

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**POMEN VZAJEMNIH SKLADOV DENARNEGA TRGA ZA PODJETJA**

Ljubljana, maj 2010

KLEMEN PTIČAK

## **IZJAVA**

Študent Klemen Ptīčak izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Aleša Berka Skoka, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_ Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

UVOD .....	1
<b>1 VZAJEMNI SKLADI DENARNEGA TRGA .....</b>	<b>1</b>
1.1 NASTANEK SKLADOV DENARNEGA TRGA .....	2
1.2 TVEGANJE IN DONOSNOST SKLADOV DENARNEGA TRGA .....	3
1.3 FINANČNI INSTRUMENTI, V KATERE VLAGAJO DENARNI SKLADI .....	5
1.3.1 Zakladne menice .....	5
1.3.2 Kratkoročni finančni instrumenti vladnih agencij in lokalnih oblasti .....	6
1.3.3 Komerčni zapisi .....	7
1.3.4 Certifikati o depozitu .....	7
1.3.5 Srednjeročne podjetniške obveznice .....	8
1.3.6 Repo in povratni repo instrumenti .....	9
1.3.7 Bančni akcepti .....	10
1.3.8 Evrovalutni denarni trg .....	10
1.3.9 Medbančni denarni trg .....	11
1.3.10 Izvedeni finančni instrumenti .....	11
1.4 ZAKONSKA UREDITEV IN DAVČNI VIDIK DENARNIH SKLADOV V ZDA .....	12
1.5 ZAKONSKA UREDITEV IN DAVČNI VIDIK DENARNIH SKLADOV V EVROPI .....	12
1.6 ZAKONSKA UREDITEV IN DAVČNI VIDIK DENARNIH SKLADOV V SLOVENIJI .....	13
1.6.1 Davčni vidik .....	14
1.7 PREDNOSTI IN SLABOSTI SKLADOV DENARNEGA TRGA .....	15
<b>2 SKLADI DENARNEGA TRGA V ZDA IN EVROPI .....</b>	<b>18</b>
2.1 SREDSTVA V SKLADIH DENARNEGA TRGA V ZDA .....	18
2.1.1 Celotna vrednost sredstev skladov denarnega trga v ZDA .....	19
2.1.2 Obdavčeni skladi kratkoročnih nedržavnih finančnih instrumenov .....	20
2.1.3 Obdavčeni skladi kratkoročnih državnih finančnih instrumentov .....	21
2.1.4 Zapadlost skladov denarnega trga v ZDA .....	22
2.1.5 Denarni skladi, ki jih uporabljajo veliki investitorji .....	23
2.2 SREDSTVA V SKLADIH DENARNEGA TRGA V EVROPI .....	24
<b>3 SKLADI DENARNEGA TRGA V SLOVENIJI .....</b>	<b>26</b>
3.1 KD MM .....	27
3.2 ABANČNA DZU DENARNI EURO .....	29
<b>4 POMEN VZAJEMNIH SKLADOV DENARNEGA TRGA ZA PODJETJA .....</b>	<b>31</b>
4.1 SKLADI DENARNEGA TRGA IN BANČNE VLOGE .....	31
4.1.1 Bančne vloge .....	32
4.2 IZBIRA MED DENARNIM SKLADOM IN BANČNO VLOGO .....	32

4.2.1 Primerjava donosnosti denarnih skladov in kratkoročnih vezanih vlog v Sloveniji. 36

<b>5 SKLADI DENARNEGA TRGA IN FINANČNA KRIZA.....</b>	<b>38</b>
<b>SKLEP .....</b>	<b>39</b>
<b>LITERATURA IN VIRI .....</b>	<b>42</b>

## **KAZALO SLIK**

SLIKA 1: ŠTEVILO IN POVPREČNA VELIKOST SKLADOV DENARNEGA TRGA V EVROPI IN ZDA PO POSAMEZNIH LETIH V OBDOBJU OD 1998 DO 2008.....	18
SLIKA 2: CELOTNA SREDSTVA V SKLADIH DENARNEGA TRGA V ZDA V OBDOBJU OD 1990 DO 2008 (V MILIJONIH USD) .....	20
SLIKA 3: SESTAVA SREDSTEV OBDAVČENIH NEVLADNIH SKLADOV DENARNEGA TRGA V ZDA V LETU 2008 (V %).....	21
SLIKA 4: SESTAVA SREDSTEV OBDAVČENIH VLADNIH SKLADOV DENARNEGA TRGA V ZDA V LETU 2008 (V %).....	22
SLIKA 5: POVPREČNA ZAPADLOST OBDAVČENIH SKLADOV DENARNEGA TRGA V ZDA V OBDOBJU OD 1990 DO 2008 (V DNEVIH).....	23
SLIKA 6: DELEŽ VSEH KRATKOROČNIH SREDSTEV AMERIŠKIH NEFINANČNIH DRUŽB V DENARNIH SKLADIH (V%).....	24
SLIKA 7: CELOTNA NETO SREDSTVA V SKLADIH DENARNEGA TRGA V EVROPI V OBDOBJU OD 1998 DO 2008 (V MILIJONIH EUR).....	25
SLIKA 8: NAJVEČJI TRŽNI DELEŽI SKLADOV DENARNEGA TRGA EVROPSKIH DRŽAV V OBDOBJU OD 2003 DO 2008 (V %).....	26
SLIKA 9: GIBANJE VEP SKLADA KD MM OD ZAČETKA TRŽENJA 17. 5. 2005 DO 12. 1. 2010 (V EUR) .....	28
SLIKA 10: GIBANJE SREDSTEV V SKLADU KD MM OD 17. 5. 2005 DO 11. 1. 2010 (V MILIJONIH EUR) .....	28
SLIKA 11: DESET NAJVEČJIH NALOŽB SKLADA KD MM (30. 11. 2009) (V % OD CELOTNIH SREDSTEV) .....	29
SLIKA 12: GIBANJE VEP ZA ABANČNA DZU DENARNI EURO OD ZAČETKA TRŽENJA 7. 11. 2006 DO 11. 1. 2010 (V EUR).....	30
SLIKA 13: DESET NAJVEČJIH NALOŽB SKLADA ABANČNA DZU DENARNI EURO (30. 11. 2009) (V % OD CELOTNIH SREDSTEV) .....	30
SLIKA 14: DONOSNOSTI VSEH SKLADOV (12. 1. 2010) IN NOMINALNE LETNE OBRESTNE MERE MONETARNIH FINANČNIH INSTITUCIJ V SLOVENIJI (V %) .....	37
SLIKA 15: NAJVIŠJE DONOSNOSTI DENARNIH SKLADOV IN VARČEVALNIH RAČUNOV V ZDA V LETU 2008 (V %).....	37
SLIKA 16: NETO PRITOKI V SVETOVNE INVESTICIJSKE SKLADE V OBDOBJU OD 2004 DO 2008 (V MILJARDAH EUR) .....	38

## KAZALO TABEL

TABELA 1: STANJE VSEH VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI NA DAN 12. 1. 2010 .....	27
TABELA 2: NOMINALNE LETNE OBRESTNE MERE NOVIH VLOG ZA NEFINANČNE DRUŽBE (v %)	32



## UVOD

Vzajemni skladi denarnega trga obstajajo od srede 70. let prejšnjega stoletja in so po svetu že dobro razviti ter trdno zasidrani v finančni sistem posameznih držav. V ZDA in Franciji skladi denarnega trga že dolgo predstavljajo dovršen delež trga vzajemnih skladov in so se v času svetovne finančne krize še okrepili. V ZDA so v kriznem letu 2008 dosegli rekordno vrednost po celotnih sredstvih, vloženih v sklade denarnega trga, in so predstavljali tudi največji tržni delež izmed vseh vrst vzajemnih skladov. V Sloveniji se je prvi sklad denarnega trga predstavili šele leta 2005.

Skladi denarnega trga zagotavljajo likvidnost in vlagatelje z investiranjem svojih sredstev v kratkoročne finančne instrumente denarnega trga izpostavljajo minimalnemu tveganju, da bo glavnica naložbe ostala nespremenjena. Kot taki so neločljivo povezani z upravljanjem presežnih likvidnih sredstev podjetij in predstavljajo konkurenco drugim oblikam kratkoročnih naložb. Prodati jih je mogoče kadar koli, zato so zaradi nepričakovanih denarnih potreb zanimivi za podjetja. Podjetje mora biti namreč v vsakem trenutku zmožno poravnati tekoče obveznosti iz poslovanja. Zato potrebuje naložbe v kvalitetne finančne instrumente, ki dosegajo ob minimalnem tveganju zadostne donose.

V diplomskem delu predstavljam vzajemne sklade denarnega trga, finančne instrumente, v katere vlagajo, njihovo razširjenost po svetu, predvsem pa njihov pomen za podjetja, ki v njih investirajo. Cilj je ugotoviti prednosti in slabosti take oblike kratkoročnega investiranja, in sicer s pomočjo primerjave z bančnimi depoziti kot alternativno izbiro denarnim skladom. Zaradi dostopnosti novejših podatkov so za prikaz denarnih skladov v ZDA in Evropi uporabljeni podatki do konca leta 2008, podatki za denarne sklade na slovenskem trgu pa do 11. januarja 2010.

Diplomsko delo je sestavljeno iz petih poglavij. Uvodu sledi predstavitev splošnih značilnosti vzajemnih skladov denarnega trga, njihova zgodovina in opis finančnih instrumentov, v katere vlagajo. V drugem poglavju je prikazana primerjava sredstev v skladih denarnega trga med ZDA in Evropo, sledi predstavitev denarnih skladov v Sloveniji. Četrto poglavje poda primerjavo med denarnimi skladi in bančnimi vlogami, peto pa opredeli položaj denarnih skladov v času finančne krize. V sklepu so povzeti zaključki tega dela.

## 1 VZAJEMNI SKLADI DENARNEGA TRGA

Vzajemni skladi denarnega trga, imenovani tudi skladi denarnega trga (angl. *money market funds* ali *MMFs*) ali še krajše denarni skladi (angl. *money funds*), so portfelji denarnega trga, kratkoročnih instrumentov, ki jih izdajajo in z njimi upravljajo investicijske družbe. So veliki bazeni kratkoročnih finančnih sredstev, iz katerih se delnice prodajajo za vlagatelje. Prav od tu izhaja ena od največjih prednosti teh skladov, da omogočijo vlagateljem, da zaslužijo donose

denarnega trga iz majhnih količin posameznih naložb. Portfelj je razdeljen na enote premoženja, ki se prodajajo posameznim vlagateljem. Vlagatelji tako posredno vlagajo v instrumente denarnega trga, ki pa si jih, kot posamezne finančne instrumente, ne bi mogli privoščiti. Skladi tudi periodično obveščajo investitorje o spremembah v njihovi bilanci. Prav tako redno obveščajo delničarje o kakršnih koli spremembah v sestavi sredstev portfelja z razčlenitvijo imen in zneskov finančnih instrumentov, ki so v portfelju sklada (Madura, 2003).

Skladi denarnega trga so tipično visoko likvidni in raznoliki ter se lahko hitro odzovejo na spremembe trga in s tem zagotovijo vlagateljem nadpovprečne donose. Vlagatelji lahko svoje naložbe unovčijo, kadar želijo, saj so investicijske družbe pripravljene kadar koli odkupiti denarne sklade. V večini let dodatna prodaja presega odkupe, kar omogoča podjetjem graditev svojih portfeljev denarnega trga z nakupom več finančnih instrumentov. Kadar pa odkupi presegajo prodajo, podjetja prilagajajo zneske prekomernih odkupov s prodajo nekaterih naložb v portfeljih skladov. Ko vlagatelj poveča naložbe v sklade, poveča raven sredstev. Naložbe v sklade denarnega trga se ponavadi povečajo ob slabih gospodarskih razmerah, saj so investitorji bolj zaskrbljeni s tveganostjo delnic in obveznic (Madura, 2003).

Vzajemni sklad denarnega trga je investicijski sklad, ki investira v kratkoročne dolžniške instrumente, finančne instrumente denarnega trga, kot so komercialni zapisi, repo posli ali potrdila o vlogah. Povprečna ročnost teh sredstev je malo več kot 1 mesec. Glavna vrednost ne niha veliko kot odziv na gibanje obrestnih mer na trgu, tako da je neto vrednost sredstev enaka 1 \$ v skoraj vseh pričakovanih okoliščinah. Z vrednostno določeno delnico tako ni nobenih davčnih posledic, kot so kapitalski dobički ali izgube, povezane z odkupom delnic. Neobdavčen sklad denarnega trga je sklad, ki distribuira prihodke, ki so izvzeti iz redne zvezne dohodnine (Bodie, Kane & Marcus, 2009; Kirsch, 1997).

Vrednost enote premoženja (VEP) vzajemnega sklada denarnega trga se tako kot pri ostalih vzajemnih skladih izračunava vsakodnevno. Vrednost dobimo tako, kakor tudi pri vseh ostalih vzajemnih skladih, da od sredstev odštejemo obveznosti in rezervacije sklada (Mramor, 2000, str. 100):

$$VEP = (\text{celotna sredstva} - (\text{obveznosti} + \text{rezervacije})) / \text{št. enot v obtoku}$$

## 1.1 NASTANEK SKLADOV DENARNEGA TRGA

Vzajemni skladi, ki so lahko ponujali investitorjem visoke donose in visoko likvidnost z investiranjem v visoko donosne, kratkoročne dolžniške finančne instrumente, so nastali sredi 70. let prejšnjega stoletja, ko so obrestne mere denarnega trga prerasle meje, ki so jih regulatorji uvedli za obrestne mere na časovne depozite depozitnih institucij. Nastali in razvili so se torej zaradi posebnih omejitev, ki so veljale za banke. V ZDA je veljala od leta 1933 do aprila 1986 prepoved plačila obresti na denarne vloge in omejitev višine obrestnih mer (5%), ki so jih smele banke največ plačevati za druge vloge. Gre za določilo Q (angl. *Regulation Q*). S tem določilom se je omejevala rast bank, pozneje pa so to funkcijo prevzeli predpisi o kapitalu. Določilo Q je

bilo tako učinkovito, da se je začel zmanjševati tržni delež (komercialnih) bank pri finančnem posredništvu. Še posebno je to prišlo do izraza, ko je začela naraščati inflacija in z njo nominalne obrestne mere. Najvišje obrestne mere, ki so jih lahko plačevale banke, so postajale realno negativne. Takšne razmere so morale prej ali slej privedi do uvedbe odprtih investicijskih skladov denarnega trga. Vzajemni skladi te vrste so se prvič pojavili leta 1974. Ustanovitelja prvih skladov sta B. Bent in H. Brown. Število teh skladov je raslo ekspresno: 0 na začetku 1974, 40 leta 1978, 450 leta 1982 in 572 sredi 1989 (Ribnikar, 1998).

Denarni skladi so prvotno nastali, da bi dosegli zahteve malih investitorjev po vlaganju v finančne instrumente denarnega trga. Vlaganje v te instrumente je za male investitorje nerodno zaradi več razlogov. Minimalne vrednosti zneskov so visoke, kupovanje in upravljanje s finančnimi instrumenti zahteva več dela, kot so ga nekateri pripravljene vložiti, imeti banko ali agenta, pa lahko pomeni velike transakcijske stroške. Pa tudi za nekatere instrumente je donosnost za manjše vrednosti nižja kot pri tisti za večje vrednosti. Predvsem pa investitor z omejenimi sredstvi ne more zmanjšati tveganja z razpršitvijo kupovanja različnih imen in instrumentov (Ribnikar, 1998; Stigum, 1990).

Skladi denarnega trga zagotavljajo visoke ravni likvidnosti in varnosti že več kot tri desetletja. Od septembra 2008 pa je imelo stopnjevanje globalne finančne krize dramatičen vpliv na denarne sklade. Predvsem padec delnic rezervnih skladov Reserve Funds' Primary Funds pod njihovo nominalno vrednostjo 1 \$ in stečaj podjetja Lehman Brothers (sklad je nalagal del sredstev v komercialne zapise Lehman Brothers) sta pomenila izredne ukrepe za centralne banke. Te so vbrizgale likvidnost in naredile kapital razpoložljiv globalnemu bančnemu sistemu. Nato so organi v Združenem kraljestvu prvi predlagali dokapitalizacijo neposredno v banke, tej strategiji je nato sledila ZDA, medtem ko so se oblasti v evroobmočju prepričale, da so bila za banke na voljo neomejena ameriška sredstva v dolarjih. Prav tako so bile uvedene bančne garancije v državah, kot sta Irska in Nemčija. Medtem ko so te garancije odstranile nekaj tveganja naložb v bančne depozite, pa bi investitorji še vedno morali čakati v vrstah za odškodninske sheme za plačilo, preden bi lahko dobili nazaj svoj denar. Po drugi strani pa skladi denarnega trga ne koristijo le državnega jamstva, ampak tudi od svoje razpršitve in dnevne likvidnosti, kar pomeni, da imajo vlagatelji vedno takojšen dostop do svojega denarja (Hughes, 2009).

## **1.2 TVEGANJE IN DONOSNOST SKLADOV DENARNEGA TRGA**

Cilj investitorja je doseči čim bolj velik donos na vložena sredstva. Donos investicije je sestavljen iz dveh delov: donosa obresti (dividend) in donosa kapitalskega dobička oziroma izgube. Poleg donosa je pri investicijskih odločitvah ključna kategorija tveganje. O tveganju govorimo takrat, ko prihodnji denarni donosi niso poznani z gotovostjo, temveč samo z verjetnostno porazdelitvijo (Berk, Lončarski & Zajc, 2007, str. 56–57).

Mayo (2004) trdi, da imajo z vidika vlagatelja skladi denarnega trga ponavadi nizko stopnjo

kreditnega tveganja. Obstajajo nekatere skrbi, da bi ob gospodarski recesiji pogosto zamujali s plačili komercialnih zapisov ali pa bi bili bančni neuspehi vzrok neplačevanja evrodolarskih certifikatov o depozitu in bančnih akceptov. Vendar imajo ti instrumenti, glede na kreditno tveganje, kratkoročno zapadlost. Tako lahko skladi denarnega trga prenehajo z vlaganjem v finančne instrumente, ki jih izdajajo družbe, ki bi lahko imele težave s plačevanjem v prihodnosti, potem ko le-ti zapadejo. Ker skladi denarnega trga vsebujejo instrumente s kratkoročno zapadlostjo, njihove tržne vrednosti niso preveč občutljive na gibanje tržnih obrestnih mer, kot so vzajemni skladi, ki vsebujejo dolgoročne obveznice. Čeprav se značilnost kratkoročne zapadlosti včasih dojema kot prednost, prav tako povzroča zmanjševanje donosnosti skladov kot odziv na znižanje tržne obrestne mere. Zaradi tega se veliko investorjev odloča vlagati v sklade denarnega trga tistih investicijskih družb, ki ponujajo tudi delniške vzajemne sklade. V obdobjih, ko naj bi obrestna mera upadla, lahko vlagatelj del svojih sredstev prenese iz skladov denarnega trga na delniške sklade.

Pričakovane donosnosti skladov denarnega trga so nizke glede na obveznice in delnice zaradi naslednjih dejavnikov: kreditno tveganje skladov denarnega trga se dojema kot manjše od podjetniških obveznic; skladi denarnega trga imajo manjše obrestno tveganje kot obvezniški skladi; dosledno ustvarjajo pozitivne donose skozi daljše časovno obdobje, medtem ko lahko skladi delnic in obveznic občutijo negativne donose. Skladi denarnega trga so označeni z relativno nizkim tveganjem in nizko pričakovano donosnostjo in so zato priljubljeni med vlagatelji, ki potrebujejo konzervativen medij naložbe (Allman-Ward & Sagner, 2003).

Vloga upravitelja skladov denarnega trga je ohranjanje portfelja sredstev, ki izpolnjuje osnovni cilj sklada. Če upravljavci pričakujejo močnejše gospodarstvo, lahko nadomestijo zapadle varne finančne instrumente (zakladne menice) z več komercialnimi zapisi ali certifikati o depozitih. Donosnost teh instrumentov bo višja, hkrati pa sklad ne bo preveč izpostavljen kreditnemu tveganju. Nekateri skladi denarnega trga puščajo malo prožnosti v njihovi sestavi. Na primer: nekateri skladi kot pravilo ohranjajo visok odstotek svojih naložb v zakladnicah in zagotovijo vlagateljem, da se bodo še naprej vzdrževali tveganih finančnih instrumentov (Mayo, 2004).

Tudi če menedžerji ne morejo spremeniti sestave sredstev skladov denarnega trga, lahko še vedno vplivajo na delovanje sklada s spremembo zapadlosti instrumentov, v katere vlagajo. Če pričakujejo povečanje obrestnih mer v prihodnosti, bi morali sredstva, pridobljena od zapadlih finančnih instrumentov, porabiti za nakup novih s krajšo zapadlostjo. Večja, kot je stopnja, do katere upravljavec prilagaja povprečno zapadlost sklada, glede na pričakovano obrestno mero, večja je nagrada ali kazen. Če se pričakovanja izkažejo za pravilna, bo sklad prinesel relativno visoke donose in obratno (Allman-Ward & Sagner, 2003; Mayo, 2004).

Podjetja in posamezni investitorji imajo na izbiro različne denarne sklade, čeprav ne upravljajo s sestavo portfelja ali zapadlostjo skladov. Če pričakujejo stabilno gospodarstvo, lahko izbirajo med skladi, ki vsebujejo finančne instrumente z nekoliko tveganja, torej tiste, ki ponujajo višje donose od zakladnic. Ob pričakovani porasti obrestnih mer lahko vlagajo v sklade s krajšim povprečnim časom zapadlosti. Tako upravljajo s svojimi investicijami z izbiro skladov denarnega

trga z lastnostmi, ki jih sami preferirajo. Nekatere investicijske družbe ponujajo več skladov denarnega trga, kar omogoča vlagateljem prehod iz enega sklada v drugega na podlagi njihovih pričakovanih gospodarskih razmer (Allman-Ward & Sagner, 2003; Mayo, 2004).

### **1.3 FINANČNI INSTRUMENTI, V KATERE VLAGAJO DENARNI SKLADI**

Denarni trg je podsektor trga s fiksnim dohodkom. Sestoji iz kratkoročnih finančnih instrumentov, ki so običajno zelo tržni. Večina teh se trži v velikih apoenih in so tako nedostopni posameznim investitorjem. Skladi denarnega trga pa so lahko dostopni malim vlagateljem. Ti vzajemni skladi združujejo sredstva številnih vlagateljev ter nakupujejo različne finančne instrumente denarnega trga v njihovem imenu (Bodie, Kane & Marcus, 2009, str. 24).

Finančni instrumenti denarnega trga so dolžniški finančni instrumenti, ki imajo zapadlost do 1 leta ali manj. Običajno imajo visoko stopnjo likvidnosti, nizek pričakovani donos, ampak tudi nizko stopnjo tveganja. Izdajajo jih družbe in vlade za pridobitev kratkoročnih sredstev. Prvotno so izdani na primarnem trgu po telekomunikacijskem omrežju, ki obvešča vlagatelje, da so na voljo novi finančni instrumenti (Bodie, Kane & Marcus, 2009).

Finančne instrumente denarnega trga ponavadi kupijo družbe, vključno s finančnimi institucijami in vladne agencije, ki imajo na voljo sredstva za kratkoročno obdobje. Instrumenti zagotavljajo likvidnost za vlagatelje, saj se ponavadi prodajajo na sekundarnem trgu in imajo kratek rok zapadlosti. Prav zaradi visoke likvidnosti večina podjetij in finančnih institucij ohranja nekatera imetja finančnih instrumentov denarnega trga (Bodie, Kane & Marcus, 2009).

Madura (2003, str. 134) in Prohaska (2004, str. 19) razlikujeta med naslednjimi finančnimi instrumenti denarnega trga, s katerimi se trguje na ameriških denarnih trgih:

- zakladne menice,
- kratkoročni finančni instrumenti vladnih agencij in lokalnih oblasti,
- komercialni zapisi,
- certifikati o depozitu,
- srednjeročne podjetniške obveznice,
- repo in povratni repo instrumenti,
- bančni akcepti,
- evrovalutni denarni trg,
- medbančni denarni trg,
- izvedeni finančni instrumenti.

#### **1.3.1 Zakladne menice**

Madura (2003, str. 135) pravi, da so zakladne menice ali zakladnice (angl. *Treasury bills* ali krajše *T-bills*) kratkoročni finančni instrumenti, ki jih izda vlada (pri nas ministrstvo za finance),

ko potrebuje sredstva. Njihovo izdajo vodi centralna banka. Zakladne menice so finančni instrumenti denarnega trga z rokom dospelja 13, 26 ali 52 tednov od dneva izdaje. Nominalna vrednost (znesek, ki ga vlagatelji prejmejo ob zapadlosti menice) je bila v preteklosti najmanj 10.000 \$, sedaj pa je vsaj 1.000 \$ ali večkratnik tega števila. Torej gre za diskontni finančni instrument, saj vedno se prodaja z nekim diskontom od njegove nominalne vrednosti. Vrednost zakladnice je odvisna od obrestne mere, razlike med nominalno vrednostjo in nabavno ceno, če jo ima lastnik do zapadlosti. Unovči se lahko na dva načina – kuponski ali diskontni način. Zakladne menice so zanimive za vlagatelje, saj so zavarovane s strani vlade in zato skoraj brez kreditnega tveganja. Ta lastnost zakladnih menic omogoča trgovcem ameriških državnih finančnih instrumentov, da prodajajo zakladnice (prodaja pred zapadlostjo menice) po nekoliko višji ceni na sekundarnem trgu, kot so jih kupili na primarnem. Na primarnem trgu se prodajajo tedensko, enoletne zakladnice pa se izdajajo mesečno.

Običajno je sekundarni trg teh instrumentov najbolj razvit. Zakladnice so na voljo po fiksni ceni, Gostiša (2003, str. 18) pa loči več načinov:

- Javna ponudba, kjer centralna banka te finančne instrumente ponuja po fiksni ceni.
- Tender ponudba, kjer centralna banka določa minimalno tendersko ceno; tisti, ki ponuja več, pa lahko kupi cel sveženj.
- Avkcijska ponudba, kjer je sistem podoben tenderski ponudbi, tisti, ki ponuja višjo ceno, mora odkupiti celoten sveženj
- Direktna ponudba, kjer centralna banka ponuja ali prodaja celotni sveženj neki banki v neposrednih pogajanjih.

Federal Reserve Bank in centralne banke drugih držav pogosto izvajajo začrtano monetarno politiko prav prek intervencij na trgu državnih finančnih instrumentov. Pri t. i. politiki odprtega trga gre za kupovanje oz. prodajanje instrumentov denarnega trga (praviloma zakladnic) z namenom, da bi uravnavali količino denarja v obtoku in dosegali ustrezne ravni obrestnih mer (Prohaska, 2004, str. 20).

### **1.3.2 Kratkoročni finančni instrumenti vladnih agencij in lokalnih oblasti**

Večino vladno-vladnih aktivnosti se financira neposredno z davki ali zadolževanjem na primarnih finančnih trgih, finančne instrumente pa izdajajo tudi različne državne in poldržavne organizacije in podjetja. Vloga teh institucij je finančno posredovanje, saj zbirajo sredstva, da bi posojali naprej. Prevladujejo dolgoročni instrumenti, precejšnje vsote pa se zberejo tudi s kratkoročnimi (običajno diskontnimi) zapisi. Načeloma država ne daje nobene garancije na te finančne instrumente, zato morajo ti prinašati večje donose od zakladnih menic. Vendar pa bi bilo slabo tako z ekonomskega kot tudi s političnega stališča, da bi država dovolila propad teh agencij. Zato so naložbe v te finančne instrumente še vedno zelo varne. V kategorijo kratkoročnih državnih finančnih instrumentov lahko štejemo tudi kratkoročne zapise, ki jih izdajajo nedejavna podjetja in druge institucije, pri katerih za poplačilo obveznosti jamči država (Madura, 2003).

Na denarnem trgu se pogosto zadolžujejo tudi različne državne enote, mesta, javna podjetja in ustanove. Kratkoročni dolžniški finančni instrumenti, ki jih lokalne oblasti izdajajo, da bi financirali tekoče dejavnosti, se imenujejo municipalni zapisi (angl. *Municipal Notes*). Njihova zapadlost je različna – od enega meseca pa do enega leta; poplačilo obveznosti za te finančne instrumente gre iz sredstev, ki jih lokalna enota zbere z davki (Prohaska, 2004).

### 1.3.3 Komercialni zapisi

So kratkoročni dolžniški finančni instrumenti, ki jih izdajo znana, kreditno sposobna podjetja in so običajno nezavarovani. Komercialni zapisi so se uveljavili predvsem kot nadomestek za bančno posojilo. Ponavadi so izdani za zagotavljanje likvidnosti ali financiranje naložb podjetij v inventar ali terjatve. Podjetje z izdajo tega papirja zagotavlja, da bo vrnilo sredstva. To so predvsem podjetja in organizacije z najboljšo boniteto. Če pa jih želi izdati podjetje, katerega rating ni najvišji, to lahko ponudi dodatna jamstva za svoj finančni instrument. Prevladujejo t. i. bančne kreditne linije. V tem primeru za izplačilo jamči banka, kar občutno spremeni tveganost komercialnega zapisa, saj se upošteva boniteta garanta in ne izdajatelja. Minimalna nominalna vrednost komercialnega zapisa je ponavadi 100.000 \$, običajne vrednosti komercialnih zapisov pa so večkratniki 1.000.000 \$. Tipičen čas zapadlosti je med 20 in 45 dnevi, pri nas med 30 in 60 dnevi. Čas dospelja je lahko kratek do 1 dneva, ne sme pa biti daljši od 270 dni (Madura, 2003).

Aktivnega sekundarnega trga za komercialne zapise ni. Vendar je včasih mogoče predčasno prodati instrument nazaj trgovcu, ki ga je prvotno izdal. V večini primerov pa so komercialni zapisi zadržani s strani vlagateljev do zapadlosti. Finančne institucije, kot so finančne družbe in banke, so glavni izdajatelji komercialnih zapisov (Allman-Ward & Sagner, 2003).

Trg komercialnih zapisov je v ZDA večji, bolj razvit od trga državnih finančnih instrumentov oziroma zakladnih menic. Ti instrumenti imajo tudi večji donos od zakladnic, saj so bolj tvegani, zato diskontu dodajo še neko premijo. Na trgu pa se poleg znanih podjetij pojavljajo tudi tista z nižjim ratingom, vendar le, če da banka zanje garancijo (Mayo, 2004).

### 1.3.4 Certifikati o depozitu

Izdajajo jih velike komercialne banke in druge depozitne ustanove kot kratkoročni vir sredstev. So potrdila, da ima neki subjekt pri določeni banki deponirano neko količino sredstev. Najnižja nominalna vrednost je 100.000 \$, najbolj pogosta pa 1.000.000 \$. Za certifikate o depozitu ali prenosljiva potrdila o vezani vlogi (angl. *Negotiable Certificates of Deposit* ali krajše *NCDs*), kot kratkoročna naložbena sredstva, se pogosto odločajo nefinančne družbe. Zapadlost certifikatov se običajno giblje od 2 tednov do 1 leta, pri nas med 3 in 6 meseci. Obstaja tudi terminski certifikat o depozitu, ki traja od 1 do 5 let. Gre za finančni instrument, ki prinaša dohodek dvakrat na leto. Sekundarni trg za te finančne instrumente obstaja in tako ponuja investitorjem nekaj likvidnosti. Vendar pa institucije ne želijo, da njihovi na novo izdani certifikati tekmujejo na trgu z njihovimi že izdanimi certifikati, ki se prodajajo na sekundarnem trgu. Prevelika

ponudba certifikatov jih lahko prisili, da prodajo svoje na novo izdane instrumente po nižji ceni (Madura, 2003).

Certifikat o depozitu se pojavlja v dveh oblikah – kot prenosni ali kot neprenosni finančni instrument. Prenosnega se da prenašati z enega lastnika na drugega in ga je možno unovčiti pred časom dospelja z določenim diskontom. Neposrednega pa se pred časom dospelja ne da unovčiti. Nekateri izdajatelji ponudijo svoje certifikate o depozitu direktno, drugi pa po institucijah, ki so specializirane za izdajo certifikatov o depozitu. Alternativa je tudi prodaja certifikatov trgovcem s finančnimi instrumenti, ti pa jih potem prodajo naprej. Večinski del na novo izdanih certifikatov se najprej proda tem trgovcem. Vendar pa je prodaja neposrednim investitorjem možna po višji ceni (Madura, 2003).

Certifikati o depozitu morajo ponujati premijo, ki je višja od donosnosti zakladnih menic, kot nadomestilo manjše varnosti in likvidnosti. Premije so ponavadi visoke v obdobjih recesije. Premije tudi odražajo tržno dožemanje varnosti celotnega finančnega sistema (Prohaska, 2004).

### **1.3.5 Srednjeročne podjetniške obveznice**

Srednjeročne podjetniške obveznice so nastale kot razširitev trga komercialnih zapisov za daljše ročnosti. Izdajatelj, če to ni banka, registrira svoj prospekt pri SEC (*Securities and Exchange Commission*), pri nas pri ATVP (Agencija za trg vrednostnih papirjev), nato poda stopnje za različne zapadlosti in prodaja svoje instrumente iz police po posredniku ali skupini posrednikov. Srednjeročni podjetniške obveznice se obrestujejo, so finančni instrumenti brez popustov in plačajo na podlagi podjetniških obveznic (Stigum, 1990).

Na začetku se je čas zapadlosti teh instrumentov gibal med 9 meseci do nekaj let. Potem ko so se izdajatelji in vlagatelji navadili trga srednjeročnih podjetniških obveznic, se je čas zapadlosti na novo izdanih obveznic začel podaljševati. Tako je sedaj lahko čas zapadlosti dolg tudi 30 ali 40 let, vseeno pa so ti primeri redki. Skozi čas so se dodajali različni dodatki tem vrstam obveznic, na primer: nekatere obveznice so na odpoklic, nekatere so zavarovane, nekatere imajo variabilne obrestne mere itd. (Stigum, 1990).

Kadar želijo velike banke kupiti vezane depozite na veliko, se običajno obrnejo na trg depozitnih zapisov (angl. *deposit notes*). Na tem trgu banke prodajajo zapise, ki so oblikovani tako, da spominjajo in se prodajajo na sekundarnem trgu kot zapis podjetja ali obveznica, dejansko pa so to bančni depoziti. Dospelost depozitnih zapisov se giblje od 18 mesecev do 5 let. Depozitni zapisi plačajo fiksno obrestno mero, vendar banke želijo variabilno obrestno mero denarja. Kadar banke prodajo depozitne zapise, zato običajno naredijo zamenjavo obrestne mere, ki je popravljena za variabilni del. Tako banke končajo brez potrebnih rezerv in s spremenljivo obrestno mero dolga, ki se ne prenaša kakor kratkoročni certifikati o depozitu (Stigum, 1990).

Bančni zapisi so variante depozitnih zapisov. Banka, ki prodaja bančni zapis, pravi, da pridobljen denar ni depozit, in ji zato ni treba plačati predpisanih zavarovalnih premij. Depozitni in bančni

zapisu so del srednjeročnih zapisov (Stigum, 1990).

### 1.3.6 Repo in povratni repo instrumenti

Z repo instrumentom, reodkupnim sporazumom, repo pogodbo ali samo repo stranka prodaja finančne instrumente drugi s sporazumom, da bo na določen datum odkupila instrumente po določeni ceni. Ime izhaja iz angleške besede *repurchase*, kar pomeni ponoven odkup. Repo posel predstavlja posojilo, zavarovano s finančnimi instrumenti. Če posojiljemalec zamudi s plačilom posojila, finančni instrumenti pripadajo posojilodajalcu. Večina repo poslov zajema državne finančne instrumente, nekateri pa vključujejo tudi druge instrumente, kot so komercialni zapisi in certifikati o depozitu. Pričakovani donos repa je tako določen z razliko med prodajno ceno in dogovorjeno odkupno ceno. Zapadlost se običajno giblje med 1 in 15 dnevi, 1, 3 ali 6 meseci (Allman-Ward & Sagner, 2003).

Repo transakcije se dogovarjajo po telekomunikacijskem omrežju. Trgovci in repo posredniki delujejo kot finančni posredniki za ustvarjanje repo instrumentov za podjetja, ki potrebujejo ali pa imajo višek sredstev. Posredniki za svoje storitve prejmejo provizijo. Lahko pa si podjetje samo najde podjetje, s katerimi ima repo posle, in se tako izogne proviziji. Zato je za podjetja, ki imajo pogosto opravka s temi finančnimi instrumenti, smiselno, da imajo svoj oddelek, namenjen iskanju in izvrševanju repo transakcij. Podjetje lahko prvi dan nastopa kot investitor, drugi dan pa kot posojiljemalec, saj se denarni tok spreminja dnevno. Povratni repo je zrcalna slika repa. Tukaj trgovec najde investitorja, ki drži državne finančne instrumente in jih kupi. Ob tem se dogovorita, da jih proda nazaj na določen datum v prihodnosti in po določeni višji ceni (Mayo, 2004).

Pri repo poslih pogosto sodelujejo banke in druge finančne institucije. Repo se lahko tako uporabi pri kolaterali, s katero se subjekta zavežeta, da bo eden vrnil neki kredit, banka pa mu bo vrnila obveznice, ki jih bo dal v kolateralno. Pri tem obstajajo repo obrestne mere. Sekundarni trg za te instrumente ne obstaja (Prohaska, 2004).

Repo je v zadnjem času eden najbolj uporabljenih instrumentov na večini nacionalnih denarnih trgov, saj pomeni nizko tvegan in zelo likviden kratkoročni finančni instrument, primeren za široko uporabo. V veliki meri ga uporabljajo razni finančni posredniki, in sicer ne le za financiranje svojega portfelja, ampak tudi za kritje primanjkljaja pri določenih finančnih instrumentih in za arbitražo. Predvsem pa je repo vse pomembnejši z vidika vodenja denarne politike države. Centralne banke ga pogosto uporabljajo pri izvajanju politike odprtega trga. Tako je v ZDA, Nemčiji in pravzaprav v vseh državah z razvitim denarnim trgom. Na ta način lahko centralna banka občasno intervenira na denarnem trgu in s tem uravnava količino denarja v obtoku (Madura, 2003).

Čemas (2004) meni, da sta pri nas repo in povratni repo najbolj znani obliki, ki se uvrščata med posle začasne prodaje oz. začasnega nakupa finančnih instrumentov. Teh poslov je v Sloveniji

čedalje več, razlogov za njihovo sklepanje je najverjetneje več, čeprav se pogosto sklepajo z namenom, da bi se izognili kršitvi zakonodaje, predvsem Zakona o gospodarskih družbah in Zakona o prevzemih.

### **1.3.7 Bančni akcepti**

Bančni akcepti ali sprejemnice (angl. *Banker's Acceptances*) pomenijo, da banka prevzame odgovornost plačila v prihodnosti. Navadno se uporabljajo v mednarodnih trgovinskih transakcijah. Izvoznik pošlje blago uvozniku, za katerega nima ocene kreditnega tveganja. V tem primeru vzame banko za poroka. Banka tako olajšuje transakcijo z ožigosanjem prejetega osnutka, ki obvezuje plačilo v določenem času. V zameno pa uvoznik plača banki, kar dolguje izvozniku, zraven pa še določeno premijo za jamstvo banke. Izvozniki lahko držijo bančne akcepte do datuma plačila, raje pa jih z diskontom prodajo nazaj bankam pred zapadlostjo in tako pridobijo gotovino. Investitorjev donos bančnega akcepta je tako podan z razliko med diskontno ceno, plačano za akcept, in količino, dobljeno v prihodnosti. Čas dospelja bančnih akceptov se pogosto giblje od 30 do 270 dni. Vlagatelji so izpostavljeni majhni stopnji kreditnega tveganja, saj obstaja možnost, da bo banka zamudila plačilo. Zato je donos akceptov nad donosom zakladnic kot nadomestilo (Madura, 2003).

Zaradi prodajanja bančnih akceptov pred zapadlostjo obstaja tudi dejaven sekundarni trg za te finančne instrumente. Trgovci odkupijo akcepte od podjetij, ki jih želijo prodati, in jih nato prodajo drugim podjetjem. Trgovčeva ponujena cena je vedno nižja kot pa povpraševanja s strani podjetja (Prohaska, 2004).

Bančni akcepti omogočajo pridobitev dobrin uvoznikom, ne da bi pri tem morali takoj plačati izvoznikom. Šele prodaja akcepta pomeni denarna sredstva za izvoznika. Za te investitorje je torej bolj pomembna kreditna sposobnost bank, ki jamčijo za te akcepte. Zaradi tega je tveganje podobno kot pri certifikatih o depozitu, ki jih izdajo komercialne banke (Gostiša, 2003; Prohaska, 2004).

### **1.3.8 Evrovalutni denarni trg**

Evrotrg je mednarodno tržišče, na katerem poslujejo banke z nedomicilnimi valutami. Njegov glavni pomen in lastnost je, da na tem trgu ni restrikcij s strani nacionalnih monetarnih oblasti. Na evrotrgu se danes trguje s praktično vsemi konvertibilnimi valutami. Na primeru ZDA so evrodolarji dolarsko denominirani depoziti pri ameriških bankah zunaj ZDA ali tujih podružnicah ameriških bank. Z lociranjem zunaj ZDA se izognejo nadzoru ameriški centralni banki. Kljub imenu "evro" ne pomeni, da morajo biti ti računi v evropskih bankah, čeprav se je ravno tu začela praksa sprejemanja dolarsko denominiranih depozitov zunaj ZDA. Večina evrodolarskih vlog je za velike vsote in večina je vezanih vlog z zapadlostjo manj kot 6 mesecev. Različica evrodolarske časovne vloge je evrodolarski certifikat o depozitu. Evrodolarski certifikat o depozitu spominja na certifikat o depozitu domačih komercialnih bank razen, da je zanj odgovorna neameriška podružnica banke, običajno londonska podružnica. Prednost

evrodolarskih certifikatov pred evrodolarskimi časovnimi vlogami je, da lahko imetnik proda sredstva za realiziranje njihovih denarnih vrednosti pred zapadlostjo. Evrodolarski certifikati o depozitu veljajo za manj likvidne in bolj tvegane kot tisti od domačih bank, vendar zato ponujajo visoke donose. Podjetja izdajajo tudi evrodolarske obveznice, ki so dolarsko denominirane obveznice zunaj ZDA, čeprav obveznice niso instrument denarnega trga zaradi dolgoročne zapadlosti (Allman-Ward & Sagner, 2003).

### **1.3.9 Medbančni denarni trg**

Posebno pomemben segment vsakega nacionalnega denarnega trga je medbančni denarni trg. Federal Funds Market (v ZDA) označuje katero koli transakcijo med poslovnimi bankami, ki vključuje nakup ali prodajo likvidnih sredstev, deponiranih pri Federal Reserve Bank. Gre za ameriški sistem vzdrževanja obveznih rezerv. Tako kot ima večina nas vloge v bankah, imajo banke svoje vloge pri centralni banki. Vsaka banka članica centralnobančnega sistema (Federal Reserve System v ZDA) mora ohranjati minimalno ravnovesje v rezervah računa v centralni banki. Potrebno ravnovesje je odvisno od količine vseh vlog bančnih klientov (Bodie, Kane & Marcus, 2003). Minimalno stanje se obračunava za obdobje enega tedna, za razliko od nekaterih drugih držav, kjer je opazovano obdobje 1 mesec (Nemčija, Slovenija).

Sredstva v bančnih rezervah se imenujejo državne rezerve (angl. *Fed Funds*). Nekatere banke imajo več sredstev, potrebnih v centralnobančnem sistemu, druge banke, predvsem velike banke v New Yorku in drugi finančni centri pa imajo večinoma manj rezerv v sistemu. Na trgu vladnih rezerv banke, ki imajo presežek sredstev, posojajo tistim, ki imajo primanjkljaj. Ta posojila, ki so ponavadi transakcije čez noč, so razvrščena po obrestni meri imenovani tečaj vladnih rezerv (Allman-Ward & Sagner, 2003).

### **1.3.10 Izvedeni finančni instrumenti**

V razvitih tržnih gospodarstvih se v zadnjem času pospešeno uvajajo vedno nove oblike finančnega trgovanja. Njihova rast je bila zaradi več dejavnikov izjemno visoka, eden najpomembnejših vzrokov je sekuritizacija različnih oblik premoženja na eni strani ter obveznosti na drugi strani. Vodilna motiva pospešene sekuritizacije sta predvsem želja po razpršitvi tveganja med več investitorji in večja likvidnost naložb. Sortiment instrumentov denarnega trga je postal še širši z nekaterimi izvedenimi finančnimi oblikami, kot so opcije, obrestne zamenjave (angl. *swap*) in drugi terminski posli. Ti instrumenti niso namenjeni zbiranju sredstev, ampak predvsem učinkovitemu upravljanju z že obstoječim kapitalom. Pogosto se jih uporablja skupaj s praviimi instrumenti denarnih in kapitalnih trgov, prvenstveno z namenom zmanjšati tveganje osnovnih instrumentov ter tako znižati stroške financiranja. Z njimi je mogoče tudi špekulirati (Bodie, Kane & Marcus, 2003; Prohaska, 2004).

## 1.4 ZAKONSKA UREDITEV IN DAVČNI VIDIK DENARNIH SKLADOV V ZDA

Rezultat zakona finančnih instrumentov (angl. *Securities Act*) iz leta 1933 v ZDA je, da morajo podjetja, ki ponujajo sklade denarnega trga, zagotoviti vse informacije o le-teh. Poleg tega morajo zagotoviti potencialnim investitorjem prospekte, ki opisujejo naložbeno politiko in cilje skladov. Ameriški zakon o investicijskih družbah (angl. *Investment Company Act*) iz leta 1940 vsebuje številne omejitve, ki preprečujejo navzkrižne interese upravljalcev sklada. Zaslužek, ustvarjen s skladi denarnega trga, se prenese na delničarje skladov v obliki plačil obresti ali pa se pretvori v dodatne delnice. Sklad je v ZDA oproščen zveznih davkov, če razdeli vsaj 90 % svojih prihodkov svojim delničarjem. To davčno pravilo je sestavljeno tako, da se izogne dvojnemu obdavčevanju. Čeprav se lahko sklad izogne zveznemu davku na dohodek, pa so delničarji subjekti davka na dohodek, ki ga prejmejo, ne glede na to, ali je v obliki plačil obresti ali dodatnih delnic (Madura, 2003).

Ameriški SEC (*Securities and Exchange Commission*) skrbi za upoštevanja zakonov denarnih skladov. Skuša zagotavljati minimalno tveganje in zaščito donosov investitorjem. S pravilom 2a-7 določajo, da denarni skladi ne morejo imeti v portfelju finančnih instrumentov, ki zapadejo kasneje kot v 397 dnevih, tehtana povprečna zapadlost portfelja pa ne sme biti daljša od 90 dni. Pravilo določa tudi, da denarni sklad v portfelju ne sme imeti finančnega instrumenta, ki bi presegal 5 % vrednosti vseh sredstev v skladu, če to ni zakladnica Združenih držav ali kratkoročni finančni instrument ameriških državnih agencij (McGowan, 2010).

V ZDA imajo enotno zvezno (nacionalno) zakonodajo, zato je davčno okolje zelo usklajeno. Upravljalci vzajemnih skladov denarnega trga morajo poročati o vseh zaslužkih državni davčni upravi, imenovani *Internal Revenue Service*. Prav tako morajo fizične osebe navesti enake podatke v svojem poročilu o dohodnini, nato pa te podatke primerja državna davčna uprava. V skladu z ustavo v ZDA državna in nacionalna vlada ne moreta obdavčiti ena druge (Investment Company Book, 2009).

## 1.5 ZAKONSKA UREDITEV IN DAVČNI VIDIK DENARNIH SKLADOV V EVROPI

Skladi denarnega trga so v Evropi subjekt zahtev zakonodaje UCITS (Direktiva 85/611/EEC) in zakonodaje v okviru domicilne države denarnega sklada. Posamezne države oziroma njihove davčne oblasti pa obravnavajo vzajemne sklade samo v okviru svojih državnih mej. UCITS<sup>1</sup> tako razvija iniciativo, ki bi zmanjšala razlike pri obdavčitvi vzajemnih skladov. Cilj je koherentno davčno okolje, ki bi bilo nepristransko in ne bi povzročalo utaje davkov. Posamezne države podpirajo takšno razmišljanje, predvsem Francija, Španija in Italija, ki tudi menijo, da je uskladitev nujna. Po drugi strani pa se Velika Britanija, Luksemburg in Nizozemska ne strinjajo z uskladitvijo, ki naj bi bila po njihovem mnenju škodljiva za učinkovite finančne trge. Po

---

<sup>1</sup> UCITS (Undertakings of Collective Investments in Transferable Securities) – je družba za upravljanje, ki koordinira distribucijo in upravljanje vzajemnih skladov med državami znotraj Evropske unije.

njihovem mnenju naj bi to pripeljalo do tega, da bi veliko vlagateljev investiralo izven EU v nerezidenčnih davčnih zavetiščih (The MMF Industry; Khorana, Servaes & Tufano, 2004).

Vzajemni skladi se selijo na območja, kjer so davki za nerezidente minimalni. V Evropi predstavljata Luksemburg in Irska središče DZU predvsem zaradi ugodnih davčnih zakonov in diskretnega bančnega sistema, Luksemburg pa tudi zaradi geografske lege. Največ sredstev v upravljanju v Luksemburgu in na Irskem glede na državo izvora prihaja iz sosednjih držav in ZDA (Khorana, Servaes & Tufano, 2004).

V juliju 2009 sta dve organizaciji – European Fund and Asset Management Association s sedežem v Bruslju in Institutional Money Market Fund Association s sedežem v Londonu – skupaj predlagali klasifikacijski sistem za sklade denarnega trga. Delitev denarnih skladov v 2 bolj obsežni kategoriji na »kratkoročne« in »navadne« sklade naj bi temeljila na podlagi obrestnega tveganja, kreditnega in širjenja kreditnega tveganja ter likvidnostnega tveganja. Predsednik EFAMA Jean-Baptiste de Franssu pravi, da je globalna finančna kriza izpostavila dejstvo, da je razumevanje vlagateljev v te sklade neprimerno, izbira skladov otežena in je zato potrebna nova razvrstitev (Hua, 2009).

## **1.6 ZAKONSKA UREDITEV IN DAVČNI VIDIK DENARNIH SKLADOV V SLOVENIJI**

Po Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje 1 oziroma ZISDU-1 je investicijski sklad denarnega trga investicijski sklad, ki večino prihodkov realizira iz naložb in ima večino sredstev naloženih v instrumente denarnega trga ter v denarnih depozitih.

Premoženje sklada denarnega trga predstavljajo naložbe v tržne finančne instrumente in instrumente denarnega trga, ki so sprejeti ali uvrščeni na organizirane trge v Republiki Sloveniji ali drugod. Isti instrumenti lahko tudi nastopajo na drugem organiziranem trgu v Sloveniji ali v drugih državah. Z denarnimi skladi se lahko trguje le, če je v prospektu sklada zapisano, da izdajatelj zahteva uvrstitev finančnih instrumentov v trgovanje na organiziranem trgu. Prav tako to velja za prodajo skladov na tujih trgih (ZISDU-1).

Družba za upravljanje investicijskega sklada denarnega trga, katerega enote premoženja so predmet naložb, mora imeti dovoljenje pristojnih organov oblasti za upravljanje sklada. Upravljanje in poslovanje sklada mora biti nadzorovano s strani pristojnih nadzornih institucij, ki se ima za kvalitativno in vsebinsko enakovrednega nadzoru, ki ga določa ZISDU in ZTFI (Zakon o trgu finančnih instrumentov). Tudi zaščita vlagateljev ter pravila glede izposojanja, posojanja in prodaje finančnih instrumentov morajo biti v skladu z ZTFI. Obenem mora biti poslovanje skladov predmet poročanja polletnih in letnih poročil in največ 10 % sredstev tega sklada je lahko naloženih v druge investicijske sklade (ZISDU-1).

Sklad lahko nalaga sredstva v denarne depozite pri kreditnih ustanovah, ki lahko imajo sedež v

Republiki Sloveniji ali v drugih državah, kjer veljajo najmanj enako stroga pravila o obvladovanju tveganj in pravila o skrbnosti poslovanja ter varnosti deponentov, kot so določena v Zban-1 (Zakon o bančništvu). Depoziti so lahko na vpogled, odpoklic ali pa vezani, ki zapadejo v največ 12 mesecih in pri katerih izhaja pravica do dviga sredstev pred zapadlostjo (ZISDU-1).

Denarni sklad lahko vlaga v izvedene finančne instrumente ter tem instrumentom enakovredne instrumente, katerih poravnava se vrši z denarnim plačilom, ki se prav tako trgujejo na organiziranem trgu. Nasprotne stranke so v poslih, sklenjenimi na trgu institucionalnih vlagateljev, institucije, ki prav tako poslujejo pod nadzorom, izvedeni finančni instrumenti pa se lahko kadar koli prodajo po pošteni vrednosti (ZISDU-1).

Sklad lahko vlaga tudi v instrumente denarnega trga, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu finančnih instrumentov, ki pa morajo biti likvidni in imeti vrednost, ki se jo da kadarkoli določiti. Izdajajo jih lahko posamezne države, regionalne skupnosti, gospodarske družbe, centralne banke ali druge mednarodne finančne organizacije, ki za njih tudi jamčijo. Izdajajo jih lahko tudi pravne osebe, katerih osnovni kapital in rezerve skupaj znašajo 10 milijonov EUR (ZISDU-1).

### **1.6.1 Davčni vidik**

S 1. januarjem 2005 je začel veljati takrat novi Zakon o dohodnini (ZDoh-1), ki je določal, da se po 1. januarju 2005 med drugimi dohodki davčnega zavezanca obdavči tudi dohodek od njegovega premoženja, kamor poleg dohodka iz oddajanja premoženja v najem, dohodka iz prenosa premoženjskih pravic, obresti in dividend sodi tudi dohodek iz vzajemnih skladov (Strojan, 2005). Sedaj je v veljavi dopolnjeni Zakon o dohodnini (v nadaljevanju ZDoh-2) z zadnjimi spremembami in dopolnitvami 16. 3. 2009.

Davčni zavezanec, ki je v določenem letu unovčil investicijske kupone vzajemnega sklada denarnega trga, mora vložiti napoved za odmero dohodnine od dobička od odsvojitve finančnih instrumentov in drugih deležev ter investicijskih kuponov. Pri tem se dohodek, ki ga zavezanec prejme iz naložb v vzajemni sklad, lahko obdavči kot (odvisno od vrste doseženega dohodka):

1. obresti,
2. dividende ali
3. dobiček iz kapitala.

Kot obresti se, po prvem odstavku 81. člena ZDoh-2, obdavči dohodek, ki ga zavezanec doseže v primeru, ko vzajemni sklad imetnikom investicijskih kuponov deli prihodke sklada v obliki obresti. Davčna osnova so dosežene obresti, če ni s tem zakonom drugače določeno, od katere se izračuna in plača dohodnina po stopnji 20 % in se šteje kot dokončen davek (Mohorič, 2006; ZDoh-2).

Kot dividende se, po 3. točki četrtega odstavka 90. člena ZDoh-2, obdavči dohodek, ki ga

zavezanec doseže v primeru, ko vzajemni sklad imetnikom kuponov deli čisti dobiček ali druge prihodke sklada. Davčna osnova je dosežena dividenda, če ni s tem zakonom drugače določeno (prvi odstavek 91. člena ZDoh-2), od katere se izračuna in plača dohodnina po stopnji 20 % in se šteje kot dokončen davek (prvi odstavek 132. člena ZDoh-2).

Dohodek, ki ga zavezanec doseže z odsvojitvijo investicijskega kupona, tj. tudi z unovčitvijo kupona ali z izplačilom sorazmernega dela likvidacijske mase v primeru likvidacije vzajemnega sklada, pa se obdavči po pravilih, ki veljajo za obdavčevanje dobička iz kapitala. Davčna osnova, po prvem odstavku 97. člena ZDoh-2, od dobička iz kapitala je razlika med vrednostjo kapitala ob odsvojitvi in vrednostjo kapitala ob pridobitvi (Mohorič, 2006; ZDoh-2).

Od dobička iz kapitala se, po 132. členu ZDoh-2, dohodnina izračuna in plača od davčne osnove, ugotovljene v skladu z določbami poglavja III.6. tega zakona, po stopnji 20 %, ki se vsakih pet let imetništva kapitala znižuje in znaša po dopolnjenih (Davčna obravnava dohodkov vzajemnih skladov denarnega trga, 2008):

1. petih letih imetništva kapitala: 15 %,
2. desetih letih imetništva kapitala: 10 %,
3. petnajstih letih imetništva kapitala: 5 %.

V primeru, da je investitor v vzajemni sklad denarnega trga pravna oseba, se dobiček ob prodaji enot šteje med prihodke pravne osebe in je podvržen Zakonu o davku od dobička pravnih oseb 2 (ZDDPO-2). Pravne osebe v primeru pozitivnega celotnega rezultata poslovanja prikažejo dobiček v izkazu uspeha podjetja. V tem primeru se dobiček od prodaje enot šteje med prihodke pravne osebe. Po tem zakonu davek znaša 15 % na osnovo (Mohorič, 2006; ZDoh-2).

Dividende se izvzamejo iz davčne osnove (po ZDDPO-2) prejemnika, če je izplačevalec (Mohorič, 2006):

- zavezanec za davek pravnih oseb;
- za davčne namene rezident v državi članici EU v skladu s pravom te države in se v skladu z mednarodno pogodbo o izogibanju dvojnega obdavčevanja dohodka, sklenjene z državo nečlanico EU, ne šteje kot rezident izven EU; če je poleg tega zavezanec za enega od davkov, v zvezi s katerimi se uporablja skupen sistem obdavčenja, ki velja za matične družbe in odvisne družbe iz različnih držav članic EU;
- zavezanec za davek od dohodka oziroma dobička, primerljivega z davkom po tem zakonu, ki ni rezident države, v primeru poslovne enote pa se ta nahaja v državi, v kateri je povprečna nominalna stopnja obdavčitve dobička družb nižja od 12,5 %.

## **1.7 PREDNOSTI IN SLABOSTI SKLADOV DENARNEGA TRGA**

Skladi denarnega trga so koristni za institucionalne investitorje in podjetja, ki potrebujejo del svojih naložb likvidnih za namene, kot so izdatki za plače. Na običajnih trgih je neto vrednost sredstev sklada 1 USD preveč konzervativna, da bi igrala veliko vlogo v večini portfeljev.

Vendar pa so se, zaradi slabega nastopa drugih vrst premoženja, skladi denarnega trga zavihteli na rekordno raven v smislu gledanja podjetij na zaščito njihovega premoženja (Morgan, 2009).

- **LIKVIDNOST**

Denarni skladi nudijo hiter dostop do sredstev. Vsi skladi se smatrajo za likvidne, saj je čas zapadlosti finančnih instrumentov, v katere vlagajo, dovolj kratek, da se lahko te finančne instrumente klasificira za ekvivalentne denarju (Bogle, 1999).

- **STABILNOST**

V ZDA mora večina skladov vlagati 95 % vseh sredstev v najkvalitetnejše kratkoročne finančne instrumente, kot so npr.: zakladnice Združenih držav ali pa privatni finančni instrumenti, ki se ponašajo z najvišjimi kreditnimi ocenami vsaj dveh od petih glavnih agencij za ocenjevanje vrednostnih papirjev. Skladi denarnega trga so najmanj tvegani instrumenti med vsemi vzajemnimi skladi, ker investirajo v kratkoročne, visoko kvalitetne finančne instrumente denarnega trga (Benefits of Money Market Funds).

- **RAZPRŠITEV PREMOŽENJA**

Skladi denarnega trga, kot tudi ostali vzajemni skladi, svoje premoženje razpršijo med veliko število različnih finančnih instrumentov. S tem zmanjšajo t. i. nesistematično tveganje na minimalno raven (Bogle, 1994).

- **DOSTOPNOST**

Namenjeni so tako malim kot velikim investitorjem, saj je v željeni denarni sklad mogoče investirati že z nakupom 1 enote premoženja sklada, v nasprotju s posameznimi finančnimi instrumenti denarnega trga, ki zahtevajo relativno visoke denarne vložke (Stigum, 1990).

- **UPRAVLJANJE Z NALOŽBAMI**

Poleg tega, da so dostopni vsem, so skladi denarnega trga vodeni s strani DZU. DZU skušajo s pravo naložbeno politiko kar najbolje naložiti sredstva v upravljanju. Razpolagajo z znanjem, ki ga navaden investitor ponavadi nima. Je ena pomembnejših lastnosti vseh vzajemnih skladov, saj DZU privarčujejo denar predvsem posameznikom in pa malim podjetjem, ki si ne morejo privoščiti lastnega finančne svetovalca (Madura, 2003).

- **PREGLEDNOST**

Vlaganje v sklade denarnega trga je zelo pregledno, saj je investitorju v vsakem trenutku znano, koliko je vredno njegovo premoženje. DZU obvešča investitorje tudi o kakršnih koli spremembah v sestavi skladov (Madura, 2003).

- **PRILAGODLJIVOST**

Posameznik ali podjetje lahko kadar koli vplača želeni znesek (vložek je odvisen le od vlagatelja) v denarni sklad. Edina omejitev je minimalni vložek, ki je enak eni investicijski točki (KD MM).

Investitorji v delnice in obveznice lahko izkoristijo sklade denarnega trga kot kratkoročno parkirišče sredstev, medtem ko iščejo investicijske priložnosti. Lahko pa uporabijo denarne sklade za prejete obresti in dividende in tako izkoristijo dodatne donose (Who Can Benefit From Money Market Funds).

- **MOŽNOST POSLOVANJA S ČEKI**

V ZDA je ta možnost ena najpomembnejših lastnosti denarnih skladov. Pri plačevanju s čeki DZU ponavadi ne zaračunavajo provizije, določijo pa minimalen znesek, da se izognejo prevelikim stroškom s čeki. Nekateri skladi v ZDA dovoljujejo celo neomejeno pisanje čekov za vodenje osebnega računa. Nekateri skladi pa omogočajo celo uporabo debetnih kartic za dvig denarja kar z bankomata (Madura, 2003).

- **NIZKA ZAČETNA INVESTICIJA**

Finančni instrumenti denarnega trga imajo ponavadi visoke minimalne investicijske zahteve, in tako predstavljajo težavo za večino individualnih vlagateljev. Skladi denarnega trga pa imajo izdatno nižje zahteve, ki so ponavadi celo nižje od začetne investicije povprečnega vzajemnega sklada. Kot taki nudijo vlagateljem izkoristek varnosti ob nizki investiciji (Loth, 2010).

- **JAMSTVO**

Pri nobeni obliki denarnega sklada vložena sredstva niso zajamčena. Kljub temu da skladi vlagajo v najbolj kakovostne finančne instrumente, to ne pomeni, da niso možni negativni donosi (Madura, 2003).

- **KRATKOROČNI CILJI**

Skladi denarnega trga zasledujejo kratkoročne cilje in so namenjeni izključno temu. Zaradi nizkih donosov (4 do 6 %) je daljše držanje sredstev v teh skladih nesmiselno zaradi inflacije. Dolgoročno držanje sredstev bi tako pomenilo izgubo kupne moči (Money Market Funds Explained).

- **STROŠKI IN PROVIZIJE**

Denarni skladi imajo redne stroške, upravljavsko provizijo, skrbniško provizijo in druge zakonsko dopustne stroške. Obstajajo pa lahko tudi stroški pri vstopu in izstopu, vstopna in izstopna provizija (Jakhel, 2006).

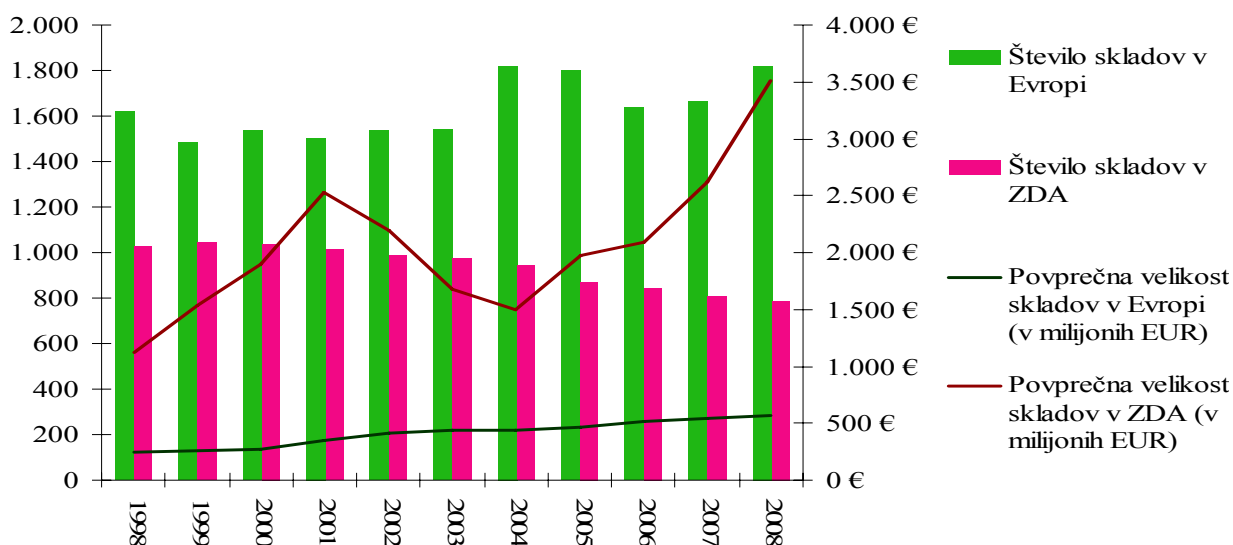
- **ŠTEVILO SKLADOV**

Ob vse večjem številu denarnih skladov imajo investitorji težko delo pri odločanju, v kateri sklad naložiti svoje prihranke. Trg denarnih skladov postaja tako vse manj pregleden, boj za vlagatelje med DZU pa vse ostrejši (Madura, 2003).

## 2 SKLADI DENARNEGA TRGA V ZDA IN EVROPI

Svetovni trg vzajemnih skladov denarnega trga je bil še bolj kot trg vseh vzajemnih skladov koncentriran na ameriški trg. Ta je z 2.842 milijardami EUR v sredstvih predstavljal kar 68 % svetovnega deleža. Sredstva v sklade denarnega trga v Evropi so znašala 1.024 milijardami EUR, kar zadostuje 25 % svetovnega trga, ter Azijski in Pacifiški trg, ki je z 275 milijardami EUR predstavljal 7 % (Efama Fact Book, 2009).

Slika 1: Število in povprečna velikost skladov denarnega trga v Evropi in ZDA po posameznih letih v obdobju od 1998 do 2008



Vir: Investment Company Fact Book, 2009; Efama Fact Book, 2009.

S Slike 1 je razvidno, da ima ZDA kljub večji količini sredstev, naloženih v sklade denarnega trga, manj skladov kot Evropa. Leta 2008 je bilo v Evropi 1820 registriranih skladov denarnega trga, v ZDA pa le 784. Za ZDA je to število skladov najmanjše v preučevanem obdobju, za Evropo pa največje. Nasploh je trend pri ZDA zmanjševanje števila skladov, v Evropi pa večanje. Po danih podatkih je bilo v letu 2008 povprečno naloženih približno 3.512 milijonov EUR sredstev v posamezen sklad v ZDA in 563 milijonov EUR sredstev v posamezen sklad v Evropi. Pri pretvorbi USD v EUR so upoštevani prometni tečaji s kalkulatorjem Historic Exchange Rate v preučevanem obdobju (od 1998 do 2008) na dan 31. 12.

### 2.1 SREDSTVA V SKLADIH DENARNEGA TRGA V ZDA

Skladi denarnega trga so ob koncu leta 2008 predstavljali 40 % vseh sredstev v vzajemnih skladih v ZDA. Delniški vzajemni skladi so sestavljali 39 % vseh sredstev, kar je najmanjši delež od leta 1994. Ameriški delniški skladi, ki vlagajo predvsem v delnice ameriških družb, so v letu 2008 predstavljali 30 % celotnega premoženja v industriji, mednarodni delniški skladi, ki investirajo predvsem v tuje (neameriške) korporacije, pa so predstavljali še ostalih 9 %. Obvezniški skladi (16 %) in mešani skladi (5 %) pa so zavzemali preostanek celotnega premoženja trga vzajemnih skladov v ZDA (Investment Company Fact Book, 2009).

Sestava skladov se iz leta v leto spreminja. Različni finančni instrumenti zavzemajo različne deleže v celotni sestavi in ti nihajo iz leta v leto. Vrsta instrumenta in višina (gledano v celoti) vrednosti sta predvsem odvisni od gospodarskega stanja, v katerem se država nahaja. Če izvzamemo gospodarska nihanja, je trend sestave skladov zelo podoben. Predvsem pa je v stanju močnega gospodarstva več povpraševanja po skladih kot odkupov, kar tudi kaže trend večanja celotnih sredstev skladov denarnega trga iz leta v leto (Kalwarski, 2009).

Novi neto denarni tokovi v ameriške sklade denarnega trga so ostali močni, predvsem tisti v ameriške državne finančne instrumente, ki odražajo beg sredstev investorjev v bolj varne naložbe kot odgovor na poglobljanje krize na finančnih trgih. Globalna kreditna kriza, ki se je začela s krizo hipotekarnega trga v ZDA, je udarila po stanovanjskih, delniških in obvezniških trgih. Samo gospodinjstva v ZDA so utrpela padec 13 bilijonov USD v svojih finančnih in stanovanjskih premoženjih, odkar se je kriza začela. Zato ni čudna selitev sredstev v bolj varne naložbe, kot so vladni finančni instrumenti (Investment Company Fact Book, 2009).

### 2.1.1 Celotna vrednost sredstev skladov denarnega trga v ZDA

V ZDA poznajo obdavčene in neobdavčene sklade denarnega trga. Obdavčeni skladi denarnega trga se delijo na obdavčene sklade kratkoročnih državnih finančnih instrumentov (angl. *taxable government money market funds*) in na obdavčene sklade kratkoročnih nedržavnih finančnih instrumentov (angl. *taxable nongovernment money market funds*). Neobdavčeni skladi denarnega trga pa investirajo v občinske obveznice in se delijo na državno neobdavčene sklade (angl. *state tax-exempt money market funds*) in nacionalno obdavčene sklade (angl. *national tax-exempt money market funds*). Pri državno neobdavčenih skladih ni potrebno plačilo davka tako na zvezni kot državni ravni, pri nacionalno neobdavčenih pa ni potrebno plačilo davka samo na zvezni ravni (Bogle, 1999).

Pri izbiranju med obdavčenim in neobdavčenim denarnim skladom je pomembno ugotoviti, ali je privarčevani znesek neobdavčenega sklada dovolj za nadomestitev nižjega donosa v primerjavi z obdavčenim skladom. Običajno prinašajo neobdavčeni skladi denarnega trga nižje donose kot obdavčeni, odkar je davčna obremenitev toliko manjša. Za primerjavo med obema vrstama skladov je potrebno donosnost neobdavčenega denarnega sklada spremeniti v ekvivalentno obdavčeno donosnost z naslednjo formulo (Loth, 2010):

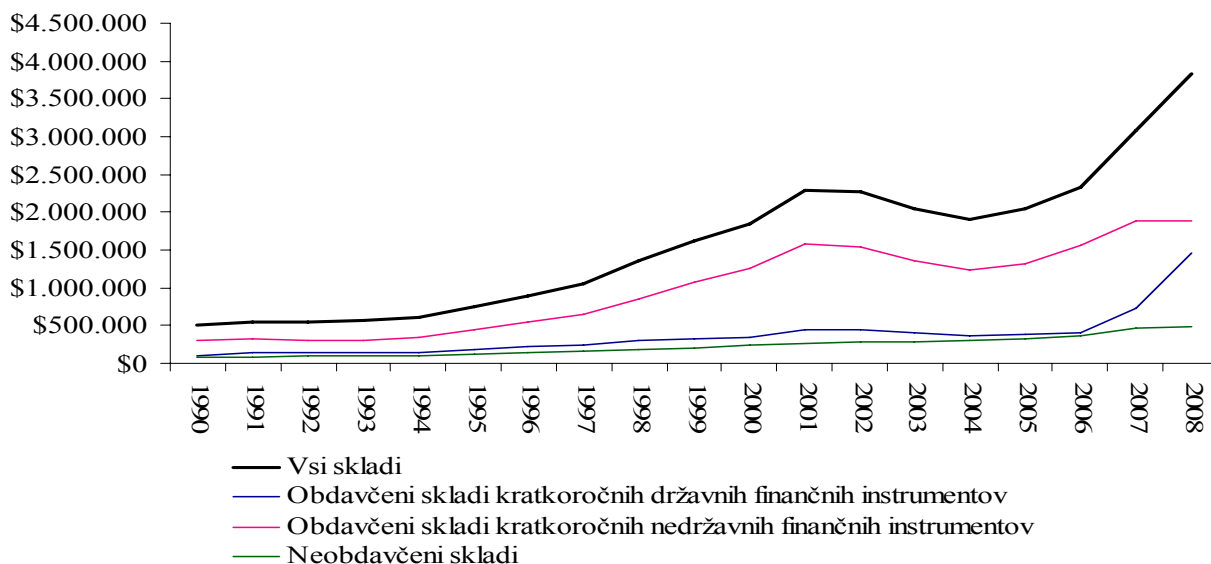
$$\text{obdavčena ekvivalentna donosnost} = \text{neobdavčena donosnost} / (1 - \text{mejna davčna stopnja})$$

Vendar pa so nekatere primerjave skladov v letu 2008 pokazale, da se je zgodilo ravno obratno. Ameriški obdavčeni denarni sklad Vanguard, ki vloga samo v državne zakladnice, je imel 29. septembra 2008 letno donosnost 1,65%, medtem ko je imel primerljiv neobdavčen denarni sklad Vanguard ob istem času 5,67% letno donosnost (Farell, 2008).

Vsa sredstva v denarnih skladih v ZDA so se v preučevanem obdobju od leta 1990 do 2008

povečala za 7,7-krat. Najhitrejšo rast beležimo prav v zadnjih nekaj letih, in sicer od leta 2006 do 2008 je vrednost vseh sredstev porasla za približno 64 %. Neobdavčeni skladi denarnega trga so bili leta 2008 vredni 491.460 milijonov USD (Slika 2).

*Slika 2: Celotna sredstva v skladih denarnega trga v ZDA v obdobju od 1990 do 2008 (v milijonih USD)*



*Vir: Investment Company Fact Book, 2009.*

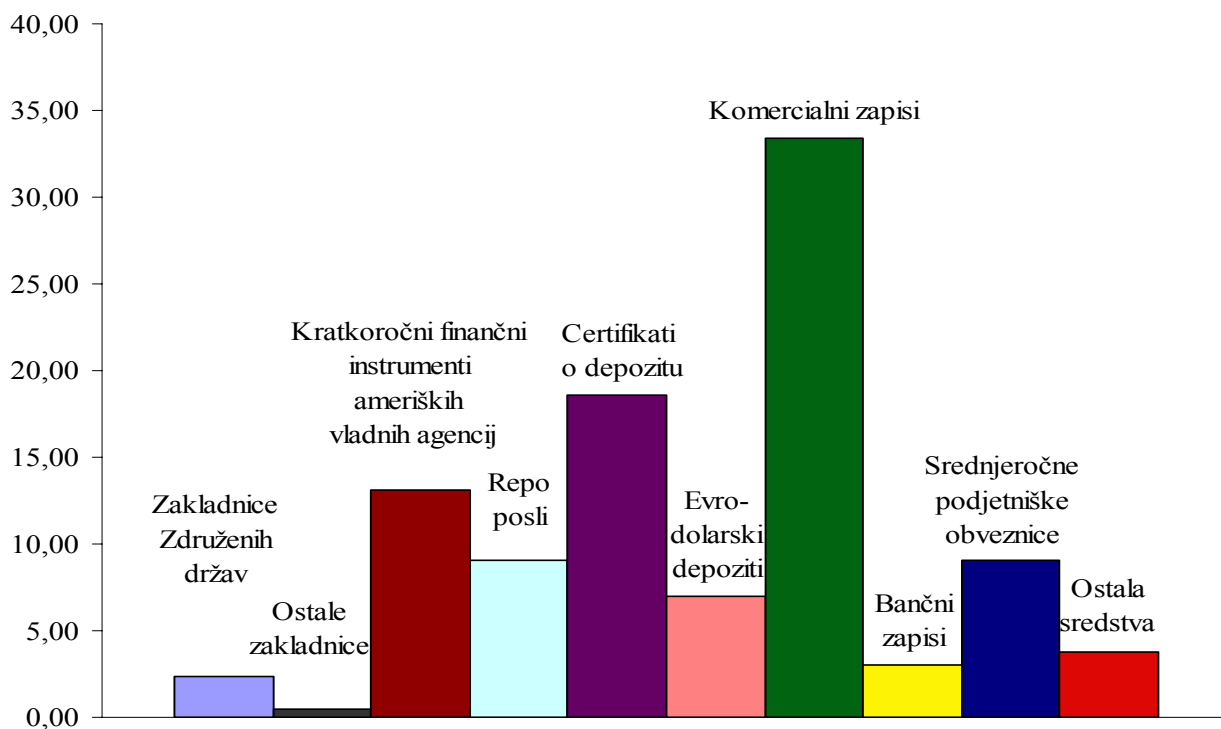
V obdobjih recesije se delež zakladnic v denarnih skladih ponavadi poveča, delež bolj tveganih finančnih instrumentov pa se zmanjša. Povečajo se torej naložbe v obdavčene sklade kratkoročnih državnih finančnih instrumentov, kar je razvidno s Slike 2. Pri Investment Company Institute tako pravijo, da se je zaradi poglobljanja krize v letu 2008 povečala negotovost glede kakovosti kreditov podjetij, s tem pa se je povečalo povpraševanje po skladih denarnega trga, ki nalagajo svoja sredstva le v državne zakladnice in v instrumente vladnih agencij. Hkrati pa se je pri mnogih skladih zaradi pomanjkanja likvidnosti na trgu komercialnih zapisov zmanjšal delež teh finančnih instrumentov. V zadnjem četrtletju 2008 se je delež komercialnih zapisov v skladih zopet zvišal, predvsem kot odgovor na vladne programe, ki želijo spodbujati likvidnost na trgu komercialnih zapisov in denarnem trgu na splošno. Vseeno pa je bil delež komercialnih zapisov konec leta 2007 višji v primerjavi s tistim s konca leta 2008. Investitorji so po novem želeli s premoženjem krite komercialne zapise in tako je ponudba teh upadla za 11 %.

### **2.1.2 Obdavčeni skladi kratkoročnih nedržavnih finančnih instrumentov**

Obdavčeni skladi kratkoročnih nedržavnih finančnih instrumentov investirajo predvsem v komercialne zapise podjetij z najvišjimi ratingi, certifikate o depozitih ter bančne zapise. Ta sestava kaže pomembnost vsakega tipa sredstev na splošno in ne predstavlja tipične sestave določenega sklada (Bogle, 1999).

S Slike 3 je razvidno, da so imeli komercialni zapisi tudi v letu 2008 največji delež pri sestavi, in sicer 33,4 % od približno 1.890 milijard USD vredne ameriške industrije nevladnih skladov denarnega trga. Drugi največji delež predstavljajo certifikati o depozitu z 18,6 %. Kratkoročni finančni instrumenti ameriški vladnih agencij zasedajo 13,1 % vseh sredstev, sledijo še repo posli in srednjeročne podjetniške obveznice z 9,1 % ter evrodolarski certifikati o depozitu z 7,0 %. Najmanjši deleži pripadajo zakladnim menicam Združenih držav (2,4 %), ostalim zakladnicam (0,5 %), bančnim zapisom (3,0 %) in ostalim instrumentom (3,8 %).

Slika 3: Sestava sredstev obdavčenih nevladnih skladov denarnega trga v ZDA v letu 2008 (v %)



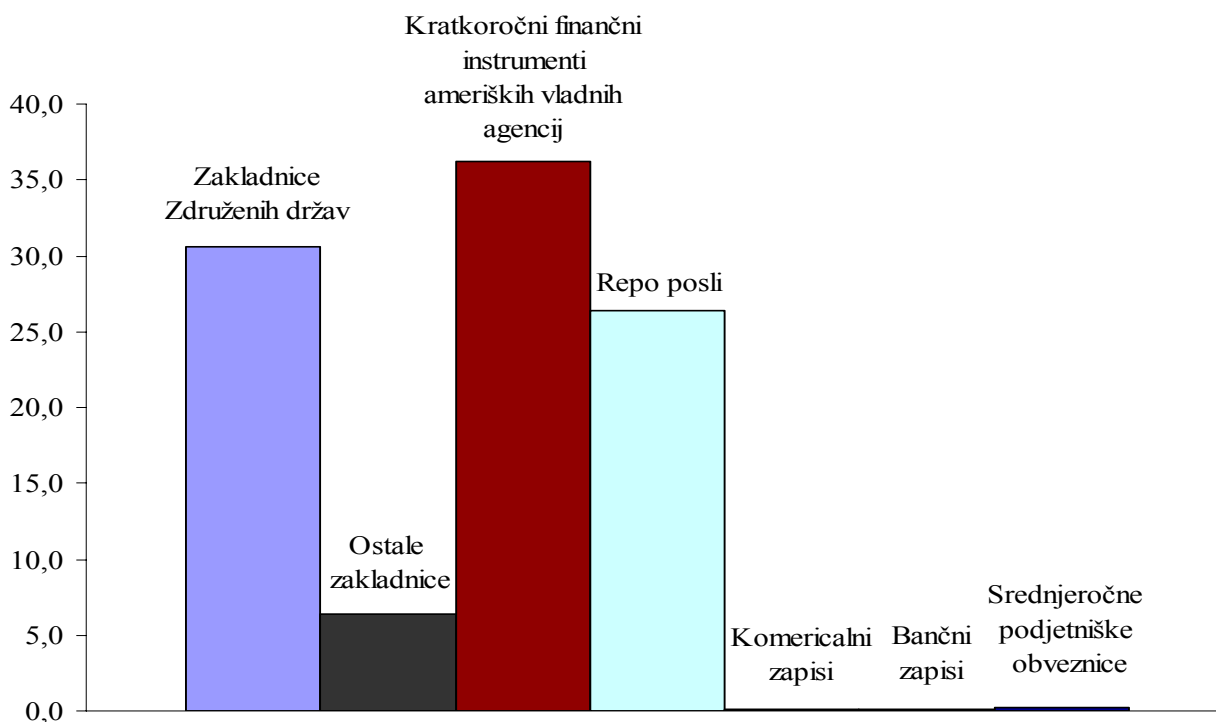
Vir: Investment Company Fact Book, 2009.

### 2.1.3 Obdavčeni skladi kratkoročnih državnih finančnih instrumentov

Obdavčeni skladi kratkoročnih državnih finančnih instrumentov vlagajo svoja sredstva predvsem v kratkoročne finančne instrumente vladnih in državnih agencij oziroma v vse finančne instrumente, ki imajo jamstvo države (Bogle, 1999).

V letu 2008 so več kot 90 % vseh sredstev v ameriških vladnih skladih denarnega trga predstavljali ameriške zakladnice, kratkoročni finančni instrumenti ameriških vladnih agencij in repo posli. Največji delež, kot prikazuje Slika 4, je pripadel finančnim instrumentom vladnih agencij in je znašal 36,2 %. Ameriške zakladnice so predstavljale 30,6 % vseh sredstev, repo posli pa 26,4 %. Poleg ameriških zakladnic so tu še ostale zakladnice, ki so dosegle 6,4 %. Sledijo še srednjeročne podjetniške obveznice z 0,2 % ter bančni zapisi in komercialni zapisi z 0,1 %. Ostali finančni instrumenti so posamezno dosegli manj kot 0,0 % vrednosti.

Slika 4: Sestava sredstev obdavčenih vladnih skladov denarnega trga v ZDA v letu 2008 (v %)

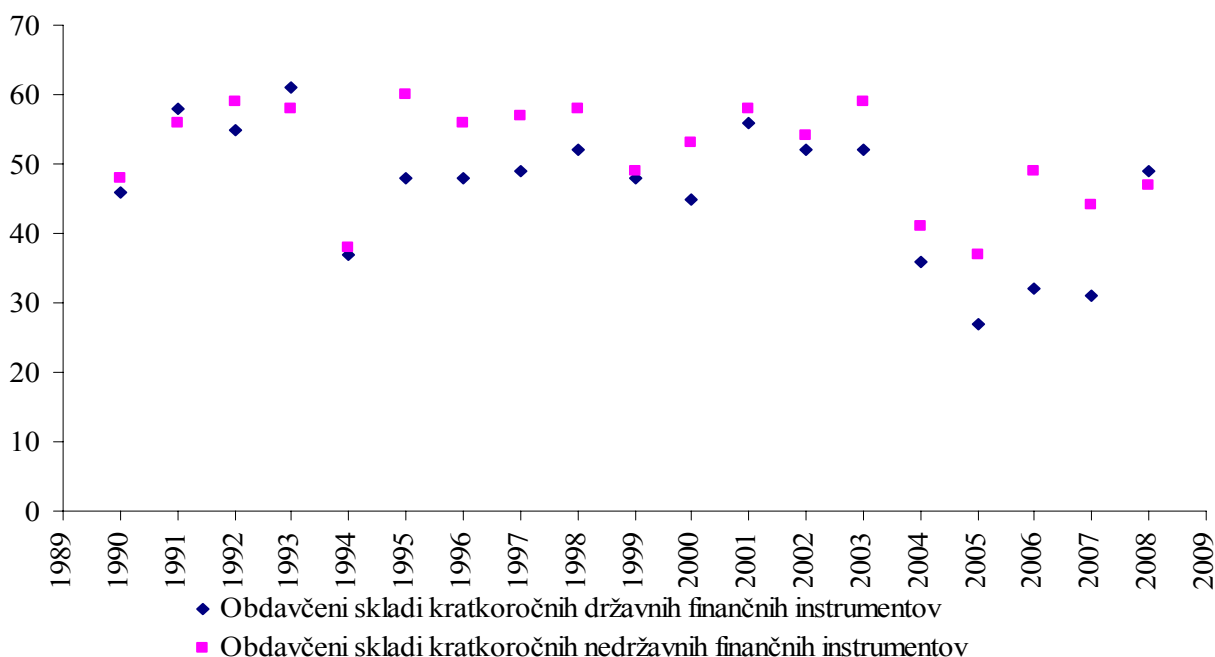


Vir: Investment Company Fact Book, 2009.

#### 2.1.4 Zapadlost skladov denarnega trga v ZDA

Povprečna zapadlost je določena z individualno zapadlostjo sredstev, prilagojenih glede na njihovo relativno vrednost. V sredini 70. je bila povprečna zapadlost relativno dolga. S povečevanjem obrestnih mer se je donos skladov počasneje prilagajal, saj so bile mere za obstoječa sredstva fiksne. Skladi denarnega trga, ki so imeli krajši čas zapadlosti, so se hitreje prilagajali višjim obrestnim meram. Do konca 70. se je čas zapadlosti prepolovil in tako je lahko večina skladov izkoristila visoke kratkoročne obrestne mere leta 1981. V 80. letih prejšnjega stoletja je bil povprečen čas zapadlosti 40 dni (Madura, 2003). Od takrat pa se je povprečna zapadlost povečala in sredi 90. znašala okoli 60 dni (Slika 5). Leta 2008 se je povprečna zapadlost obdavčenih skladov kratkoročnih državnih finančnih instrumentov gibala okoli 49 dni, povprečna zapadlost obdavčenih skladov kratkoročnih nedravnih finančnih instrumentov pa okoli 47 dni.

Slika 5: Povprečna zapadlost obdavčenih skladov denarnega trga v ZDA v obdobju od 1990 do 2008 (v dnevih)



Vir: Investment Company Fact Book, 2009.

### 2.1.5 Denarni skladi, ki jih uporabljajo veliki investitorji

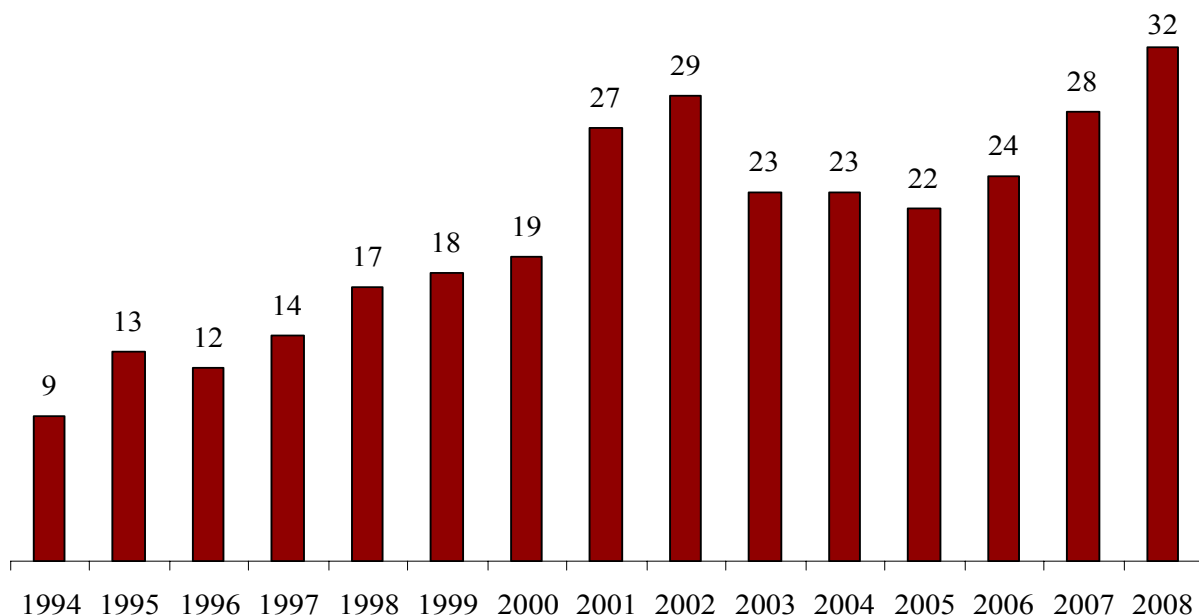
Denarni skladi v ZDA, ki jih uporabljajo podjetja, pokojninski skladi, državne in lokalne oblasti ter drugi večji investitorji, so imeli 525 milijard USD prilivov v letu 2008, v letu 2007 pa 438 milijard USD. Pritoke v te denarne sklade je spodbudilo več dejavnikov. Prvič: kratkoročne obrestne mere so se občutno znižale, potem ko je Federal Reserve ublažil denarno politiko. Prilivi v denarne sklade, v katere vlagajo podjetja, se ponavadi povečajo, kadar se znižajo obrestne mere, saj gibanje donosov na te sklade ponavadi zaostaja za obrestnimi merami in so torej višji od donosov na konkurenčne izdelke (Investment Company Fact Book, 2009).

Drugič: pretresi in nelikvidnost na kreditnih trgih, ki se je začela v avgustu 2007 in okrepla v 2008, naj bi verjetno spodbudila poslovne finančnike k še večji uporabi denarnih skladov. Nekateri finančniki so zgrabili priložnost in preusmerili del likvidnih sredstev družb od direktnih nakupov kratkoročnih sredstev proti denarnim skladom. Ob koncu leta 2008 so nefinančna podjetja v ZDA držala rekordnih 32 % (Slika 6) svojih kratkoročnih sredstev v skladih denarnega trga (Investment Company Fact book, 2009).

Tretji dejavnik je slabšanje kreditne kvalitete podjetij na splošno. Izgube Primary Fund-a v septembru 2008 so sprožile dvome pri drugih investitorjih v sklade kratkoročnih nedržavnih finančnih instrumentov, če so ti zmožni pri ohranjanju neto vrednosti sredstev 1 USD. Zaradi teh dvomov in širše skrbi za stabilnost ameriških in evropskih finančnih institucij so investitorji poiskali likvidnostne in varne denarne sklade, ki vlagajo predvsem v državne finančne

instrumente. Ob koncu leta 2008 so skladi kratkoročnih državnih finančnih instrumentov predstavljali 52 % celotnih sredstev obdavčenih denarnih skladov, ki jih uporabljajo večji investitorji, v primerjavi s koncem leta 2007, ko so ti predstavljali 34 % (Investment Company Fact Book, 2009).

Slika 6: Delež vseh kratkoročnih sredstev ameriških nefinančnih družb v denarnih skladih (v%)



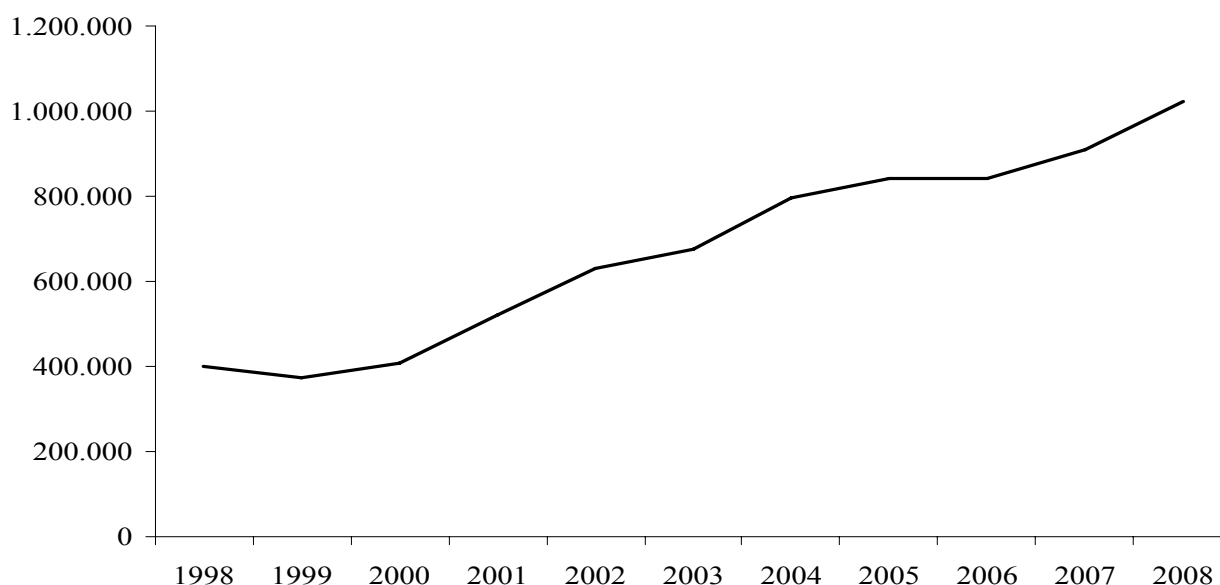
Vir: Investment Company Fact Book, 2009.

## 2.2 SREDSTVA V SKLADIH DENARNEGA TRGA V EVROPI

Vrednost vseh sredstev v skladih denarnega trga v Evropi (Slika 7) se je skoraj v celotnem obdobju od 1998 do 2008 povečevala. V celotnem obdobju sredstva merijo 156% rast in so konec leta 2008 znašala približno 1.024 milijard EUR.

V obdobju od 2004 do 2006 so ostale investicije v sklade denarnega trga skromne, saj so investitorji raje vlagali v kapitalske in uravnotežene sklade in tako maksimalno koristili rastoče delniške trge. Z začetkom finančne krize v letu 2007 so skladi denarnega trga utrpeli škodo zaradi izhlapevanja likvidnosti na denarnih trgih in strahu, da so bili vsi skladi denarnega trga izpostavljeni strupenim finančnim instrumentom. Skladi denarnega trga so v letu 2008 močno povečali svojo vlogo, potem ko so dvomi o neustreznih finančnih instrumentih izginili in so tako potrdili svojo tradicionalno vlogo varnega zatočišča za vlagatelje, ki iščejo zaščito pred nestabilnostjo finančnih trgov (European Fund and Asset Management Association, 2009).

Slika 7: Celotna neto sredstva v skladih denarnega trga v Evropi v obdobju od 1998 do 2008 (v milijonih EUR)



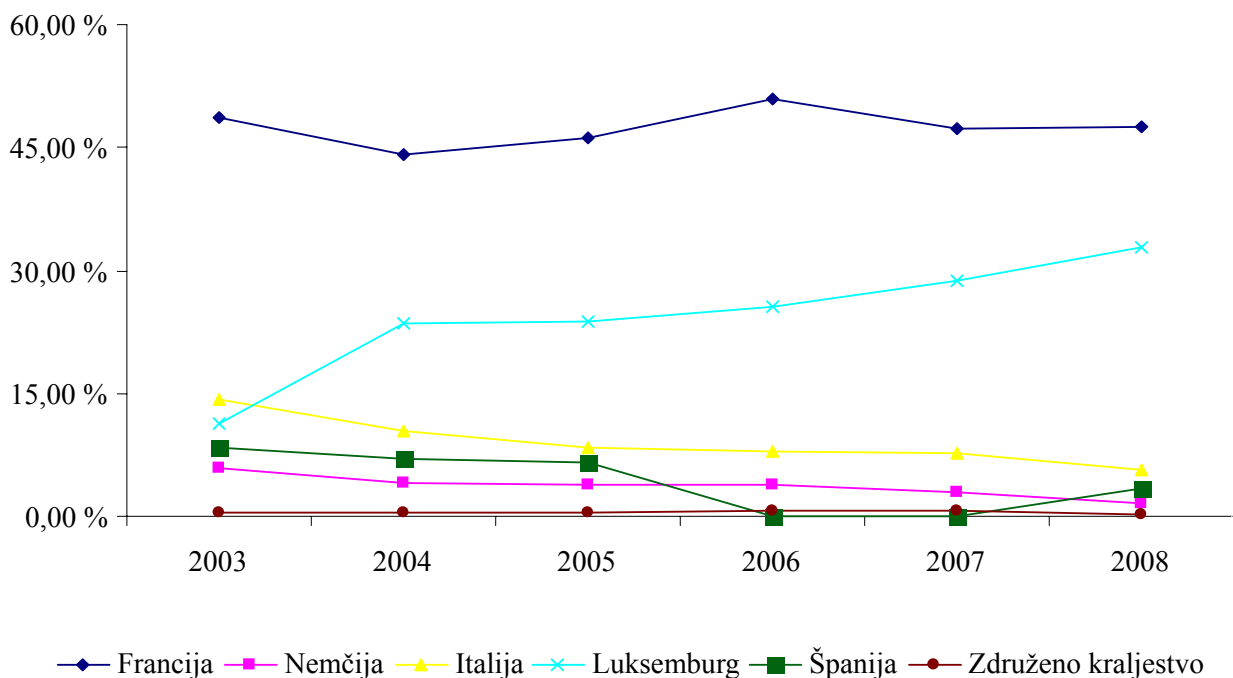
Vir: Efama Fact Book, 2009, str. 304.

Skladi denarnega trga so še naprej uživali naraščajoče povpraševanje v letih 2007 in 2008, zahvaljujoč rasti obrestnih mer in spremenljivih razmer na trgu. Vendar pa se je rast neto prodaj v letu 2007 upočasnila zaradi že omenjenega strahu investitorjev pred izpostavljenostjo skladov denarnega trga strupenim sredstvom in v letu 2008 zaradi poslabšanja likvidnostne krize ter zaradi strahu pred kreditnimi izgubami in izgubami v poslovanji z nasprotno stranko, po stečaju Lehman Brothers (Investment Company Fact Book, 2009).

S Slike 8 je razvidno, da je trg denarnih skladov še vedno daleč najbolj koncentriran segment UCITS-a, kjer sta imeli Francija in Luksemburg tržni delež 47,6 % in 32,7 % ob koncu leta 2008. Irska je izvzeta iz te analize zaradi zloma irskega domačega UCITS-a konec leta 2008. Vendar pa je na podlagi informacij o domicilnih skladih denarnega trga možno reči, da so bile najpomembnejše države ob koncu leta 2008 tri: Francija (488 milijard EUR), Luksemburg (355 milijard EUR) in Irska (319 milijard EUR).

Francija ima največji tržni delež sredstev v denarnih skladih, zato je v nadaljevanju predstavljeno, kateri investitorji imajo v lasti največji delež sredstev v skladih denarnega trga v Franciji. Korporacije držijo v lasti 27,8 % vseh sredstev v domačih denarnih skladih; največji delež (30,2 %) imajo investicijski skladi; sledijo še zavarovalnice s 13,6 % in gospodinjstva s 7,8 % (Efama Fact Book, 2009).

Slika 8: Največji tržni deleži skladov denarnega trga evropskih držav v obdobju od 2003 do 2008 (v %)



Vir: Efama Fact Book, 2009, str. 35.

### 3 SKLADI DENARNEGA TRGA V SLOVENIJI

Prvi denarni sklad, ki je bil na voljo pri nas, se je imenoval Capital Invest Euro Cash, upravljal ga je Capital Invest, pri nas pa distribuirala in tržila Bank Austria CA. Sklad je kot prvi pri nas ledino zaoral marca 2005. Ta sklad deluje še danes pod imenom Pioneer Funds Austria Euro Cash (Kačič, 2006). Danes (12. 1. 2010) je bilo na slovenskem trgu 9 denarnih skladov; 2 slovenska: Abančna DZU DENARNI EURO in KD MM; tuji: Allianz RCM Enhanced Short Term Euro, ESPA CASH EMERGING MARKETS, EEF Cash EUR®, EEF Cash USD®, PI Euro Cash, SGAM Money Market Euro in SGAM Money Market USD.

Najvišji donos, ki je bolj podoben donosom delniških skladov, je v preteklem letu (to je od 13. 1. 2009 do 12. 1. 2010) dosegel sklad ESPA CASH EMERGING MARKETS (18,39 %). Isti sklad ima tudi najvišji donos v preteklih 3 letih do 12. 1. 2010 (10,81 %) in najvišji letošnji (2010) donos, ki v prvih 12 dneh novega leta znaša kar 2,50 %. Slovenska sklada sta v zadnjih 3 letih do 12. 1. 2010 zabeležila 8,32% in 9,73% rast. KD MM je dosegel tudi višjo 1-letno rast (Tabela 1).

Ob tem je potrebno obrazložiti zelo visoke donose sklada ESPA CASH EMERGING MARKETS. Sklad ponuja DZU Erste-Sparinvest in ni primeren za konzervativne vlagatelje. Sklad svoja sredstva vlaga v lokalne valute trgov centralne in Vzhodne Evrope, Latinske Amerike, Azije, Afrike in Bližnjega vzhoda. Iščejo trge z visokimi obrestnimi merami, cilj sklada pa je izkoriščati visoke obrestne mere, da bi dosegli višje donose kot na evro denarnem trgu. Denarni sklad tako spada v drug rang ocene tveganja kot ostali denarni skladi in tudi priporočena

doba investiranja je daljša od 5 let (ESPA CASH EMERGING MARKETS).

*Tabela 1: Stanje vseh vzajemnih skladov v Sloveniji na dan 12. 1. 2010*

Denarni sklad	DZU	VEP	Valuta	Datum	12. 1. 10 %	Letos %	1-letna %	3-letna %
Abančna DZU DENARNI EURO	Abanka DZU	43,58	EUR	11.1.2010	0,01	0,04	1,44	8,32
KD MM	KD Skladi	49,52	EUR	11.1.2010	0,02	0,06	2,21	9,73
Allianz RCM Enhanced Short Term Euro	Allianz GI	104,67	EUR	11.1.2010	-0,01	0,08	2,51	NP
ESPA CASH EMERGING MARKETS	Erste Sparinvest	119,41	EUR	12.1.2010	1,06	2,50	18,39	10,81
EEF Cash EUR [R]	Eurizon Capital S. A.	110,90	EUR	8.1.2010	0,01	0,04	1,24	7,59
EEF Cash USD [R]	Eurizon Capital S. A.	90,76	EUR	8.1.2010	0,00	0,17	-4,38	-5,05
PI Euro Cash	Pioneer Invest.	79,53	EUR	12.1.2010	0,24	0,81	9,98	-7,44
SGAM Money Market Euro	SGAM Luxembourg	27,3985	EUR	8.1.2010	0,00	0,01	0,95	9,31
SGAM Money Market USD	SGAM Luxembourg	15,8304	USD	8.1.2010	0,00	0,00	0,51	8,42

*Vir: Poslovanje vzajemnih skladov denarnega trga v Sloveniji na dan 12. 1. 2010.*

### 3.1 KD MM

KD Group je začela kot prva pri nas z upravljanjem domačega sklada denarnega trga. Družba je sklad ustanovila zaradi pričakovanega velikega interesa pravnih oseb. KD MM je začel delovati 17. 5. 2005, kar je več kot 30 let od prvih takih skladov v ZDA. Naložbena politika KD MM je tako najmanj 90 % sredstev naloženih v instrumente denarnega trga. Ob tem je zanimivo tudi to, da sklad nima vstopne in izstopne provizije (Nidorfer, 2005).

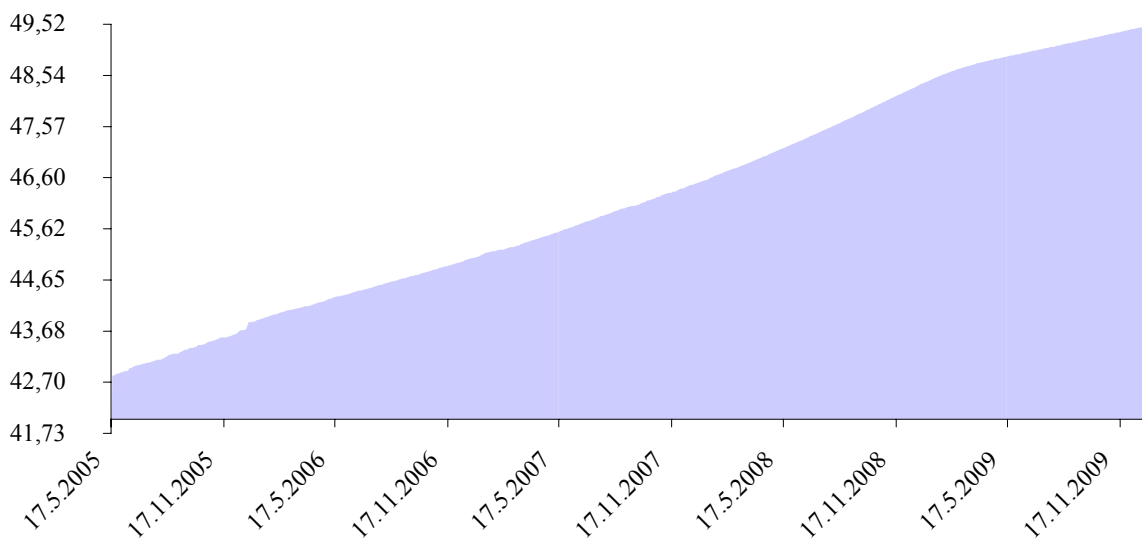
Na domači internetni strani sklada KD MM je zapisano, da je to sklad denarnega trga. Je podsklad brez vstopne in izstopne ter z nizko letno upravljavsko provizijo (0,50 %) in letnimi skrbniškimi stroški (0,04 %), ki vlaga v instrumente denarnega trga in denarne depozite. TER<sup>2</sup> sklada znaša za 1-letno obdobje od julija 2008 do junija 2009 0,59 %. Zaradi majhne tveganosti (ocena tveganja je 2. razred)<sup>2</sup> je alternativa bančnim depozitom in namenjen predvsem vlagateljem, ki želijo imeti za krajši čas zelo varno naložbo. Najmanjše vplačilo je 1 točka,

<sup>2</sup> TER (Total Expense Ratio) – celotni stroški poslovanja podsklada v obdobju preteklih 12 mesecev, izraženi v odstotku od povprečne čiste vrednosti sredstev podsklada v obdobju preteklih 12 mesecev.

<sup>2</sup> Perspektive vzajemnih skladov glede na oceno tveganja od 1 do 10 (razred 1 pomeni nizko tvegan vzajemni sklad, razred 10 pa visoko tvegan vzajemni sklad).

znašati mora torej najmanj vrednost 1 enote premoženja (VEP) (Mesečno poročilo KD Krovnega sklada za november, 2009).

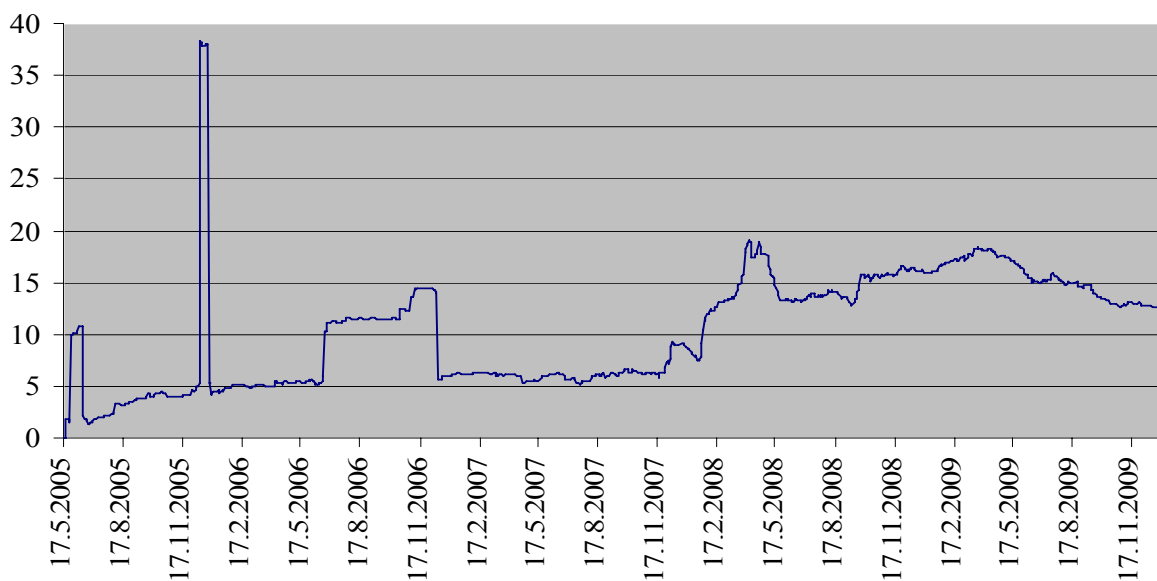
Slika 9: Gibanje VEP sklada KD MM od začetka trženja 17. 5. 2005 do 12. 1. 2010 (v EUR)



Vir: KD MM.

V času od nastanka sklada do 12. 1. 2010 se je VEP sklada povečala za 18,67 %, saj je ob ustanovitvi znašala 41,73 EUR, sredi januarja pa 49,52 EUR (Slika 9). V letu 2009 je znašala donosnost sklada 2,25 %. Slika 10 kaže vrednost sredstev od nastanka sklada. Povprečna sredstva so v tem času znašala 10,43 milijonov EUR. Leta 2009 pa je vrednost povprečnih sredstev znašala 15,43 milijonov EUR. Največ sredstev naloženih v sklad MM je bilo 13. 12. 2005, ko je bilo v skladu kar 38,27 milijonov EUR.

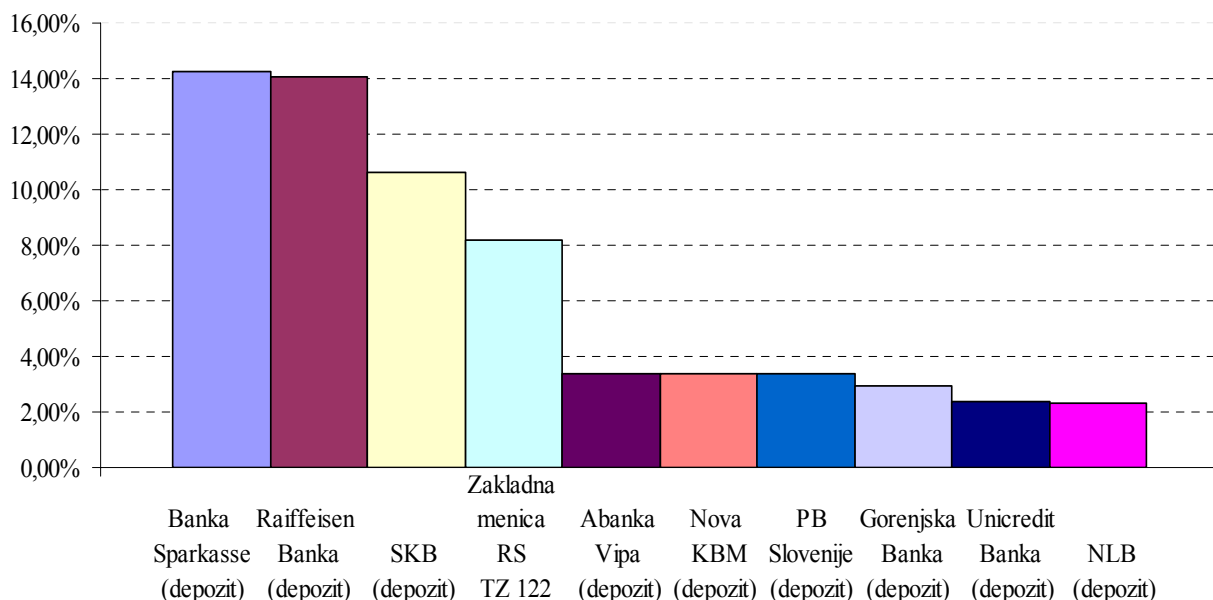
Slika 10: Gibanje sredstev v skladu KD MM od 17. 5. 2005 do 11. 1. 2010 (v milijonih EUR)



Vir: KD MM.

Struktura naložb sklada KD MM po državah predstavlja le majhen odstotek naložb v tujino (0,67 %). Naložbe v depozite predstavljajo 99,33 %, v denar pa 0,37 %. Največ sredstev je torej v naložbah v depozite Banke Sparkasse, d. d., Raiffeisen Banke, d. d., in SKB, d. d., večji delež pa predstavljajo še zakladne menice RS TZ 122 (Slika 11).

Slika 11: Deset največjih naložb sklada KD MM (30. 11. 2009) (v % od celotnih sredstev)



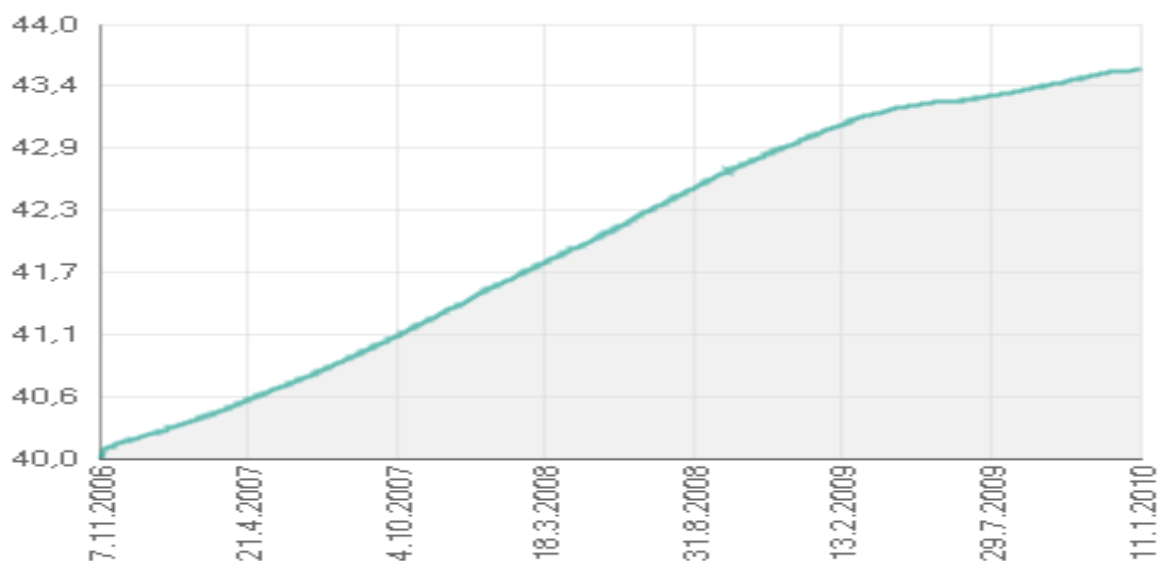
Vir: Mesečno poročilo KD Krovnega sklada za november, 2009.

### 3.2 Abančna DZU DENARNI EURO

V predstavitvi sklada Abančna DZU DENARNI EURO na domačem spletnem naslovu je zapisano, da je naložba v investicijski kupon tega sklada kratkoročna in primerna za držanje stalne likvidne rezerve vlagatelja. Priporočljiva doba posedovanja investicijskega kupona podsklada je do 1 leta. V tem obdobju naj bi naložba vlagatelju prinesla primeren donos glede na izbrano naložbeno politiko in tveganje. Tudi ta sklad je brez vstopne in izstopne provizije, letna upravljavska znaša 0,50 %, letna skrbniška pa 0,05 %. TER podsklada znaša za obračunsko obdobje od 1. 1. 2008 do 31. 12. 2008 0,87 %. Stopnja tveganja je enaka kot pri KD MM, torej 2. Tudi tukaj je najmanjši možni nakup 1 točke. Upravljavsko družbo je Abančna DZU, d. o. o. (Abančna DZU DENARNI EURO).

31. 12. 2006 so bile v skladu Abančna DZU DENARNI EURO od 36 vlagateljev 4 pravne osebe in v lasti so imele 30,32 % vseh enot premoženja. Na zadnji dan leta 2007 je bilo od 83 vlagateljev pravnih oseb 5, v lasti pa so imele kar 41,74 % vseh enot premoženja v skladu. Tudi konec leta 2008 je bilo med vsemi vlagatelji 5 pravnih oseb (Letno poročilo vzajemnega sklada Abančna DZU DENARNI EURO 2008).

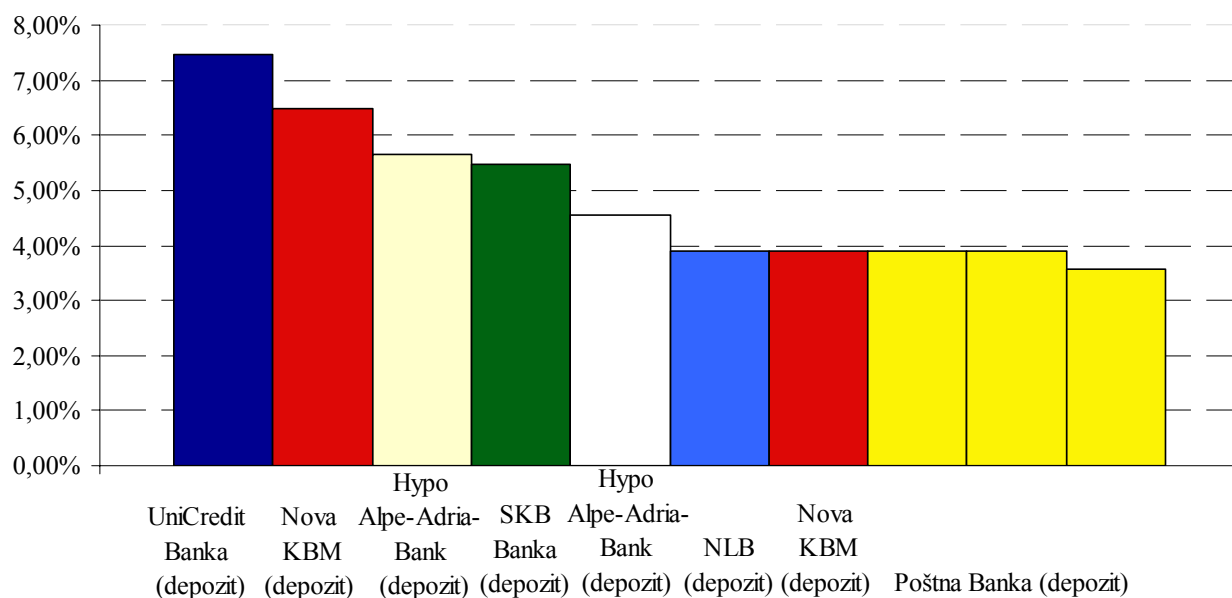
Slika 12: Gibanje VEP za Abančna DZU DENARNI EURO od začetka trženja 7. 11. 2006 do 11. 1. 2010 (v EUR)



Vir: Abančna DZU DENARNI EURO.

Donosnost sklada Abančna DZU DENARNI EURO znaša v celotnem življenjskem obdobju 8,32 %. VEP se je s 40,23 EUR povečala na 43,58 EUR (Slika 12). Donosnost preteklega 1-letnega obdobja pa znaša 1,44 %. Naložbena politika sklada je bila ob ustanovitvi od 90% do 100% v denarnih sredstvih, 0% do 10% v obveznicah. Največji delež predstavljajo depoziti pri UniCredit Banki in Novi KBM (Slika 13). Geografska usmeritev pa je globalna.

Slika 13: Deset največjih naložb sklada Abančna DZU DENARNI EURO (30. 11. 2009) (v % od celotnih sredstev)



Vir: Poročilo o delovanju podsklada Abančna DZU DENARNI EURO na dan 30. 11. 2009.

## **4 POMEN VZAJEMNIH SKLADOV DENARNEGA TRGA ZA PODJETJA**

Podjetja praviloma svoje začasne denarne presežke nalagajo tako, da ohranijo čim večjo likvidnost ob hkratni čim večji varnosti, da bo glavnica naložbe ostala nespremenjena. To pa lahko doseže le tako, da nalaga v likvidne in varne naložbe. Obeh pogojev, čim večjo likvidnost in varnost, finančne naložbe v delnice ali obveznice ne izpolnjujejo. Omenjena pogoja izpolnjujejo predvsem nekatere kratkoročne finančne naložbe. Podjetja morajo namreč z naložbami začasnih presežkov ohranjati prilagodljivost nepredvidenim denarnim odtokom, poleg tega pa biti v svojih načrtih kratkoročnih denarnih tokov sposobna čim bolj natančno napovedati te denarne pritoke in odtoke, da bi lahko zagotavljala ohranjanje svoje likvidnosti ob čim manjših stroških (Mramor, 1993).

Menedžer ima z upravljanjem denarja tri cilje pri vlaganju sredstev v kratkoročne instrumente (Brigham & Daves, 2004):

1. *Obdržati vrednost.* Menedžerjev primarni cilj je zaščititi znesek glavnice. Začasne kratkoročne presežke je treba naložiti v instrumente, ki imajo malo ali nič tveganja izgube vrednosti. Investicijska politika podjetja bo določila sprejemljive instrumente in stopnjo tveganja. Večina menedžerjev bo konzervativna glede vlaganja denarja v likvidnostne rezerve.
2. *Hitra pridobitev denarja.* Drugi cilj kratkoročnih naložb je zagotoviti, da obstaja dovolj likvidnosti za kritje finančnih obveznosti družbe. To pomeni, da ima podjetje rezerve za sredstva, ki se lahko pretvorijo v gotovino hitro in brez večje izgube vrednosti. Za doseganje tega cilja mora biti trg aktiven in širok, torej z velikim številom kupcev in prodajalcev v katerem koli trenutku.
3. *Realizacija dohodka.* Tretji cilj je, da se optimizira donosnost kratkoročnih presežkov. Investicijske smernice bodo opredelile tveganje, ki ga je podjetje pripravljeno sprejeti za višje donose.

Že v prvem poglavju pod točko Prednosti in slabosti denarnih skladov je zapisano, da vzajemni sklad denarnega trga izpolnjuje predvsem prva dva omenjena cilja. Gostiša (2005) pravi, da je poglobitni cilj skladov denarnega trga prav ohranjanje vrednosti premoženja in likvidnosti, donos pa je drugotnega pomena, tako da so za investitorje skladi alternativa bančnim depozitom.

### **4.1 SKLADI DENARNEGA TRGA IN BANČNE VLOGE**

Denarni sklad je nekako podoben posebni banki, ki sprejema le vpogledne vloge, plačuje dnevne obresti teh vlog, investira vse vloge v instrumente denarnega trga, pri tem ne drži nobenih rezerv in ohranja le majhno stopnjo dobička zase. Za investitorja sta edini razliki med nalaganjem v tako posebno institucijo in nalaganje v sklade denarnega trga, da depoziti v denarne sklade niso nacionalno zavarovani, kot so bančni depoziti, vendar le za fizične osebe, in da obstajajo

minimalno zahtevani zneski za začetne depozite ter za določene tipe dvigov sredstev (Stigum, 1990, str. 1177).

Ker naj bi šlo pri denarnih skladih za finančno obliko, ki naj bi bila podobna bančni vlogi, vendar bi v nasprotju z njo prinašala donos, kakršen bi bil v skladu z njeno tveganostjo in likvidnostjo, ima enota premoženja skladov, o kateri je govora, značilnosti, ki jo približujejo bančni vlogi (Stigum, 1990).

#### 4.1.1 Bančne vloge

Bančne vloge se delijo na depozite (denarne vloge), hranilne vloge in potrdila o vlogah. Depozit ali denarna vloga je vsako vplačilo denarja oziroma drugih vplačljivih sredstev, na podlagi katerega pridobi vplačnik pravico do vrnitve vplačanih sredstev v določenih rokih. Kot tak opravlja depozit dvojno funkcijo, saj je po eni strani del premoženja, ki ga zaupa vlagatelj v varstvo banki, po drugi strani pa plačilno sredstvo. Ločimo depozite na vpogled, ki dajejo imetniku vloge pravico do dviga vloženi sredstev v vsakem trenutku (tekoči in žiro računi gospodarstva in prebivalstva), in vezane depozite, ki dajejo imetniku pravico do izplačila vloge po določenem odpovednem roku (depoziti z odpovednim rokom) oziroma po določenih dneh vezave (vezani depoziti za določen čas) (Dimovski & Gregorič, 2000, str. 100).

Tabela 2 prikazuje povprečne nominalne letne obrestne mere za vloge čez noč in za vezane vloge različnih ročnosti. Povprečne obrestne mere za leto 2009 so izračunane na povprečju od januarja do novembra, torej brez decembra. Zadnji razpoložljivi podatek za obrestne mere je tako za november 2009.

*Tabela 2: Nominalne letne obrestne mere novih vlog za nefinančne družbe (v %)*

Leto	Vloge čez noč	Vezane vloge		
		Do 1 leta	Nad 1 do 2 leti	Nad 2 leti
2007	0,43	3,89	4,07	3,99
2008	0,50	4,31	5,20	4,52
2009 (jan.–nov.)	0,32	1,96	3,88	3,43
Nov. 2009	0,25	1,31	3,72	2,76

*Vir: Bilten Banke Slovenije, 2009.*

## 4.2 IZBIRA MED DENARNIM SKLADOM IN BANČNO VLOGO

Temeljno izhodišče za primerjavo med denarnimi skladi in bančnimi vlogami je, da pri obeh pričakujemo približno enak donos na letni ravni. Naložbi sta torej glede donosa neposredno primerljivi in nastopata kot alternativni za konservativno vlaganje denarja. Vseeno pa se pomembno razlikujeta po drugih lastnostih (Jakhel, 2006).

- LIKVIDNOST

Vezana vloga v banki doseže donos le, če je ta vezana. Vlagatelj ne more priti do denarja takrat, ko ga potrebuje (ne da bi izgubil donos), temveč šele takrat, ko poteče vezava. V nasprotju s tem lahko vlagatelj točke sklada proda kadar koli, pri tem pa velja normalni urnik izplačila, kar ponavadi pomeni 5 delovnih dni od zahtevka do prejema denarja na vlagateljev račun (Jakhel, 2006; Prospekt KD Krovnega sklada, 2008).

Miles (2001) je v svojem članku hotel ugotoviti, ali lahko denarni skladi, ki delujejo brez državne podpore, zagotavljajo stabilno likvidnost, ki je potrebna za optimalno delovanje trgov. Rezultati so pokazali, da so ti vzajemni skladi še bolj stabilni pri privabljanju depozitov, kot so tradicionalne banke pri izdajanju denarnih skladov in obveznic. Drugačen pogled na finančne ureditve, predvsem zaradi ozkega bančništva<sup>3</sup>, je očitno primeren glede tega dokaza. Tudi pri dajanju posojil po nakupih komercialnih zapisov se zdijo denarni skladi vsaj tako zanesljivi kot drugi posredniki.

- JAMSTVO

Slovenske banke in hranilnice so vključene v sistem jamstva za bančne vloge, čeprav vloge za srednje in večje družbe niso zajamčene. V nasprotju s tem pri skladu denarnega trga ni izrecnega jamstva. Donos bančne vloge je že vnaprej določen, vrednost enote premoženja denarnega sklada pa se iz dneva v dan spreminja. Da je naložba vseeno konservativna oz. da je tveganje zelo majhno, je predvsem stvar naložbene politike. Kratkoročni finančni instrumenti so deležni dosti manjših nihanj kot druge naložbe in tudi možnosti izgub so manjše in načeloma lažje predvidljive (ni treba ugibati o zelo oddaljeni prihodnosti). Kljub temu majhna verjetnost izgube pač ni isto kot jamstvo, da je ne bo (Jakhel, 2006).

V ZDA je državno zakladništvo (U.S. Treasury Department) 19. septembra 2008 začelo z jamstvenim programom denarnih skladov, katerega namen je podpreti tekoče stabilnosti finančnih trgov. Sprva naj bi se ta končal 30. aprila 2009, vendar so ga podaljšali do 18. septembra 2009. Začasni program jamstva je še naprej zagotavljal pokritost lastnikom enot premoženja skladov do zneska vloženga v denarne sklade do zaključka poslovanja 19. septembra 2009. Vsi skladi denarnega trga, ki so sodelovali v programu in izpolnjevali zahteve, določene v jamstvenem sporazumu, so bili upravičeni, da še naprej sodelujejo v programu. Skladi, ki niso sodelovali, pa niso bili upravičeni do nadaljnjega sodelovanja (Agency group 01, 2009).

Program se je zaključil ob napovedanem datumu in ni imel nobenih direktnih stroškov za davkoplačevalce ter je zaslužil več kot 1 milijardo USD pristojbin, ki jih je plačala industrija vzajemnih skladov. Obamova administracija je tudi povedala, da je program zagotavljal več

---

<sup>3</sup> Ozko bančništvo je ureditev, kjer sta sprejemanje depozitov in dajanje posojil dve različni funkciji, ki ju izvajajo različne institucije. Ta ločitev je namenjena preprečevanju panike pri nezavarovanih bankah.

kot 3.000 milijard USD premoženja sredstev skladov denarnega trga (Money Market Guarantee Program to End, 2009).

- **STROŠKI**

Pri bančni vlogi ni dodatnih stroškov. Vlagatelj tako ali tako že ima račun pri banki in že plačuje za njegovo vodenje. Pri skladu denarnega trga so redni stroški (upravljavška provizija, skrbniška provizija in drugi zakonsko dopustni stroški) že všteti v objavljeno vrednost točke, torej že zajeti v donosu. Upravljavška provizija se zaračuna pri vseh skladih za vodenje sklada. Denar, pridobljen s to provizijo, se uporablja za kritje stroškov, ki so nastali s kupovanjem in prodajanjem večjih količin finančnih instrumentov. Upravljavška provizija se giblje med 0,5 % in 2 %. Obstajajo pa lahko tudi stroški ob vstopu in izstopu (vstopna in izstopna provizija) (Jakhel, 2006).

Če podjetje pričakuje, da bo imelo sredstva v denarnem skladu le krajši čas, je priporočljivo, da izbere tistega, ki ima čim nižje ali celo ničelne vstopne in izstopne provizije, saj lahko zaradi skromnih donosov poberejo velik del dobička. Na upravljavško provizijo in celotne stroške pa se mora podjetje bolj osredotočiti, če namerava imeti sredstva v skladu dlje časa, saj ti stroški dolgoročno najbolj nažirajo donose (Gostiša, 2005).

Pristojbine in stroški skladov denarnega trga so v letu 2008 povprečno znašali 38 bazičnih točk. Od 1980 do 2008 so se pristojbine in stroški teh skladov zmanjšali za 31 %. Dva faktorja sta pripomogla k znižanju pristojbin v zadnjih letih. Prvi je ta, da se je razmerje stroškov (angl. *expense ratio*) v povprečju znižalo. Znižalo se je tako med tipom maloprodajnih in institucionalnih denarnih skladov. Od leta 1980 se je povprečno razmerje stroškov (angl. *average expense ratio*) pri maloprodajnih skladih denarnega trga zmanjšalo za 7 bazičnih točk, povprečno razmerje stroškov institucionalnih skladov pa se je zmanjšalo za 5 bazičnih točk. Drugi faktor pa je ta, da so institucionalni skladi pridobili tržni delež od leta 1998, deloma zato, ker podjetja in drugi institucionalni investitorji vedno bolj priznavajo koristi, ki jih institucionalni denarni skladi ponujajo v smislu ekonomije obsega, likvidnosti, diverzifikacije in spremljanja kreditnega tveganja (Trends in the Fees and Expenses of Mutual Funds, 2009).

- **DAVKI**

Tako bančne obresti kot dobiček iz denarnega sklada so obdavčeni zunaj dohodnine – vnaprej je znana davčna stopnja ne glede na vlagateljev dohodninski razred in prihodek ne povzbuje dohodninske osnove. Po veljavni zakonodaji (od 1. 1. 2007 novi zakon o dohodnini ZDoh-2) velja, da so obresti iz bank in hranilnic, ki jih posameznik, fizična oseba, prejme v znesku do 1.000 EUR letno, neobdavčene. Preostali prejeti znesek nad to vrednostjo pa je obdavčen s splošno 20% stopnjo (v letu 2007 s 15%). Obdavčene so obresti v nominalnem znesku, torej ne samo realni del nad inflacijo (Jakhel, 2006).

Pri skladu denarnega trga pa je tako kot pri drugih vzajemnih skladih. Od 1. 1. 2007 dalje sicer ne velja več, da je mogoče za potrebe ugotavljanja dobička nakupno ceno povečati za rasti maloprodajnih cen, kar je veljalo prej in zaradi česar je pri prodajah pred 1. 1. 2007 bil v resnici obdavčen samo realni del dobička. Pač pa velja, da je mogoče nakupno ceno povečati in prodajno zmanjšati za 1 % ne glede na to, kakšno provizijo (vstopno in/ali izstopno) oseba v resnici plača in ali jo je sploh plačala. Pri takšnih pričakovanih donosih, kot veljajo za denarne sklade (torej nekje v rangu vezanih bančnih vlog), pa se to lahko pozna, seveda še zlasti, če vlagatelj vlaga v takšne denarne sklade, kjer vstopne in izstopne provizije v resnici ni (Jakhel, 2006).

- **NALOŽBA IN DVIG SREDSTEV**

Denarni skladi ne sprejemajo depozitov, ampak prodajajo enote premoženja. Vsi skladi obračunavajo obresti dnevno na odprte delnice in periodično kreditirajo obresti na investitorjev račun, tipično na koncu meseca. Obresti, ki se tako nalagajo na investitorjev račun, mu kupijo še več delnic sklada. Denarni skladi ne izdajajo delniških certifikatov. Namesto tega vsakemu investitorju pošiljajo redna poročila, ki kažejo njegove pologe, njegove dvige in obresti, naložene na njegov račun (Stigum, 1990, str. 1178).

Sklad nima računa pri centralni banki, ampak pri poslovni banki. Delničar sklada izda ček v breme tega računa, ki ga ima sklad pri banki. Praviloma je omejen, koliko čekov lahko izda na mesec in kakšna je najmanjša vrednost čeka. Samoumevno je, da je pri plačevanju omejen z velikostjo svojega premoženja pri skladu. Torej denarni skladi (1) opravljajo funkcijo transakcijskega računa finančnega premoženja, ki ga ima nekdo pri nebančnem finančnem posredniku in ne pri banki, in (2) to premoženje ni vloga, ampak delnica (Ribnikar, 1998).

Imetnik investicijskega kupona lahko od DZU kadar koli zahteva (celotno ali delno) izplačilo odkupne vrednosti investicijskega kupona sklada na številko svojega transakcijskega računa. V zahtevi za izplačilo odkupne vrednosti investicijskega kupona lahko zahteva enkratno izplačilo ali pa se odloči za obročno izplačevanje. Izplačilo se tako lahko glasi na izbrano število enot premoženja (najmanj 1 enota), na vse enote premoženja ali pa na višino denarnega zneska. Izplačilo se lahko skladno z davčnimi predpisi opravi le na transakcijski račun vlagatelja (Prospekt KD Krovnega sklada, 2008).

Banke so začele v preteklosti ponujati nekaj novosti, da bi se vsaj deloma ubranile konkurence odprtih investicijskih skladov denarnega trga. Za začetek so uvedle depozitne račune denarnega trga (angl. *money market deposit account*), ki se pogosto označujejo s kratico MMDA. Za te vloge ni nobenih omejitev glede plačila obresti in nobenih omejitev glede minimalnega časa vezave. Dovolili so jih že januarja 1983. Štejejo kot vezane vloge (angl. *time deposits*) in ne kot transakcijski račun (angl. *transactions account*), ko se določajo obvezne rezerve. Za te vloge je potreben 7-dnevni odpovedni rok (Ribnikar, 1998).

Vendar to ni edina bančna vloga s »transakcijskim« privilegijem, ki ni čekovni račun (angl. *checking account*) ali knjižni denar. Takšne so na primer še NOWs, to je v angleščini *negotiable orders of withdrawal*. To so računi ali vloge, ki jih imajo lahko samo posamezniki ali neprofitne ustanove. Čez nekaj časa so uvedli še Super NOWs, za katere so dobivali komitenti obresti samo v primeru, da je bilo povprečno stanje vloge vsaj 2.500 USD (Ribnikar, 1998).

Po mnenju C. A. E. Goodharta, iz leta 1987, ni nujno, da bi bile banke edini finančni posrednik, ki bi zagotavljali transakcijske storitve. Po njegovem mnenju bi to lahko zagotavljali tudi drugi finančni posredniki, in sicer boljše od bank. To bi bili na primer, kakor jih imenuje, »mutual collective investment funds«. V nasprotju z bankami in njihovim knjižnim denarjem finančni posredniki, na katere misli Goodhart, ne bi imeli skrbi z likvidnostjo (imeli bi samo premoženje v obliki instrumentov denarnega trga) in solventnostjo. Njihove obveznosti, ki bi opravljale transakcijsko funkcijo, ne bi imele nominalne trdne vrednosti, saj bi bile delnice. Ker ne bi bilo nevarnosti za naval nanje, ne bi potrebovali centralne banke kot posojilodajalca v skrajni sili. Centralna banka ne bi nadzirala niti smotrnosti ali preudarnosti njihovega poslovanja niti spoštovanja njenih monetarnih ukrepov, predpisov, določil. Primer takšnih finančnih posrednikov so vzajemni skladi denarnega trga (Ribnikar, 1998, str 50–52).

#### **4.2.1 Primerjava donosnosti denarnih skladov in kratkoročnih vezanih vlog v Sloveniji**

Primerjava med denarnimi skladi in kratkoročnimi bančnimi vlogami monetarnih institucij v Sloveniji je najprej podana po preteklih donosnostih. S Slike 14 je tako razvidno gibanje preteklih obrestnih mer in donosnosti za obdobje od začetka 2006 do konca 2009. Obrestne mere za monetarne finančne institucije so povprečne letne in nominalne ter podane v Biltenu Banke Slovenije (2009). Donosnosti za posamezne sklade so prav tako podane na letni ravni.

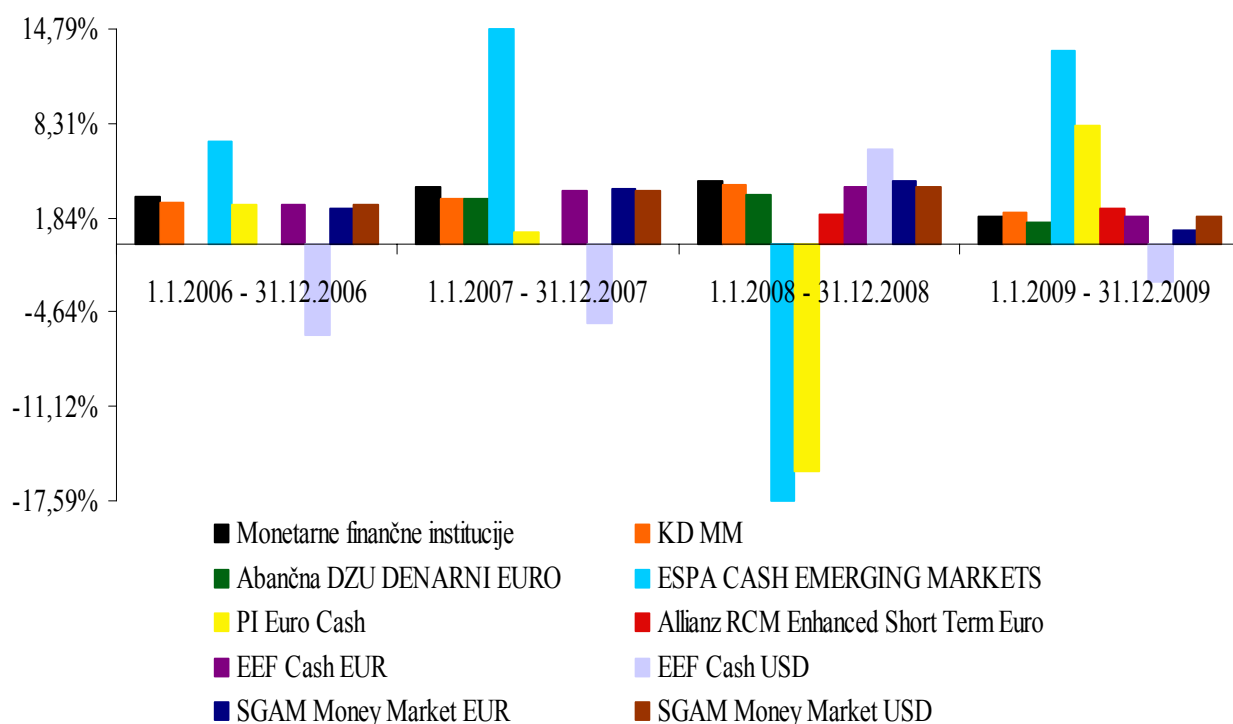
Že sam pogled na grafikon pove, da sta bila sklada ESPA CASH EMERGING MARKETS in PI Euro Cash deležna največjih odstopanj. Prav prvi omenjeni sklad DZU Erste Sparinvest je v preučevanem obdobju dosegel tako največjo pozitivno kot največjo negativno rast.<sup>4</sup>

V preteklem letu je bil torej (poleg že omenjenega ESPA ...) najdonosnejši PI Euro Cash denarni sklad. Donosnost sklada v 2009 je v primerjavi z ostalimi denarnimi skladi nadpovprečna in je znašala 8,21 %. Ta donosnost je še toliko bolj zanimiva, saj je naložbena politika sklada nalaganje pretežno v obveznice v evrih s spremenljivim obrestovanjem, v kratkoročne obveznice ter vrednostne papirje denarnega trga. Vloga pa samo v evropske države (Pioneer Funds Austria – Euro Cash).

---

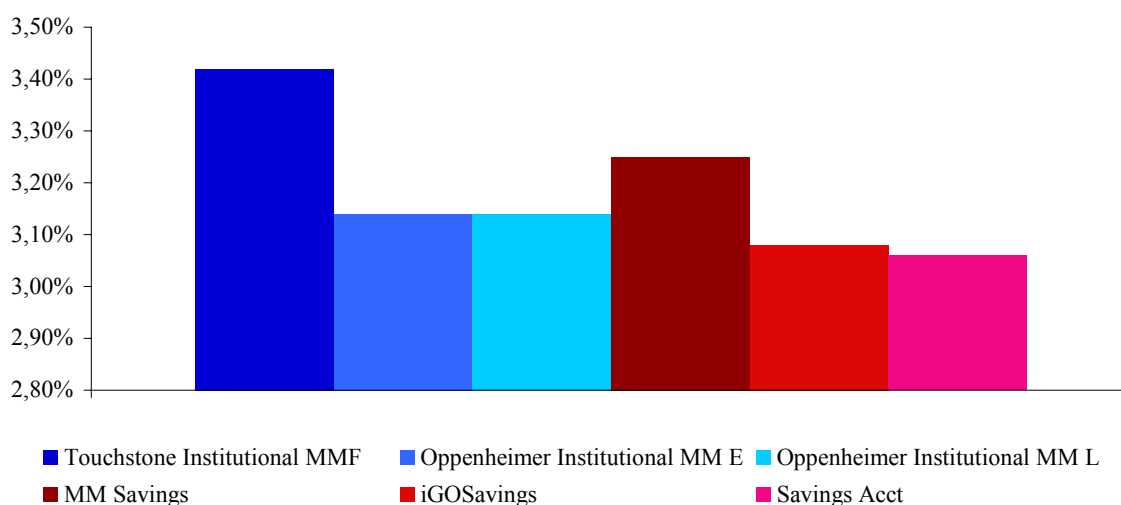
<sup>4</sup> Razlog je naveden na str. 26.

Slika 14: Donosnosti vseh skladov (12. 1. 2010) in nominalne letne obrestne mere monetarnih finančnih institucij v Sloveniji (v %)



Oba slovenska sklada sta imela nižjo donosnost v primerjavi z bančnimi vezanimi vlogami do 1 leta (Slika 14), razen v letu 2009, ko je imel KD MM rast 2,25 %. Denarni sklad DENARNI EURO Abančne DZU je v preteklem letu zrasel za 1,48 %. Denarni skladi, ki so v preteklem letu presegli bančno obrestno mero (1,96% ), so še Allianz RCM Enhanced Short Term Euro (2,50 %) ter EEF Cash EUR in SGAM Money Market USD (oba z 1,97 %).

Slika 15: Najvišje donosnosti denarnih skladov in varčevalnih računov v ZDA v letu 2008 (v %)



Pri Crane Data pravijo, da so bančne obrestne mere v letu 2008 ostale visoke v primerjavi z denarnimi skladi (tudi v Sloveniji, Slika 14), vendar so že kazale nagnjenja k nižanju. Tako so

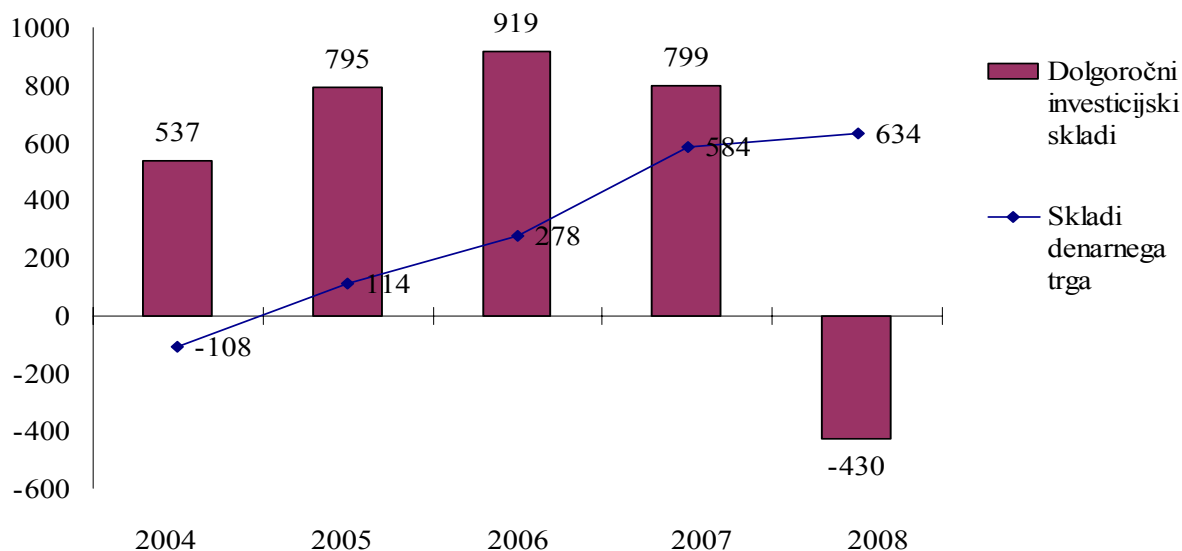
bili v ZDA po rasti najboljši denarni skladi (Slika 15): Touchstone Institutional MMF (3,42 %), Oppenheimer Institutional MM E (3,14 %) in Oppenheimer Institutional MM L (3,14 %). Varčevalni računi pri finančnih institucijah v ZDA, ki so imeli najvišje obrestne mere (kot alternativa denarnim skladom), so: MM Savings (3,25 %), iGOSavings (3,08 %) in Savings Acct (3,06 %). Obrestne mere so podane kot efektivne letne stopnje donosa (Top Performing Money Market Funds for 2008, 2009).

## 5 SKLADI DENARNEGA TRGA IN FINANČNA KRIZA

Že nekaj časa se nahajamo sredi ene največjih globalnih finančnih kriz, ki bo spremenila pogled na finančni trg, finančne institucije in njihovo vlogo. Tudi skladi denarnega trga so občutili krizo, saj se je v tem času prvič zgodilo, da je nominalna vrednost delnice sklada padla pod 1 USD. Zaradi vedno večjih prilivov sredstev pa se je tudi zmanjšala donosnost teh skladov (Morgan, 2009).

Zanimiva je svetovna primerjava neto pritokov investicijskih skladov, podana v grafikonu na sliki 16. Podana je primerjava med vsemi dolgoročnimi investicijskimi skladi in skladi denarnega trga za obdobje od 2004 do 2008.

*Slika 16: Neto pritoki v svetovne investicijske sklade v obdobju od 2004 do 2008 (v milijardah EUR)*



*Vir: Efama Fact Book, 2009, str. 51.*

Sredi ene najhujših kriz doslej so investicijski skladi po svetu zabeležili 205 milijard EUR neto prilivov v letu 2008. Ta rezultat je izraz neto prilivov v sklade denarnega trga v višini 634 milijard EUR. Znesek seveda priča o resnosti skrbi vlagateljev zaradi krize. Enako velja za neto prilive v delniške, mešane in obvezniške sklade, ki so se v letu 2008 potopili v negativno območje (Efama Fact Book, 2009).

Zaradi svoje tradicionalne vloge varnega zatočišča naložbe skladi denarnega trga beležijo močan pritok denarja v letu 2008 po vsem svetu. Največji prilivi so bili zabeleženi v ZDA, kjer so neto pritoki v sklade denarnega trga znašali 506, leto poprej pa kar 536 milijard EUR. Skladi denarnega trga so privabili tudi razmeroma velike prilive v Evropi kot tudi na Kitajskem in v Koreji: v Evropi so beležili 64 milijard EUR neto pritokov v letu 2008, na Kitajskem 27 milijard EUR in v Koreji 26 milijard EUR (Efama Fact Book, 2009).

Enote premoženja skladov denarnega trga in delniških skladov (na Sliki 16 so ti del dolgoročnih skladov) se ponavadi gibljejo v nasprotno smer. Ko se poveča delež skladov denarnega trga v celotni sestavi skladov, se delež delniških skladov zmanjša in obratno. V letu 2008 se je delež skladov denarnega trga dvignil nad raven, doseženo v letu 2002 (28 %) po dotcom krizi. Prav tako je jasno, da je vpliv krize na delniške sklade čutili po vsem svetu (Efama Fact Book, 2009).

Kalwarski (2009) pravi, da so prav zaradi teh poplav sredstev v denarne sklade in znižanja obrestne mere Federal Reserve donosnosti skladov dosegle rekordno nizke vrednosti. Rezultat so seveda ultra majhni donosi denarnih skladov. Veliko podjetij je izstopilo iz ponudbe denarnih skladov (kot so Credit Suisse Group, Munder Capital Management in Calamos Investments), nekatera pa so enostavno zaprla sklade za nova podjetja, vlagatelje. Vseeno pa avtor meni, da čaka te sklade svetla prihodnost in pravi, da bodo denarni skladi veliko večji del posla čez 10 let, kot so zdaj.

Problem pa niso predstavljale le poplave sredstev v denarne sklade. Med zdajšnjo finančno krizo je veliko finančnih instrumentov s fiksnimi donosi prenehalo trgovati. To je predstavljalo problem za investitorje teh finančnih instrumentov, vključno z denarnimi skladi, saj ni bilo mogoče pridobiti denarja predčasno s prodajo teh instrumentov. Investitorji so se morali v tem času zateči k »naravni likvidnosti« ali čakanju zapadlosti svojih naložb. Sklad, ki pridobi sredstva od zapadlih finančnih instrumentov, jih nato posreduje med investitorji, ki želijo izstopiti iz sklada (Hua, 2009).

Kakšna bo vloga skladov denarnega trga po krizi, se še ne ve. Morgan (2009) v članku pravi, da denarni skladi v taki obliki, kot so sedaj, ne bodo preživeli. Zato pravi bivši predsednik Federal Reserve Paul Volcker (trenutno je predsednik Obamovega svetovnega odbora za gospodarsko okrevanje), da se morajo denarni skladi reorganizirati v banke za posebne namene ali pa postati ultra kratkoročni obvezniški skladi z variabilno neto vrednostjo sredstev. Miles (2001) in nekateri drugi pa razmišljajo o viziji ozkega bančništva, ki pomeni ločitev depozitne funkcije in funkcije posojanja. V praksi ta pomeni, da bi finančna in zavarovalna podjetja prevzela funkcijo posojanja, medtem ko bi lahko denarni skladi zagotovili likvidnostne storitve.

## **SKLEP**

Namen diplomskega dela je predstaviti vzajemne sklade denarnega trga in njihovo razširjenost

po svetu. Zanimal me je predvsem njihov pomen za podjetja kot kratkoročna naložbena možnost.

V prvem poglavju je na kratko predstavljena zgodovina denarnih skladov, ki sega v ZDA že v 70. leta prejšnjega tisočletja in finančni instrumenti denarnega trga, v katere skladi vlagajo. Povprečen portfelj denarnega sklada je tako sestavljen iz komercialnih zapisov, certifikatov o depozitih, repo poslov, zakladih menic, kratkoročnih finančnih instrumentov vladnih agencij in lokalnih oblasti ter drugih finančnih instrumentov. Razpršenost sredstev med te finančne instrumente predstavlja poleg likvidnosti eno najpomembnejših prednosti denarnih skladov. Imajo pa denarni skladi tudi slabosti, da so na primer neprimerni za dolgoročno naložbo. V tem poglavju je tudi predstavljeno zakonsko okolje skladov v ZDA, Evropi in tudi v Sloveniji.

Drugo poglavje opisuje razširjenost skladov v ZDA in Evropi. V ZDA se denarni skladi delijo na obdavčene in neobdavčene. Obdavčeni pa se naprej delijo na kratkoročne sklade nedržavnih finančnih instrumentov in tiste, ki vlagajo svoja sredstva v državne finančne instrumente. V letu 2008 so prav ti, izmed vseh vrst denarnih skladov v ZDA, beležili največji priliv sredstev. Podrobnejši pogled na njihovo povprečno sestavo pa je pokazal, da so več kot 90 % vseh sredstev v skladih zavzemali zakladnice, kratkoročni finančni instrumenti vladnih agencij in pa repo posli. Število skladov v ZDA se je v letu 2008 zmanjšalo, v Evropi pa povečalo. Vendar pa povprečen ameriški denarni sklad upravlja s 3.512 milijoni EUR sredstev, povprečen evropski pa le s 563 milijoni EUR sredstev. V Evropi imata največji tržni delež sredstev v skladih denarnega trga Francija in Luksemburg, ki skupaj predstavljata kar 80,3 % vseh sredstev v denarnih skladi v Evropi. Iz analize je bila izvzeta Irska zaradi nedostopnosti podatkov.

V naslednjem poglavju so podani skladi denarnega trga v Sloveniji in obenem podrobneje predstavljena oba slovenska denarna sklada. Zanimiv je predvsem vpogled v sestavo obeh skladov, saj sta oba v letu 2009 svoja sredstva vlagala večinoma v bančne depozite in zato tudi dosegala nizke donose. KD MM, ki je bil tudi prvi domači denarni sklad, je imel 12. januarja 2,21% letno donosnost, denarni sklad Abančna DZU DENARNI EURO pa na isti dan le 1,44%. Najvišji letni donos je imel sklad ESPA CASH EMERGING MARKETS, vendar pa ta ni namenjen kratkoročnemu vlaganju sredstev in konzervativnim vlagateljem.

V četrtem poglavju je predstavljen pomen denarnih skladov za podjetja. Denarni skladi izpolnjujejo cilje, ki jih imajo podjetja za kratkoročno vlaganje svojih sredstev. Tako donosnost skladov ni v ospredju, je pa zato njihovo ohranjanje sredstev in pa visoka likvidnost. Prav po zadnji lastnosti imajo tudi največjo prednost pred bančnimi depoziti, saj je pri denarnih skladih možna hitra pridobitev denarja, ko ga podjetje nujno potrebuje. Največja prednost bančnih depozitov pred denarnimi skladi pa je v določeni višini obresti, saj se vrednost enote premoženja denarnega sklada spreminja iz dneva v dan. Bančni depoziti v Sloveniji so imeli prednost tudi v donosih v 2008, v 2009 pa so višje donosnosti že dosegali denarni skladi na slovenskem trgu.

V zadnjem poglavju je predstavljen še vpliv finančne krize na sklade denarnega trga. Prilivi v denarne sklade so se v letu 2008 močno povečali, saj so podjetja preusmerila svoja sredstva iz dolgoročnih naložb v denarne sklade zaradi varnejšega zatočišča denarja. To je pripeljalo do zelo nizkih donosov denarnih skladov leta 2008. Zaradi tega nekateri ekonomisti v ZDA menijo, da

se bodo morali denarni skladi reorganizirati v drugačne finančne oblike – bodisi v banko za posebne namene, ultra kratkoročne obvezniške sklade ali pa naj bi prevzeli eno od funkcij v ozkem bančništvu. Vsi pa se strinjajo, da bodo imeli denarni skladi veliko večjo in pomembnejšo vlogo v prihodnosti.

Z diplomskim delom je ugotovljeno, da igrajo skladi denarnega trga, predvsem v ZDA, veliko vlogo pri kratkoročnem investiranju sredstev. Za podjetja predstavljajo alternativo bančnim depozitom, pri obeh pa se lahko pričakuje podoben donos na letni ravni. Odločitev podjetja o investiranju svojih sredstev med ti dve naložbi je odvisna predvsem od potrebe po dostopnosti teh sredstev in višine tveganja, ki ga podjetje sprejme. Skladi denarnega trga so primerni za podjetja, ki rabijo dostop do svojega denarja ob katerem koli trenutku in ohranjanja glavnice naložbe. Depoziti pri bankah pa so bolj primerni podjetjem, ki potrebujejo določen kratkoročen donos. Po merilu stroškov ima načeloma prednost banka, vseeno pa se nekateri skladi približujejo banki, posebej tisti, ki so brez vstopnih in izstopnih provizij.

## LITERATURA IN VIRI

1. *Abančna DZU DENARNI EURO*. Najdeno 12. januarja 2010 na spletnem naslovu [www:http://www.abancna-dzu.si/sys/cmspage.aspx?MapaId=855](http://www.abancna-dzu.si/sys/cmspage.aspx?MapaId=855)
2. *Agencija za trg vrednostnih papirjev*. Najdeno 5. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/>
3. Agency group 01. (2009, 31. marec). Treasury announces extension of temporary Guarantee program for money market funds. *FDCH Regulatory Intelligence Database*.
4. Allman-Ward, M. & Sagner, J. (2003). *Essentials of managing corporate cash*. Hoboken (N. J.): John Wiley.
5. *Benefits of Money Market Funds*. Najdeno 15. marca 2010 na spletnem naslovu <http://individual.troweprice.com/public/Retail/Mutual-Funds/Money-Market-Funds/Benefits>
6. Berk, S. A., Lončarski, I., Zajc, P., Deželan, S., Krajnovič, E. K., Valentinčič, A. & Groznik, P. (2007). *Poslovne finance* (3. dopolnjena in popravljena izdaja). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
7. *Bilten Banke Slovenije*. (2009, december). Ljubljana: Banka Slovenije.
8. Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. (2009). *Investments* (8<sup>th</sup> edition, international edition). New York: McGraw-Hill.
9. Bogle, J. C. (1994). *Bogle on mutual funds: new perspectives for the intelligent investor*. New York: Irwin.
10. Bogle, J. C. (1999). *Common sense on mutual funds: new imperatives for the intelligent investor*. New York: J. Wiley.
11. Brigham, E. F., Daves, P. R. (2004). *Intermediate financial management* (8<sup>th</sup> edition, international student edition). Mason (Ohio): South-Western/Thomson.
12. Čemas, N. V. (2004, september). Posli začasnega nakupa in prodaje finančnih sredstev. *Bančni vestnik*, str. 26–29.
13. *Davčna obravnava dohodkov vzajemnih skladov denarnega trga*. (28. februar 2008). Najdeno 28. novembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.racunovodja.com/clanki.asp?clanek=2151>
14. Dimovski, V. & Gregorič, A. (2000). *Temelji bančništva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
15. Efama Fact Book. (2009). *Trends in European investment funds* (7<sup>th</sup> edition). Bruxelles.
16. *ESPA CASH EMERGING MARKETS*. Najdeno 13. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://int.sparinvest.com/sparinvest/faces/portal/factsheets/fondsblatt.jsp?fid=89601>
17. *European Fund and Asset Management Association*. (2009). Najdeno 20. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.efama.org/>
18. Farrell, C. (2008, 13. oktober). WHEN MUNIS ARE THE HIGH- YIELD PLAY. *Business Week*, str. 92.
19. Gostiša, J. (2003). *Skladi denarnega trga – likvidni depoziti*. Najdeno 25. novembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.vzajemci.com/text.php?id=1797>
20. Gostiša, J. (2005, maj). Na varno v sklade denarnega trga. *Moje finance*.

21. *Historic Exchange Rate Calculator*. Najdeno 11. marca 2010 na spletnem naslovu <http://www.x-rates.com/cgi-bin/hlookup.cgi>
22. Hua, T. (2009, julij). Groups want to redefine money market funds. *Pensions & Investments*, str. 8.
23. Hughes, K. (2009). JPMorgan Asset Management: MMFs and the Global Financial Crisis. Najdeno 12. decembra 2009 na spletnem naslov <http://www.the-financedirector.com/projects/mmf-finance/>
24. *Investment Company Fact Book*. (2009). Najdeno 10. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.icifactbook.org/>
25. Jakhel, Č. (2006, 3. maj). V čem je razlika med banko in skladom denarnega trga? Najdeno 12. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.financa-tocka.si/text.php?id=4193>
26. Kačič, M. (2006, 7. junij). Delniškemu medvedu lahko ubežimo s skokom v denarni sklad. *Finance*. Najdeno 12. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/154907/Delni%B9kemu-medvedu-lahko-ube%BEimo-s-skokom-v-denarni-sklad>
27. Kalwarski, T. (2009, 22. junij). Dog Days for Money Market Funds. *Business Week*, str. 60.
28. *KD MM*. Najdeno 12. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.kd-skladi.si/?subpageid=234>
29. Khorana, A., Servaes, H. & Tufano, P. (2004, 5. januar). Explaining the Size of Mutual Fund Industry. Najdeno 10. januarja 2010 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=573503](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=573503)
30. Kirsch, C. E. (1997). *The financial services revolution: understanding the changing roles of banks, mutual funds, and insurance companies*. New York: McGraw-Hill.
31. *Letno poročilo vzajemnega sklada Abančna DZU DENARNI EURO 2008*. (2009, april). Najdeno 13. januarja 2010 na spletnem naslovu [http://vzajemci.com/vz\\_factsheet.php?imeKratko=Aban%C4%8Dna%20DZU%20DENARNI%20EURO&vrsta=dokumenti](http://vzajemci.com/vz_factsheet.php?imeKratko=Aban%C4%8Dna%20DZU%20DENARNI%20EURO&vrsta=dokumenti)
32. Loth, R. (2010). Do Money Market Funds Pay? Najdeno 22. marca 2010 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/articles/02/120602.asp>
33. Madura, J. (2003). *Financial markets and institutions* (6<sup>th</sup> edition). Mason (Ohio): South-Western/Thomson Learning.
34. Mayo, H. B. (2004). *Financial institutions, investments & management: an introduction* (8<sup>th</sup> edition). Mason (Ohio): South-Western/Thomson.
35. McGowan, L. (2010). Advantages of Money Market funds. Najdeno 15. marca 2010 na naslovu <http://mutualfunds.about.com/od/moneymarketfunds/a/advmoneygmt.htm>
36. *Mesečno poročilo KD Krovnega sklada za november*. (2009, december). Najdeno 21. decembra na spletnem naslovu <http://www.kd-skladi.si/?subpageid=234>
37. Miles, W. (2001). Can money market mutual funds provide sufficient liquidity to replace deposit insurance? *Journal of Economics and Finance*, str. 328.

38. MMF Industry, The. Najdeno 23. marca 2010 na spletnem naslovu [http://www.immf.org/about/mmf\\_ind.asp](http://www.immf.org/about/mmf_ind.asp)
39. Mohorič, I. (2006, 20. december). Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb. Najdeno 28. novembra 2009 na strani <http://www.ozs.si/natisni.asp?ID=10990>
40. Money -Market Funds Explained. Najdeno 15. marca 2010 na spletnem naslovu [http://finance.yahoo.com/funds/types/article/100618/Money-Market\\_Funds\\_Explained](http://finance.yahoo.com/funds/types/article/100618/Money-Market_Funds_Explained)
41. Money Market Guarantee Program to End. (2009, 9. september). *CongressDaily*, str. 14.
42. Morgan, J. (2009, 23. februar). Money Funds Seen as 'Endangered Species'. *Money Management Executive*, str. 1–8.
43. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
44. Mramor, D. (2000). *Trg kapitala v Sloveniji*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
45. Nirdorfer, M. (2005, 17. maj). KD in NLB z novimi vzajemci. *Finance*. Najdeno 11. januarja 2010 na strani <http://www.finance.si/120520/KD-in-nlb-z-novimi-vzajemci>
46. *Pioneer Funds Austria – Euro Cash..* Najdeno 14. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.pioneerinvestments.at/jsp/xslt.jsp?ctrl=fonds/all/fonds&fonds=AS7942&lang=english>
47. *Poročilo o delovanju podskalda Abančna DZU DENARNI EURO na dan 30. 11. 2009.* Najdeno 13. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.abancna-dzu.si/sys/cmspage.aspx?MapaId=7858>
48. *Poslovanje vzajemnih skladov denarnega trga v Sloveniji na dan 12. 1. 2010.* Najdeno 12. januarja 2010 na spletnem naslovu [mailto:http://www.vzajemci.com/index.php?tip\\_s=6](mailto:http://www.vzajemci.com/index.php?tip_s=6)
49. Prohaska, Z. (2004). *Finančni trgi* (2. izdaja). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
50. *Prospekt KD Krovnega sklada.* (2008, november). Najdeno 15. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.kd-skladi.mugo.si/data/files/1250784938.pdf>
51. Ribnikar, I. (1998, december). Odprti ali vzajemni investicijski skladi (instrumentov) denarnega trga. *Bančni vestnik*, str. 50–52.
52. Stigum, M. L. (1990). *The money market* (3<sup>rd</sup> edition). Homewood: Dow-Jones-Irwin.
53. Top-Performing Money Market Funds for 2008 (2009, januar). *Money Fund Intelligence*. Najdeno 17. januarja na spletnem naslovu [http://www.cranedata.us/static/products/money-fund-intelligence\\_demo.pdf](http://www.cranedata.us/static/products/money-fund-intelligence_demo.pdf)
54. Trends in the Fees and Expenses of Mutual Funds, 2008. (2009, avgust) *PensionBenefits*, str. 4–7.
55. *Who Can Benefit From Money Market Funds.* Najdeno 15. marca na spletnem naslovu <http://individual.troweprice.com/public/Retail/Mutual-Funds/Money-Market-Funds/Benefits/Who-Can-Benefit-From-Money-Market-Fund-Investing>
56. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (ZDDPO-2). (2006). *Uradni list RS*. (Št. 117/2006, 26. oktober 2006).
57. Zakon o dohodnini.i (ZDoh-2). (2006). *Uradni list RS*. (šŠt. 117/2006, 26. oktober 2006).
58. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1). (2002). *Uradni list RS* š. (Št. 110/2002, 29. november 2002).