	8.899.730	0,44	11,22
KD Galileo	sklad fleksibilne strukture naložb	ves svet	višje tvegan (7-8)	2% povprečne letne ČVS	40 SIT (0,17€)	01.01.1992/ 01.01.2009	120.873.980	5,97	20,99
KD Prvi izbor	sklad skladov	ves svet	višje tvegan (7)	0,85% povprečne letne ČVS	1.000 SIT (4,17€)	16.05.2005/ 01.01.2009	31.271.910	1,55	89,08
KD MM	sklad denarnega trga	ves svet	nizko tvegan (2)	0,50% povprečne letne ČVS	10.000 SIT (41,73€)	16.05.2005/ 01.01.2009	14.530.040	0,72	82,42
KD Balkan	delniški vzajemni sklad	države Jugovzhodne Evrope	zelo visoko tvegan (10)	2,49% povprečne letne ČVS	1.000 SIT (4,17€)	24.02.2006/ 01.01.2009	27.967.770	1,38	2,13
KD Severna Amerika	delniški vzajemni sklad	države Severne Amerike	višje tvegan (8)	1,80% povprečne letne ČVS	1.000 SIT (4,17€)	14.03.2006/ 01.01.2009	1.687.750	0,08	0,13
KD Novi trgi	delniški vzajemni sklad	razvijajoči se trgi	visoko tvegan (9)	2% povprečne letne ČVS	1.000 SIT (4,17€)	14.03.2006/ 01.01.2009	33.104.860	1,64	2,52
KD Surovine in energija	delniški vzajemni sklad	surovine in energija	višje tvegan (8)	1,89% povprečne letne ČVS	1.000 SIT (4,17€)	08.05.2006/ 01.01.2009	7.624.680	0,38	0,58
KD Tehnologija	delniški vzajemni sklad	tehnologija	visoko tvegan (9)	1,89% povprečne letne ČVS	1.000 SIT (4,17€)	01.06.2006/ 01.01.2009	2.169.520	0,11	0,17
KD Nova energija	delniški vzajemni sklad	energija iz novih in obnovljivih naravnih virov	višje tvegan (8)	1,89% povprečne letne ČVS	239,64 SIT (1,00€)	19.10.2006/ 01.01.2009	11.982.570	0,59	0,91
KD Vitalnost	delniški vzajemni sklad	zdravstvo, nega, široka potrošnja ip.d.	višje tvegan (8)	1,89% povprečne letne ČVS	239,64 SIT (1,00€)	14.11.2006/ 01.01.2009	5.857.990	0,29	0,45
KD Finance	delniški vzajemni sklad	finance	višje tvegan (8)	1,89% povprečne letne ČVS	1,00 €	01.10.2008/ 01.01.2009	767.120	0,04	0,06
KD Latinska Amerika	delniški vzajemni sklad	države Latinske Amerike	visoko tvegan (9)	2% povprečne letne ČVS	1,00 €	01.10.2008/ 01.01.2009	1.877.800	0,09	0,14
KD Vzhodna Evropa	delniški vzajemni sklad	države Vzhodne Evrope	visoko tvegan (9)	2,15% povprečne letne ČVS	1,00 €	01.10.2008/ 01.01.2009	3.379.170	0,17	0,26
KD Indija – Kitajska	delniški vzajemni sklad	Indija, Kitajska	visoko tvegan (9)	2% povprečne letne ČVS	1,00 €	11.08.2008/ 01.01.2009	23.946.450	1,18	1,83
KD EM Infrastruktura in gradbeništvo	delniški vzajemni sklad	dejavnosti povezane z infrastrukturo	visoko tvegan (9)	2% povprečne letne ČVS	1,00 €	01.10.2008/ 01.01.2009	903.330	0,04	0,07
KD Rastko	delniški vzajemni sklad	Evropa	višje tvegan (7-8)	1,9% povprečne letne ČVS	1.000 SIT (4,17€)	23.08.1996/ 01.01.2009	51.188.830	2,53	3,90
Vzajemni sklad									
Ime sklad	Vrsta sklada	Geografska/Panožna usmeritev	Stopnja tveganja	Upravljalvska provizija	Začetna vrednost enote premoženja	Začetek trženja /preoblikovanje investicijske družbe v vzajemni sklad	ČVS na dan 31.05.2011 (v EUR)	Tržni delež (v %) na dan 31.05.2011 v celotnih sredstvih slovenskih VS	Tržni delež (v %) na dan 31.05.2011 v isti vrsti slovenskih VS
KD Delniški dohodkovni	delniški vzajemni sklad	ves svet	višje tvegan (7-8)	1,5% povprečne letne ČVS	6,29 €	3.1.2001/ 12.4.2011	55.807.220	2,76	4,25

Vir: KD Krovni sklad s 17 podskladi, 2009, str. 6; Mesečna poročila investicijskih skladov - maj 2011, 2011.

Podskladi krovnega sklada se glede na vrste naložb razlikujejo tudi po pričakovani donosnosti in naložbenem tveganju, ki sta sorazmerna. Iz tega sledi, da bolj tvegani podskladi krovnega sklada po drugi strani omogočajo doseg višjih donosov. Slika 7 prikazuje razporeditev podskladov KD Krovnega sklada glede na pričakovano donosnost in naložbeno tveganje, pri čemer so skladi z najmanjšim naložbenim tveganjem in najmanjšo pričakovano donosnostjo na dnu slike (podsklad KD MM), skladi z največjim naložbenim tveganjem in največjo pričakovano donosnostjo pa na vrhu (podsklad KD Balkan).

Slika 7: Preglednica podskladov KD Krovnega sklada glede na pričakovano donosnost in naložbeno tveganje



Vir: KD Krovni sklad s 17 podskladi, 2009, str. 6.

2.4 Zakon o dohodnini in odlog davčne obveznosti

Z ZISDU-1B je tesno povezan Zakon o dohodnini (Ur. l. RS, št. 51/2010-UPB6, v nadaljevanju ZDoh-2), ki je stopil v veljavo 1. januarja 2007.

Imetnik investicijskega kupona je v skladu z ZDoh-2 imetnik kapitala, ki je v primeru nastanka obdavčljivega dogodka obdavčen v okviru pravil o dobičku iz kapitala. Za obdavčljivi dogodek se v skladu s 94. členom ZDoh-2 šteje zamenjava kapitala, prodaja oz. unovčenja investicijskega kupona ali izplačilo sorazmernega dela likvidacijske mase v primeru likvidacije posameznega podsklada krovnega sklada. V primeru prodaje oz. unovčenja investicijskega kupona pride do izplačila vrednosti investicijskega kupona na transakcijski račun imetnika. Investicijski kuponi podsklada krovnega sklada se pri tem vodijo po metodi zaporednih cen (FIFO metodi).

V skladu z zgoraj navedenim bi se moral kot obdavčljiv dogodek šteti tudi proces preoblikovanja obstoječih vzajemnih skladov v podsklade krovnega sklada, saj gre tu za zamenjavo investicijskih kuponov obstoječih vzajemnih skladov za investicijske kupone podskladov krovnega sklada. ZISDU-1B je v svojem 126. členu v skladu z ZDoh-2 omogočil, da se za proces preoblikovanja uveljavlja odlog davčne obveznosti. Proces preoblikovanja

obstoječih vzajemnih skladov v podsklade krovnega sklada je tako postal neobdavčljiv dogodek, če DZU razpolaga z nabavno vrednostjo in časom pridobitve vseh investicijskih kuponov do dneva oblikovanja krovnega sklada.

100. člen ZDoh-2 vlagateljem omogoča tudi odlog davčne obveznosti pri prenosu vrednosti vplačanih investicijskih kuponov med podskladi krovnega sklada v primeru zagotavljanja evidence o sledljivosti prehodov med podskladi krovnega sklada s strani DZU (eno leto po uveljavitvi ZISDU-1B). Že ob sami uveljavitvi ZDoh-2 so bili namreč v Sloveniji vlagateljem na voljo evropski vzajemni skladi, ki so bili v skladu s tujo zakonodajo že oblikovani kot podsklade krovnega sklada, pri nas pa delovali kot vzajemni skladi. Časovna omejitev o pričetku veljavnosti odložene davčne obveznosti s 25. oktobrom 2008 je tako dala domačim DZU možnost pravočasne ustanovitve krovnega sklada in s tem možnost enakopravnega boja s tujimi upravitelji (Mernik, 2007).

Pri prenosu vrednosti vplačanih investicijskih kuponov med podskladi krovnega sklada ali samostojnimi vzajemnimi skladi gre vedno za dvojno transakcijo, ki je v primeru prehodov med podskladi krovnega sklada neobdavčena. Prvi del transakcije predstavlja izplačilo vrednosti investicijskih kuponov iz transakcijskega računa prvega podsklada krovnega sklada, drugi del transakcije pa predstavlja neposredni prenos in vplačilo prenesene vrednosti na transakcijski račun drugega podsklada krovnega sklada. Pri tem do vmesnega izplačila na transakcijski račun imetnika investicijskega kupona ne pride (Prospekt krovnega sklada KD Krovni sklad z vključenimi pravili upravljanja, 2009, str. 24).

Odloženo davčno obveznost mora DZU, ki upravlja krovni sklad, priglasiti Davčni upravi Republike Slovenije (Davčni režim od 1. 1. 2009 dalje, 2009). Če tega DZU ne stori, vlagatelj izgubi pravico do odložene davčne obveznosti. Najkasneje v 15 dneh po zamenjavi investicijskih kuponov prvega podsklada za investicijski kupon drugega podsklada znotraj istega krovnega sklada pa mora DZU o odlogu davčne obveznosti pisno obvestiti še vlagatelja.

V primeru, ko kasneje pride do obdavčljive odsvojitve investicijskih kuponov, morajo fizične osebe do konca februarja oddati napoved za odmero davka iz naslova kapitalskega dobička za preteklo leto. Pravnim osebam napovedi za odmero davka iz naslova kapitalskega dobička ni potrebno oddajati, saj so dobički, ki se odražajo v VEP, vknjiženi v bilancah podjetja in tako konec leta plačajo davek na dobiček pravnih oseb (Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb, Ur. l. RS, št. 117/2006, 90/2007, 56/2008, 76/2008, 92/2008, 5/2009, 96/2009, 43/2010, 59/2011).

Pri ugotavljanju dobička iz kapitala se davčno osnovo izračuna kot razliko med vrednostjo kapitala ob odsvojitvi in pridobitvi (Kunšek, 2009), pri čemer se:

- za čas pridobitve investicijskega kupona šteje datum, ko so bili pridobljeni prvi zamenjani investicijski kupni; ugotovljen je v skladu s pravili ZDoh-2,
- za nabavno vrednost šteje nabavna vrednost prvih zamenjanih investicijskih kuponov; ugotovljena v skladu s pravili ZDoh-2.

Vrednost investicijskega kupona ob odsvojitvi je enaka zmnožku števila enot premoženja in VEP ob izplačilu iz podsklada krovnega sklada na transakcijski račun vlagatelja.

Stopnja dohodnine od dobička iz kapitala se v skladu s 132. členom ZDoh-2 znižuje po vsakih dopolnjenih 5 letih imetništva investicijskega kupona. Na začetku smo tako obdavčeni po 20-odstotni davčni stopnji, nato pa se davčna stopnja po vsakih dopolnjenih 5 letih imetništva investicijskega kupona zniža za 5 odstotkov. Stopnja dohodnine od dobička iz kapitala tako po:

- 5 letih imetništva investicijskega kupona znaša 15 odstotkov,
- 10 letih imetništva investicijskega kupona znaša 10 odstotkov,
- 15 letih imetništva investicijskega kupona znaša 5 odstotkov.

Imetnik investicijskega kupona je po 20 letih imetništva oproščen plačila dohodnine od dobička iz kapitala.

V davčnem letu, za katerega se oddaja dohodnina, 97. člen ZDoh-2 omogoča pobot izgub in dobičkov, doseženih z odsvojitvijo vseh vrst kapitala (pod pogojem, da vlagatelj v roku 30 dni pred ali po odsvojitvi ni pridobil vsebinsko istovrstnega nadomestnega kapitala), medtem ko neizkoriščenih izgub v naslednja davčna obdobja ni možno prenesti.

2.4.1 Računski prikaz odložene davčne obveznosti

Računski prikaz prehodov med vzajemnimi skladi je narejen na primeru družbe KD Skladi, d. o. o., ki upravlja 17 podskladov KD Krovnega sklada²⁶ in 1 samostojni vzajemni sklad, pri čemer DZU vodi evidenco o sledljivost prehodov. Izračun je najprej narejen na predpostavki, da sta podsklada, med katerima vlagatelj prehaja, združena znotraj krovnega sklada (Tabela 4), nato pa ob predpostavki, da vzajemni skladi DZU niso združeni znotraj krovnega sklada (Tabela 5), zato odlog davčne obveznosti ni mogoč.

Za zamenjavo investicijskih kuponov med vzajemnimi skladi mora vlagatelj izpolniti obrazec za izplačilo in ga predati DZU. Če vlagatelj poda zahtevo za zamenjavo investicijskih kuponov iz vzajemnega sklada A v vzajemni sklad B na obračunski dan T pred presečno uro vzajemnega sklada A, bo pri izračunu odkupne vrednosti investicijskega kupona upoštevana VEP vzajemnega sklada A na dan T. VEP²⁷ vzajemnega sklada A na dan T bo izračunana in javno objavljena na obračunski dan T + 1. Šele po znani odkupni vrednosti investicijskega kupona lahko DZU na obračunski dan T + 2 poda nalog za prenos vrednosti vplačanih investicijskih kuponov iz vzajemnega sklada A v vzajemni sklad B. Če pride prenesena vrednost vplačanih investicijskih kuponov na transakcijski račun vzajemnega sklada B na obračunski dan T pred presečno uro vzajemnega sklada B, se bo pri izračunu nakupne vrednosti investicijskega kupona upoštevala VEP vzajemnega sklada B na obračunski dan T. Enako kot pri vzajemnem skladu A bo tudi VEP vzajemnega sklada B na dan T izračunan in

²⁶ Podrobnejša predstavitev v poglavju KD Krovni sklad.

²⁷ Izračun VEP je predstavljen v uvodni opredelitvi investicijskih skladov.

javno objavljen na obračunski dan $T + 1$. Šele po znani nakupni vrednosti investicijskega kupona lahko DZU na obračunski dan $T + 2$ preneseno vrednosti vplačanih investicijskih kuponov preračuna v enote premoženja vzajemnega sklada B (Prospekt krovnega sklada KD Krovni sklad z vključenimi pravili upravljanja, 2009, str. 24).

Tabeli 4 in 5 prikazujeta:

- na obračunski dan 23. 7. 2004 vlagatelj vplača 1.030 EUR v podsklad KD Rastko, delniški. Pri tem DZU na izbranem vzajemnem skladu za zneske, manjše od 1.999,99 EUR, zaračunava 3-odstotne vstopne stroške. Neto znesek vplačila tako znaša 1.000 EUR,
- vlagatelj se na obračunski dan 8. 6. 2009 odloči za prenos celotne vrednosti vplačanih investicijskih kuponov, kar znaša 807,95 EUR iz KD Rastko, delniški, v KD Prvi izbor, sklad delniških skladov,
- na obračunski dan 10. 6. 2009 se prenesena vrednost vplačanih investicijskih kuponov kot vplačilo obračuna na vzajemnem skladu KD Prvi izbor, sklad delniških skladov. DZU pri prenosu vrednosti vplačanih investicijskih kuponov med vzajemnimi skladi, ki jih upravlja DZU, za enote premoženja, za katere so že bili plačani vstopni stroški, teh ne zaračunava ponovno. Zato je znesek bruto vplačila enako znesku neto vplačila,
- na obračunski dan 11. 6. 2010 vlagatelj poda naročilo za izplačilo vseh investicijskih kuponov vzajemnega sklada KD Prvi izbor, sklad delniških skladov; na svoj transakcijski račun dobi nakazanih 997,32 EUR.

Tabela 4: Prikaz prenosa vrednosti vplačanih investicijskih kuponov med podskladi, združenimi znotraj KD krovnega sklada DZU KD Skladi, d. o. o.

KD RASTKO, delniški							
Datum	VEP v EUR	Bruto znesek vplačila v EUR	Vstopni stroški v EUR	Neto znesek vplačila v EUR	Neto znesek izplačila v EUR	Število enot premoženja	Nabava vrednost v EUR
	A	B	$C = B * 0,03$	$D = B - C$	$E = F * A$	$F = D / A$	
23. 7. 2004	23,4695	1.030,00	30,00	1.000,00		42,6084	
8. 6. 2009	18,9625				-807,95	-42,6076	
KD PRVI IZBOR, sklad delniških skladov							
Datum	VEP v EUR	Bruto znesek vplačila v EUR	Vstopni stroški v EUR	Neto znesek vplačila v EUR	Neto znesek izplačila v EUR	Število enot premoženja	Nabava vrednost v EUR
	A	B	$C = B * 0,03$	$D = B - C$	$E = F * A$	$F = D / A$	
10. 6. 2009	4,2345	807,95	0,00	807,95		190,8017	5,24
11. 6. 2010	5,2270				-997,32	-190,8017	
Potrebno oddati napoved za odmeri davka iz naslova kapitalnega dobička							

V skladu s 94. členom ZDoh-2 obdavčljivi dogodek v primeru prehodov med podskladi krovnega sklada, katerih DZU vodi evidenco o sledljivosti prehodov med podskladi krovnega sklada, nastane ob izplačilu vrednosti investicijskih kuponov na transakcijski račun vlagatelja. Pri tem se za:

- čas pridobitve investicijskega kupona šteje datum, ko so bili pridobljeni prvi zamenjani investicijski kuponi, torej 23. 7. 2004,

- nabavno vrednost šteje nabavna vrednost prvih zamenjanih investicijskih kuponov, torej 5,24 EUR.

Nabavno vrednost izračunamo tako, da na dan prehoda VEP podsklada KD Prvi izbor, sklad delniških skladov, v katerega se prehaja (4,2345 EUR), delimo z VEP podsklada KD Rastko, delniški, iz katerega se investicijski kuponi prenašajo (18,9625 EUR). S tem količnikom nato pomnožimo z VEP, na dan pridobitve prvih zamenjanih investicijskih kuponov, podsklada KD Rastko, delniški (23,4695 EUR).

V navedenem primeru je obdavčljivi dogodek nastal 11. 6. 2010 ob izplačilu vseh enot premoženja iz podsklada KD Prvi izbor, sklad delniških skladov, na transakcijski račun vlagatelja. Pri tem je VEP podsklada KD Prvi izbor, sklad delniških skladov, znašala 5,2270 EUR, kar je manj od izračunane nabavne vrednosti. Iz tega sledi, da je vlagatelj ob odsvojitvi 11. 6. 2010 za eno enoto premoženja prejel manj, kot je zanj plačal ob pridobitvi 23. 7. 2004, kar je posledica posredne kompenzacije izgube iz preteklosti. Ta se nanaša na izgubo, ki jo je vlagatelj utrpel kot vlagatelj podsklada KD Rastko, delniški, ko je bila VEP podsklada KD Rastko, delniški, ob prenosu vrednosti investicijskih kuponov na podsklad KD Prvi izbor, sklad delniških skladov, bistveno nižja (18,9625 EUR) od VEP podsklada KD Rastko, delniški, na dan pridobitve teh investicijskih kuponov. Posledično vlagatelju ne bo potrebno plačati davka iz naslova kapitalskega dobička.

Če pa bi bila izračunana nabavna vrednost nižja od VEP podsklada KD Prvi izbor, sklad delniških skladov, ob osvojitvi, bi bil vlagatelj dolžan plačati davka iz naslova kapitalskega dobička. Pri tem bi bil vlagatelj zaradi imetništva investicijskih kuponov več kot pet let obdavčen po znižani, torej 15-odstotni davčni stopnji²⁸. V primeru krovnih skladov se za čas posedovanja investicijskih kuponov upošteva celoto obdobje: od vplačila investicijskih kuponov v prvi podsklad krovnega sklada pa vse do izplačila vrednosti investicijskih kuponov na transakcijski račun imetnika.

Tabela 5 prikazuje enak računski prikaz, kot je naveden zgoraj, le da se tu predpostavi, da vzajemni skladi DZU KD Skladi, d. o. o., niso združeni znotraj krovnega sklada. Tudi tu DZU pri prenosu vrednosti investicijskih kuponov med vzajemnimi skladi za enote premoženja, za katere so enkrat že bili plačani vstopni stroški, teh ne zaračunava ponovno. Nastane pa obdavčljivi dogodek tako pri izplačilu vrednosti investicijskih kuponov na transakcijski račun imetnika investicijskih kuponov kot tudi pri njenem prenosu med vzajemnimi skladi (brez vmesnega izplačila na transakcijski račun vlagatelja). Napoved za odmero davka iz naslova kapitalskega dobička je torej v spodnjem primeru potrebno oddati dvakrat, kar prikazuje tudi spodnja tabela.

²⁸ Več v poglavju Zakon o dohodnini in odlog davčne obveznosti.

Tabela 5: Prikaz prenosa vrednosti investicijskih kuponov med vzajemnimi skladi DZU KD Skladi, d. o. o., ob predpostavki, da vzajemni skladi niso združeni znotraj krovnega sklada

KD RASTKO, delniški						
Datum	VEP v EUR	Bruto znesek vplačila v EUR	Vstopni stroški v EUR	Neto znesek vplačila v EUR	Neto znesek izplačila v EUR	Število enot premoženja
	A	B	$C = B * 0,03$	$D = B - C$	$E = F * A$	$F = D / A$
23. 7. 2004	23,4695	1.030,00	30,00	1.000,00		42,6084
8. 6. 2009	18,9625				-807,95	-42,6076
Potrebno oddati napoved za odmeri davka iz naslova kapitalskega dobička						
KD PRVI IZBOR, sklad delniških skladov						
Datum	VEP v EUR	Bruto znesek vplačila v EUR	Vstopni stroški v EUR	Neto znesek vplačila v EUR	Neto znesek izplačila v EUR	Število enot premoženja
	A	B	$C = B * 0,03$	$D = B - C$	$E = F * A$	$F = D / A$
10. 6. 2009	4,2345	807,95	0,00	807,95		190,8017
11. 6. 2010	5,227				-997,32	-190,8017
Potrebno oddati napoved za odmeri davka iz naslova kapitalskega dobička						

Prvič bo moral vlagatelj oddati napoved za odmero davka iz naslova kapitalskega dobička zaradi prenosa vrednosti investicijskih kuponov iz vzajemnega sklada KD Rastko, delniški, v vzajemni sklad KD Prvi izbor, sklad delniških skladov. V tem primeru je VEP vzajemnega sklada KD Rastko, delniški, ob odsvojitvi (18,9625 EUR) manjša od njegove VEP ob pridobitvi (23,4695 EUR), zato vlagatelj v tem primeru ne bo obdavčen, kljub temu pa mora oddati napoved za odmero davka iz naslova kapitalskega dobička. Mu pa 97. člen ZDoh-2 onemogoča prenos neizkoriščene izgube v prihodnja davčna obdobja.

Drugič bo moral vlagatelj oddati napoved za odmero davka iz naslova kapitalskega dobička zaradi izplačila celotne vrednosti investicijskih kuponov vzajemnega sklada KD Prvi izbor, sklad delniških skladov, na svoj transakcijski račun. V tem primeru je VEP vzajemnega sklada KD Prvi izbor, sklad delniških skladov, ob odsvojitvi (5,2270 EUR) večja od njegove VEP ob pridobitvi (4,2345 EUR), kar kaže, da je vlagatelj dosegel dobiček iz kapitala.

V primeru, ko vzajemni skladi niso združeni znotraj krovnega sklada, se za čas posedovanja sredstev upošteva le čas od vplačila sredstev v izbran vzajemni sklad pa do izplačila teh, ne glede na to, ali je šlo le za prenos sredstev v nek drug vzajemni sklad ali za izplačilo sredstev na transakcijski račun imetnika. Torej je v našem primeru vlagatelj obdavčen po 20-odstotni davčni stopnji, saj je čas posedovanja sredstev znotraj vzajemnega sklada KD Prvi izbor, sklad delniških skladov, enak dobremu letu. Davčna osnova se pri tem izračuna kot razlika med vrednostjo kapitala ob odsvojitvi in vrednostjo kapitala ob pridobitvi²⁹. Prikaz obračuna davka pri prenosu sredstev med vzajemnima skladoma KD Rastko, delniški, in KD Prvi izbor, sklad delniških skladov, DZU KD Skladi, d. o. o., ob predpostavki, da vzajemni skladi niso združeni znotraj krovnega sklada, prikazuje Tabela 6.

²⁹ Poenostavljen izračun.

Tabela 6: Prikaz obračuna davka pri prenosu vrednosti vplačanih investicijskih kuponov med vzajemnima skladoma KD Rastko, delniški, in KD Prvi izbor, sklad delniških skladov, DZU KD Skladi, d. o. o., ob predpostavki, da sklada nista združena znotraj krovnega sklada

VREDNOST KAPITALA OB ODSVOJITVI = A	5,2270 EUR * 190,8017 = 997,32 EUR
VREDNOST KAPITALA OB PRIDOBITVI = B	4,2345 EUR * 190,8017 = 807,95 EUR
DAVČNA OSNOVA= C; C =A – B	997,32 EUR – 807,95 EUR = 189,37 EUR
DAVČNA OSNOVA = D	20 %
DAVEK = E; E = D * C	189,37 EUR * 0,2 = 37,87 EUR

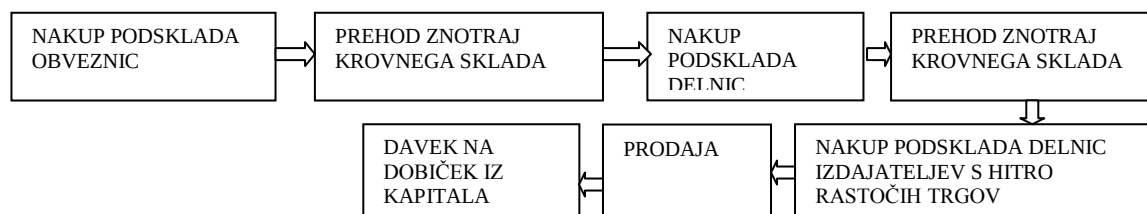
Računski primer ob upoštevanju predpostavk prikazuje, da je za vlagatelje resnično bolje, če so vzajemni skladi oblikovani kot podskladi krovnega sklada, saj so pri tem obdavčeni le ob izplačilu sredstev na svoj transakcijski račun, za čas posedovanja sredstev pa se jim upošteva celotno obdobje (od vplačila sredstev v prvi podsklad krovnega sklada pa vse do izplačila sredstev na njihov transakcijski račun), vključno z vsemi prehodi med podskladi krovnega sklada.

2.4.2 Prednosti odložene davčne obveznosti za vlagatelje

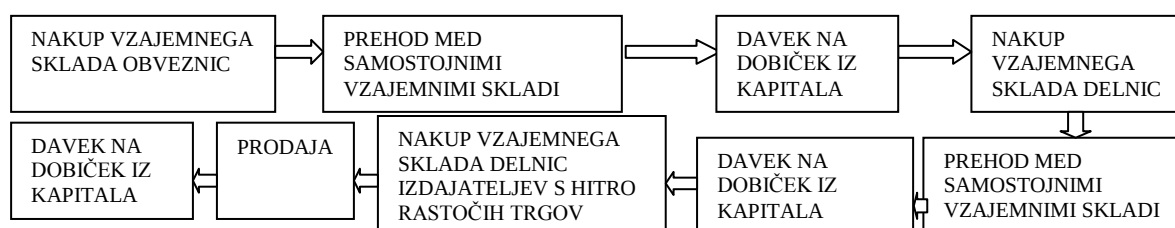
Odlog davčne obveznosti v primeru prehajanja med podskladi krovnega sklada znotraj DZU, ki vodi evidenco o sledljivosti prehodov, vlagateljem prinaša številne prednosti. Slika 8 prikazuje primerjavo davčnih posledic med posrednim in neposrednim investiranjem premoženja v vrednostne papirje. Posredno investiranje se pri tem nanaša na investiranje premoženja v podsklade krovnega sklada ali samostojne vzajemne sklade. Iz slike 8 je razvidno, da je vlagatelj pri investiranju premoženja v investicijske sklade, ki niso oblikovani kot podskladi krovnega sklada, ali pri neposrednem vlaganju v vrednostne papirje ob vsakokratni prodaji vrednostnih papirjev izpostavljen plačilu davka na dobiček iz kapitala, medtem ko prehodi med podskladi krovnega sklada niso obdavčeni.

Slika 8: Primerjava davčnih posledic pri posrednem (preko podskladov istega krovnega sklada ali samostojnih vzajemnih skladov) oz. neposrednem investiranju v vrednostne papirje

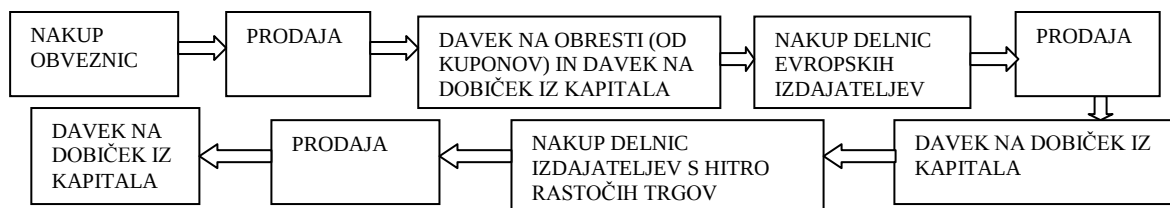
a) Posredno investiranje v vrednostne papirje preko podskladov krovnega sklada



b) Posredno investiranje v vrednostne papirje preko samostojnih vzajemnih skladov



c) Neposredno investiranje v vrednostne papirje



Vir: Naložbeni pregled NLB Skladi, št. 8/2008, 2010.

Neobdavljlivi prehodi med podskladi krovnega sklada v primerjavi s prehodi med samostojnimi vzajemnimi skladi ali neposrednim investiranjem v vrednostne papirje vlagateljem omogočajo lažje prilagajanje portfelja njihovim potrebam, saj med prehajanjem niso izpostavljeni stroškom prilagajanja, ki vključujejo tudi plačilo davka, zaradi česar ti dalj časa ohranjajo svoja sredstva znotraj nekega krovnega sklada. Pri izplačilu investicijskih kuponov podsklada krovnega sklada na transakcijski račun imetnika investicijskih kuponov se za čas posedovanja sredstev upošteva celoto obdobje (od vplačila investicijskih kuponov v prvi podsklad krovnega sklada pa vse do izplačila vrednosti investicijskih kuponov na transakcijski račun imetnika), vključno z vsemi prehodi med podskladi krovnega sklada. V primeru investiranja sredstev v investicijske sklade, ki niso oblikovani kot podskladi krovnega sklada, pa se bo za čas posedovanja investicijskih kuponov upošteval le čas od vplačila v nek vzajemni sklad do izplačila investicijskih kuponov, ne glede na to, ali je šlo le za zamenjavo investicijskih kuponov v nek drug vzajemni sklad ali za izplačilo investicijskih kuponov na transakcijski račun imetnika. V primeru prehodov je imetnik investicijskih kuponov podskladov krovnega sklada zaradi daljšega časovnega obdobja naloženih sredstev znotraj

krovnega sklada kasneje obdavčen po nižji davčni stopnji kot v primeru prehodov pri neposrednem vlaganju premoženja v vrednostne papirja ali vzajemne sklade, ki niso oblikovani kot podskladi krovnega sklada.

ZDoh-2 v svojem 97. členu onemogoča neposreden prenos neizkoriščenih izgub v naslednja davčna obdobja³⁰. Vlagatelji, ki investirajo svoje premoženje v vzajemne sklade, ki niso oblikovani kot podskladi krovnega sklada, so ob vsaki zamenjavi investicijskih kuponov med vzajemnimi skladi izpostavljeni plačilu davka na dobiček iz kapitala, pri čemer morebitnih izgub iz preteklih let z dosežnim dobičkom ne bodo mogli pobotati. V primeru prenosa sredstev med podskladi krovnega sklada pa ti posredno omogočajo kompenzacijo morebitnih dobičkov ali izgub, saj davčni dogodek nastane šele ob izplačilu investicijskih kuponov na transakcijski račun vlagatelja, pri čemer se za čas pridobitve investicijskega kupona šteje datum, ko so bili pridobljeni prvi zamenjani investicijski kupni, za nabavno vrednost pa se šteje nabavna vrednost prvih zamenjanih investicijskih kuponov. Nabavna vrednost v sebi odraža vse pretekle izgube in dobičke.

Če zgoraj navedeno prenesem na računski prikaz KD Skladi, d. o. o.³¹, bi se vlagatelju ob predpostavki, da sta podsklada, med katerima prehaja združena znotraj krovnega sklada³², ter če bi bila izračunana nabavna vrednost nižja od VEP podsklada KD Prvi izbor, sklad delniških skladov, ob odsvojitvi, za čas imetništva investicijskih kuponov upoštevalo obdobje od vplačila sredstev v podsklad KD Rastko, delniški, pa vse do izplačila sredstev na transakcijski račun imetnika, torej obdobje od 23.7.2004 pa do 11.6.2010. Posledično bi znižana stopnja dohodnine od dobička iz kapitala vlagatelja zaradi imetništva investicijskih kuponov več kot 5 let znašala 15 odstotkov. Iz Tabele 6, ki prikazuje obračun davka pri prenosu vrednosti vplačanih investicijskih kuponov med vzajemnima skladoma KD Rastko, delniški, in KD Prvi izbor, sklad delniških skladov, DZU KD Skladi, d. o. o., (ob predpostavki, da vzajemni skladi niso združeni znotraj krovnega sklada), pa je razvidno, da se za čas imetništva investicijskih kuponov upošteva le obdobje od vplačila investicijskih kuponov v vzajemni sklad KD Prvi izbor, sklad delniških skladov, do izplačila teh, torej obdobje od 10. 6. 2009 do 11. 6. 2010. Posledično bo stopnja dohodnine od dobička iz kapitala vlagatelja zaradi imetništva investicijskih kuponov manj kot 5 let znašala 20 odstotkov.

Prav tako je iz Tabele 6 razvidno, da pri izračunu davčne osnove vlagatelja vzajemnega sklada KD Prvi izbor, sklad delniških skladov, ob predpostavki, da vzajemni skladi niso združeni znotraj krovnega sklada, da ni upoštevana izguba, ki jo je vlagatelj dosegel kot vlagatelj vzajemnega sklada KD Rastko, delniški, saj prenos neizkoriščenih izgub v naslednja davčna obdobja ni mogoč. V primeru prehajanja med podskladi, združenimi znotraj krovnega sklada, pa je nabavna vrednost tista, ki v sebi odraža vse pretekle izgube in dobičke, zato posledično vlagatelju ob obdavčljivem dogodku, ki je v našem računskem prikazu prehodno

³⁰ Glej poglavje Zakon o dohodnini in odlog davčne obveznosti.

³¹ Glej poglavje Računski prikaz odložene davčne obveznosti.

³² Glej Tabelo 4.

prehajal iz podsklada KD Rastko, delniški, v KD Prvi izbor, sklad delniških skladov, ne bo potrebno plačati davka iz naslova kapitalskega dobička³³.

2.4.3 Sledljivost prehodov med podskladi istega krovnega sklada

Pogoj za uveljavljanje odloga davčne obveznosti v skladu s 100. členom ZDoh-2 in 126. členom ZISDU-1B je zagotovitev evidence, ki omogoča spremljanje prehodov med podskladi istega krovnega sklada. V skladu s 1. členom Pravilnika o sledljivosti prehodov med podskladi istega krovnega sklada³⁴ (v nadaljevanju Pravilnik) mora evidenco zagotoviti in voditi DZU posameznega krovnega sklada. V tujini to najpogosteje vodijo davčni uradi.

Če se posamezna DZU odloči za zagotavljanje in vodenje omenjene evidence, mora v skladu s 1. členom Pravilnika o svoji odločitvi obvestiti Generalni urad Davčne uprave Republike Slovenije. Rok za sporočanje je odvisen od časa oblikovanja krovnega sklada in od datuma vzpostavitve evidence o sledljivosti prehodov. Če sta datum oblikovanja krovnega sklada in datum vzpostavitve evidence enaka, mora DZU obvestiti Generalni urad Davčne uprave Republike Slovenije najkasneje teden dni pred datumom začetka sprejemanja vplačil v podsklade krovnega sklada. Enak rok za sporočanje velja tudi, če DZU oblikuje nov podsklad znotraj krovnega sklada. V primeru kasnejšega zagotavljanja evidence od oblikovanja krovnega sklada pa mora DZU obvestiti Generalni urad Davčne uprave Republike Slovenije najkasneje teden dni pred datumom vzpostavitve evidence.

Generalni urad Davčne uprave Republike Slovenije nato krovni sklad z navedbo vseh podskladov in datumom vzpostavitve evidence uvrsti na seznam, ki je objavljen na spletni strani Davčne uprave Republike Slovenije. Seznam, objavljen na spletni strani Davčne uprave Republike Slovenije, vsebuje navedbo vseh DZU, ki so se odločile voditi evidenco o spremljanju prehodov med podskladi krovnega sklada. Javno objavljen seznam nato posamezniku omogoča preverjanje, ali določena DZU, ki upravlja krovni sklad, zagotavlja tudi odlog davčne obveznosti. V Sloveniji namreč obstajajo tudi krovni skladi tujih DZU, ki pa evidence o sledljivosti prehodov med podskladi krovnega sklada ne zagotavljajo.

Evidenco, ki omogoča spremljanje prehodov med podskladi krovnega sklada, morajo DZU v skladu z 2. členom Pravilnika voditi v elektronski obliki. Omogočati mora pregled in izpis vseh podatkov in sprememb od dneva prve pridobitve investicijskega kupona podsklada krovnega sklada vse do nekega poljubnega dne oz. do dne izplačila vrednosti investicijskih kuponov na transakcijski račun vlagatelja. V tem času je lahko vlagatelj prve pridobljene investicijske kupone posameznega podsklada krovnega sklada enkrat ali večkrat zamenjal za investicijske kupone drugih podskladov znotraj istega krovnega sklada. Pomembno je, da se omenjena evidenca vodi za vse investicijske kupone podskladov istega krovnega sklada, ki so

³³ Glej poglavje Računski prikaz odložene davčne obveznosti.

³⁴ Področje vodenje evidence, ki omogoča spremljanje prehodov med podskladi istega krovnega sklada, poleg Pravilnika ureja še Sklep o podrobnejši vsebini in načinu vodenja evidence imetnikov investicijskih kuponov (Ur. l. RS, št. 42/2008).

v lasti fizičnih oseb. V primeru DZU KD Skladi, d. o. o., pa vodijo evidenco o sledljivosti prehodov tudi za pravne osebe, čeprav pravilnik tega izrecno ne zahteva.

Pri evidenci, ki omogoča spremljanje prehodov med podskladi krovnega sklada, gre torej za nekakšno nadgradnjo evidence imetnikov investicijskih kuponov, pri čemer mora ta v skladu z 2. členom Pravilnika vsebovati še podatke o času pridobitve in nabavni vrednosti ter ustrezno oznako investicijskega kupona, če je bil krovni sklad oblikovan na podlagi preoblikovanja obstoječih skladov v podsklade krovnega sklada.

Pravilnik v 2. členu določa naslednje oznake investicijskih kuponov:

- **PRIV** je oznaka tistih investicijskih kuponov, za katere se ne zagotavlja podatka o času pridobitve in nabavni vrednosti investicijskega kupona. PRIV je oznaka za privatizacijske kupone, pri čemer je vlagatelj svoj certifikat vložil v delnice pooblaščenice investicijske družbe. Nasledniki pooblaščenih investicijskih družb so povečini holdingi in investicijske družbe, teh pa vzajemni skladi. Prvi pridobljeni investicijski kuponi so skladu s 96. členom ZDoh-2 oproščeni plačila davka na dobiček iz kapitala,
- **SEKUN** je oznaka tistih investicijskih kuponov, ki so jih vlagatelji pridobili v vzajemnih skladih pred njihovim preoblikovanjem v podsklade krovnega sklada. Zanje je potrebno zagotavljati podatke o času pridobitve in nabavni vrednosti investicijskega kupona. To oznako nosijo tudi kuponi investicijske družbe, ki se je preoblikovala v vzajemni sklad in ki nimajo oznake PRIV,
- **PREH** je oznaka, ki se zagotavlja za investicijski kupon pri prehodih. Ko enkrat vlagatelj zamenja investicijske kupone iz enega v drug podsklad krovnega sklada, dobi tisti investicijski kupon oznako PREH in jo ima vse naprej do izplačila. Oznaka PREH tako lahko stoji samostojno, če gre za zamenjavo investicijskih kuponov, pridobljenih po preoblikovanju obstoječih vzajemnih skladov v podsklade krovnega sklada, ali pa se doda zgoraj omenjenim oznakam,
- **NEP** je oznaka, ki jo DZU uporabi, ko meni, da podatek o času pridobitve ali nabavni vrednosti ni pravilen. DZU v primeru prehoda iz enega podsklada v drugi podsklad krovnega sklada ali pa pri izplačilu na transakcijski račun vlagatelja od njega zahteva dokazila o dejanskem času pridobitve in nabavni vrednosti ali o načinu pridobitve investicijskega kupona.

Vlagatelj lahko, v primeru unovčitve investicijskega kupona podsklada krovnega sklada oz. v primeru likvidacije sklada od DZU, v skladu s 4. členom Pravilnika, zahteva izpis iz evidence spremljanja prehodov med podskladi istega krovnega sklada. Ta izpis mora vsebovati oznako investicijskega kupona, čas pridobitve in nabavno vrednost unovčenih oz. v primeru likvidacije izplačanih investicijskih kuponov. Omenjeni izpis je nato v pomoč vlagatelju pri izpolnjevanju napovedi za odmero davka iz naslova kapitalskega dobička, hkrati pa vlagatelj z zapisom preveri podatke DZU, ki so bili posredovani Davčni upravi Republike Slovenije. DZU morajo v skladu s 339. členom Zakona o davčnem postopku (Ur. l. RS, št. 13/2011-UPB4) do 31. januarja Davčni upravi Republike Slovenije predložiti kontrolne podatke o vseh

pridobitvah in odsvojitvah investicijskih kuponov, hkrati pa morajo priglasiti tudi vse prehode med podskladi krovnega sklada.

Iz navedenega je torej razvidno, da za odlog davčne obveznosti v primeru prehajanja med podskladi krovnega sklada, ki je glavna prednost krovnega sklada, ni dovolj samo oblikovanje krovnega sklada, ampak morajo DZU zagotoviti tudi evidenco, ki omogoča spremljanje prehodov med podskladi istega krovnega sklada. Podatki o prehodih pa morajo biti nato še v ustreznem roku s strani DZU sporočeni Davčni upravi Republike Slovenije.

2.5 Prednosti in slabosti krovnih skladov

Poleg razpršenosti premoženja, ki jo omogočajo že vzajemni skladi, krovni skladi poleg odloga davčne obveznosti vlagateljem in DZU prinašajo še številne ostale prednosti in slabosti.

Prednosti krovnih skladov v primerjavi s samostojnimi vzajemnimi skladi (Krovni sklad, 2009):

- **enostavnejše prilagajanje portfelja vlagatelja glede na njegove naložbene cilje**, saj so prehodi med podskladi krovnega sklada neobdavčeni in zato vlagatelj lažje prilagaja svoj naložbeni portfelj življenjskim razmeram in dogajanju na trgu,
- **poenostavljeno in hitrejšo oblikovanje novih podskladov** k obstoječim podskladom krovnega sklada,
- **poenostavitev poslovanja** se kaže v zmanjšanju administrativnih postopkov, saj DZU obstoječe vzajemne sklade poveže v obliki podskladov znotraj krovnega sklada,
- **zmanjšanje administrativnih stroškov** so omogočili enotni obrazci, ki veljajo za vse podsklade krovnih skladov. Hkrati sedaj DZU izda ena pravila upravljanja, eno letno poročilo in lahko oblikuje tudi skupen prospekt podskladov krovnega sklada,
- **lažja ohranitev obstoječih vlagateljev za DZU z večjim številom podskladov znotraj krovnega sklada**, saj lahko vlagateljem ponudijo večje število potencialnih prehodov med podskladi krovnega sklada.

Krovni skladi poleg prednosti prinašajo tudi slabosti (Krovni sklad, 2009; Mernik, 2007; Naložbeni pregled NLB Skladi, 8/2008):

- **špekulacije vlagateljev**: na podlagi pogostega prenašanja vrednosti vplačanih investicijskih kuponov med podskladi krovnega sklada in s tem spreminjanja naložbene politike lahko ob pomanjkanju ustreznega znanja predstavljajo tvegano dejanje za vlagatelje, saj empirične raziskave kažejo, da takšni vlagatelji na dolgi rok dosegaajo precej slabše rezultate,
- **slab konkurenčni položaj DZU z manjšim številom podskladov krovnega sklada**, saj te ponujajo manjše število potencialnih prehodov med podskladi krovnega sklada,
- **manjše število prehodov med skladi različnih DZU** pomeni nevarnost, da bodo imetniki investicijskih kuponov kljub slabšemu upravljanju domače DZU določenega podsklada krovnega sklada v primerjavi s konkurenco zavoljo enostavnih prehodov in odloga davka

med podskladi krovnega sklada raje vztrajali pri prvotni DZU. Posledično obstaja možnost, da bodo vlagatelji zaradi vztrajanja znotraj krovnega sklada domače DZU dosegli večjo izgubo ali manjši donos, kot bi jo z investiranjem lastnih sredstev pri drugi DZU,

- **slabši konkurenčni položaj DZU z manjšim številom sredstev in vlagateljev v svojih skladih**, ki bodo zaradi človeške odklonilne naravnosti plačevanja davkov še težje pridobili vlagatelje od drugih družb za upravljanje,
- **konsolidacija trga vzajemnih skladov in zmanjšanje števila DZU** lahko povzroči manjšo konkurenco med DZU, s tem pa jim daje moč, da zvišajo upravljavsko provizijo in možnost slabšega upravljanja skladov.

2.6 Krovni skladi v Sloveniji

Začetki slovenskih krovnih skladov segajo v leto 2008, ko je ATVP do konca leta zaključila 8 zahtev za preoblikovanje samostojnih vzajemnih skladov v podsklade krovnega sklada. Pri tem so bile vse razen ene pozitivno zaključene, kar pomeni, da je 7 DZU (Primorski skladi, d. d., KD Skladi, d. o. o., NLB Skladi, d. o. o., Publikum PDU, d. d., Krekova družba, d. o. o., NFD, d. o. o., in Probanka upravljanje, d. o. o.) pridobilo dovoljenje za preoblikovanje 63 obstoječih vzajemnih skladov v podsklade krovnega sklada in so tako že z januarjem 2009 pričele s trženjem podskladov krovnega sklada (Poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev za leti 2008, 2009, str. 11). V prvi polovici leta 2009 so se omenjenim slovenskim DZU, ki upravljajo krovni sklad, pridružile še 4 DZU (Abančna DZU, d. o. o., Ilirika DZU, d. o. o., KBM Infond, d. o. o., Triglav DZU, d. o. o.). leta 2010 pa še Perspektiva DZU, d. o. o. oblikuje svoj krovni sklad. Vsem slovenskim krovnim skladom je skupen način oblikovanja na podlagi preoblikovanja obstoječih vzajemnih skladov v podsklade krovnega sklada.

Tabela 7 prikazuje 12 slovenskih DZU, ki imajo konec maja svoje sklade oblikovane kot podsklade krovnega sklada in vodijo evidenco o sledljivosti prehodov med podskladi krovnega sklada ter tako izpolnjujejo pogoje za odlog davčne obveznosti. Na dan 31. 5. 2011 je tako kar 126 od 135 skladov slovenskih DZU oblikovanih v podsklade krovnega sklada, pri čemer Alta Skladi, d. d., s 23 podskladi krovnega sklada glede na število podskladov prednjačijo med slovenskimi DZU.

Tabela 7: DZU v Sloveniji na dan 31. 5. 2011, ki imajo oblikovan krovni sklad in vodijo evidenco o sledljivosti prehodov med podskladi krovnega sklada

Družba za upravljanje	Ime krovnega sklada	Datum ustanovitve krovnega sklada	Skupno št. podskladov krovnega sklada	Datum oblikovanja podskladov krovnega sklada	Št. podskladov krovnega sklada	Datum vzpostavitve evidence	Št. samostojnih skladov
Abančna DZU d. o. o.	Krovni sklad Abančna DZU	01.04.2009	11	01.04.2009	11	01.04.2009	-
			12	31.03.2010	1	31.03.2010	-
Alta Skladi d. d.*	Krovni sklad Alta	01.01.2009	11	01.01.2009	11	01.01.2009	11
			23	10.01.2011	12	10.01.2011	1
Ilinka DZU d. o. o.	Ilinka krovni sklad	11.03.2009	10	11.03.2009	10	11.03.2009	-
			12	15.11.2010	2	15.11.2010	-
KBM Infond d. o. o.**	Krovni sklad Infond	13.03.2009	8	13.03.2009	8	13.03.2009	2
			9	14.08.2010	1	14.08.2010	2
KD Skladi d. o. o.	KD Krovni sklad	13.03.2009	8	08.10.2010	-1	08.10.2010	2
Krekova družba d. o. o.	Krekov krovni sklad	01.01.2009	17	01.01.2009	17	01.01.2009	1
NFD d. o. o.	Krovni sklad NFD	01.01.2009	5	01.01.2009	5	01.01.2009	-
NLB Skladi d. o. o.	Krovni sklad NLB Skladi	04.01.2009	8	04.01.2009	8	04.01.2009	-
			13	01.01.2009	13	01.01.2009	1
Perspektiva DZU d. o. o.	Krovni sklad Perspektiva	01.01.2009	14	09.09.2009	1	09.09.2009	-
			15	12.11.2009	1	12.11.2009	-
Primorski skladi d. d.	Krovni sklad PSP	10.10.2010	7	10.10.2010	7	10.10.2010	-
Probanka upravljanje d. o. o.	Krovni sklad Probanka	01.01.2009	4	01.01.2009	4	01.01.2009	-
Triglav DZU d. o. o.	Krovni sklad Triglav vzajemni skladi	14.01.2009	5	14.01.2009	5	14.01.2009	4
			10	03.03.2009	10	03.03.2009	-

Legenda:

* V marcu 2010 je prišlo do združitve družb Medvešek Pušnik DZU, d. d., in Publikum PDU, d. d., v skupino Alta Skladi, d. d.

** V oktobru 2010 je prišlo do prevzema podsklada Infond Uravnoreženi, uravnoreženi podsklad, s strani Infond Hrast, uravnoreženi podsklad.

Vir: Seznam družb za upravljanje, krovnih skladov s podskladi; vzajemnih skladov in investicijskih družb, 2011; Seznam krovnih skladov in podskladov, 2011.

Poleg slovenskih DZU, ki imajo svoje sklade oblikovane kot podsklade krovnega sklada, v Sloveniji delujejo tudi tuje DZU (Eurizon Capital S. A., Allianz Global Investors Luxembourg S. A., Franklin Templeton Investment Funds, Eurizon Capital S. A.), ki imajo svoje sklade oblikovane kot podsklade krovnega sklada, vendar pa ne izpolnjujejo obveznosti o vodenju evidence o sledljivosti prehodov med podskladi krovnega sklada in tako ne izpolnjujejo pogojev za odlog davčne obveznosti.

SKLEP

Najpomembnejša novost Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1B), ki je 25. oktobrom 2007 stopil v veljavo, je možnost oblikovanja krovnega sklada. Krovni sklad opredelimo kot vzajemni sklad, ki ga sestavljata 2 ali več podskladov. Podskladi krovnega sklada so oblikovni kot ločeno premoženje, kar pomeni, da so sredstva in obveznosti posameznega podsklada krovnega sklada strogo ločeni od sredstev in obveznosti ostalih podskladov krovnega sklada in ostalih investicijskih skladov, družbe za upravljanje ter skrbnika premoženja krovnega sklada. Podskladi, združeni znotraj istega krovnega sklada, pa

se med seboj razlikujejo po eni ali več posebnostih: npr. v naložbeni politiki, upravljavski proviziji itd.

Slovenski krovni skladi, med katere sodi tudi KD Krovni sklad, so nastali s preoblikovanjem obstoječih vzajemnih skladov v podsklade krovnega sklada, pri čemer so se ohranile donosnost, stopnja tveganja in naložbena politika že obstoječih vzajemnih skladov.

Oblikovanje krovnih skladov ima številne pozitivne učinke tako za vlagatelje kot tudi za družbe za upravljanje. Med najpomembnejšimi se pojavlja odlog ugotavljanja davčne obveznosti oz. neobdavčeni prehodi med podskladi krovnega sklada. Ta se brez vmesnega izplačila na transakcijski račun imetnika upošteva pri zamenjavi investicijskega kupona enega podsklada za investicijski kupon drugega podsklada znotraj istega krovnega sklada. Pogoj za uveljavljanje odloga davčne obveznosti je zagotavljanje sledljivosti prehodov med podskladi istega krovnega sklada s strani družbe za upravljanje. Davčna obveznost se tako ugotavlja šele pri prvi obdavčljivi odsvojitvi vrednostnih papirjev (pri izplačilu vrednosti investicijskih kuponov na transakcijski račun vlagatelja). Odlog davčne obveznosti prinaša tudi pozitivne učinke za DZU, ki upravljajo krovni sklad, saj bodo zaradi odklonilne narave vlagateljev do plačevanja davkov lažje obdržale obstoječe vlagatelje, kar bo povečalo njihovo konkurenčno prednost pred DZU, ki krovnih skladov ne bodo oblikovale. Večjo konkurenčno prednost pred DZU z manjšim številom podskladov krovnega sklada pa imajo tudi DZU z večjim številom podskladov znotraj krovnega sklada, saj vlagateljem omogočajo več potencialnih prehodov.

Konec maja 2011 je 12 slovenskih DZU upravljalo krovni sklad in hkrati zagotavljajo odlog davčne obveznosti. Te DZU so: Abančna DZU, d. o. o., Alta Skladi, d. o. o., KD Skladi, d. o. o., Ilirika DZU, d. o. o., KBM Infond, d. o. o., Krekova družba, d. o. o., NFD, d. o. o., NLB Skladi, d. o. o., Perspektiva, d. o. o., Primorski skladi, d. d., Probanka upravljanje, d. o. o., ter Triglav DZU, d. o. o. V Sloveniji so bili že pred ZISDU-1B prisotni tudi tuji podskladi krovnih skladov, ki pa ne zagotavljajo evidence o sledljivosti prehodov, zato tudi odlog davčne obveznosti ni mogoč.

LITERATURA IN VIRI

1. 100. člen. Najdeno 28. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.zakonodaja.com/zakoni/vii/1/1/zdoh/2/cleni/100.clen/100.clen>
2. Abančna DZU, d. o. o. (2011). *Mesečno poročilo podskladov Krovnega sklada Abančna DZU*. Ljubljana: Abančna DZU, družba za upravljanje investicijskih skladov, d. o. o.
3. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2008). *Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2007*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
4. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2009a). *Poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 2008*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
5. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2009b). *Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2008*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
6. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2010). *Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2009*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
7. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2011a). *Mesečni pregled gibanj na trgu finančnih instrumentov januar 2011*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
8. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (2011b). *Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2010*. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev.
9. ALTA – nova finančna skupina. Najdeno 21. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.poteza.si/si/company.cp2?uid=239E4AFD-08B7-A246-8997-D402E3649D44&linkid=34&cid=0A5D178C-4CEC-A19B-CD77-9255F01AA463>
10. ALTA Skladi d. d. (2011). *Mesečno poročilo – ALTA SKLADI (maj 2011)*. Ljubljana: ALTA Skladi d. d.
11. Bogle, J. C. (1994). *Bogle on Mutual Funds*. Burr Ridge: Irwin.
12. Davčni režim od 1. 1. 2009 dalje. Najdeno 8. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.kd-skladi.si/index.php?action=print&subpage=1369>
13. Dimovski, V., & Gregorič, A. (2000). *Temelji bančništva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
14. Družba KD Skladi pričela s trženjem številnih novih vzajemnih skladov. Najdeno 6. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.kd-skladi.si/?subpage=1244>
15. DUS Krona, d. o. o. (2010). *Mesečno poročanje o gibanju enote premoženja ter vrsti in sestavi naložb JULIJ 2010*. Ljubljana: DUS Krona, d. o. o.
16. DUS Krona, d.o.o. (2011). *Mesečno poročanje o gibanju enote premoženja ter vrsti in sestavi naložb MAJ 2011*. Ljubljana: DUS Krona, d.o.o.
17. EFAMA Investment fund industry fact sheet march 2011. Najdeno 20. junija 2011 na spletnem naslovu http://www.efama.org/index.php?searchword=EFAMA+Investment+fund+industry+fact+sheet+march+20&option=com_search&Itemid=5
18. EFAMA Trends in the European Investment Fund Industry in the First Quarter of 2011. Najdeno 20. junija 2011 na spletnem naslovu http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=doc_details&Itemid=-99&gid=1407
19. EFAMA Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2010 and Results for the Full Year 2010. Najdeno 20. junija 2011 na spletnem naslovu

- http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=458&Itemid=-99
20. EFAMA Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2008. Najdeno 20. junija 2011 na spletnem naslovu http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=267&Itemid=-99
 21. Haslem, J. A. (2003). *Mutual Funds. Risk and Performance Analysis for Decision Making*. Malden: Blackwell Publishing.
 22. Ilirika DZU, d. o. o. (2011). *Mesečna poročila podskladov ILIRIKA Krovnega sklada maj 2011*. Ljubljana: Ilirika DZU, d. o. o.
 23. Jerman, M. T. (2007). *Analiza denarnih tokov v vzajemne sklade* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
 24. KBM Infond, d. o. o. (2011). *Mesečno poročilo/Maj 2011*. Maribor: KBM Infond, d. o. o.
 25. KD Group, d. d. (2004). *Monografija ob 10. obletnici ustanovitve tedanje Kmečke družbe*. (2004). Ljubljana: KD Group, d. d.
 26. KD Skladi, d. o. o. (2008). *Krovni sklad in KD Krovni sklad*. (interno gradivo). Ljubljana: KD Skladi, d. o. o.
 27. KD Skladi, d. o. o. (2009a). *KD Krovni sklad s 17 podskladi*. Ljubljana: KD Skladi, d. o. o.
 28. KD Skladi, d. o. o. (2009b). *Letno poročilo 2008 KD Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.* Ljubljana: KD Skladi, d. o. o.
 29. KD Skladi, d. o. o. (2009c). *PROSPEKT KROVNEGA SKLADA KD Krovni sklad Z VKLJUČENIMI PRAVILI UPRAVLJANJA*. Ljubljana: KD Skladi, d. o. o.
 30. KD Skladi, d. o. o. (2010a). *Letno poročilo 2009 KD Skladi, družba za upravljanje, d. o. o.* Ljubljana: KD Skladi, d. o. o.
 31. KD Skladi, d. o. o. (2010b). *Mesečno poročilo: maj 2010*. Ljubljana: KD Skladi, d. o. o.
 32. KD Skladi, d. o. o. (2010c). *Mesečno poročilo: november 2010*. Ljubljana: KD Skladi, d. o. o.
 33. KD Skladi, d. o. o. (2011a). *LETNO POROČILO ZA LETO 2010 KD Krovni sklad*. Ljubljana: KD Skladi, d. o. o.
 34. KD Skladi, d. o. o. (2011b). *Mesečno poročilo: maj 2011*. Ljubljana: KD Skladi, d. o. o.
 35. Kleindienst, R. (2001). *Varčevanje v domačih in tujih delnicah*. Ljubljana: GV Založba.
 36. Kodrič, S. (2007, 4. oktober). ZISDU-1B – kaj je to in kaj prinaša? *Finančna točka*. Najdeno 12. marca 2009 na spletnem naslovu http://www.financa-tocka.si/text.php?id=8827&_print=1
 37. *Kratek zgodovinski pregled*. Najdeno 1. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.kd-skladi.si/?subpage=19>
 38. Krekova družba, d. o. o. (2011a). *Krekovi skladi Mesečno poročilo December 2010*. Maribor: Krekova družba, d. o. o.
 39. Krekova družba, d. o. o. (2011b). *Krekovi skladi Mesečno poročilo Maj 2011*. Maribor: Krekova družba, d. o. o.
 40. Krivec, V. (2004). Do konca leta malo novega. *Družinski delničar*, 12(83), 21–25.
 41. *Krovni skladi*. Najdeno 14. julija 2009 na spletnem naslovu http://www.vzajemci.com/vz_article.php?ArticleID=16406

42. Krovni skladi. Najdeno 14. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.skladi.com/malasola.php?novica=739>
43. Kunšek, M. (2008, 1. december). Vlagatelji bodo odslej lahko izkoristili davčne ugodnosti krovnih skladov. *FinD-INFO*. Najdeno 2. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.findinfo.si/DnevnikVsebine/Aktualno.aspx?id=6085>
44. Mernik, I. (2007, 26. november). Krovni skladi: brez davčnih obveznosti. *Revija Kapital*. Najdeno 25. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.revijakapital.com/kapital/poslovnefinance.php?idclanka=5110>
45. Mramor, D. (2007). *Trg kapitala v Sloveniji*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
46. *Na splošno o krovnem skladu*. Najdeno 14. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www.nfd.si/kajjekrovnisklad>
47. *Naloge in pristojnosti*. Najdeno 9. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://atvp.si/content.asp?IDm=16>
48. NFD, d. o. o. (2011). *Mesečno poročilo na dan 31. 5. 2011*. Ljubljana: NFD, d. o. o.
49. NLB Skladi, d. o. o. (2008). *Naložbeni pregled NLB Skladi, številka 8/2008, november 2008*. Ljubljana: NLB Skladi, d. o. o.
50. NLB Skladi, d. o. o. (2011). *Mesečno poročilo o gibanju vrednosti enote premoženja ter vrsti in sestavi naložb Maj 2011*. Ljubljana: NLB Skladi, d. o. o.
51. *Obvestilo o pridobitvi dovoljenja Agencije za trg vrednostnih papirjev za oblikovanje krovnega sklada iz obstoječih vzajemnih skladov*. Najdeno 8. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.kd-skladi.si/?subpage=1271>
52. Pepall, L., Richards, D. J., & Norman, G. (2002). *Industrial Organization: Contemporary Theory and Practice*. (2nd ed.). Cincinnati (Ohio): South-Western.
53. Perspektiva, d. o. o. (2011a). *Perspektiva: BalkanStok – Mesečni pregled gibanja VEP in struktura naložb za maj 2011*. Ljubljana: Perspektiva, d. o. o.
54. Perspektiva, d. o. o. (2011b). *Perspektiva: EmergingStok – Mesečni pregled gibanja VEP in struktura naložb za maj 2011*. Ljubljana: Perspektiva, d. o. o.
55. Perspektiva, d. o. o. (2011c). *Perspektiva: EurAsiaStok – Mesečni pregled gibanja VEP in struktura naložb za maj 2011*. Ljubljana: Perspektiva, d. o. o.
56. Perspektiva, d. o. o. (2011č). *Perspektiva: SpecialOpportunities – Mesečni pregled gibanja VEP in struktura naložb za maj 2011*. Ljubljana: Perspektiva, d. o. o.
57. Perspektiva, d. o. o. (2011d). *Perspektiva: WorldMix – Mesečni pregled gibanja VEP in struktura naložb za maj 2011*. Ljubljana: Perspektiva, d. o. o.
58. Perspektiva, d. o. o. (2011e). *Perspektiva: WorldStox – Mesečni pregled gibanja VEP in struktura naložb za maj 2011*. Ljubljana: Perspektiva, d. o. o.
59. Pravilnik o sledljivosti prehodov med podskladi istega krovnega sklada. *Uradni list RS št. 37/2008, 101/2008, 87/2009*.
60. Primorski skladi, d. d. (2011a). *Krovni sklad PSP PSP Modra linija delniški Mesečno poročilo o poslovanju – maj 2011*. Koper: Primorski skladi, d. d.
61. Primorski skladi, d. d. (2011b). *Krovni sklad PSP PSP Optima sklad skladov Mesečno poročilo o poslovanju – maj 2011*. Koper: Primorski skladi, d. d.
62. Primorski skladi, d. d. (2011c). *Krovni sklad PSP PSP Živa delniški Mesečno poročilo o poslovanju – maj 2011*. Koper: Primorski skladi, d. d.

63. Probanka upravljanje, d. o. o. (2011). *Mesečno poročilo maj 2011*. Maribor: Probanka upravljanje, d. o. o.
64. Ribnikar, I. (1999). *Monetarna ekonomija I. Denar, finančne institucije in denarna politika*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
65. *Sestava premoženja delniških vzajemnih skladov*. Najdeno 15. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Documents/Delni%C5%A1kiVS.pdf>
66. *Sestava premoženja drugih vzajemnih skladov*. Najdeno 15. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Documents/DrugiVS.pdf>
67. *Sestava premoženja investicijskih družb*. Najdeno 15. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Documents/ID.pdf>
68. *Sestava premoženja mešanih vzajemnih skladov*. Najdeno 15. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Documents/Me%C5%A1aniVS.pdf>
69. *Sestava premoženja obvezniških vzajemnih skladov*. Najdeno 15. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Documents/Obvezni%C5%A1kiVS.pdf>
70. *Sestava premoženja vzajemnih skladov – skladi skladov*. Najdeno 15. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Documents/SkladSkladovVS.pdf>
71. *Sestava premoženja vzajemnih skladov denarnega trga*. Najdeno 15. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Documents/DenarniVS.pdf>
72. *Sestava premoženja vzajemnih skladov*. Najdeno 15. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Documents/SkupajVS.pdf>
73. *Seznam družb za upravljanje krovnih skladov s podskladi, vzajemnih skladov in investicijskih družb*. Najdeno 31. maja 2011 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=101>
74. *Seznam krovnih skladov in podskladov*. Najdeno 31. maja 2011 na spletnem naslovu http://www.durs.gov.si/si/davki_predpisi_in_pojasnila/dohodnina_pojasnila/dohodek_iz_kapitala/dobicek_iz_kapitala/vrednostni_papirji_in_delezi_v_gospodarskih_druzbah_zadrugah_in_drugih_oblikah_organiziranja_ter_investicijski_kuponi/seznam_krovnih_skladov_in_podskladov/
75. Sklep o podrobnejši vsebini in načinu vodenja evidence imetnikov investicijskih kuponov. *Uradni list RS* št. 42/2008.
76. Sklep o podrobnejši vsebini pravil upravljanja vzajemnega sklada. *Uradni list RS* št. 42/2008.
77. Sklep o poročanju Agenciji za trg vrednostnih papirjev o poslovanju investicijskih skladov in upravljanju finančnega premoženja dobro poučenih vlagateljev ter javni objavi podatkov in informacij o investicijskem skladu. *Uradni list RS* št. 101/2008.
78. Triglav DZU, d. o. o. (2011). *Mesečno poročilo podskladov Krovnega sklada Triglav vzajemni skladi maj 2011*. Ljubljana: Triglav DZU, d. o. o.
79. *Ustanovitev in pravni položaj*. Najdeno 9. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://atvp.si/content.asp?IDm=15>
80. Zakon o bančništvu. *Uradni list RS* št. 99/2010-UPB5 (52/2011 popr.), 9/2011-ZPlaSS-B, 35/2011, 59/2011.
81. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb. *Uradni list RS* št. 117/2006, 90/2007, 56/2008, 92/2008, 5/2009, 96/2009, 34/2010, 59/2011.

82. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. *Uradni list RS* št. 6/1994, 68/1996 Odl. US: U-I-287/95, 25/1997 (32/1997 popr.), 10/1998, 56/1999-ZTVP-1, 61/2000 Odl. US: U-I-398/96, 110/2002-ZISDU-1.
83. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. *Uradni list RS* št. 26/2005-UPB1.
84. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. *Uradni list RS* št. 92/2007 (109/2007 popr.), 65/2008.
85. Zakona o davčnem postopku. *Uradni list RS* št. 13/2011-UPB4.
86. Zalaznik, J. & Polanič, M. (2007, 11. maj). Kmalu krovni skladi in možnost združitve vzajemnih skladov. *Poslovni dnevnik*. Najdeno 21. oktobra 2008 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/244978
87. Žnidaršič Kranjc, A. (1999). *Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga*. Postojna: DEJ.

PRILOGE

Kazalo prilog

<i>Priloga 1: Seznam kratic</i>	<i>1</i>
<i>Priloga 2: Izračun HHI slovenskih DZU v celotnih sredstvih slovenskih vzajemnih skladov na dan 31. 5. 2011*</i>	<i>2</i>
<i>Priloga 3: Seznam slovenskih vzajemnih skladov na dan 31. 5. 2011*</i>	<i>3</i>
<i>Priloga 4: Seznam 15 največjih slovenskih vzajemnih skladov glede na obseg sredstev v celotnih sredstvih slovenskih vzajemnih skladov na dan 31. 5. 2011</i>	<i>7</i>

Priloga 1: Seznam kratic

- ATVP: Agencija za trg vrednostnih papirjev
- DZU: Družba za upravljanje
- HHI: Herfindahl–Hirschmanov indeks
- ID: Investicijska družba
- ZISDU: Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur. l. RS, št. 6/1994, 68/1996 Odl. US: U-I-287/95, 25/1997 (32/1997 popr.), 10/1998, 56/1999-ZTVP-1, 61/2000 Odl. US: U-I-398/96, 110/2002-ZISDU-1)
- ZISDU-1: Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur. l. RS, št. 26/2005-UPB1)
- ZISDU-1B: Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur. l. RS, št. 92/2007 (109/2007 popr.), 65/2008)

*Priloga 2: Izračun HHI slovenskih DZU v celotnih sredstvih slovenskih vzajemnih skladov na dan 31. 5. 2011**

DZU	ČVS na dan 31. 5. 2011	Delež (v %) na dan 31. 5. 2011	Kvadrat tržnih deležev na dan 31. 5. 2011
ABANČNA DZU d. o. o.	68.773.582	3,40	11,55
DUS KRONA d. o. o.	40.919.266	2,02	4,09
ILIRIKA DZU d. o. o.	63.639.194	3,15	9,89
INFOND d. o. o.	201.970.000	9,98	99,64
KD SKLADI d. o. o.	403.840.720	19,96	398,36
KREKOVA DRUŽBA d. o. o.	36.493.618	1,80	3,25
ALTA SKLADI d. d.	179.927.332	8,89	79,08
NFD d. o. o.	8.086.399	0,40	0,16
NLB SKLADI d. o. o.	333.090.371	16,46	271,00
PERPEKTIVA DZU d. o. o.	52.311.244	2,59	6,68
PRIMORSKI SKLAD d. d.	61.504.560	3,04	9,24
PROBANKA UPRAVLJANJE d. o. o.	96.803.000	4,78	22,89
TRIGLAV DZU d. o. o.	476.007.000	23,53	553,45
Vsota slovenskih vzajemnih skladov	2.023.366.285	100	1.469

Vir: Mesečna poročila investicijskih skladov - maj 2011, 2011.

Priloga 3: Seznam slovenskih vzajemnih skladov na dan 31. 5. 2011*

DZU	Ime krovnega sklada	Ime podsklada krovnega sklada /Ime vzajemnega sklada	Vrsta vzajemnega sklada	ČVS na dan 31.05.2011	Delež (v %) na dan 31.05.2011	Kvadrat tržnih deležev na dan 31.05.2011
ABANČNA DZU d.o.o.	Krovni sklad Abančna DZU	Abančna DZU Uravnoteženi	uravnoteženi vzajemni sklad	9.988.360	0,49	0,24
		Abančna DZU Obvezniški	obvezniški vzajemni sklad	2.323.737	0,11	0,01
		Abančna DZU Delniški Aktivni	delniški vzajemni sklad	15.321.705	0,76	0,57
		Abančna DZU Mešani	mešani vzajemni sklad	5.966.784	0,29	0,09
		Abančna DZU Delniški Svet	delniški vzajemni sklad	1.296.811	0,06	0,00
		Abančna DZU Delniški Evropa	delniški vzajemni sklad	27.767.786	1,37	1,88
		Abančna DZU Delniški ZDA	delniški vzajemni sklad	353.160	0,02	0,00
		Abančna DZU Delniški Azija	delniški vzajemni sklad	1.285.897	0,06	0,00
		Abančna DZU Denarni Euro	sklad denarnega trga	1.202.009	0,06	0,00
		Abančna DZU Delniški Pasivni Baltinord	delniški vzajemni sklad	2.771.125	0,14	0,02
		Abančna DZU Delniški Balkan	delniški vzajemni sklad	378.837	0,02	0,00
		Abančna DZU Delniški Pasivni Afrika & ME	delniški vzajemni sklad	117.371	0,01	0,00
ALTA SKLADI d.d.*	Krovni sklad ALTA	ALTA International	delniški vzajemni sklad	3.378.798	0,17	0,03
		ALTA Bond	obvezniški vzajemni sklad	20.988.095	1,04	1,08
		ALTA Primus	mešani vzajemni sklad	25.994.900	1,28	1,65
		ALTA Balkan	delniški vzajemni sklad	18.360.352	0,91	0,82
		ALTA BrazilRussiaIndiaChina	delniški vzajemni sklad	2.457.008	0,12	0,01
		ALTA NEW EUROPE	delniški vzajemni sklad	5.198.575	0,26	0,07
		ALTA USA	delniški vzajemni sklad	186.420	0,01	0,00
		ALTA PHARMA-TECH	delniški vzajemni sklad	402.688	0,02	0,00
		ALTA Healthcare	delniški vzajemni sklad	261.566	0,01	0,00
		ALTA Komet	delniški vzajemni sklad	4.588.976	0,23	0,05
		ALTA Energy+	delniški vzajemni sklad	340.448	0,02	0,00
		ALTA GLOBAL	delniški vzajemni sklad	33.468.539	1,65	2,74
		ALTA PLUS	delniški vzajemni sklad	2.446.108	0,12	0,01
		ALTA ENERGY	delniški vzajemni sklad	5.329.482	0,26	0,07
		ALTA TECH	delniški vzajemni sklad	1.896.691	0,09	0,01
		ALTA INDIA	delniški vzajemni sklad	6.547.183	0,32	0,10
		ALTA TURKEY	delniški vzajemni sklad	3.274.821	0,16	0,03
		ALTA WATER	delniški vzajemni sklad	846.977	0,04	0,00
		ALTA ASIA	delniški vzajemni sklad	20.031.268	0,99	0,98
		ALTA GOLD	delniški vzajemni sklad	3.197.473	0,16	0,02
		ALTA BALKAN SELECT	delniški vzajemni sklad	6.409.039	0,32	0,10
		ALTA HIGH YIELD BOND	obvezniški vzajemni sklad	9.086.782	0,45	0,20
		ALTA MONEY MARKET	sklad denarnega trga	1.632.784	0,08	0,01
						0,00
		ALTA EUROSTOCK	indeksni vzajemni sklad	3.602.357	0,18	0,03
DUS KRONA d.o.o.		SENIOR	vzajemni sklad prilagodljive sestave naložb	40.919.266	2,02	4,09

se nadaljuje

nadaljevanje

4

DZU	Ime krovnega sklada	Ime podsklada krovnega sklada /Ime vzajemnega sklada	Vrsta vzajemnega sklada	ČVS na dan 31.05.2011	Delež (v %) na dan 31.05.2011	Kvadrat tržnih deležev na dan 31.05.2011
ILIRIKA DZU d.o.o.	Ilirika krovni sklad	Ilirika obvezniški	obvezniški vzajemni sklad	3.999.793	0,20	0,04
		Ilirika Modra kombinacija	mešani vzajemni sklad	41.846.673	2,07	4,28
		Ilirika BRIC	delniški vzajemni sklad	6.405.708	0,32	0,10
		Ilirika Globalni	sklad skladov	1.046.447	0,05	0,00
		Ilirika Vzhodna Evropa	delniški vzajemni sklad	4.815.658	0,24	0,06
		Ilirika Gazela	delniški vzajemni sklad	1.703.023	0,08	0,01
		Ilirika Farmacija	delniški vzajemni sklad	239.634	0,01	0,00
		Ilirika Finance	delniški vzajemni sklad	145.136	0,01	0,00
		Ilirika Azija	delniški vzajemni sklad	2.399.520	0,12	0,01
		Ilirika Energija	delniški vzajemni sklad	274.780	0,01	0,00
		Ilirika Gold	delniški vzajemni sklad	541.337	0,03	0,00
		Ilirika Amerika	delniški vzajemni sklad	221.487	0,01	0,00
INFOND d.o.o.	Krovni sklad INFOND	INFOND Europa	delniški vzajemni sklad	8.560.000	0,42	0,18
		INFOND Delniški	delniški vzajemni sklad	23.740.000	1,17	1,38
		INFOND Hrast	uravnoveženi vzajemni sklad	19.800.000	0,98	0,96
		INFOND Energy	delniški vzajemni sklad	8.050.000	0,40	0,16
		INFOND BRIC	delniški vzajemni sklad	66.230.000	3,27	10,71
		INFOND Life	delniški vzajemni sklad	3.110.000	0,15	0,02
		INFOND PanAmerica	delniški vzajemni sklad	1.940.000	0,10	0,01
		INFOND Bond	obvezniški vzajemni sklad	3.580.000	0,18	0,03
						0,00
		Infond Global	uravnoveženi vzajemni sklad	48.920.000	2,42	5,85
KD SKLADI d.o.o.	KD krovni sklad	Infond Dynamic	delniški vzajemni sklad	18.040.000	0,89	0,79
		KD Rastko	delniški vzajemni sklad	51.188.830	2,53	6,40
		KD Bond	obvezniški vzajemni sklad	8.899.730	0,44	0,19
		KD Galileo	sklad fleksibilne strukture naložb	120.873.980	5,97	35,69
		KD Prvi izbor	sklad skladov	31.271.910	1,55	2,39
		KD M&M	sklad denarnega trga	14.530.040	0,72	0,52
		KD Balkan	delniški vzajemni sklad	27.967.770	1,38	1,91
		KD Severna Amerika	delniški vzajemni sklad	1.687.750	0,08	0,01
		KD Novi trgi	delniški vzajemni sklad	33.104.860	1,64	2,68
		KD Surovine in energija	delniški vzajemni sklad	7.624.680	0,38	0,14
		KD Tehnologija	delniški vzajemni sklad	2.169.520	0,11	0,01
		KD Nova energija	delniški vzajemni sklad	11.982.570	0,59	0,35
		KD Vitalnost	delniški vzajemni sklad	5.857.990	0,29	0,08
		KD Finance	delniški vzajemni sklad	767.120	0,04	0,00
		KD Latinska Amerika	delniški vzajemni sklad	1.877.800	0,09	0,01
		KD Vzhodna Evropa	delniški vzajemni sklad	3.379.170	0,17	0,03
		KD Indija – Kitajska	delniški vzajemni sklad	23.946.450	1,18	1,40
		KD EM Infrastruktura in gradbeništvo	delniški vzajemni sklad	903.330	0,04	0,00
						0,00
		KD Delniški dohodkovni	delniški vzajemni sklad	55.807.220	2,76	7,61

se nadaljuje

nadaljevanje

DZU	Ime krovnega sklada	Ime podsklada krovnega sklada /Ime vzajemnega sklada	Vrsta vzajemnega sklada	ČVS na dan 31.05.2011	Delež (v %) na dan 31.05.2011	Kvadrat tržnih deležev na dan 31.05.2011
KREKOVA DRUŽBA d.o.o.	Krekov krovni sklad	Krekov SKALA Uravnoreženi	mešani vzajemni sklad	12.416.010	0,61	0,38
		Krekov KLAS Družbeno odgovorni	delniški vzajemni sklad	3.485.518	0,17	0,03
		Krekov MOST Novi trgi	delniški vzajemni sklad	3.698.120	0,18	0,03
		Krekov SIDRO Obvezniški	obvezniški vzajemni sklad	296.270	0,01	0,00
		Krekov NANO&TECH	delniški vzajemni sklad	683.946	0,03	0,00
		Krekov GLOBALNI	delniški vzajemni sklad	15.913.755	0,79	0,62
NFD d.o.o.	Krovni sklad NFD	NFD Evro/Amerika	delniški vzajemni sklad	3.930.107	0,19	0,04
		NFD Obvezniški	obvezniški vzajemni sklad	361.461	0,02	0,00
		NFD Zdravstvo	delniški vzajemni sklad	380.367	0,02	0,00
		NFD Finance	delniški vzajemni sklad	417.144	0,02	0,00
		NFD IT	delniški vzajemni sklad	620.076	0,03	0,00
		NFD Energija	delniški vzajemni sklad	325.245	0,02	0,00
		NFD Azija/Oceanija	delniški vzajemni sklad	451.922	0,02	0,00
		NFD Novi trgi	delniški vzajemni sklad	1.600.078	0,08	0,01
NLB SKLADI d.o.o.	Krovni sklad NLB Skladi	NLB Skladi – Slovenija delniški	delniški vzajemni sklad	6.379.863	0,32	0,10
		NLB Skladi - Obvezniški EUR	obvezniški vzajemni sklad	21.432.386	1,06	1,12
		NLB Skladi - Svetovni razviti trgi delniški	delniški vzajemni sklad	34.523.399	1,71	2,91
		NLB Skladi - Kombinirani globalni uravnoreženi	mešani vzajemni sklad	107.609.661	5,32	28,28
		NLB Skladi - Nova Evropa uravnoreženi	uravnoreženi vzajemni sklad	4.684.928	0,23	0,05
		NLB Skladi - Dinamični delniški	delniški vzajemni sklad	14.490.879	0,72	0,51
		NLB Skladi – Evropa delniški	delniški vzajemni sklad	10.228.996	0,51	0,26
		NLB Skladi - Visoko rastoča gospodarstva delniški	delniški vzajemni sklad	20.137.503	1,00	0,99
		NLB Skladi - Visoka tehnologija delniški	delniški vzajemni sklad	4.529.751	0,22	0,05
		NLB Skladi - Naravni viri delniški	delniški vzajemni sklad	10.180.592	0,50	0,25
		NLB Skladi - Farmacija in zdravstvo delniški	delniški vzajemni sklad	4.791.311	0,24	0,06
		NLB Skladi - Južna, srednja in Vzhodna Evropa delniški	delniški vzajemni sklad	7.134.999	0,35	0,12
		NLB Skladi - Zahodni Balkan delniški	delniški vzajemni sklad	1.570.983	0,08	0,01
		NLB Skladi - Globalni delniški	delniški vzajemni sklad	80.763.988	3,99	15,93
		NLB Skladi - Azija delniški	delniški vzajemni sklad	4.631.132	0,23	0,05
PERPEKTIVA DZU d. o. o.	Krovni sklad Perspektiva	Perspektiva: WorldMix	uravnoreženi vzajemni sklad	40.916.417	2,02	4,09
		Perspektiva: WorldStox	delniški vzajemni sklad	5.391.742	0,27	0,07
		Perspektiva: EmergingStox	delniški vzajemni sklad	4.018.462	0,20	0,04
		Perspektiva: EurAsiaStox	delniški vzajemni sklad	641.798	0,03	0,00
		Perspektiva: Special Opportunities	sklad fleksibilne strukture naložb	786.036	0,04	0,00
		Perspektiva: ResourceStox	delniški vzajemni sklad	332.260	0,02	0,00
		Perspektiva: BalkanStox	delniški vzajemni sklad	224.529	0,01	0,00

se nadaljuje

nadaljevanje

9

DZU	Ime krovnega sklada	Ime podsklada krovnega sklada /Ime vzajemnega sklada	Vrsta vzajemnega sklada	ČVS na dan 31.05.2011	Delež (v %) na dan 31.05.2011	Kvadrat tržnih deležev na dan 31.05.2011
PRIMORSKI SKLAD d.d.	Krovni sklad PSP	PSP Pika -obvezniški	obvezniški vzajemni sklad	3.685.419	0,18	0,03
		PSP Živa - delniški	delniški vzajemni sklad	8.814.243	0,44	0,19
		PSP Modra linija - delniški	delniški vzajemni sklad	46.218.780	2,28	5,22
		PSP Optima - sklad skladov	sklad skladov	2.786.117	0,14	0,02
PROBANKA UPRAVLJANJE d.o.o.	Krovni sklad Probanka	Probanka Beta - delniški	delniški vzajemni sklad	22.960.000	1,13	1,29
		Probanka Alfa - uravnoreženi	uravnoreženi vzajemni sklad	35.112.000	1,74	3,01
		Probanka Gama-obvezniški	obvezniški vzajemni sklad	1.878.000	0,09	0,01
		Probanka Novi trgi - delniški	delniški vzajemni sklad	7.479.000	0,37	0,14
		Probanka Sigma -sklad absolutnega donosa	sklad absolutnega donosa	264.000	0,01	0,00
						0,00
		Probanka globalni naložbeni sklad	globalni vzajemni sklad	28.145.000	1,39	1,93
		Probanka Biotech – delniški	delniški vzajemni sklad	351.000	0,02	0,00
		Probanka Uranium – delniški	delniški vzajemni sklad	200.000	0,01	0,00
		Probanka Agriculture - delniški	delniški vzajemni sklad	414.000	0,02	0,00
TRIGLAV DZU d.o.o.	Krovni sklad Triglav vzajemni skladi	Triglav Renta	uravnoreženi vzajemni sklad	26.674.000	1,32	1,74
		Triglav Evropa	mešani vzajemni sklad	33.411.000	1,65	2,73
		Triglav Obvezniški	obvezniški vzajemni sklad	2.819.000	0,14	0,02
		Triglav Steber I	delniški vzajemni sklad	345.440.000	17,07	291,47
		Triglav Rastoči trgi	delniški vzajemni sklad	22.019.000	1,09	1,18
		Triglav Svetovni	delniški vzajemni sklad	6.651.000	0,33	0,11
		Triglav Top sektorji	delniški vzajemni sklad	4.402.000	0,22	0,05
		Triglav Azija	delniški vzajemni sklad	7.706.000	0,38	0,15
		Triglav Balkan	delniški vzajemni sklad	20.274.000	1,00	1,00
		Triglav Hitro rastoča podjetja	delniški vzajemni sklad	6.611.000	0,33	0,11
Vsota slovenskih vzajemnih skladov				2.023.366.285	100,00	465,35

Legenda:

*Osivelo področje v tabeli ločuje podsklade krovnega sklada posamezne DZU od samostojnih vzajemnih skladov te iste DZU.

Vir: Mesečna poročila investicijskih skladov - maj 2011, 2011.

Priloga 4: Seznam 15 največjih slovenskih vzajemnih skladov glede na obseg sredstev v celotnih sredstvih slovenskih vzajemnih skladov na dan 31. 5. 2011

Št.	DZU	Ime podsklada krovnega sklada /Ime vzajemnega sklada	Vrsta vzajemnega sklada	ČVS na dan 31.05.2011	Delež (v %) na dan 31.05.2011
1	Triglav DZU d. o. o.	Triglav Steber I	delniški vzajemni sklad	345.440.000	17,15
2	KD Skladi d. o. o.	KD Galileo	sklad fleksibilne strukture naložb	120.873.980	6,00
3	NLB Skladi d. o. o.	NLB Skladi - Kombinirani globalni	mešani vzajemni sklad	107.609.661	5,34
4	NLB Skladi d. o. o.	NLB Skladi - Globalni delniški	delniški vzajemni sklad	80.763.988	4,01
5	KBM Infond d. o. o.	INFOND BRIC	delniški vzajemni sklad	66.230.000	3,29
6	KD Skladi d. o. o.	KD Delniški dohodkovni	delniški vzajemni sklad	55.807.220	2,77
7	KD Skladi d. o. o.	KD Rastko	delniški vzajemni sklad	51.188.830	2,54
8	KBM Infond d. o. o.	Infond Global	uravnoteženi vzajemni sklad	48.920.000	2,43
9	Primorski sklad d. d.	PSP Modra linija - delniški	delniški vzajemni sklad	46.218.780	2,29
10	Ilirika DZU d. o. o.	Ilirika Modra kombinacija	mešani vzajemni sklad	41.846.673	2,08
11	DUS Krona d. o. o.	SENIOR	vzajemni sklad prilagodljive sestave naložb	40.919.266	2,03
12	Perspektiva DZU d. o. o.	Perspektiva: WorldMix	uravnoteženi vzajemni sklad	40.916.417	2,03
13	Probanka upravljanje d. o. o.	Probanka Alfa - uravnoteženi	uravnoteženi vzajemni sklad	35.112.000	1,74
14	NLB Skladi d. o. o.	NLB Skladi - Svetovni razviti trgi delniški	delniški vzajemni sklad	34.523.399	1,71
15	ALTA Skladi d. d.	ALTA GLOBAL	delniški vzajemni sklad	33.468.539	1,66
Čista vrednost sredstev vseh slovenskih vzajemnih skladov				2.023.366.285	100,00

Vir: Mesečna poročila investicijskih skladov - maj 2011, 2011.