

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**SLOVENSKI SKLADI NA HRVAŠKEM IN V FEDERACIJI BOSNE IN
HERCEGOVINE**

Ljubljana, julij 2007

KLEMEN PROSEN

IZJAVA

Študent **KLEMEN PROSEN** izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom **DR. ALEKSANDRE GREGORIČ**, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 5.7.2007

Podpis: _____

KAZALO

| | |
|--|-----------|
| 1. UVOD | 1 |
| 2. INVESTICIJSKI SKLADI | 2 |
| 2.1. OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV | 2 |
| 2.2. VLOGA INVESTICIJSKIH SKLADOV | 3 |
| 2.2.1. <i>FUNKCIJE NA MIKRO GOSPODARSKI RAVNI</i> | 3 |
| 2.2.2. <i>FUNKCIJE NA MAKRO GOSPODARSKI RAVNI</i> | 3 |
| 2.3. VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV | 4 |
| 2.3.1. <i>INVESTICIJSKI SKLADI GLEDE NA CILJ</i> | 4 |
| 2.3.2. <i>INVESTICIJSKI SKLADI GLEDE NA NAČIN VNOVČITVE NALOŽB</i> | 7 |
| 2.3.2.1. Zaprti investicijski skladi – investicijske družbe | 8 |
| 2.3.2.2. Odprti investicijski skladi – vzajemni skladi | 9 |
| 2.4. TRŽENJE INVESTICIJSKIH SKLADOV | 13 |
| 2.5. ZGODOVINSKI RAZVOJ INVESTICIJSKIH SKLADOV | 15 |
| 2.5.1. <i>RAZVOJ INVESTICIJSKIH SKLADOV PO SVETU</i> | 15 |
| 2.6. ZAKONSKI OKVIRJI INVESTICIJSKIH SKLADOV | 16 |
| 3. PRIVATIZACIJA NA HRVAŠKEM IN V FEDERACIJI BIH | 17 |
| 4. TRG KAPITALA NA HRVAŠKEM | 18 |
| 5. TRG KAPITALA V FEDERACIJI BIH | 21 |
| 6. PRIMERJAVA TRGOV KAPITALA OBEH DRŽAV | 25 |
| 7. ZAKAJ JE INVESTIRANJE NA TUJIH TRGIH ZA SLOVENSKEGA INVESTITORJA ZANIMIVO? | 27 |
| 7.1. SLOVENSKI SKLADI, KI INVESTIRAJO NA TRGE KAPITALA NA HRVAŠKEM IN V BIH | 28 |
| 8. SKLEP | 30 |
| LITERATURA | 31 |
| VIRI | 32 |

1. UVOD

V zadnjih letih smo priča vedno večjim vlaganjem prihrankov preko investicijskih skladov. Vedno več ljudi se odloča za tak način investiranja, saj so investicijski skladi namenjeni malim investitorjem, ki si morda zaradi pomanjkanja znanja ali časa želijo del sredstev privarčevati tudi na način, ki je bolj donosen od varčevanja v banki. V primeru naložb preko investicijskih skladov namreč investitorju ni potrebno spremljati trga vsak dan, saj to v njegovem imenu izvaja pooblaščen družba za upravljanje.

Če si kdo želi v čim krajšem času zaslužiti čim več, se lahko odloči za investiranje tudi na bolj tveganih kapitalskih trgih, ki prinašajo potencialno visoke donose. Seveda je temu primerno tudi tveganje, ki se ga vsi še premalo zavedamo. V zadnjem letu je postal za slovenske investitorje zelo privlačen balkanski trg, saj gre v tem primeru za države v razvoju in razvijajoče se kapitalske trge. Tako je pri nas kar nekaj družb za upravljanje, ki so prisotne na teh trgih s svojimi investicijskimi skladi in v katere je mogoče vlagati tudi pri nas. V svoji diplomski nalogi bom primerjal dva kapitalska trga, in sicer hrvaškega ter kapitalski trg v federaciji Bosne in Hercegovine (federaciji BIH).

Tako Hrvaška kot federacija BIH sta državi v razvoju. Obe sta bili v dolgoletni vojni, kar je pustilo velike posledice na njunem kapitalskem trgu. Obe državi se potegujeta za članstvo EU, zato so potrebne določene reforme in ena od teh je tudi privatizacija podjetij. Vsaka država se je problema lotila na svojstven način, vendar pa z vidika konkurenčnosti gospodarstva vsi načini niso enako učinkoviti. Tako se že v sami privatizaciji kažejo določene razlike; le-te se kasneje odražajo tudi na delovanju obeh kapitalskih trgov ter posledično v razlikah v tveganosti naložb na posameznem trgu.

V prvem delu svojega diplomskega dela sem opredelil investicijske sklade, njihovo vlogo na mikro in makro ravni, prikazal delitev investicijskih skladov, se dotaknil zgodovinskega razvoja in zakonskega okvirja investicijskih skladov.

V drugem delu diplomskega dela sem podrobneje predstavil obe državi, njuno privatizacijo in primerjal njuna kapitalska trga ter nato še opisal, zakaj je investiranje na tuje trge tako privlačno za slovenske investitorje.

2. INVESTICIJSKI SKLADI

2.1. OPREDELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV

Investicijski skladi so finančne institucije, ki zbirajo denarna sredstva z izdajanjem lastniških vrednostnih papirjev (v nadaljevanju tudi vrednostnih papirjev), to je delnic (investicijske družbe) oziroma investicijskih kuponov (vzajemni skladi), ter zbrana sredstva investirajo v različne vrste naložb, ki tvorijo premoženje sklada. Namenjeni so malim institucionalnim investitorjem, ki zaradi pomanjkanja časa, informacij, denarja ali znanja ne želijo sami investirati v vrednostne papirje, ampak to prepuščajo strokovnjakom (Prohaska, 1999, str. 7).

Več razlogov je, zakaj se manjši investitorji odločijo za investicijske sklade. Prvi tak razlog je, da ne morejo ustrezno razpršiti tveganja z investiranjem v večje število vrednostnih papirjev, z nakupom delnic in drugih instrumentov finančnega trga prek borznih posrednikov, saj imajo praviloma manjše prihranke. Naslednji razlog je pomanjkanje znanja o ocenjevanju najboljših investicijskih možnosti v danem trenutku. Tako so finančne institucije varčevalcem ponudile novo obliko varčevanja - možnost, da združijo svoje prihranke v investicijski sklad. Ustanovitev investicijskih skladov je bila torej posledica investicijskih potreb in varčevanja manjših investitorjev. S tem, ko investitor kupi določeno število enot ali delnic investicijskega sklada, postane posredno lastnik sorazmernega deleža vseh vrednostnih papirjev, ki jih ima sklad v lasti. Z razpršenostjo naložb je možno odpraviti nesistematično tveganje, naložbe pa ostanejo podvržene nekemu povprečnemu sistematičnemu tveganju, ki je odvisno od splošnih gibanj v gospodarstvu (Mramor, 1997, str. 14). Z zbranimi sredstvi sklada upravljajo strokovnjaki in jih nalagajo v razne finančne naložbe z namenom, da bi dosegle čim višjo donosnost ob danem tveganju.

Družbe za upravljanje imajo praviloma lastne analitske oddelke, ki za sredstva svojih vzajemnih skladov, ki jih upravljajo, spremljajo razvoj gospodarstva, podjetij in panog po celem svetu ter pripravljajo informacijsko podlago za odločanje o trgovanju z vrednostnimi papirji. Ključna razlika med neposrednim investiranjem v vrednostne papirje in nakupom enot premoženja ali delnic investicijskega sklada je v tem, da se v slednjem primeru med vlagateljem in vrednostnimi papirji, s katerimi se trguje na trgu kapitala, pojavi posrednik, njegov upravitelj, najpogosteje družba za upravljanje. Seveda obstajajo mnoge prednosti, med katerimi je tudi ta, da skladi na borzi trgujejo vsakodnevno in tako poslujejo z mnogo nižjimi stroški, kot bi to uspevalo individualnemu investitorju (Bogle, 1994, str. 55).

2.2. VLOGA INVESTICIJSKIH SKLADOV

2.2.1. FUNKCIJE NA MIKRO GOSPODARSKI RAVNI

Za nastanek investicijskih skladov je najbolj pomembna funkcija učinkovite porazdelitve tveganja. Zaradi večjega obsega, ki ga dosežemo z združevanjem manjših naložb v večjo naložbo, in z oblikovanjem optimalno diverzificiranega portfelja prevladajo pozitivni učinki. To pomeni manjše tveganje ob enakem donosu. Slabost diverzifikacije manjšega premoženja je v slabši deljivosti, ki ga zato ne moremo diverzificirati v zadostnem obsegu.

Velikost obsega premoženja je razlog, da investicijski sklad dosega učinkovito velikost portfelja in transakcij, s čimer so neposredni in posredni transakcijski stroški na najnižji možni ravni.

Provizije so velikokrat v enem delu fiksne, oziroma se variabilna stopnja z naraščanjem obsega transakcije znižuje. Upoštevati pa moramo, da stroški vpliva na trgu, cene zavlačevanja z izpeljavo transakcije, stroški zbiranja informacij in stroški nelikvidnosti, kot so »*Bid-Ask Spread*«, naraščajo z obsegom transakcije, zato se situacija na slabše likvidnih trgih navadno obrne v prid manjših vlagateljev. »*Bid-Ask Spread*« je razlika med prodajno in nakupno ceno delnice. Strošek vpliva na trgu predstavlja višjo provizijo, ki jo zaračuna ponudnik, in zaradi nje plačuje kupec višje premije na tržno ceno. Zavlačevanje pri izpeljavi transakcije povzroča dodatno tveganje zaradi večjega časovnega razpona, zbiranje informacij pa dodatne stroške. Med zadnjima in prvima dvema obstaja obratno razmerje (Glaus, 1997, str. 120).

Za male vlagatelje ni nujno, da obvladujejo borzna dogajanja in vrednostne papirje, saj jim investicijski skladi nudijo profesionalno upravljanje premoženja. Kljub temu pa je vlagatelj tisti, ki mora izbrati sebi primeren investicijski sklad in kasneje spremljati njegovo uspešnost (Hearth, Zaima, 2001, str. 79-80).

2.2.2. FUNKCIJE NA MAKRO GOSPODARSKI RAVNI

Razdelitvena funkcija investicijskih skladov se kaže v tem, da ima vsak prebivalec pri določenem razmerju med donosom in tveganjem enake možnosti za udeležbo na kapitalskih trgih.

Socialna funkcija se odraža na dveh nivojih. Na prvem kot možnost, da ljudje sami poskrbijo za svojo prihodnost. Investicijski skladi so lahko oblikovani kot pokojninski skladi, za katere je značilno, da so oblikovani za daljše obdobje, svoj dobiček pa običajno reinvestirajo in imajo manjši donos, ki je pogosto delno zajamčen. Tovrstni skladi zato večji del svojih sredstev vlagajo v vrednostne papirje s fiksnimi donosi in le manjši del v delnice, ki imajo višje tveganje. Na drugem nivoju pa se socialna funkcija odraža kot možnost, da postane del

ustvarjanja premoženja (tveganega, lastnega in produktivnega kapitala) za financiranje gospodarstva.

Učinkovitost kapitalskih trgov, primarnih in sekundarnih, je ključnega pomena za gospodarstvo. Investicijski skladi s svojim delovanjem na borzi krepijo moč sekundarnega trga, poleg tega pa zaradi svojega anticikličnega obnašanja, podobno kot večina drugih institucionalnih investitorjev, dosegajo izravnavo trga nasproti procikličnim privatnim vlagateljem.

Kot finančni posredniki skladi kupujejo in prodajajo terjatve in obveznosti, s čimer zadostijo varčevalnim preferencam strank in zahtevam realnega gospodarstva po dolgoročnem kapitalu (Hallas, 1994, str. 6).

2.3. VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV

Investicijske sklade v osnovi ločimo glede na (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 27): zasledovani cilj, ki je povezan s ciljem investitorja, ki vlaga v tak sklad, ter možnost oziroma način vnovčitve naložbe v sklad.

2.3.1. INVESTICIJSKI SKLADI GLEDE NA CILJ

Posamezni investitorji imajo različne želje. Svoje premoženje vložijo investitorji v investicijske sklade z različnim namenom in ciljem, ki ga želijo doseči. Nekateri stremijo k čim višji dividendi in s tem k čim večjim stalnim dohodkom od vloženega premoženja. Drugim investitorjem pa redni dohodki in prednostni cilj niso najpomembnejši, pač pa je njihova želja maksimalna rast njihovega vložka v investicijski sklad. Za zadovoljitev teh različnih želja posameznih investitorjev se ustanavljajo skladi z različnimi cilji, ki jih le-ti zasledujejo. Investicijske sklade delimo tudi glede na tveganje, in sicer na (Rugg, 1986, str. 56) sklade agresivne rasti, sklade zmerne rasti in sklade zadržane rasti.

Tveganje lahko razvrstimo v tri kategorije (Dimovski, 1995, str. 108):

tveganje podjetja, ki zajema različne specifičnosti v podjetju – od stopnje konkurence do sprememb potrošnikovih preferenc. Empirične raziskave na trgih so pokazale, da lahko število 12 do 20 različnih delnic v portfelju zmanjša tveganje;

panožno tveganje, ki vpliva na podjetja iste panoge in predstavlja vezanost na določene nestabilne trge, panožne cikle, komplementarnost panoge, ranljivost substitutov in drugo;

tržno tveganje, ki je povezano s tveganji v okolju, kot so pravna tveganja, inflacija, tveganja obrestne mere.

Že ob ustanovitvi se opredelita namen in cilj posameznega investicijskega sklada. Glede na cilj in namen se izbira vrednostne papirje, ki jih ima sklad v svoji aktivi in jih kupuje. Številne investicijske namene lahko strnemo v nekatere skupine namenov, ki hkrati predstavljajo tudi obliko sklada, saj so zanje značilni prav vrednostni papirji, v katere sklad investira svoja sredstva.

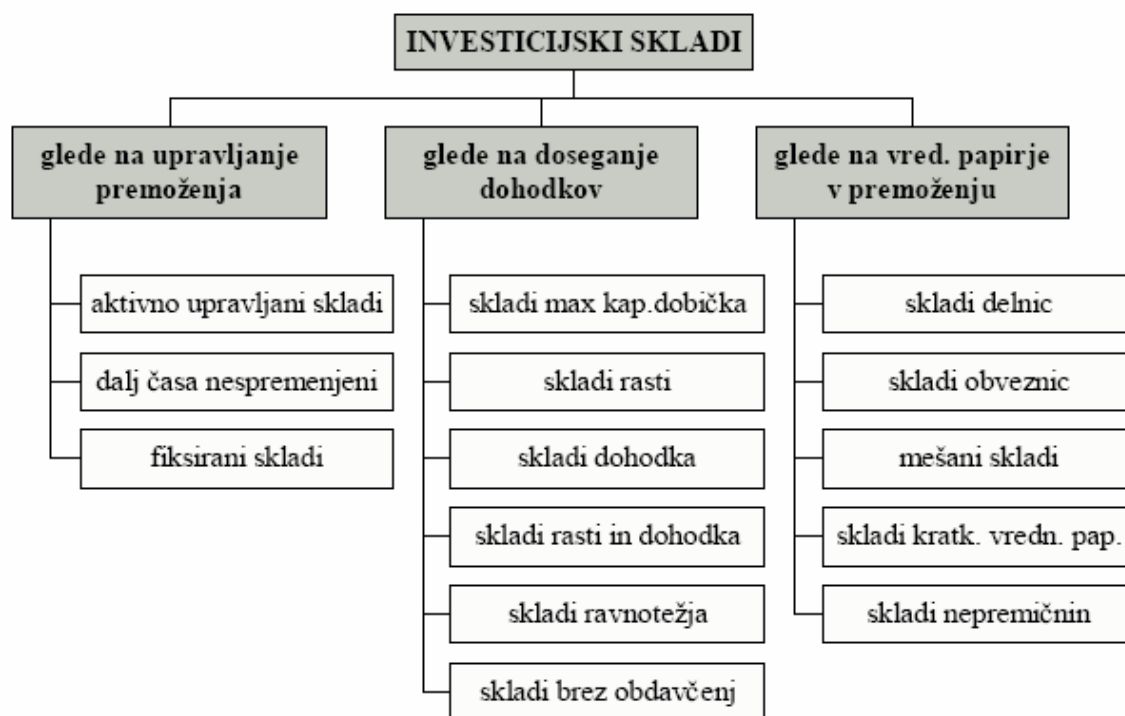
Če pogledamo aktivno stran bilance stanja, se skladi med seboj razlikujejo glede na pogostost sprememb njihovega premoženja (Mramor, 2000, str. 89-93):

skladi, ki so aktivno upravljani;

skladi, katerih značilnost je, da ohranjajo svoje premoženje dlje časa nespremenjeno, in

skladi, katerih premoženje je fiksirano in se v času poslovanja sklada ne spreminja.

Slika 1: Delitev investicijskih skladov glede na aktivno stran bilance stanja



Vir: Mramor, 2000, str. 89-93.

Skladi dosegajo prihodke na dva načina:

z izplačili iz naslova vrednostnih papirjev, ki jih ima v svojem portfelju (obresti obveznic in dividende delnic) ter

s kapitalskimi dobički zaradi porasta tečajev vrednostnih papirjev, ki jih ima v svoji aktivi.

Skladi se prilagajajo željam in potrebam vlagateljev. Glede na namen delimo investicijske sklade na naslednje temeljne skupine skladov (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 27):

Sklad rasti (*Growth Fund*). Tovrstne sklade imenujemo tudi skladi *Go-Go*. Donosnost kapitala oziroma rast tečajev vrednostnih papirjev, ki sestavljajo premoženje sklada, predstavlja cilj tovrstnega sklada. Za doseganje kar se da najvišjih kapitalskih dobičkov je nujno potrebno povečano tveganje (rizičnost) naložbe. Kapitalski dobiček je opredeljen kot razlika med nakupnim in prodajnim tečajem lastniškega vrednostnega papirja. Sklad kupuje predvsem visoko donosne vrednostne papirje, zlasti delnice, katerih tečaji se strmo višajo.

Sklad dohodka (*Income Fund*). Osnovni cilj teh skladov je čim višji redni gotovinski dohodek iz naslova dividend oziroma obresti vrednostnih papirjev. Premoženje sklada sestavljajo predvsem vrednostni papirji z visokimi obrestnimi merami in visokimi pričakovanimi dividendami. Donosnost je premo sorazmerna s tveganjem (in obratno sorazmerna z varnostjo naložbe), torej smo za pričakovano višjo donosnost pripravljene sprejeti tudi višje tveganje. Kot primer lahko navedemo visoko donosne obveznice sklada (*Junk Bond Fund*), ki investira svoja sredstva v podjetniške obveznice nekoliko nižje kvalitete, a imajo potencialno zelo visoko donosnost.

Sklad rasti in dohodka (*Growth and Income Fund*). Imenujemo ga tudi sklad *Common Stock*, saj premoženje sklada sestavljajo predvsem navadne delnice. Glavno vodilo sklada je najti pravo ravnotežje med donosnostjo kapitala in hkratnemu zagotavljanju nekega gotovinskega dohodka iz naslova dividend in obresti. Tveganje teh skladov je nižje kot pri prej navedenih, to je pri skladu rasti in skladu dohodka.

Sklad dohodka in rasti (*Income and Growth Fund*). Temeljni cilj predstavlja redni gotovinski dohodek iz naslova dividend in obresti, šele nato sledi zahteva po donosnosti kapitala. Premoženje tega sklada sestavljajo delnice največjih in najboljših podjetij (*Blue chip*) ter prednostne delnice.

Uravnotežen sklad (*Balanced Fund*). Tovrstni sklad zasleduje dva, lahko bi rekli enakovredna cilja, in sicer tekoči gotovinski dohodek in kapitalsko donosnost, hkrati pa daje močen poudarek stabilnosti investicije. Sklad nudi manjšo donosnost ob ugodnih in manjšo kapitalsko izgubo ob negativnih tržnih gibanjih. Predmet investiranja so različne delnice in obveznice.

Sklad brez obdavčenj (*Tax Exempt Fund*). Premoženje tovrstnega sklada sestavljajo predvsem komunalne obveznice, ki načeloma niso obdavčene.

Sklad obveznic (*Bond Fund*). Tekoči stabilni dohodki so temeljni cilj tega sklada, zato predstavljajo predmet investiranja nizko, srednje in visoko kvalitetne podjetniške obveznice.

Poleg najpogostejših, torej navedenih oblik investicijskih skladov, ki se razlikujejo glede na cilj, ki ga zasledujejo, pa so v svetu znane še nekatere posebne oblike skladov, med katerimi so najpogostejši:

Sklad nepremičnin (*Real Estate Fund*). Sklad investira v nepremičninske hipoteke in druge nepremičninske vrednostne papirje, ki omogočajo udeležbo pri lastništvu teh nepremičnin, pridobivanje rente ter predstavljajo davčne olajšave. Za te vrste skladov so značilne nižje donosnosti, kar je povezano z zelo varnimi naložbami, ki predstavljajo premoženje sklada.

Specializirani skladi. Gre za sklade, ki svoja sredstva investirajo v določene dele industrije ali dejavnosti, oziroma v delnice teh organizacij.

Sklad kratkoročnih vrednostnih papirjev (*Money Market Fund*). Ti skladi veljajo za visoko likvidne, saj svoja sredstva investirajo v kratkoročne vrednostne papirje.

Premoženje investicijskega sklada lahko predstavljajo različni vrednostni papirji in glede na to ločimo: sklade delnic – splošne sklade delnic (skladi agresivne rasti, malih podjetij, rasti,

rasti in dobička, lastniško-dobičkovni) in druge delniško orientirane sklade (uravnoteženi, specializirani, sektorski, indeksni, mednarodni), sklade obveznic, mešane sklade, sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev (denarni) in sklade nepremičnin.

Tabela 1: Razvrstitev vzajemnih skladov

| Skladi delnic | Skladi obveznic | Skladi kratkoročnih VP | Mešani skladi |
|--|---|--------------------------|---|
| <i>Splošni:</i> Agresivne rasti Malih podjetij Rasti Rasti in dobička Lastniško dobičkovni | <i>Obdavčeni:</i> Podjetniških obveznic Državnih obveznic Z rokom dospelosti Hipotekarnih obveznic Mednarodni | Obdavčeni Neobdavčeni | Uravnoteženi Alokacije sredstev Zamenljivi Družine skladov |
| <i>Drugi:</i> Specializirani Sektorski Indeksni Mednarodni | <i>Neobdavčeni:</i> Dvakrat neobdavčeni Nacionalni Visokih donosnosti | | |

Vir: Fredman, 1993, str. 23-54.

2.3.2. INVESTICIJSKI SKLADI GLEDE NA NAČIN VNOVČITVE NALOŽB

Če izhajamo iz bilance stanja posameznega investicijskega sklada, lahko le-te v osnovi razdelimo glede na postavke na njihovi pasivni strani bilance, torej na vzajemne sklade, kjer ločimo sklade z ali brez provizije, in veljajo za odprte investicijske sklade ter investicijske družbe oziroma zaprte sklade.

Likvidnost oziroma možnost vnovčitve deležev predstavlja najpomembnejšo razliko med njima. Z delnicami investicijskih družb (zaprti skladi) se trguje na sekundarnem trgu kapitala, torej lahko investitor unovči delnice investicijske družbe s prodajo na borznem trgu. Deleže oziroma enote premoženja vzajemnega sklada, s katerimi se ne trguje na sekundarnem trgu kapitala, pa se lahko proda imetniku investicijskega kupona. Prav zato je oblika zaprtega sklada manj pogosta (Bohorč, 2001, str. 8). Če primerjamo razširjenost odprtih in zaprtih investicijskih skladov v ZDA, je razmerje med njimi približno 10:1 v korist prvih (O vzajemnih skladih, 2003, str. 3).

Slika 2: Delitev investicijskih skladov glede na pasivno stran bilance stanja



Vir: Mramor, 2000, str. 89-93.

2.3.2.1. Zaprti investicijski skladi – investicijske družbe

Zaprte investicijske sklade, in sicer »*Closed-End Investment Funds*« v ZDA, »*Investment Trusts*« v Veliki Britaniji, »*SICAF (Société d'investissement à capital fixe)*« v Franciji in »*Geschlossene Fondes*« v Nemčiji in Avstriji imenujemo tudi investicijski skladi s fiksnim obsegom kapitala (Ribnikar, 1999, str. 219). Ti predstavljajo posebno vrsto investicijskega sklada, ki je organiziran kot delniška družba in sodi med pravne osebe (Štraus, 1995, str. 22). Vrednost osnovnega kapitala je, podobno kot pri običajnih delniških družbah, opredeljena s številom in nominalno vrednostjo izdanih in prodanih delnic v okviru primarne emisije. Zaprti skladi svojih delnic ne odkupujejo, prav tako pa tudi sami ne trgujejo z njimi, pač pa to prepuščajo borznim posrednikom na sekundarnem trgu kapitala. Torej so vsi zaprti skladi tudi skladi s provizijo (*load fund*).

Upravitelj zaprtega sklada se ne ukvarja s stalnimi nakupi in prodajami vrednostnih papirjev, ki jih ima v premoženju, kot je to nujno pri odprtih skladih, kjer vlagatelji dnevno vplačujejo in izplačujejo svoja sredstva. Na ta način povzročajo nastanek presežka denarnih sredstev, ki jih je potrebno dodatno investirati, ali primanjkljaja, ki ga morajo upravitelji kriti s prodajo dela vrednostnih papirjev. Tako ima upravljevec več časa za ustrezne analize vrednostnih papirjev in določanje časovno ugodnih terminov za nakupe in prodaje vrednostnih papirjev. S tem lahko da prednost dolgoročni uspešnosti, kar seveda posledično prinaša boljše rezultate. Donosnosti zaprtih skladov so nemalokrat večje tudi zato, ker so zaradi domnevno manjše likvidnosti oziroma fleksibilnosti teh skladov tečaj delnic le-teh zaradi diskonta nižji in dajo pri enaki dividendi dejansko višji donos na vložena sredstva, še zlasti, če se diskont (razlika med tržnim tečajem in knjigovodsko vrednostjo) zmanjša po nakupu.

Vrednost premoženja zaprtih skladov se spreminja izključno s spremembami tečajev vrednostnih papirjev, ki jih imajo v aktivi, ali pa se poveča z občasnim izdajanjem novih delnic, pri čemer obstoječi delničarji, za razliko od delničarjev rednih delniških družb, nimajo pravice prednostnega nakupa novo izdanih delnic. Tržni tečaj delnice zaprtega sklada, ki se oblikuje na borzi kot posledica ponudbe in povpraševanja, ni enak vrednosti aktive na delnico (knjigovodska vrednost delnice). Delnica ima lahko diskontni ali premijski tržni tečaj glede na

neto vrednost aktive. V pogojih padajočih tečajev vrednostnih papirjev, ko pesimistični investitorji delnice množično prodajajo, je diskont višji; v obdobju naraščajočih tečajev pa se diskont niža in je tržni tečaj bližje neto vrednosti aktive. Možni razlog za prodajo delnice investicijske družbe z diskontom je morda tudi v vgrajeni davčni obveznosti za delničarje zaradi nerazporejenih preteklih kapitalskih dobičkov, v preteklih rezultatih skladov ali v borzno posredniških provizijah za prodajo oziroma nakup na borzi, ki jo z diskontom izničijo. Zaradi takega načina trgovanja z delnicami je pritisk na upravljavce skladov manjši, saj se jim ni treba ukvarjati s skrbjo, da bi jim delničarji ušli. Seveda pa lahko v primeru množičnih prodaj delnic tečaj le-tem močno pade.

Vlagatelj lahko pridobi delnice sklada ob ustanovitvi investicijske družbe (primarna emisija), druga možnost prisvojitve delnic pa je, da kupi delnice investicijske družbe na sekundarnem trgu kapitala pod pogojem, da jih eden od investitorjev proda. Delnice je možno kupiti izključno po tečaju, ki se oblikuje na podlagi tržne ponudbe in povpraševanja (Shape, 1995, str. 637). Ta naložba je zato bolj tvegana in s tem manj likvidna.

Naložbe investicijske družbe morajo zagotavljati omejitev in razpršitev tveganja, ustrezna zakonodaja pa tudi podrobneje predpisuje, v katere vrednostne papirje sme družba naložiti denar in kako morajo biti naložbe razpršene, da se zagotovi ustrezna varnost premoženja naložbe.

Osnovna delitev zaprtih investicijskih skladov

Zaprte sklade delimo v tri večje skupine (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 34):

diverzificirane zaprte sklade (*diversified closed-end funds*), ki investirajo v širok spekter vrednostnih papirjev,

sklade z dvojnimi namenoma (*dual-purpose funds ali leverage funds*), ki imajo enak delež kapitalskih in dohodkovnih delnic. Lastniki dohodkovnih delnic dobijo ves dohodek premoženja, lastniki kapitalskih delnic pa vse neto kapitalske dobičke od premoženja. Tovrstni skladi so časovno omejeni. Od zapadlosti lahko dohodkovne delnice odprodajo ali pa jih, enako kot tudi kapitalske delnice, zamenjajo za delnice sklada,

specializirane zaprte sklade (*specialized closed-end funds*), ki imajo portfelje omejene glede na tip vrednostnih papirjev, gospodarsko panogo, skupino panog ali geografsko okolje.

2.3.2.2. Odprti investicijski skladi – vzajemni skladi

V ZDA jih imenujejo tudi »*Mutual Funds*«, v Veliki Britaniji »*OIEC (Open-Ended Investment Company)*«, v Luxemburgu in Franciji »*SICAV (Société d'investissement collective a capital variable)*« oziroma odprti skladi z variabilnim kapitalom, v Nemčiji »*Offene Fondes*« in v Italiji »*FCI (Fondo comune di investimento)*« (Androjna, 2002, str. 32).

Odrpte investicijske sklade (*Open-Ended Investment Funds*) imenujemo tudi vzajemni skladi oziroma investicijski skladi s spremenljivim obsegom kapitala. Njihova velikost ob ustanovitvi ni določena. Opredeljeni so kot premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v vrednostne papirje (Mramor, 1993, str. 93). Gre za vrsto finančnih institucij, ki od svojih vlagateljev pridobivajo denarna sredstva za nadaljnje investicije v različne vrednostne papirje. Vlagatelj dobi v zameno za svoj denar investicijski kupon tega vzajemnega sklada. Vzajemni sklad je premoženje, oblikovano na osnovi prihrankov prebivalstva. Ločeno je od premoženja družbe za upravljanje, ki upravlja sklad, in je v lasti vlagateljev. Vzajemni sklad ni pravna oseba, oblikuje in upravlja se izključno v korist vlagateljev oziroma imetnikov investicijskih kuponov.

Premoženje vzajemnega sklada sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje. Razdeljeno je na enake enote, točke vzajemnega sklada. Vrednost enote premoženja se izračunava vsakodnevno, in sicer tako, da se skupna čista vrednost sklada deli s številom enot vzajemnega sklada v obtoku.

Fizična ali pravna oseba postane lastnik sorazmernega dela premoženja vzajemnega sklada z vplačilom investicijskega kupona, torej dobi stranka za vložek, ki ga vplača, investicijski kupon. Investicijski kupon je vrednostni papir, čigar izdajatelj je družba za upravljanje.

Investicijski kupon vzajemnega sklada je neprenosljiv imenski vrednostni papir, kar pomeni, da se z njim ne trguje na sekundarnem trgu, ampak jih izdaja in odkupuje družba za upravljanje. Poravnava oziroma kliring investicijskih kuponov opravlja družba za upravljanje (oddelki pasive oziroma UPR), pri delniških družbah in vseh ostalih vrednostnih papirjih, s katerimi se trguje na sekundarnem trgu, pa to funkcijo opravlja lokalna centralno klirinška družba. Družba za upravljanje se zavezuje, da bo imetniku investicijskega kupona v skladu s pravili upravljanja vzajemnega sklada izplačala:

- sorazmerni del čistega dobička iz naložb vzajemnega sklada;
- sorazmerni del vrednosti sredstev ob likvidaciji vzajemnega sklada;
- vrednost predloženega investicijskega kupona.

Vlagatelj lahko kupi ali proda enote premoženja sklada (pridobi oziroma proda investicijski kupon) kadarkoli v času obstajanja vzajemnega sklada.

Vrednost enote premoženja (VEP, NAV) se določi tako, da se čista vrednost sredstev vzajemnega sklada deli s skupnim številom njegovih enot premoženja v obtoku (Mramor, 2000, str. 100). Metodologijo za izračun čiste vrednosti sredstev sklada in sklada VEP določi lokalni regulator na področju investicijskih skladov. Praviloma se izračunava ob koncu vsakega delovnega dne na osnovi enotnih tržnih tečajev vrednostnih papirjev, ki jih ima v svojem portfelju posamezni vzajemni sklad.

Sorazmerno se giblje seveda tudi VEP. Čista tržna vrednost sklada je razlika med tržno vrednostjo sredstev in obveznostmi sklada. Sredstva sklada sestavljajo gotovina, tržna vrednost kratkoročnih vrednostnih papirjev, tržna vrednost dolgoročnih vrednostnih papirjev, posojila, depoziti in terjatve. Med obveznostmi se štejejo obveznosti od nakupa investicijskih kuponov in vrednostnih papirjev, obveznosti do DZU, obveznosti za plačilo davkov in druge obveznosti (Dimovski, 2000, str. 175-176).

Metoda izračuna vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada:

$$VEP(NAV) = \frac{\text{celotna_sredstva} - (\text{obveznosti} + \text{rezervacije})}{\text{število_enot_v_obtoku}}$$

Za določitev vrednosti enote premoženja v vzajemnem skladu vlagatelj pomnoži dnevno neto vrednost aktive, ki je objavljena v večini tiskanih in elektronskih medijev, s številom enot premoženja, ki jih poseduje.

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

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

Odprti investicijski skladi nudijo možnost razpršitve premoženja, saj investirajo svoja sredstva v različne vrednostne papirje (različne oblike in vrste), kar sicer manjšim investitorjem v lastni režiji ni dostopno. To zmanjšuje tudi tveganost naložbe v vzajemni sklad. Poleg tega je likvidnost te oblike investiranja velika, saj vedno obstaja možnost prodaje oziroma nakupa investicijskega kupona. Da je to možno, mora imeti sklad v vsakem trenutku možnosti izračuna neto vrednosti aktive.

Če družba za upravljanje proda več enot premoženja, kot jih odkupi, ima na voljo dodatna sredstva za nove investicije v vrednostne papirje; če pa so odkupi večji od prodaj, je potrebno del vrednostnih papirjev iz aktive sklada prodati. Za določen obseg dnevnih odkupov investicijskih kuponov ima sklad stalno na voljo rezervo v gotovini. Če pa odkupi močno narastejo, morajo prodati vrednostne papirje iz svojega portfelja, da dobijo potrebna denarna sredstva za izplačilo vlagateljev.

Družba za upravljanje upravlja vzajemni sklad v svojem imenu in za račun imetnikov investicijskih kuponov. Pravno razmerje obstaja neposredno med imetniki investicijskih

kuponov in družbo za upravljanje. Upravičena je do upravljaljske provizije, ki je določena v odstotkih od letne čiste vrednosti sredstev sklada in ne sme presegati 2 odstotkov. Družbi za upravljanje se odvaja vsak dan. Poleg upravljaljske provizije ima iz sredstev vzajemnega sklada pravico opraviti še naslednja izplačila v zvezi z upravljanjem sklada:

izplačila iz naslova davka na dobiček,

obresti za kredite, ki jih v skladu z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje najema v svojem imenu in za račun vzajemnega sklada,

stroške posredovanja pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev, zmanjšanih za stroške borznoposredniške družbe oziroma banke,

nadomestila za opravljanje nadzora ATVP nad poslovanjem vzajemnega sklada, in sicer v deležu, določenem s tarifo ATVP, ki se izračuna od povprečne letne čiste vrednosti sredstev vzajemnega sklada v minulem letu.

Vzajemni skladi so v razvitem svetu najbolj razširjena oblika investicijskih skladov. Poudariti je treba, da so se investicijski skladi začeli razvijati kot zaprte investicijske družbe tudi drugod po svetu. Delitev vzajemnih skladov glede na provizijo:

Skladi s provizijo (*load funds*) so odprti investicijski skladi, ki trženje, prodajo in distribucijo enot premoženja prepustijo borzno posredniškim družbam ali drugim posredniškim podjetjem (pogodbeni partnerji, drugi DZU-ji, borzno posredniške družbe, finančni supermarketi). Ti potencialne vlagatelje informirajo in jim svetujejo izbiro ustreznega sklada, pokrivajo pa tudi razne distribucijske stroške. Za to dodajo distribucijsko oziroma prodajno provizijo na neto vrednost aktive (vstopna provizija).

Skladi brez provizije (*no-load funds*) svoje enote premoženja prodajajo vlagateljem neposredno (brez posrednikov) po vrednosti neto aktive. Potencialni vlagatelji morajo torej sklad sami najti in se odločiti, če je zanje primeren. V to skupino sodi tudi elektronski pristop (spletne strani DZU) k vzajemnim skladom, kjer zakonodaja ne predpisuje osebne identifikacije v določilih Zakona proti preprečevanju pranja denarja. Večina skladov vendarle nudi brezplačne telefonske informacije o svojem poslovanju. Ti skladi nimajo nobenih prodajnih (*vstopnih/subscription fee*) provizij, zato pa morajo vlagatelji navadno plačati simbolično (na primer 1%) provizijo (*izstopna/redemption fee*) ob prodaji delnic, če jih prodajo pred potekom določene dobe, oziroma v nekaterih državah ne glede na časovno komponento lastništva. Tako se skladi skušajo izogniti kratkoročnemu (špekulativnem) kupovanju in prodaji investicijskih kuponov, ker bi jim to prineslo prevelike transakcijske stroške.

Provizije ob transakcijah se prištejejo (ob vplačilu) oziroma odštejejo (ob izplačilu) od vrednosti enote premoženja. Ločimo:

vstopno in izstopno provizijo, ki ju vlagatelj plača ob vplačilu in izplačilu iz sklada; nekateri investicijski skladi zaračunavajo obe, nekateri le eno, obstajajo pa tudi takšni, ki ju ne zaračunavajo in se v ZDA imenujejo »*No-Load Funds*«;

provizijo zamenjave, ki jo nekatere družbe za upravljanje obračunajo pri zamenjavi med dvema skladoma, ki ju upravlja ena družba.

Upravljavsko provizijo za upravljanje sklada letno zaračunava družba za upravljanje in se izraža kot delež sredstev sklada.

Provizijo vodenja računa zaračunavajo banke in borznoposredniške hiše, kadar se vlagatelj odloči prek njih vlagati v investicijski sklad.

Ostali stroški sklada vključujejo stroške borznih posrednikov, finančnih svetovalcev, skrbnika investicijskega sklada, izplačila agencijam za nadzor trga, obresti za kredite in izplačila za davek na dobiček.

Kot posebna oblika odprtega sklada se pojavljajo tudi Trusti (*Unit Investment Trust*). Trust je družba s fiksnim premoženjem, zbranim za čas trajanja Trusta. Borzno posredniška družba, ki ga ustanovi, napolni njegov portfelj z različnimi, največkrat dolžniškimi vrednostnimi papirji in opravlja administrativne storitve v zvezi z njimi. V zameno za vrednostne papirje pa sponzorju (borzno posredniški družbi) izda odkupljive certifikate Trusta (*Trust certificates*). Te certifikate, ki dokazujejo sorazmerni lastninski delež v sredstvih Trusta, borzno posredniška družba proda vlagateljem večinoma po višjih zneskih (navadno nad 2.000 ameriških dolarjev). Borzno posredniška družba povrne tveganje prodaje certifikatov z dodajanjem prodajnih provizij (vstopna provizija/*subscription fee*) na tržni tečaj vrednostnih papirjev. Portfelj »*Unit trusts*« sestavljajo predvsem instrumenti denarnega trga (*U.S. Treasury Bills*), korporativne obveznice, municipalne obveznice in ameriške državne obveznice. Obresti od kuponov so razdeljene na vlagatelje. Če želi vlagatelj certifikate prodati, jih Trust odkupi po neto vrednosti aktive. Osnova za izračun neto vrednosti aktive pa so nakupni tržni tečaji (*bid prices*) vrednostnih papirjev, ki sestavljajo premoženje. Trust odkupi certifikate vlagateljev z denarnimi sredstvi, ki jih zagotovi s prodajo vrednostnih papirjev iz portfelja. Rok trajanja trusta je določen s končno zapadlostjo vsebovanih vrednostnih papirjev. Ta doba lahko traja od 6 mesecev do 1 leta za instrumente denarnega trga ali več 10 let za obveznice.

2.4. TRŽENJE INVESTICIJSKIH SKLADOV

Investicijski sklad se lahko trži prek različnih tržnih kanalov:

Neposredno prodajo izvaja kar investicijski sklad oziroma družba za upravljanje sama ali prek svojih hčerinskih družb.

Banke lahko nastopajo kot neposredni prodajalci svojih lastnih skladov, oziroma nudijo svojim strankam nakup investicijskih skladov kot del storitev upravljanja premoženja.

Zavarovalnice nudijo svojim strankam življenjska zavarovanja, ki so vezana na investicijske sklade in varčevanje za čas starosti v pokojninskih skladih.

Neodvisni prodajalci niso povezani z investicijskim skladom in niso bančna institucija; to so borznoposredniške hiše, finančni svetovalci, ki hkrati nudijo tudi svetovanje pri izbiri, in drugi, ki so na podoben način povezani z upravljanjem premoženja.

Diskontni brokerji (*Discount Brokers*) so tisti prodajalci, ki so pripravljene znižati provizije pri nakupu investicijskih kuponov oziroma delnic v zameno za to, da ne nudijo profesionalnega svetovanja, temveč je vse prepuščeno vlagatelju samemu.

Tržnice investicijskih skladov (»*Funds*supermarket«) so se razširile predvsem z razmahom interneta in na enem mestu ponujajo veliko skladov različnih družb za upravljanje. Poučen vlagatelj lahko relativno hitro izbere in kupi enega ali kar košarico investicijskih skladov. Običajno so tržnice opremljene tudi z orodji za ocenjevanje in rangiranje skladov (Pozen, 1998, str. 631). Prednosti takšnega tržnega kanala so predvsem v hitrosti, velikosti ponudbe in nižjih provizijah. Slabost pa je, da tržnice spodbujajo k pogostemu menjavanju skladov, kar povzroča visoke stroške, zato so se nekateri ponudniki odločili, da zvišajo provizijo za prodaje v kratkem roku.

Skladi za institucionalne investitorje običajno stopijo neposredno v stik s ciljno publiko in zato klasičnih tržnih kanalov ne izkoriščajo. Nekateri skladi ponujajo tudi obliko obročnega oziroma rentnega varčevanja v skladu, tako da vlagatelj vsak mesec ali četrtoletje vplačuje določen znesek in s tem dosega učinek povprečnega stroška. V časih naraščajoče vrednosti enote premoženja pridobi vlagatelj manj kuponov, v časih padajoče vrednosti pa več. Povprečna cena, ki jo v opazovanem obdobju plača, je manjša od tiste, ki bi jo plačal, če bi vsakič kupil določeno število investicijskih kuponov. Vsekakor to ne pomeni, da ima vlagatelj na koncu obdobja v prvem primeru več premoženja kot v drugem, pa tudi tega ne, da bo pri višji volatiliti učinek večji (Fehrenbach, 2001, str. 367-368). Na podlagi zapisanega se zastavlja vprašanje: »So investicijski skladi produkt ali storitev?« Lahko bi rekli, da so bili v preteklosti investicijski skladi v prvi vrsti storitev profesionalnega upravljanja z denarjem drugih oseb. Povprečen investitor je imel relativno malo odprtih računov pri ponudnikih tovrstnih storitev, vsak investicijski sklad pa je imel precej široko zastavljeno naložbeno politiko (Pozen, 1998, str. 66). V zadnjih dveh desetletjih pa bi predvsem za ameriške sklade lahko dejali, da so postali vse bolj podobni produktom. Če na hitro pogledamo stanje na ameriškem trgu, namreč lahko opazimo, da je trg zasičen z več kot 500 ponudniki, ki ponujajo več kot 8000 vzajemnih skladov. Od kod torej tako velike številke? Razlog tiči v tem, da so ti skladi vse bolj različni in je vsak oblikovan tako, da zadosti posebnim zahtevam vlagatelja, ki ima sredstva naložena v posameznem skladu manj kot pet let (Pozen, 1998, str. 66). Pričakujemo lahko, da bodo vlagatelji postali še bolj zahtevni. Zaradi vse večjega števila investicijskih skladov bo postalo za manj poučene vlagatelje izbiranje zanje primernih skladov prava nočna mora. Zato je pričakovati, da bo industrija trgu ponudila storitve z večjo dodano vrednostjo, kar bo privedlo do večje segmentacije trga. Izvajali jih bodo vsi tisti, ki so del verige med vlagateljem in samim investicijskim skladom. Takšne storitve so svetovanje pri izbiri sklada, poročanje o naložbah, dostop do letnih poročil skladov prek interneta in različna internetna orodja za ocenjevanje naložb. Za poučene vlagatelje bo investicijski sklad ostal produkt, zaradi vse večje uporabnosti interneta in tržnic investicijskih skladov pa bo tudi cena vse nižja.

2.5. ZGODOVINSKI RAZVOJ INVESTICIJSKIH SKLADOV

2.5.1. RAZVOJ INVESTICIJSKIH SKLADOV PO SVETU

Industrijsko obdobje je z razvojem industrije in tehnike povzročilo potrebo po koncentraciji velike količine kapitala za izvedbo obsežnih in dragih projektov, kot so bila izgradnja železniških prog ali druge infrastrukture (Lubej, 2002, str. 26). Na ta način so začeli nastajati daljni predniki današnjih investicijskih skladov, ki so v več kot 180-letni zgodovini doživeli temeljito preobrazbo.

Prvo investicijsko družbo »*Société Generale des Pays-Bas pour favoriser l'industrie nationale*« (zaprti sklad) je leta 1822 ustanovil nizozemski kralj William I. Nekaj let kasneje, točneje leta 1868 so to zamisel sprejeli in jo v praksi razvili tudi Angleži in Škoti. Tako so v Angliji z ustanovitvijo »*The Foreign and Colonial Government Trust*«, prvič zagotovili investiranje v tuje in kolonialne vrednostne papirje tudi malim investitorjem, kar je bilo prej rezervirano le za velike investitorje. Manjšim investitorjem je obljubljal enake prednosti, kot so jih bili deležni večji kapitalisti, in sicer tako, da je naložbe razpršil na več različnih delnic. Takrat so bili skladi organizirani podobno kot zaprti investicijski skladi. Konec osemdesetih let prejšnjega stoletja so nastali prvi investicijski skladi tudi v ZDA, ki je na tem področju postala in ostala vodilna država vse do danes (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 19). V ZDA so začeli nastajati prvi investicijski skladi zaprtega tipa po državljanski vojni konec 19. stoletja. Takrat so namreč investicijske družbe iz Velike Britanije Škotske investirale veliko sredstev v ameriško gospodarstvo. Torej so prvi investicijski skladi nastali v Evropi in ne v Ameriki, kot bi lahko ob današnji razširjenosti ameriškega varčevanja v investicijskih skladih, sredstvih v upravljanju in številu investicijskih skladov lahko predvidevali.

Leta 1920 pa so se pojavili tudi prvi odprti investicijski skladi. To je bilo obdobje finančne rasti in inovacij na vseh področjih financ, tako tudi na področju investicijskih skladov. V ZDA so se pojavili prvi začetki odprtih skladov. Odvetniške pisarne so upravljale s premoženjem bogatih družin in ker so družine vse bolj rasle, je tudi premoženje postajalo vse bolj razpršeno. Prvi ameriški odprti investicijski sklad »*Investors Trust*« je bil ustanovljen marca leta 1924 v Bostonu. Zaprti skladi so bili prevladujoč tip investicijskih skladov vse do velikega borznega zloma, ki se je zgodil na črni četrtek, 24. oktobra 1929. Po črnem četrtku se je večina vlagateljev odločala za vlaganje v odprtem investicijske sklade, ki so jim kljub borznemu zlomu zagotavljali visoko raven storitev visoke donosnosti. Borzni zlom je ljudi soočili z nevarnostmi kapitalskih trgov in spoznali so, da je nujno potrebna vzpostavitev zakonske regulative le-teh. To je povzročilo revizijo obstoječe stare zakonodaje. Novi zakoni so omogočali večjo vlogo nadzora v smislu preprečevanja goljufij in manipulacij s tečaji vrednostnih papirjev (napihnenost tržnih tečajev). Omogočili so tudi zaščito vlagateljev pred zlorabami, kršitvami upravljavcev in blažili konflikte interesov. Naprej je prišel »*Securities Act of 1933*«, ki je normiral uporabo prospekta pri javni ponudbi vrednostnih papirjev, za njim pa »*The Investment Company Act*« in »*The Investment Advisers Act*«, ki sta urejala

področji investicijskih skladov in posredovanja pri upravljanju s premoženjem. Nova zakonodaja je vzporedno z močno ekonomijo pripomogla k ponovnemu zaupanju vlagateljev v investicijske sklade po drugi svetovni vojni.

V petdesetih in začetku šestdesetih let skladi niso bili posebej priljubljeni. Splošno mnenje med vlagatelji je bilo, da lahko s samostojnim trgovanjem na sekundarnem trgu dosežejo višje donose, kot bi jih dosegli, če bi vlagali denar v investicijske sklade. V tem času so bili zaradi stalnega naraščanja tečajev delnic najbolj zanimivi delniški skladi. Konec šestdesetih let se je iz tako usmerjene finančne industrije razvila industrija finančnih storitev z vedno širšo ponudbo najrazličnejših vrst skladov in storitev za vlagatelje s srednje velikimi dohodki kot tudi za velike vlagatelje, posebej v povezavi s tveganim kapitalom. To so bili tako imenovani rizični skladi, s katerimi je prišlo do ponovnega večanja obsega zaprtih skladov. Ti so bili odziv na zahtevo po višji donosnosti, torej višji od tiste, ki jo je investitor dosegal z individualnimi vlaganji v posamezne delnice podjetij. Uspešna vlaganja v rizične sklade so ob visokem tveganju prinašala visoke donose, poleg tega pa so bila ta vlaganja tudi osnovno gonilo razvoja tehnologije.

Med letoma 1968 in 1974 so vlagatelji zaradi negativnega trenda na kapitalskih trgih zopet izgubili zaupanje v sklade in se od njih odvrnili. V sedemdesetih letih pa so visoka inflacija in obrestne mere ter nestanovitnost kapitalskih trgov ponovno oživili zanimanje za odprte sklade, še posebej za sklade instrumentov denarnega trga in sklade municipalnih obveznic. Po letu 1982 se je pričel trend naraščanja tečajev vrednostnih papirjev, kar je zanimanje za odprte sklade še povečalo. Prišlo je do razcveta skladov, ki so svoja sredstva investirali v instrumente denarnega trga ter so bili upravičeni do davčnih olajšav, in obvezniških skladov, ki so investirali predvsem v državne in občinske obveznice.

Čas po zalivski vojni med letoma 1991 in 1992 je predstavljal kritično obdobje na področju bančništva, zavarovalništva in pokojninskih skladov. V zadnjih letih je moč opaziti občutno naraščanje zanimanja za varčevanje v investicijskih skladih, kar se kaže predvsem v naraščajočem številu investicijskih skladov (predvsem odprtih) in v višini sredstev v upravljanju.

2.6. ZAKONSKI OKVIRJI INVESTICIJSKIH SKLADOV

Sprejetje zakonodaje na področju investicijskih skladov je nujen pogoj za njihovo uspešno in transparentno poslovanje. Namen zakonodaje je predvsem zaščititi male vlagatelje, ki se odločijo za tako vrsto investicij. V večini držav so investicijski skladi urejeni s posebno zakonodajo, ki se razlikuje od splošne ureditve gospodarskih družb in ureditve bančnega sektorja. Še več – investicijski svetovalci so strokovno usposobljene osebe, ki morajo skoraj v vseh državah opraviti zahtevani preizkus znanja in tako pridobiti licenco regulativnega organa, da takšno delo lahko strokovno opravlja (Jesenek, 2004, str. 25).

Temelj današnje pravne ureditve panoge vzajemnih skladov predstavljajo zakoni, sprejeti že pred desetletji. Eden od pomembnejših je prav gotovo ameriški zakon *Investment Company Act* iz leta 1940 z amandmaji, ki so mu sledili leta 1970. Iz tega zakona je v marsičem izhajala sodobna zahodna zakonodaja.

Evropska unija je področje investicijskih skladov uredila z UCITS Smernico o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (85/611/EEC), sprejeto 20. decembra 1985. Z njo je Evropa podpisala pogoje, ki jih morajo družbe za upravljanje izpolnjevati, da lahko tržijo enote premoženja svojih skladov znotraj držav Evropske unije. Pravno organizacijske oblike skladov smernica ne predpisuje, zato se oblika organiziranosti investicijskih skladov od države do države razlikuje in tako kaže zgodovinske, pravne in ekonomske značilnosti posamezne države. Mednarodna skupnost se trudi vsaj v določeni meri poenotiti poslovanje investicijskih skladov, tako da obstajata dve pravnoorganizacijski obliki (Huber, 2004, str. 50):

pogodbena oblika vzajemnih skladov;

Investicijski sklad ustanovi sponzor, investicijski sklad ni pravna oseba. Primer pogodbene oblike vzajemnega sklada so »*Unit Investment Trust*« v ZDA in vzajemni skladi v Sloveniji.

korporacijska oblika vzajemnih skladov;

Investicijski sklad je samostojna pravna oseba in ga teoretično upravljajo njegovi delničarji na način, da imenujejo upravo. V tem primeru uprava določa razmerje skladov z drugimi institucijami in posamezniki, kot so upravljavec, skrbnik in drugi. Primer korporacijske oblike investicijskega sklada so »*Closed-end Investment Fund*« v ZDA in investicijska družba v Sloveniji.

3. PRIVATIZACIJA NA HRVAŠKEM IN V FEDERACIJI BIH

Privatizacija je proces, ki je zaznamoval ekonomsko dogajanje ob koncu 20. stoletja. Privatizacija označuje tako industrijsko razvite države zahodne Evrope kot za države srednje in vzhodne Evrope. V razvitih tržnih ekonomijah je obsegala le določene sektorje gospodarstva, kjer se je država umikala iz lastništva podjetij. Spremenila se je lastniška struktura podjetij in postavila ločnica med državno ter zasebno lastnino. V vseh državah pristopnicah v članstvo EU v maju 2004 je bila zgodba enaka. V času pogajanj je vzporedno tekkel prehod iz netržnega v tržno gospodarstvo in s tem na različne načine tudi privatizacija. Rezultat je bil povsod zelo podoben – razcvet kapitalskih trgov. Danes se podobna zgodba odvija v državah, ki se borijo za povabilo k pogajalski mizi za novo širitev Evropske unije; uspešnost pogajanj je namreč do določene mere pogojena tudi z uspešnostjo držav pri izvajanju ekonomskih reform, vključno s privatizacijo. Proces privatizacije je pomemben del gospodarskih reform, saj ima močan vpliv na gospodarsko rast. Obseg privatizacije in velikost podjetij je odvisna tudi od načina privatizacije. V nadaljevanju bom na kratko predstavil potek privatizacije na Hrvaškem in v BIH.

Hrvaška je največji del državnih podjetij privatizirala s prodajo deležev zaposlenim oziroma na osnovi javnega tenderja (javni natečaj). Le-tega razpiše Hrvaška agencija za privatizacijo. Podjetja sodelujejo s svojimi ponudbami, ki jih ocenjuje privatizacijski svetovalec. Na koncu postopka je tako izbran najboljši ponudnik. Vendar pa smo v Sloveniji lahko videli, da temu vedno ni tako. Kot primer lahko navedem privatizacijo podjetij *Croatia Osiguranje* in *Sunčani Hvar*, saj sta oba najugodnejša ponudnika - Slovence ostala praznih rok, po vsej verjetnosti iz političnih razlogov (Finance, 2006).

BIH je na drugi strani prevzela slovenski sistem privatizacije in se je tako v večini primerov odločila za privatizacijo preko vavčerjev oziroma certifikatov, ter na osnovi vzpostavitve bosanskih PIF-ov. Marca 2001 so v Federaciji BiH sklenili prvi krog privatizacije. Privatiziranih je bilo 76 podjetij ali 14 % od skupno 547 podjetij v privatizaciji. V prvem krogu je bilo vpisanih za 4,25 milijarde mark certifikatov (skladi 3,05 milijarde mark, državljani pa 1,2 milijarde mark). Med desetimi skladi, ki sodelujejo v privatizaciji, jih je šest tudi v solastništvu slovenskih podjetij. Samo trije največji med njimi so vložili za več kot 900 milijonov mark certifikatov ali okoli tretjino vrednosti vseh certifikatov, ki so jih skladi vložili v prvem krogu. Konec maja 2001 se je v Federaciji BiH končal drugi krog privatizacije. V BiH so prodali državne deleže v več kot 460 podjetjih, v skupni vrednosti blizu dve milijardi mark. Deset skladov, ki so sodelovali v privatizaciji, je vpisalo za okoli 3,2 milijarde mark, pri čemer je na tri največje sklade v slovenski solasti odpadlo okoli 40 % (Finance, 2002).

Če pogledamo, kateri način privatizacije je glede na povečanje konkurenčnosti in strategije privatiziranih družb bolj učinkovit, lahko ugotovimo, da je najverjetneje bolj učinkovita privatizacija z javnim natečajem, katere se poslužuje Hrvaška. Ta način namreč omogoča državi, da proda podjetje kupcu, ki pokaže dolgoročen interes v podjetju. Tudi zaposleni v podjetju imajo dolgoročen interes, zato je tudi prodaja zaposlenim dokaj učinkovita.

Privatizacija s certifikati pa je s tega vidika manj učinkovita. Podjetja namreč pridobijo širok krog lastnikov, kjer nima nihče prevladujočega deleža. S tem se ne vzpostavlja zadovoljiva kontrola menedžmenta podjetja s strani novih lastnikov, kar omogoča svobodno obnašanje menedžerjev (problem agenta). Ti namreč pogosto delujejo v lastnem interesu, čeprav na škodo lastnikov in vrednosti družb, ki jih upravljajo. Večina podjetij v BiH je v zelo težkem položaju in so potrebna prestrukturiranja. Zato bi bilo v podjetjih nujno iskati prevladujoče lastnike, ki bi izpeljali ta proces in tem podjetjem zagotovili nov kapital.

4. TRG KAPITALA NA HRVAŠKEM

Investicijski skladi so na hrvaškem finančnem trgu relativno mladi, še posebej zato, ker vse do leta 1995 ni obstajal zakonski okvir, ki bi reguliral delo takih institucij. Ustanavljanje in način delovanja investicijskih skladov ter delovanje društev za upravljanje z investicijskimi skladi so opisani v »*Zakonu o investicijskim fondovima*« iz leta 1995. Ustanovitev

investicijskega sklada mora odobriti državno regulatorno telo, ki je na Hrvaškem regulirano s tujo Komisijo za vrednostne papirje. Investicijske sklade upravljajo društva za upravljanje z investicijskimi skladi. Dejavnost investicijskih skladov je z ustanovitvijo PBZ Investa d.o.o. začela PBZ d.d. (*Privredna Banka Zagreb*). Sredi leta 2005 je na Hrvaškem obstajalo štirideset odprtih investicijskih skladov, ki so upravljali s sredstvi v vrednosti 7,5 milijonov hrvaških kun. Od začetka leta 2005 so se sredstva odprtih investicijskih skladov povečala za preko 65 %. V strukturi vlagateljev prevladujejo pravne osebe s poudarkom na vlaganje v denarne sklade. Na drugi strani fizične osebe večinoma vlagajo svoja sredstva v obvezniške, mešane in delniške sklade. V naslednjih nekaj letih je realno pričakovati nadaljnjo rast sredstev v investicijske sklade s poudarkom na povečanju vlaganj fizičnih oseb.

Odprti investicijski skladi so na Hrvaškem v zadnje pol leta (se pravi od marca do avgusta) povečali vrednost kar za 25 %. Glede na to, da v tem razdobju, za razliko od zadnjih nekaj mesecev preteklega in začetka novega leta, spektakularne rasti delnic ni bilo, je ustvarjena rast dokaz dolgoročnega razvoja posla z investicijskimi skladi. Če gledamo obdobje od začetka leta do konca avgusta je lastnina, s katero upravljajo odprti investicijski skladi, narasla za okrog 53 % in dosegla 6,9 mrd hrvaških kun. Raste tudi število državljanov in posledično njihov del v skupnih vlaganjih v sklade. V največjem društvu, ZB Investu, imajo državljani 69 % delež skupnih vlaganj, pri PBZ Investu je njihov delež 20 %, Erste Investu 38,5 %, Raiffeisen Investu 29 % in v CAIB Investu 19 %. Tako se vlaganja državljanov v odprte investicijske sklade konec avgusta ocenjujejo na 2,6 mrd hrvaških kun, še pred letom dni pa so znašala okrog milijardo hrvaških kun (*Banka magazine*, 2005).

Mirujoči skladi so od začetka poslovanja v maju 2002 ustvarjali povsem solidne donose, predvsem zahvaljujoč vlaganjem v državne obveznice. Vendar pa so obveznice to leto nezanimiva opcija za vlaganje. Letni donosi mirujočih skladov so do konca avgusta znašali le 3,34 % (na osnovi podatkov Hrvaške agencije za nadzor finančnih uslug -Hanfa). Slednje je bilo posledica porasta cene Plivine delnice, brez katere bi bili ti donosi izredno nizki, morda celo negativni.

Pri odprtih skladih pa je povsem druga zgodba. Upravlja se s približno enako lastnino kot pri mirujočih skladih, vendar pa to leto preko svojih delniških in uravnoteženih skladov ustvarjajo 20 ali 30-odstotne donose. Omejevanje vlaganj je pri odprtih skladih veliko bolj liberalno (*Banka magazine*, 2006).

Po podatkih Hrvaške narodne banke (HNB) je v Hrvaško v prvih devetih mesecih preteklega leta v obliki tujih vlaganj prispelo 1,76 mrd evra. Vsota vlaganja v prvih treh kvartalnih (1,42 mrd evra) je višja od celoletnih direktnih investicij, ki so bile zabeležene v letih 2005 in 2004 (990 mio evra). V do sedaj rekordnem letu 2003 so direktne investicije znašale 1,78 mrd evra. Tako je jasno, da je bila lani ta vsota presežena, saj je bilo šele v četrtem kvartalu zabeleženo več od 2 mrd dolarjev vreden prevzem Plive in druga faza privatizacije INA-e.

Največji del tujih vlaganj iz prvih devetih mesecev leta 2006 je posledica nakupa Splitske banke s strani francoske bančne skupine *Société Générale*. S tem je postala Francija največji vlagatelj tega leta, saj je vložila skupno več kot milijardo evrov. Na drugem mestu se nahaja Nemčija z 235 mio evrov vrednim vložkom, sledi Švica z 229,7 mio evrov, veliko pa ne zaostaja niti Nizozemska z 211,8 mio evrov. Na petem mestu se trenutno nahaja Italija z 155,8 mio evrov.

Skupno je od leta 1993, odkar se vodi statistika tujih vlaganj HNB, v Hrvaško prišlo 13,2 mrd evra. Največ je bilo do sedaj vloženo z Avstrije, okrog 3 mrd evra, na drugem mestu je Nemčija (2,13 mrd evra), sledijo pa Francija (1,16 mrd), ZDA (1,14 mrd), Italija (1 mrd), Nizozemska (928,3 mio evra), Madžarska (921,6 mio), Luksemburg (778,8 mio), Slovenija (531,7 mio), Švica (427,5 mio), Velika Britanija (303,4 mio), EBRD z 180,6 mio in kot zadnja država, ki je na Hrvaško investirala več kot 100 mio evra, Švedska s 165,3 mio evra. Največ se je do sedaj vlagalo v banke, 3,3 mrd evra, nato v telekomunikacije (1,59 mrd evra), proizvodnjo kemikalij in kemičnih proizvodov oziroma farmacijo (961,3 mio), proizvodnjo naftnih derivatov (543,8 mio) in v proizvodnjo ostalih nekovinskih mineralnih proizvodov (464,4 mio evra). V proizvodnjo hrane in pijače se je v preteklih 13 letih investiralo 429,5 mio evra, v trgovino okrog 900 mio evra, v hotele in gostinstvo pa nekoliko več kot 310 mio evra. Statistika HNB kaže, da so hrvaške družbe v preteklih 13 letih skupaj v tujino vložile neto 1,82 mrd evra. V letu 2006 se je največ vlagalo v Srbijo in Črno Goro, sledita BIH in Švica (Banka magazine, 2007).

Po podatkih iz Statističnega biltena Osrednje depozitne agencije (SDA) je tržna vrednost skupno 1.042 vrednostnih papirjev na Hrvaškem ob koncu leta 2006 znašala 306,99 mrd hrvaških kun oziroma 80 % več od njihove nominalne vrednosti, ki znaša skupaj 171,22 mrd hrvaških kun. V primerjavi s koncem leta 2005 se je tržna vrednost hrvaških vrednostnih papirjev v preteklem letu povečala za več kot 38 %. Glede na podatke SDA je bila konec leta 2006 tržna vrednost skupno 926 delnic enaka 257,8 mrd hrvaških kun, medtem ko je tržna vrednost 57 obveznic znašala 36,08 mrd hrvaških kun. V lastništvu domačih pravnih in fizičnih oseb je bilo konec leta 2006 51,77 % hrvaških vrednostnih papirjev, od tega 42,55 % v lastništvu pravnih in 9,22 % v lastništvu fizičnih oseb. Tako je skupna vrednost vrednostnih papirjev v hrvaškem lastništvu znašala okrog 160 mrd hrvaških kun. Temu je potrebno dodati še del od 49,8 mrd hrvaških kun vrednih vrednostnih papirjev, ki so vpisani pod skrbniške račune, in pa del od 619,6 mio hrvaških kun vrednostnih papirjev, vpisanih na račun portfelja. V lastništvu tujih oseb so bili vrednostni papirji tržne vrednosti 97,6 mrd hrvaških kun, kar pomeni 31,8-odstotni delež v skupni tržni vrednosti vseh hrvaških vrednostnih papirjev konec leta 2006 (Banka magazine, 2007).

Po ocenah strokovnjakov naj bi hrvaško tržišče kapitala danes stopilo že v nekakšno zrelejšo fazo. Uravnotežili sta se ponudba in povpraševanje. Čeprav je ponudba dokaj enolična, pa naj bi po presoji poznavalcev razmer vse breme izboljšanja sedaj ležalo na samih podjetjih in državi. Država bi to lahko storila s privatizacijo svojega portfelja, s čimer bi se lahko hrvaško

tržišče primerjalo s slovenskim že čez štiri ali pet let. Rešitev je v tem, da bi morala država ustvariti razmere za nastanek korporacijskega kapitala, prav tako pa bi bilo treba ustvariti temelje za nastanek skladov tveganega kapitala, saj hrvaško gospodarstvo ne more več rasti samo na kreditih. Le skladi tveganega kapitala bi lahko konkurirali sedanjim močnim tekmečem. Seveda bi morali ti skladi, če želijo pritegniti investitorje, doseči v določenem času višje donose.

Na hrvaškem trgu delujeta dve borzi, Varaždinska in Zagrebška. Konec decembra 2006 je bila podpisana pogodba o združitvi obeh, s čimer se je začel proces njunega formalnega združevanja. Januarja 2007 sta glavni skupščini obeh borz in delničarji potrdili sklenjeno pogodbo, s čimer so bili ustvarjeni pogoji za vpis v sodni register. Izkazalo se je, da je povsem neracionalno in predrago imeti dve borzi na tako malem trgu, kot je hrvaški. Prednosti ene borze so v tem, da bodo privarčevali vlagatelji in da se bo Hrvaška lažje vključila v evropski in svetovni trg kapitala. Skromni povprečni dnevni promet obeh hrvaških borz je namreč kar desetkrat nižji od prometa na Ljubljanski borzi. Pred tem sta bili hrvaški borzi vedno v vojni za prvo mesto na tržišču. Letošnji skupni promet z delnicami na hrvaških borzah bo več kot podvojen v primerjavi s prejšnjim letom. Skupen promet z delnicami v desetem mesecu leta 2006 na obeh borzah (na zagrebški okoli 5, na varaždinski pa okoli 1,8 milijarde kun) je znašal okoli 6,8 milijard kun (okoli 920 milijonov evrov). Tako je bil zabeležen dvakrat večji promet od tistega v enakem obdobju kot lani. Veliki vzlet trga (zagrebškega) kakor tudi tistega na varaždinski borzi je bil zabeležen takoj po objavi začetka pogajanj Hrvaške z EU. Obe hrvaški borzi sta že v sedmih mesecih dosegli celotni (delniški) promet prejšnjega leta. Da bi promet še povečali in pripomogli k še večji atraktivnosti hrvaškega trga kapitala, sta se borzi odločili (varaždinska nekoliko kasneje kot zagrebška), da od sredine pa vse do konca leta ne bosta zaračunavali borzne provizije na vse večje transakcije. Rezultati te odločitve so bili kaj hitro vidni. Močno se je namreč povečalo trgovanje na borzah, o čemer govorijo tudi podatki o likvidnosti trga kapitala, ki se je povečala za nekajkrat (Kapital, 2007).

5. TRG KAPITALA V FEDERACIJI BIH

Bosna in Hercegovina je na območju nekdanje Jugoslavije po velikosti ozemlja in številu prebivalcev druga največja republika, po razvitosti in blaginji prebivalcev pa je na samem repu. Vzroke lahko najdemo predvsem v času razpada Jugoslavije, ko je bila na svoji poti k samostojnosti najbolj prizadeta ravno BIH. Mnoga velika podjetja so zaradi vojne propadla, veliko pa si jih liže rane še danes. Posledično je deformirano celotno makroekonomsko okolje, ki se kaže v visoki stopnji brezposelnosti in velikem deležu sive ekonomije, svoje pa dodajajo tudi politične razmere. Ne smemo pozabiti heterogeno narodnostno sestavo prebivalstva in temu primerne so tudi želje posameznih narodnostnih skupin, ki preko svojih političnih predstavnikov krojijo usodo svojega naroda, največkrat pa kar usodo celotne države. Gotovo pa ni zanemarljiv podatek, da je bilo v devetdesetih letih prejšnjega stoletja po

navedbah uglednega časnika *Economist* (1. marec, 2007) bosansko gospodarstvo s preko 20-odstotno letno stopnjo rasti najhitreje rastoče gospodarstvo na svetu.

Zasluge za zelo uspešen trend, ki je posledica stalnih reform na vseh področjih v političnem in gospodarskem členu delovanja države, ima mednarodna skupnost. BIH je namreč za razliko od vseh republik nekdanje Jugoslavije tako rekoč pod protektoratom mednarodne skupnosti, ki preko svojega komisarja ureja tako notranja kot tudi zunanja politična vprašanja v državi in to jo vodi k EU.

Vso predstavljeno negotovost pa v očeh investitorjev nekoliko blaži le podatek o inflaciji in posledični devalvaciji bosanske konvertibilne marke (KM). Le-ta je namreč v fiksnem razmerju z evrom, torej investitorji niso izpostavljeni valutnemu tveganju, ki je pri razvijajočih se gospodarstvih ponavadi zelo visoko. Tako kot se je razvijalo celotno gospodarstvo, se je razvijal tudi kapitalski trg. Za njegov razvoj pa ima veliko zaslug tudi Ljubljanska borza, ki je pri vzpostavljanju bosanskih borz odigrala ključno vlogo. Na bosanskem trgu delujeta dve borzi, Sarajevska in Banjalauška.

Sarajevska borza vrednostnih papirjev je bila ustanovljena konec leta 2001, prvi posli pa so bili sklenjeni v mesecu aprilu, leta 2002. Po tržni kapitalizaciji podjetij v višini približno 3,5 mrd evra je kar 3,5-krat večja od Banjalauške borze, vendar pa kar 4-krat manjša od Ljubljanske borze vrednostnih papirjev. Trgovanje poteka 4-krat tedensko od ponedeljka do četrтка tako po avkcijskem kot po kontinuiranem načinu. Obseg trgovanja se naglo povečuje iz meseca v mesec in dosega v manj likvidnih trgovalnih dneh od 1 do 2 mio KM sklenjenih poslov, v likvidnejših dneh pa promet doseže 4-5 mio KM in več. Osrednji in edini indeks Sarajevske borze, ki ponazarja gibanje tržnih vrednosti vrednostnih papirjev, je BIFX. Žal so v strukturi BIFX sorazmerno glede na velikost kapitalizacije zajete le delnice PIF-ov in tako BIFX pravzaprav ponazarja le gibanje vrednosti PIF-ov, ne pa tudi podjetij. Seveda obstaja korelacija med gibanjem vrednosti PIF-ov in delnic podjetij, vendar je daleč od popolne. V BIFX-u ima največjo, kar 25-odstotno utež, PIF BIG, drugi je PIF Mi-Group z nekaj več kot 10-odstotnim deležem, najmanjši delež pa v BIFX-u predstavlja PIF Prevent Invest, ki ima le 3,5-odstotni delež. Najbolj dinamično oziroma rastoče obdobje indeksa BIFX je že za nami, saj se je njegova vrednost tako rekoč množila predvsem v letu 2003 in začetku leta 2004. Močan, vendar selektiven trend rasti pa delnice doživljajo vse do danes. Investitorji so po koncu močne rasti v prvi polovici lanskega leta že začeli gledati realne vrednosti delnic oziroma njihovih izdajateljev in tako so se zelo selektivno dražile tudi delnice v obdobju zadnjega leta. Največjo rast med opazovanimi delnicami so zabeležile delnice banke UPI, saj je njihova rast znašala kar 335 %, na drugi strani pa so delnice največjega prehrabnega podjetja Klas padle kar za 23 %. Vzrok rasti prvih je zanimanje in prevzemna faza s strani tujih investitorjev, vzrok padca delnic Klasa pa je v koncentriranem lastništvu povezanih domačih družb in podjetnikov. Obe podjetji sta poslovno zelo uspešni. V obdobju, ko je močna rast celotnega borznega trga že za nami, se je treba nanj odpraviti s pomočjo borznih svetovalcev in analitikov, kar nazorno priča zgornji primer. Tako kot pred letom je na trgu BIH še danes veliko priložnosti, hkrati pa tudi nevarnosti (Kapital, 2007).

Zakaj bi se navkljub zamujeni močni rasti vrednostnih papirjev in težki makroekonomski ter politični situaciji odpravili na bosanski kapitalski trg? Nevarnosti so hkrati lahko tudi priložnosti. Slabo trenutno stanje in začrtana pot k Evropski uniji pod vodstvom mednarodne skupnosti obeta v bližnji prihodnosti visoke rasti gospodarstva. Prisotnost mednarodne skupnosti blaži negotovost, zmanjšuje tveganje in s tem povečuje interes tujih strateških, institucionalnih in špekulativnih investitorjev. Nespremenljiv tečaj konvertibilne marke investitorju prihrani skrbi, ki jih povzroča tečajno tveganje. Konsolidacija lastništva je v začetni fazi in pričakovanja novih kotacij ter prodaj državnih deležev so velika in upravičena. Razvoj borze s prihodom vedno novih podjetij na borzo ter namera o narodnem in krajevnem združevanju kapitalskih trgov spodbuja zanimanje in povečuje likvidnost. Uspešnejša podjetja iz gradbene, energetske, farmacevtske in prehrabene panoge so šele dobro začela z izvozom in ga naglo povečujejo. Portfelji PIF-ov so ob upoštevanju naštetih priložnosti močno podvrednoteni. Delnice, ki zaslužijo več pozornosti, so predvsem delnice podjetij iz finančno-bančne telekomunikacijske, gradbene, energetske, farmacevtske, prehrabene panoge, iz panoge preskrbe (BH telekom, Bosnalijek, HZHB Elektroprivreda, Energoinvest, Hidrogradnja, IK banka Zenica, LT Gospodarska banka, Sarajevo osiguranje, ...) in PIF-ov s kakovostnejšim portfeljem (BIG, Crobih, Fortuna, Herbos, Naprijed, Prevent Invest) (Kapital, 2007).

Banjaluška borza vrednostnih papirjev je s svojim delovanjem začela prej kot Sarajevska, vendar je bil njen razvoj počasnejši. Vzrok verjetno leži v namenu ustanovitve, ki je bil nekoliko bolj politično kot ekonomsko upravičen. Kapitalizacija kotirajočih delnic podjetij in PIF-ov dosega komaj 1 mrd KM, dnevni promet brez upoštevanja svežnjev je komaj nekaj 100 tisoč KM, ob zelo likvidnih dneh v času močnejše rasti pa doseže tudi milijon KM. Banjaluška borza pokriva narodno srbski del BIH, od koder prihajajo tudi kotirajoča podjetja. Trgovanje poteka prav tako kot na Sarajevski borzi, 4-krat tedensko od ponedeljka do petka, vendar je način trgovanja zaenkrat le avkcijski, kar pomeni, da se posli poravnajo enkrat dnevno po enotni ceni. Dogajanje na Banjaluški borzi ponazarjata dva indeksa, in sicer BIRS, ki kaže gibanje vrednosti podjetij, in FIRS, v katerega so vključene delnice PIF-ov. Po drugi reviziji indeksov ima lahko posamezna delnica v indeksu največ 20-odstotni delež. V indeksu BIRS imajo po 20-odstotni delež Telekom Srpske, Rafinerija ulja Modriča in Banjalučka pivara, 5- oziroma nekaj več kot 6-odstotni delež imata LHB banka in Nova banka Bijeljina, najmanjši delež (1,96 %) pa ima Vitaminka. V indeksu FIRS pa ima daleč največji delež (32,82 %) PIF Zepter, ki je daleč največji tako po kapitalizaciji kot tudi po dnevni likvidnosti. Sledijo mu Kristal fond (12,62 %), Invest nova fond (9,48 %), Polara fond (7,73 %). Vrednosti delnic in posledično objavljenih indeksov so prav tako kot na Sarajevski borzi najbolj rasle v preteklih dveh letih. Največji skok pa sta ob visoki likvidnosti indeksa dosegla v začetku letošnjega leta, ko je indeks FIRS v slabih treh mesecih pridobil več kot 50 % in se ustavil tik pod psihološko mejo 3000 indeksnih točk. Visoki rasti je konec pomladi in v začetku poletja sledil močan padec vse do psihološke meje 2000 indeksnih točk, od koder je indeks nekoliko bolj umirjeno nadaljeval pot navzgor, vse do današnjih 2600 indeksnih točk.

Gibanje vrednosti indeksa BIRS je bilo nekoliko manj izrazito, vendar v podobnih smereh. Prav tako kot na Sarajevski borzi po močni rasti vseh papirjev v preteklih letih so investitorji v zadnjem letu začeli z izbiranjem med papirji oziroma iskanjem priložnosti. Da se vse delnice le niso gibale navzgor, druge pa bile idealna priložnost, nazorno prikazuje tudi spodnja preglednica. Gibanje vrednosti delnic na Banjaluški borzi je v soodvisnosti z gibanjem vrednosti delnic na Sarajevski borzi, vendar s časovnim zamikom nekaj trgovalnih dni. Poudariti je treba, da je Banjaluška borza manj razvita kot Sarajevska borza tako zaradi manjše kapitalizacije kot tudi zaradi podrejenosti, predvsem v očeh tujih investitorjev. Politična situacija je v zadnjem času v srbskem delu BIH zelo negotova zaradi pritiskov mednarodne skupnosti, ki želi z reformami čimbolj združiti BIH, nasprotno pa si želijo v srbskem delu ostati čimbolj avtonomni. Politične napetosti negativno vplivajo na kapitalski trg (Kapital, 2007).

Zakaj se odločiti za naložbo na Banjaluški borzi vrednostnih papirjev? Vzroki za in proti so podobni kot za naložbo na Sarajevski borzi. So pa vrednosti delnic zaradi večje politične negotovosti še nekoliko bolj podcenjene, predvsem pa so glede na sarajevske PIF-e banjaluški še toliko bolj podcenjeni. V svojem portfelju imajo namreč velike deleže elektro podjetij, ki šele prihajajo na borzo in imajo velik potencial. Pričakovati je tudi razvoj in razmah trgovanja ter postopno povezovanje s Sarajevsko borzo, kar bi moralo povečati likvidnost in s tem vrednosti delnic. Glede na delnice s Sarajevske borz, je lastništvo pri večini delnic in predvsem PIF-ov z Banjaluške borze bistveno manj koncentrirano. Kot zanimive velja izpostaviti podjetja iz že omenjenih panog (Telekom Srpske, Rafinerija ulja Modriča, LHB banka, Boksit a.d. Miliči, Birač a.d. Zvornik, Elektro podjetja, Vitinka, Žitopromet, Srpske pošte, Tržnica a.d. Banja luka, PIF Zepter, PIF Euroinvestment, PIF Kristal invest, PIF Polara invest, PIF Balkan Investment, PIF Invest nova). Poskočni vendar bistveno bolj tvegani pa se lahko izkažejo tudi PIF-i Bors invest, Jahorina invest ter Aktiva invest, ki imajo nekoliko manj kakovostno premoženje, kljub temu pa so razmerja med knjigovodsko in tržno vrednostjo premoženja nekajkrat večja kot pri naštetih PIF-ih s kakovostnejšim premoženjem (Kapital, 2007).

Zaradi spremembe zakonodaje, ki ureja trg kapitala v BIH, lahko v prihodnje pričakujemo močnejše aktivnosti združevanja kapitala in še večje zanimanje investitorjev za omenjeni trg, saj se tudi tradicionalno konzervativni avstrijski investitorji počasi vključujejo v »igro«. V januarju je bilo na tamkajšnji borzi v Sarajevu slabih 19 milijonov evrov prometa, od katerih se je 45 % prometa izvedlo samo z delnicami privatizacijskih fondov. Vrednost indeksa BIFX se je v januarju povišala za 16,71 %, kar se je zgodilo v zadnjem tednu trgovanja, ko se je začel močan bikovski trend, ki je bil z močnejšo negativno korekcijo za kratek čas prekinjen v prvi polovici februarja. Trenutno smo zopet priča konstantni rasti tečajev, ki kot povsod drugod prinašajo krajša obdobja korekcij.

Seveda pa ne gre prezreti specifičnosti trga Bosne in Hercegovine, čigar stabilnost je v veliki meri odvisna od mirovnih sil. To pa nas napeljuje na previdnost pri investiranju, saj na takšna

območja ne glede na potencial pameten investitor razporedi le manjši del svojega premoženja (Finance, 2007).

V državni lasti je še vedno kar 90 % sarajevskega telekomunikacijskega podjetja BH Telekom, ki bo prej ali slej zamenjal lastnika. Zanj se zanima tudi avstrijski Mobilkom. Po besedah predsednika uprave Mobilkoma Borisa Nemšića jih še naprej zanima vstop na bosanski trg, kot možnost pa je omenil prevzem BH Telekoma. Za zadnjega je interes pred časom pokazal tudi slovenski Telekom, uprava bosanskega pa se zavzema za čim poznejšo privatizacijo. Ta bi sicer vladi prinesla precej denarja, uporabnikom pa nižje cene in nove tehnologije. BH Telekom ima sicer na celotnem področju BIH pri fiksni in mobilni telefoniji malo več kot polovični tržni delež ter tričetrtnskega na področju dostopa na internet (Finance, 2007).

6. PRIMERJAVA TRGOV KAPITALA OBEH DRŽAV

V obeh državah so različne politične, gospodarske in ekonomske razmere, kar se kaže v različno visokem tveganju. Na Hrvaškem je stopnja rasti BDP relativno visoka (v povprečju je znašala 3,7 %), devizni tečaj trden, inflacija pa nizka. Danes je privatizacija že skoraj končana, bančni sektor saniran, primanjkljaj na tekočem računu pa se je močno zmanjšal. Hrvaška svoje gospodarstvo čedalje bolj odpira. Postala je članica WTO, 1. 1. 2002 je stopil v veljavo stabilizacijsko asociacijski sporazum z EU, marca 2003 pa je postala članica Cefte. Vlada je leta 2003 uradno zaprosila za članstvo v EU, aprila 2004 je od Evropske komisije dobila pozitivno mnenje, junija 2004 pa je uradno postala kandidatka za vstop v EU. Hrvaška je sklenila tudi prostotrgovinske sporazume z državami jugovzhodne Evrope. Z vključevanjem v svetovne in evropske integracijske tokove, prilagajanjem zakonodaje evropski, uspešno privatizacijo, izvajanjem strukturnih reform, stabilnim političnim in gospodarskim okoljem ter urejanjem razmer v regiji je postala Hrvaška tudi privlačna destinacija za tuje naložbe. Z združitvijo obeh borz je pokazala svojo racionalnost, saj je, kot smo že povedali, predrago imeti dve borzi na tako majhnem trgu. Tako bodo vlagatelji privarčevali in Hrvaška se bo lažje vključila v evropski in svetovni trg kapitala ter tako postala še bolj privlačna za tuje vlagatelje in bolj konkurenčna tujim borzam oziroma kapitalskim trgov.

V zadnjih treh letih je BiH naredila opazen napredek pri prehodu v tržno gospodarstvo. Vzpostavljena je bila osnova za reforme, vključno z enotnim carinskim sistemom, usklajevanjem davčne politike in začetkom privatizacije. Gospodarska zakonodaja v BiH je decentralizirana, saj so pristojnosti prenesene na entitete. Vlada celotne BiH po ustavi ureja ekonomske odnose s tujino ter v skladu s tem sprejema enotne zakone o zunanjetrgovinski politiki, carinski politiki in politiki neposrednih tujih vlaganj. Najvišjo vlogo v sprejemanju novih zakonov ima zaenkrat še visoki predstavnik mednarodne skupnosti, reforme pa potekajo v smeri krepitve zveznih ustanov.

Čeprav lahko rečemo, da sta to obe državi v razvoju, je očitno Hrvaška v primerjavi z BIH veliko bolj razvita država. Nestalnost političnih, ekonomskih, socialnih in gospodarskih razmer je v BIH veliko večja kot na Hrvaškem in s tem je večje tudi tveganje. Verjetno je ravno to razlog, da je ta trg za investitorje bolj zanimiv od Hrvaškega. Trg kapitala v BIH namreč odlikujejo podcenjenost vrednostnih papirjev in visoki pričakovani donosi. Naložbe na ta trg so zato namenjene predvsem dolgoročnim vlagateljem in tistim, ki radi nekoliko tvegajo pri naložbah.

Edino področje, kjer so razmere na kapitalskem trgu v BIH bolj stabilne kot na hrvaškem trgu, je valuta in z njo povezano valutno tveganje. V BIH je zakonito plačilno sredstvo konvertibilna marka (KM) že od leta 1998, ko je zamenjala Bosanski dinar. Mednarodna oznaka za konvertibilno marko je BAM. Ob uvedbi je bila konvertibilna marka z odlokom »currency board-a« Centralne Banke Bosne in Hercegovine vezana na tedanjo nemško marko, sedaj pa je vezana na evro. Fiksni tečaj tako znaša 0,51129 evra za 1 konvertibilno marko. Tako je valuta v BIH »varnejša« od hrvaške kune. Zaščita slovenskega investitorja pred valutnim tveganjem je lahko zelo koristna, vendar pa v primeru, da investitor premoženje intenzivno razprši na različna valutna območja, zaščita ni ključnega pomena.

Poglejmo še nekaj ocen rating agencij za obe državi. Ocene za Hrvaško so prikazane v tabelah 2, 3 na str. 26 in 4 na str. 27, ocene za BIH pa v tabelah 5 in 6 na str. 27.

Tabela 2: Rating ocena agencije *Fitch Ratings* za Hrvaško

| | | | | |
|---|------|-------------|----------|--------------------|
| Credit Ratings | | | | |
| Long Term Issuer Default Rating: | BBB- | 23-JUN-2006 | Affirmed | Outlook: Stable |
| Short Term Issuer Default Rating: | F3 | 23-JUN-2006 | Affirmed | |
| Local Currency Long Term Issuer Default Rating: | BBB+ | 23-JUN-2006 | Affirmed | Outlook: Stable |
| Country Ceiling: | BBB+ | 17-AUG-2006 | Upgrade | |

Vir: Fitch Ratings, 2007

Tabela 3: Rating ocena agencije *Moody's* za Hrvaško

| | |
|--------------------|--------------------------------------|
| Rating Information | |
| Long Term Rating: | Baa3, Nov 29 2001 , LT Issuer Rating |
| Outlook: | Stable, 15 NOV 2003 |
| Watchlist Status: | No |

Vir: Moody's, 2007

Tabela 4: Rating ocena agencije *Standard & Poor's* za Hrvaško

| <u>Entity</u> | <u>Local Currency</u> | <u>Foreign Currency</u> | <u>Type</u> |
|---------------|-----------------------|-------------------------|-------------|
| Croatia | BBB+/Stable/A-2 | BBB/Stable/A-3 | ICR |

Vir: Standard & Poor's, 2007

Glede na ocene teh rating agencij lahko Hrvaško uvrstimo pod državo vredno investiranja. Ocenjena je z nizkim kreditnim tveganjem in dobro plačilno sposobnost. Vendar pa moramo vedeti, da je država na repu tega razreda, kar nam povedo različni kazalniki (F3, Baa3, A-3). Razlog za to je verjetno primanjkljaj tekočega računa, ki je leta 2006 znašal kar 8,1 % BDP na Hrvaškem. Glavna težava pa je v tem, da ta primanjkljaj še kar raste, kar pa je posledica naraščajočega trgovinskega primanjkljaja.

Tabela 5: Rating ocena agencije Fitch Ratings za BIH

| Credit Ratings | | | | |
|---|----|-------------|----------|--------------------|
| Long Term Issuer Default Rating: | B | 02-JUN-2006 | Affirmed | Outlook: Stable |
| Short Term Issuer Default Rating: | B | 02-JUN-2006 | Affirmed | |
| Local Currency Long Term Issuer Default Rating: | B+ | 02-JUN-2006 | Affirmed | Outlook: Stable |
| Country Ceiling: | B | 02-JUN-2006 | Affirmed | |

Vir: Fitch Ratings, 2007

Tabela 6: Rating ocena agencije Moody's za BIH

| Rating Information | |
|--------------------|---|
| Long Term Rating: | B2, May 17 2006 , LT Issuer Rating - Fgn Curr |
| Outlook: | Stable, 17 MAY 2006 |
| Watchlist Status: | No |

Vir: Moody's, 2007

BIH je po drugi strani po ocenah teh agencij veliko bolj tvegana država. Prisotno je visoko kreditno tveganje, vendar neka mera varnosti še vedno obstaja. BIH nudi slabo kreditno sposobnost, kar se kaže tudi v slabši plačilni sposobnosti.

7. ZAKAJ JE INVESTIRANJE NA TUJIH TRGIH ZA SLOVENSKEGA INVESTITORJA ZANIMIVO?

Naložbe slovenskih portfeljskih investorjev v tuje delnice se v zadnjih letih povečujejo s precejšnjo dinamiko, ta trend pa se bo nadaljeval tudi v prihodnjih letih. Zakonskih omejitev za naložbe v tuje delnice praktično ni več, izbira naložb na tujih kapitalnih trgih pa je neprimerno večja kot na slovenskem trgu. Naložbe na izključno en kapitalni trg so neracionalne, saj investitor prevzema veliko tveganja, ki je povezano le z naložbami na

posamezni trg in ki bi ga lahko z mednarodno razpršitvijo odpravil z zelo nizkimi dodatnimi stroški. Empirični rezultati kažejo, da lahko slovenski investitor z ustrezno kombinacijo naložb v domače delnice in v delnice na tujih trgih pomembno izboljša učinkovitost delniškega portfelja. Naložbeno tveganje pri zahtevnem procesu mednarodne razpršitve delniškega premoženja bo slovenski investitor lahko obvladoval le pod pogojem, da bo ustrezno opredelil postopek izgradnje in upravljanja delniškega premoženja.

Slovenski investitorji imajo z naložbami na tuje kapitalske trge razmeroma malo izkušenj. Slovenski kapitalski trg je dovolj majhen, da je za investitorja vsaj navidezno obvladljiv, saj investitor trg in podjetja na njem pozna. Proces investiranja na izključno slovenskem kapitalskem trgu je elementaren, saj je osredotočen predvsem na proces analize in izbire posameznih delnic. Po drugi strani se slovenski investitor na slovenskem trgu sooča tudi s pomembnimi omejevalnimi dejavniki, kot sta nizka likvidnost delnic in nadpovprečno visoki transakcijski stroški, ki so na razvitih kapitalskih trgih precej manj prisotni.

Med slovenskimi investitorji je moč zaslediti nadpovprečno nagnjenost k naložbam na porajajoče trge (*emerging markets*), ki je v največji meri spodbujena z njihovo visoko preteklo kratkoročno donosnostjo. To so praviloma kapitalski trgi držav v razvoju. Med te trge sodita tudi hrvaški kapitalski trg in kapitalski trg BIH. Naložbe na porajajoče se trge so sicer lahko koristno dopolnilo naložbam na razvite kapitalske trge, ni pa priporočljivo, da tvorijo temeljno naložbo. Naložbe na teh trgih so namreč izrazito nadpovprečno tvegane. Zato je eden od pogojev investiranja na takem trgu izrazito dolgoročna naložba.

7.1. SLOVENSKI SKLADI, KI INVESTIRAJO NA TRGE KAPITALA NA HRVAŠKEM IN V BIH

Na Hrvaškem je prisotnih kar nekaj slovenskih skladov, in sicer KD Victoria, KD Adria Bond, KD Balanced, Ilirika Jugoistična Europa in Ilirika Jugoistična Europa Balanced.

Tabela 7: Slovenski skladi na Hrvaškem in njihova vrednost na enoto premoženja

| SKLAD | VEP |
|----------------------|-----------|
| Ilirika JIE | 294 EUR |
| Ilirika JIE Balanced | 192,4 EUR |
| KD Victoria | 9,08 EUR |
| KD Adria Bond | 1,69 EUR |
| KD Balanced | 2,18 EUR |

Vir: Ilirika, 2007; KD-group, 2007

Na kapitalskem trgu BIH pa smo prisotni le prek vzajemnih skladov v Sloveniji, ki investirajo v različne naložbe na tamkajšnjem trgu. Seveda ti skladi investirajo tudi v naložbe na hrvaškem trgu in drugih balkanskih trgih. To so KD Balkan, MP-BALKAN.SI, Ilirika Vzhodna Evropa, NLB Skladi - Južna, srednja in vzhodna Evropa, Publikum Balkan in Triglav Balkan.

Tabela 8: Slovenski skladi, ki investirajo na balkanski trg, njihova vrednost na enoto premoženja in vrednost naložbe (v %) na Hrvaškem trgu in trgu v BIH

| SKLAD | VEP | Naložbe na Hrvaškem | Naložbe v BIH |
|---------------------------|-----------|---------------------|---------------|
| KD Balkan | 8,32 EUR | 39 % | 12 % |
| MP-BALKAN.SI | 90,26 EUR | 12 % | 38 % |
| Ilirika Vzhodna Evropa | 11,11 EUR | 10,2 % | 5,4 % |
| Publikum Balkan | 2,49 EUR | 20,3 % | 12,7 % |
| NLB Skladi | 5,18 EUR | 4,64 % | 1,2 % |
| Triglav Balkan | 7,33 EUR | 20,14 % | 13,39 % |

Vir: Mesečna poročila posameznih skladov

Kot lahko vidimo v zgornji tabeli, se večina družb za upravljanje bolj odloča za naložbe na hrvaški trg kot na trg BIH. Povsem verjetno je razlog za to v manjšem tveganju in bolj gotovem donosu. Tako lahko vidimo, da le družba Medvešek Pušnik večino svoje naložbe investira na trg BIH in tudi doseže največjo donosnost med vsemi vzajemnimi skladi. Vendar pa moramo vedeti, da družbe za upravljanje ne investirajo samo na hrvaški trg kapitala in kapitalski trg BIH, tako da donosnost posameznega sklada ni nujno popolnoma odvisna od naložb v trg na Hrvaškem oziroma na trg v BIH.

8. SKLEP

V diplomskem delu ugotavljamo, da sta obe državi, torej Hrvaška in Federacija BIH, državi v razvoju. Hrvaška praktično zaključuje privatizacijski proces, BIH pa je nekoliko v zaostanku. Na osnovi primerjav obeh kapitalskih trgov pridemo do zaključka, da je za investitorje bolj privlačen bosanski trg, vendar pa je obenem veliko bolj tvegan. Edino tveganje, ki je večje na hrvaškem trgu kapitala, je valutno tveganje, ki pa se mu lahko investitor s pametnim vlaganjem izogne. Se potem splača vlagati v tak porajajoči se trg? Dejstvo je, da bodo družbe za upravljanje prikazale kar najbolj privlačno ponudbo, vendar se moramo zavedati, da ni vse zlato, kar se sveti. Za vse je potrebno plačati določeno ceno. Ti trgi so morda res v vzponu. Ali pa je to le umetno vzdrževanje visokih donosov? Ali gre res za tako perspektiven trg, kot nam pravi borzni posrednik? Vedno obstaja tveganje, še posebej v takih državah, ki še niso politično in ekonomsko stabilne.

Če lahko za investitorje, katerih domači kapitalski trgi so visoko razviti, ugotovimo, da je mednarodna razpršitev koristna, lahko z vidika slovenskega investitorja zaradi majhnosti slovenskega kapitalskega trga rečemo, da je nujna. Slovenski investitor lahko z mednarodno razpršitvijo premoženja bistveno izboljša rezultate investiranja.

Naložbe na porajajoče se kapitalske trge lahko učinke mednarodne razpršitve premoženja dodatno izboljšajo pod pogojem, da te naložbe tvorijo dodatek k temeljnemu portfelju, ki ga investitor oblikuje s kombinacijo naložb v domače in razvite tuje kapitalske trge, in pod pogojem, da je naložba v porajajoče se kapitalske trge izrazito dolgoročna. Tega se bi moral zavedati prav vsak investitor. Vse je lepo in prav, če se vlaga tudi na izrazito tvegane trge. Vendar pa moramo vedeti, da to ne sme biti poglavitna naložba. Pametno je torej vložiti glavnino v malo manj tvegan sklad z gotovimi donosi, nekaj premoženja pa lahko naložimo tudi v bolj tvegan sklad, kjer se moramo zavedati tudi tega, da lahko to premoženje izgubimo. In pri takih naložbah ne gre za naložbo od danes do jutri, pač pa mora biti le-ta dolgoročna.

LITERATURA

1. Allen Linda: Capital Markets and Institutions. A Global View. New York : John Willey & Sons, 1997. 734 str., 3 pril.
2. Androjna Roman: Kakšne vzajemne sklade lahko pričakujemo na podlagi ZISDU in na podlagi izkušenj v tujini. 6. Borzni fokus. Ljubljana : Ljubljanska borza, 2002, str. 1-5.
3. Bogle John C.: New Perspectives for the Intelligent Investor. New York : Dell Publishing, 1994. 320 str.
4. Bohorč Aleksandra: Investicijski skladi in družbe za upravljanje v Sloveniji ter nova zakonodaja. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 43 str.
5. Dimovski Vlado: Upravljanje investicijskih skladov. Ekonomski vidik upravljanja. Zbornik 3. letnega srečanja Zveze ekonomistov Slovenije. Ljubljana : Zveza ekonomistov Slovenije, 1995, str. 105-115.
6. Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra: Temelji bančništva. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
7. Fehrenbach Peter, Kapferer Helmut: An Investmentfonds verdienen. Woran Anleger die Spitzenfonds erkennen; Welche Fondsstrategien die besten Renditen versprechen; Wie Anleger mit Fonds optimal fürs Alter vorsorgen. 2. Auflage. Freiburg : Haufe, 2001. 492 str.
8. Fredman Albert J., Wiles Russ: How mutual Fund Work. New York : New York Institute of Finance, 1993. 334 str.
9. Hallas Werner: Die Prüfung von Investmentfonds. Wien : Orac, 1997. 448 str.
10. Hearth Douglas, Zaima Janis K.: Contemporary Investments. Security and Portfolio Analysis. 3rd edition. Fort Worth : Harcourt College Publishers, 2001. 641 str.
11. Huber Rok et al.: Razcvet vzajemnih skladov. Kapital, Ljubljana, 14(2004), 347, str. 42-59.
12. Jesenek Mateja: Tuji vzajemni skladi – kako jih najti in kupiti točke. Moje Finance, Ljubljana, 2004, str. 25-26.
13. Kleindienst Robert: Koristi in tveganja mednarodne razpršitve naložb v delnice: Vidik slovenskega investitorja. Zbornik referatov. 38. simpozija o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji. Ljubljana : Zveza ekonomistov Slovenije, Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2006, str. 237 - 260
14. Lubej Samo: Vzajemni skladi za vsakogar. Maribor : Kapital, 2002. 78 str.
15. Mramor Dušan, Poglavlja iz poslovnih financ. Učno gradivo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1997. 125 str.
16. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
17. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993. 364 str.
18. Nathschläger Brigitte: Die rechtlichen Grenzen der Veranlagung von Investmentfonds unter Berücksichtigung des Europarechts. Diplomarbeit. Wien : Wirtschaftsuniversität, 1997. 114 str.

19. Pozen Robert C.: The mutual fund business. Cambridge (Mass.) : MIT Press, 1998. 727 str.
20. Potisk Mateja: Naložbe v tuje vzajemne sklade. Maribor : Kapital, 2002, 285, str. 62-63.
21. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
22. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija 1. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
23. Rugg Donald D.: The Dow Jones-Irwin Guide to Mutual Funds. Homewood : Dow Jones-Irwin, 1986. 245 str.
24. Sharpe William F., Alexander Gordon J., Bailey Jeffery V.: Investments. Englewood Cliffs : Prentice-Hall International, 1995. 1085 str..
25. Štraus Aleksander Sašo, Ribič Mirjana, Jagodic Zvone: Borza vrednostnih papirjev. Ljubljana : Novi Forum, 1995. 104 str.
26. Žnidaršič Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji – (ne) uspeh in za koga. Postojna : Založba Dej, 1999. 421 str.

VIRI

1. Agencija za privatizacijo u Federaciji BIH.
[URL: <http://www.apf.com.ba/Home.aspx?langTag=sr-SP-Latn>], 13.6.2007.
2. Balkanski indeksi rahlo v rdečem. Finance, Ljubljana, 2.7.2007
3. Banjalučka berza.
[URL: <http://www.blberza.com>], 18.5.2007.
4. Borze na Balkanu. Publikum d.d.
[URL: http://www.publikum.si/sl/domov/financni_trg_danes/1659/?wireframe=print], 23.2.2007.
5. Borze na Balkanu: Kupci so se potuhnili. Finance, Ljubljana, 5.6.2007.
6. Bosna in Hercegovina. i-svetovanje.
[URL: http://www.i-svetovanje.si/gospodarske_novice/bosna_in_hercegovina.html], 2.5.2007.
7. FIMA International.
[URL: <http://www.fima.ba>], 28.3.2007.
8. Fitch Ratings.
[URL: <http://www.fitchratings.com/>], 5.6.2007.
9. HR portfolio.
[URL: <http://www.hrportfolio.com/>], 28.3.2007.

10. Hrvatski trg spet v zagonu. Preberi.si.
[URL: http://www.preberi.si/index.php?option=com_content&task=view&id=5332&Itemid=23], 19.2.2007.
11. Hrvatski fond za privatizaciju.
[URL: <http://www.hfp.hr/default.asp?ID=15>], 13.6.2007.
12. ICF.
[URL: <http://www.icf.hr/>], 17.4.2007.
13. Ilirika JIE. Ilirika.
[URL: http://www.ilirika.hr/investicijski_fond/ilirika_jie.aspx], 30.3.2007.
14. Invest fondovi općenito. PBZ Invest.
[URL: http://www.pbzinvest.hr/invest_fondovi_opcenito.asp], 28.3.2007.
15. Investicijski fondovi: Prva milijarda eura. Banka magazine.
[URL: http://www.bankamagazine.hr/brojevi/2005/listopad_2005/inv-fondovi-2005-10], oktober 2005.
16. Moody's.
[URL: <http://www.moody.com/cust/default.asp>], 6.6.2007.
17. Mojdenar.com.
[URL: <http://www.mojdenar.com/>], 15.4.2007.
18. Trgi JV Evrope: Balkan većinoma v rdečem. Kapital, Maribor, 11.6.2007.
19. Raiffeisen Invest.
[URL: <http://www.rbainvest.hr/main.aspx?id=10>], 2.4.2007.
20. Sarajevska berza.
[URL: <http://www.sase.ba>], 5.5.2007.
21. Skladi.com.
[URL: <http://www.skladi.com/forum.php?pg=beri&fid=2&tema=43&vz=0>], 8.3.2007.
22. Suze i smijeh. Banka magazine.
[URL: <http://www.bankamagazine.hr/brojevi/2006/listopad-2006/suze-i-smijeh>], oktober 2006.

23. Standard & Poor's.
[URL: <http://www.standardandpoors.com/>], 13.6.2007.
24. Šta ima u Hrvatskoj?. FIN-IN d.o.o.
[URL: <http://inf.inet.hr/invfond.html>], 4.3.2007.
25. Tržišna vrijednost papira. Banka magazine.
[URL: <http://www.bankamagazine.hr/dnevnevijesti/sda-trzisna-vrijednost-vrijednosnih-papira-307-milijardi-kuna>], 11.1.2007.
26. U devet mjeseci. Banka magazine.
[URL: <http://www.bankamagazine.hr/dnevnevijesti/u-devet-mjeseci-1-76-mlrd-eura-stranih-ulaganja>], 11.1.2007.
27. Varaždinska burza.
[URL: <http://www.vse.hr/>], 2.5.2007.
28. Week report. KD Group.
[URL: <http://www.kdgroup.hr/index.php?ndx=148&pid=333&id=359&cmd=lst&t=eng&f>], 19.3.2007.
29. Zagrebačka burza.
[URL: <http://www.zse.hr/>], 8.3.2007.
30. Zašto ulagati. Zagrebačka banka.
[URL: <http://www.zbi.hr/info/zbi/zbxpage?page=zasto&korak=1&sel=e15>], 9.5.2007.