

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

GARANTIRANI NALOŽBENI PRODUKTI

Ljubljana, junij 2007

PETER RAKTELJ

IZJAVA

Študent Peter Raktelj izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom docenta dr. Aljoše Valentinčiča in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 21.06.2007

Podpis:

KAZALO

| | | |
|-------|--|----|
| 1 | UVOD..... | 1 |
| 2 | GARANTIRANI NALOŽBENI PRODUKT..... | 2 |
| 2.1 | Opredelitev..... | 2 |
| 2.2 | Značilnosti..... | 3 |
| 2.3 | Profil vlagatelja..... | 5 |
| 3 | GARANCIJA GNP..... | 6 |
| 3.1 | Sestava..... | 6 |
| 3.2 | Vrste garancij..... | 8 |
| 3.2.1 | Garancija na vloženi kapital..... | 9 |
| 3.2.2 | Garancija na dosežen donos..... | 15 |
| 3.3 | Garancija v praksi..... | 16 |
| 3.4 | Instrumenti zagotavljanja garancije..... | 18 |
| 4 | OBDAVČITEV GNP..... | 20 |
| 5 | TRG GNP V SLOVENIJI..... | 22 |
| 5.1 | Garantirani vzajemni skladi..... | 22 |
| 5.1.1 | Pioneer Investment Austria..... | 23 |
| 5.1.2 | Found Partners NLB Skladi..... | 25 |
| 5.1.3 | Raiffeisen Capital Management..... | 26 |
| 5.2 | Garantirana naložbena zavarovanja..... | 27 |
| 5.2.1 | NLB Vita..... | 29 |
| 5.2.2 | Triglav..... | 29 |
| 5.2.3 | Wiener Staedtische..... | 30 |
| 5.3 | Garantirani naložbeni certifikati..... | 31 |
| 5.3.1 | Raiffeisen Cetробank..... | 32 |
| 6 | PRIMERJAVA GNP..... | 33 |
| 7 | SKLEP..... | 36 |
| | LITERATURA..... | 38 |
| | VIRI..... | 39 |
| | PRILOGE..... | |

KAZALO SLIK IN TABEL

| | | |
|-------------------|--|----|
| Slika 1: | Prikaz razmerja med nivojem zaščite (garancije) in stopnjo soudeležbe..... | 11 |
| Slika 2: | Delitev garancij glede na predmet in obseg garancije..... | 13 |
| Slika 3: | Razmerje med donosom temeljnega papirja in donosom GNP pri stoođtotni garanciji..... | 14 |
| Slika 4: | Razmerje med donosom temeljnega papirja in donosom GNP pri pod stoođtotni garanciji..... | 16 |
| Slika 5: | Razmerje med donosom temeljnega papirja in donosom GNP pri nad stoođtotni garanciji..... | 17 |
| Slika 6: | Razmerje med donosom temeljnega papirja in donosom GNP pri delni garanciji..... | 18 |
| Slika 7: | Razmerje med donosom temeljnega papirja in donosom GNP pri sestavljeni garanciji..... | 19 |
| Slika 8: | Razmerje med dejanskim donosom in garantiranim donosom..... | 21 |
| Tabela 1: | Izračun realnih vrednosti po sedmih letih (brez donosnosti)..... | 15 |
| Tabela 2: | Izračun realnih vrednosti po sedmih letih (povprečna donosnost)..... | 15 |
| Tabela 3: | Obdavčitev posameznih oblik GNP po Zakonu o Dohodnini (1.1.2007)..... | 27 |
| Tabela 4: | Pregled trga GNP v Sloveniji (Marec, 2007)..... | 28 |
| Tabela 5: | Osnovne značilnosti posameznega sklada – DZU: Pioneer Investment Austria..... | 30 |
| Tabela 6: | Osnovne značilnosti posameznega skladov – DZU: Pioneer Investment Austria..... | 31 |
| Tabela 7: | Osnovne značilnosti posameznega sklady–DZU: Raiffeisen TopSelection Garantiefonds..... | 33 |
| Tabela 8: | Osnovne značilnosti police NLB Vita Multi – Zavarovalnica: NLB Vita..... | 36 |
| Tabela 9: | Osnovne značilnosti police B.I.K – Zavarovalnica: Triglav..... | 37 |
| Tabela 10: | Osnovne značilnosti police Best of Best 2 – Zavarovalnica: Wiener Staedtische..... | 38 |
| Tabela 11: | Osnovne značilnosti certifikata – Izdajatelj: Raiffeisen Cetробank..... | 40 |
| Tabela 12: | Primerjava oblik GNP po posameznih značilnostih..... | 42 |
| Tabela 13: | Možni razponi posameznih vrst stroškov po posameznih oblikah GNP..... | 45 |

1 UVOD

Z začetkom tega tisočletja je investitorjem postalo jasno, da se končuje najdaljše obdobje naraščanja tečajev nasploh. Med vlagatelji so se ustvarila negativna pričakovanja glede gibanj donosov na mednarodnih trgih. Realno ni bilo več pričakovati visokih donosov, še več, visoko stopnjo tveganosti je bilo pričakovati tudi pri varnih naložbah z nizkim donosom. Vlagatelji so tako začeli iskati možnosti za zaščito ustvarjenega kapitala iz preteklih obdobj. Izrazili so željo po naložbah, ki bi jim nudile varnost ohranitve kapitala, hkrati pa se niso želeli odpovedati pričakovanemu donosu. Investicijski bančniki so se prilagodili povpraševanju in ponudili finančni proizvod, ki zadovolji obe potrebi, imenovan garantirani naložbeni produkt. Na začetku so bila tovrstnim investicijam ovira visoki kapitalski vložki; dostopni so bili le peščici premožnejšim posameznikom in večjim institucionalnim vlagateljem. Vstop v tovrstno investicijo je zahteval več milijonov evrov. Z naraščanjem pojavnosti oblike pa so postali dostopni tudi malemu vlagatelju. Danes je možno vstopiti na trg garantiranih naložb že s tisoč evri (Jakhel, 2007).

V pričujočem diplomskem delu bom predstavil novo obliko naložbene možnosti. Nov finančni produkt, katerega bistvena lastnost je varnost za vlagatelja oz. ponudnikova garancija za vlagateljeva sredstva. Terminologija se v praksi še ni ustalila. Izrazov za naložbe, ki nudijo kakršnokoli jamstvo, je veliko. V strokovni literaturi, predvsem pa v člankih, je moč opaziti naslednja pojmovanja: garantirane naložbe, naložbe z jamstvom, naložbe z garancijo ohranitve glavnice, produkti z jamstvom kapitala (ang. investment products with capital guarantees; guaranteed investment products). Najpogosteje se pojavlja ime garantirani naložbeni produkt (v nadaljevanju GNP), zato sem se zanj tudi sam odločil. Uporabljene izraze, predvsem pri delitvi vrst garancij, sem prav tako uporabil po lastni presoji, saj se v teoriji in praksi še niso oblikovala oz. so ta opisne narave. V prvem delu bom predstavil GNP v splošnem, torej značilnosti, ki so skupne vsem oblikam. Poudarek bo predvsem na sami garanciji kot bistveni lastnosti produkta. Nadalje bom razčlenil posamezne oblike ter predstavil ponudbo v Sloveniji. Trg je šele v razvoju, zato ni moč najti še vseh manj razširjenih oblik. Skozi nalogo bom tudi s praktičnimi izračuni prikazal delovanje bistvenih instrumentov. Skozi celotno nalogo, posebej pa še v zadnjem poglavju, bodo izpostavljene pomembnejše razlike med posameznimi pojavnimi oblikami GNP.

Cilji diplomskega dela so: predstaviti pojavnosti oblike GNP, njihove značilnosti, razlike in podobnosti; razčleniti sestavo in delovanje GNP; opredeliti vrste garancij, ki so v uporabi; predstaviti osnovno logiko delovanja garancije in zagotavljanja le-te, ter napraviti pregled trga GNP v Sloveniji.

Namen diplomskega dela je realno ovrednotiti GNP, predvsem pa objektivno prikazati realno vrednost danih garancij. V ospredju bo položaj vlagatelja in vplivi GNP na njegovo premoženje.

Raziskovanje bo potekalo s pomočjo analitičnega in deskriptivnega pristopa. S pomočjo strokovne literature in strokovnih člankov iz revij bom zbral teoretična spoznanja in jih poskušal postaviti na skupni imenovalce. S poslovno analizo bom analiziral posamezne GNP v Sloveniji, predvsem značilnosti in delovanje danih garancij. Uporabil bom tudi metodo poglobljenega intervjuja. Teoretična in praktična spoznanja bom združil z ekonomskim znanjem in ga kot celoto poskušal predstaviti, razčleniti in umestiti v prostor sodobnih naložbenih produktov.

2 GARANTIRANI NALOŽBENI PRODUKT

2.1 Opredelitev

GNP je oblika naložb sredstev, pri kateri ponudnik vlagatelju jamči za neko vnaprej natančno določeno garancijo. Ponudnikova garancije se nanaša na vrednost vloženih vlagateljevih sredstev, v nekaterih primerih pa tudi na ustvarjene donose s temi sredstvi. Vrednost GNP za vlagatelja tako ne more pasti pod v garanciji določeno mejo, poleg tega mu je vnaprej znan najslabši možni izid naložbe. Pri GNP gre za kombinacijo stoddostne varnosti, ki smo jo vajeni pri bančnih vlogah, hkrati pa se ni potrebno odreči potencialnemu donosu teh sredstev.

Finančne institucije v Sloveniji, ki ponujajo GNP, so zavarovalnice, družbe za upravljanje, banke ter borzno posredniške hiše. Razlike med posameznimi ponudniki oz. njihovimi ponudbami so predvsem v segmentu trga, kjer se ponujajo; tržni poti, po kateri se tržijo; namenu investicije in po nekaterih specifičnih lastnostih. Upoštevajoč razlike bi GNP lahko razdelili v tri skupine:

1. Garantirani vzajemni skladi se tako kot vsi skladi upravljajo preko družbe za upravljanje (v nadaljevanju DZU). DZU običajno tržijo več različnih vrst skladov, nekatere med njimi so že začele tržiti garantirane vzajemne sklade (ang. Guaranteed Investment (Mutual) Funds). Vlagatelj tako zaupa svoja sredstva DZU, ki glede na izbrani garantirani sklad razprši njegova sredstva in mu hkrati tudi poda določeno garancijo za vloženi denar. Za vsak sklad DZU izda poseben prospekt, v katerem so navedene specifikke posameznega sklada in natančno opredeljene garancije in pogoji njene veljavnosti. Ponudba naložbenih možnosti garantiranih skladov je skromna; v Sloveniji trenutno ponujajo garantirane sklade le tri DZU (glej Tab. 4, str. 22). V mesecu maju 2007 je bilo v vzajemnih skladih v Sloveniji (v vseh in ne samo v garantiranih) preko 2.457 mio¹ evrov sredstev.
2. Garantirana naložbena zavarovanja ponujajo zavarovalnice. Možnost naložbe preko zavarovalnic je že dalj časa znana (naložbena zavarovanja), v zadnjem času pa so zavarovalnice začele ponujati tudi garantirana naložbena zavarovanja (ang. Guaranteed Investment Contract – GIC). Pri tej obliki vlagatelj posredno, preko sklenitve

¹ Primerljivih podatkov o višini sredstev za garantirane naložbe v času pisanja naloge iz razpoložljivih virov ni bilo.

življenjskega zavarovanja, vloži sredstva v ponujeno naložbo z garancijo. Vlagatelj torej preko zavarovalnice vloži sredstva bodisi v drugo naložbo z garancijo (npr: garantirani sklad) ali v naložbo z garancijo, ki ga pripravi sama zavarovalnica. Med vsemi oblikami GNP imajo garantirana naložbena zavarovanja najdaljšo dospelost, deset let in več. Večina zavarovalnic v Sloveniji ima v svoji ponudbi tovrstna zavarovanja (glej Tab. št. 4, str. 22), ponujajo pa jih v presledkih oz. v določenih obdobjih. Med oblikami GNP veljajo za najbolj homogene, saj imajo produkti zelo podobne garancije, vlagatelj ima tako skromno izbiro nivoja zaščite. V letu 2005 je znašal tržni delež vseh življenjskih zavarovanj (ne samo garantiranih naložbenih) v Sloveniji preko 464 mio evrov za primerjavo s celotnim obsegom sredstev v vzajemnih skladih, ki je znašal 1.375 mio evrov (Statistical Insurance Bulletin, 2006, str. 19).

3. Garantirani naložbeni certifikati (ang. Guaranteed Investment Certificates) se tržijo preko različnih finančnih posrednikov. Najpogosteje so to banke in borzne hiše, v vsakem primeru pa gre za večje v javnosti znane in zaupanja vredne institucije. Vlagatelj preko finančnega posrednika kupi certifikat, upravljalec certifikata pa nadalje poskrbi za plemenitenje sredstev. Certifikati so še posebej primerni kot oblika garantiranih naložb, saj ima vlagatelj med vsemi oblikami najbolj pestro izbiro naložbenih možnosti, enako velja za nivo zaščite. Kot primer pestrosti naj navedem primer certifikat, katerega vrednost je odvisna od dovoljene emisije CO₂ v zraku (v tem primeru ne gre za garantirani certifikat). Certifikati so sicer že dolgo poznana oblika izvedenih finančnih instrumentov, uporabnost le-teh pa se s prihodom GNP še povečuje. V Sloveniji so se zaradi majhnega trga oz. nezadostnega povpraševanja šele začeli tržiti. Na trgu je trenutno moč najti le en garantirani certifikat (glej Tab. 4, str. 22).

2.2 Značilnosti

GNP je izveden finančni instrumenti kar pomeni, da je njegova vrednost odvisna od ene ali več drugih vrednostnih papirjev ali od druge javno znane spremenljivke (cena valute, surovin, indeksov, obrestne mere ipd.). Vrednosti, na katero je GNP vezan, pravimo temeljni papir (ang. Underlying paper) ali osnovni instrument GNP. Vlagatelj torej vloži sredstva v določen GNP, upravitelj GNP pa ta sredstva vloži dalje v temeljni papir. Tako ima vlagatelj preko podnaložb GNP posredno dostop do širokega spektra investicij, katere bi mu sicer bile nedostopne. Gre tudi za naložbe, ki nimajo dovoljenja za trženje v Sloveniji. Investicijske možnosti podnaložb pa se glede na obliko GNP oz. ponudnika precej razlikujejo. Vsem pa je skupno, da vlagatelju omogočajo razpršenost naložb, strokovnost upravljanja, predvsem pa možnost varne naložbe.

Ponudnik GNP zbere sredstva z javnim pozivom. Pri GNP so načeloma možna le enkratna vplačila, obročno nalaganje sredstev najdemo le v redkih primerih. V samem začetku ponudnik opredeli dobo trajanje investicije (zapadlost); ta se giblje med petimi in desetimi leti, torej gre za dolgoročne naložbe. Nadalje opredeli, do kdaj je možno pristopiti k investiciji

(vpisno obdobje), ki praviloma traja le nekaj mesecev. Po vpisnem obdobju je sicer načeloma še možno pristopiti k naložbi, vendar pod slabšimi pogoji. Praviloma gre za višje stroške, skrajni primer je neveljavnost garancije. Pred ustanovitvijo ponudnik tudi natančno opredeli, v katere podnaložbe bo nalagal vlagateljeva sredstva (vrsto temeljnega papirja, tveganost, geografsko in sektorsko razporeditev itd), prav tako mora natančno razdelati stroške in valuto, v kateri se bodo podnaložbe izvajale. Pomembno za GNP pa je predvsem detajlna opredelitev garancije in pogojev njene veljavnosti. Naložbe z garancijo so novost, predvsem pa ima vsak GNP drugačno vrsto garancije in drugačne pogoje veljavnosti le-te. V takšnih razmerah je pomembno, da ponudnik jasno in natančno navede pogoje garancije, vlagatelj pa jih mora razumeti, saj gre za dolgoročno vezavo njegovih sredstev (Krašovec, 2004).

Bistvena razlika GNP od klasičnih naložb je v tem, da je vlagateljeva soudeležba v donosnosti omejena. Vlagatelj mora biti tako pozoren tudi na stopnjo soudeležbe, katere je deležen. Kot bomo videli kasneje, se zaradi zagotavljanja garancije vrednost GNP ne giblje v enakem razmerju kot pa vrednost temeljnega papirja. Ponavadi se vrednost slednjega povečuje ali zmanjšuje za več kot pa vrednost GNP. Ponudnik zato ob izdaji navede stopnjo soudeležbe investitorja.

Kot vsaka investicija tudi investicija v GNP prinaša določene stroške. Vsi ponudniki GNP zaračunavajo vstopno provizijo, z izjemo občasnih časovno omejenih akcij. Zaračunava se v odstotku od vloženih sredstev, odstotek pa je večinoma obratno sorazmeren z višino vloženih sredstev. Druga najbolj pogosta je upravljavška provizija. Večina ponudnikov jo zaračunava, predvsem iz naslova prerazporejanja naložb glede na tržne razmere. V primeru pasivne naložbene politike, pa namesto te zaračunavajo skrbniško provizijo. Upravljavška provizija se zaračunava na letni ravni, bodisi od deleža sredstev ali pa od ustvarjenega dobička, prav tako skrbniška provizija. Izstopna provizija je odvisna od časa izstopa. V primeru, da vlagatelj ostane v naložbi do zapadlosti, je ta nizka ali pa je sploh ni. V primeru predčasnega izstopa pa se izstopna provizija ustrezno zviša. Poleg omenjenih stroškov posamezni ponudniki zaračunavajo tudi druge provizije. Nekateri promovirajo naložbe, ki so popolnoma brez izstopnih provizij (ne glede na čas izstopa), vendar pozabijo omeniti, da namesto te zaračunavajo provizijo na dvig sredstev. Pomembne razlike v višini stroškov veljajo za naložbe, ki omogočajo obročno vlaganje sredstev, te imajo praviloma višje stroške od tistih z enkratnim vplačilom. Pri investiciji v GNP pa iz naslova garancije nastanejo vsaj še naslednji dodatni posredni stroški (Kodrič, 2006c):

- stroški nakupa raznih derivatov oz. izvedenih finančnih instrumentov; z njimi poskuša upravitelj zmanjšati tveganja (npr. valutno), so nujno potrebni in višajo stroške poslovanja ponudnika,
- dodatne pravne stroške za formalno vzpostavitev garancije ter
- oportunitetni stroški izgubljenih alternativ; naložba v povprečno naložbo prinaša višje donose, nižji pričakovani donosi GNP pa so logična posledica konzervativne naložbene strategije.

2.3 Profil vlagatelja

Investicije v GNP so nadvse primerne za malega vlagatelja, saj ni potrebno razpolagati z veliko kapitala, prav tako ni potrebno imeti posebnega znanja o vrednostnih papirjih. Z zaupanim denarjem upravljajo strokovnjaki, ki so dobro usposobljeni za trgovanje z vrednostnimi papirji, imajo znanje in potrebne informacije o finančnih trgih. Vsakodnevno spremljajo dogajanja na trgu, sledijo gospodarskim trendom, predvsem pa so aktivno udeleženi v trenutno dogajanje na trgu in imajo svež dotok informacij.

Tipični vlagatelj išče kombinacijo varnosti, katere je vajen pri bančnih depozitih in možnosti večjega zaslužka od tistega, ki ga prinašajo fiksne bančne obresti. Gre torej za vlagatelja, ki je nenaklonjen tveganju. Bistvena lastnost je tudi, da želi imeti nadzor nad najslabšim možnim izidom. Namen naložbe je predvsem v ohranitvi kapitala in manj v ustvarjanju dobička. Vlagatelj je sicer pripravljen sprejeti nekaj tveganja, vendar mora biti to tveganje omejeno. Kljub homogenosti vlagateljev v GNP pa med različnimi oblikami GNP najdemo določene razlike, primerne za različne vlagatelje. Katera od njih je torej primerna za določeno vrsto kupcev (Huber, 2005):

- Garantirana naložbena zavarovanja so primerna za nezahtevne stranke. Za to obliko se odločijo predvsem iz dejstva, da gre za poznano in preverjeno obliko investicije. Razlog za naložbo pa je predvsem v zagotavljanju njihove varnosti, tako finančne kot življenjske. V naložbo vstopijo z dolgoročnimi nameni. Kljub nekoliko slabši transparentnosti podnaložb zavarovalnic, zaupajo zavarovalniškemu sistemu. Opaziti je nekoliko večje trženjske napore (vztrajne zavarovalniške agente) pri pridobivanju vlagateljev, saj ti v tovrstno obliko GNP ne pristopajo samo iz potrebe po investiciji, ampak tudi iz naslova sklenitve življenjskega zavarovanja.
- Garantirani skladi so za srednje zahtevne vlagatelje, ki potrebujejo prilagodljivost in preglednost naložb. Imajo določen vpogled in znanje s trga vrednostnih papirjev. Namen naložb je predvsem v varčevanju in ohranitvi kapitala, v naložbo pa vstopajo z dolgoročnimi in srednjeročnimi nameni.
- Garantirani certifikati so za zahtevnejše stranke, ki razpolagajo z višjimi zneski. V večini imajo znanje s področja vrednostnih papirjev in prav tako imajo že izkušnje z investicijami. Za naložbo v certifikate se odločajo predvsem zaradi največje izbire naložbenih možnosti in prilagodljivosti na tržne spremembe. Pripravljeni so nositi določeno tveganje, prav tako tudi višje stroške povezane s trgovanjem na tujih borzah.

GNP je dolgoročna zaveza, zato je še toliko bolj pomembno, da se vlagatelj temeljito seznami z vsemi podrobnostmi. Pri zavarovanjih so te vsebovane v splošnih in posebnih pogojih, pri vzajemnih skladih in naložbenih certifikatih pa v uradnem prospektu. Običajno je najugodnejši nakup v začetnem vpisnem obdobju, ki pa je časovno omejeno, zato morajo

kupci paziti, da ne zamudijo obdobja vpisovanja. Pri investicijah v tovrstne produkte mora vlagatelj biti pozoren tudi na valuto, v katero posredno vlaga.

3 GARANCIJA GNP

3.1 Sestava

Lastnost GNP, da vlagatelju nudi garancijo, zahteva tudi prilagojeno sestavo portfelja podnaložb. Upravitelj mora sredstva naložiti tako, da bodo jamstva iz naslova garancije produkta izpolnjena. V splošnem to pomeni, da mora del sredstev (s tem pa potencialno donosnost) žrtvovati za zagotavljanje garancije. Portfelj je tako sestavljen iz dveh delov, varnih naložb, ki zagotavljajo ohranjanje glavnice ter iz špekulativnih naložb za dodaten donos oz. obresti. Vlagateljeva vplačana sredstva so tudi fizično razdeljena na dva dela in se nahajajo na ločenih računih² (Lubej, 2005). Sredstva so razdeljena na defenzivni in agresivni del:

- Defenzivni del je namenjen zagotavljanju glavnice oz. ohranitvi kapitala. Upravitelj že v samem začetku razporedi pretežni del sredstev v ta del; kolikšen bo delež teh sredstev zavisi od nivoja zaščite GNP. Sredstva so namenjena ne tveganim naložbam z minimalno donosnostjo. Defenzivni del je torej namenjen zagotavljanju garancije in sicer tako, da upravitelj kupi vrednostne papirje z diskontom, ki ob zapadlosti prinašajo vnaprej določen nominalni znesek. V večini so to dolžniški vrednostni papirji, navadno obveznice.
- Agresivni del omogoča potencialno povečanje donosa. Ostanek sredstev lahko upravitelj, po izpolnitvi zahtev iz defenzivnega dela, naloži v ta del. Agresivni del torej predstavlja delež sredstev, ki se naloži v temeljni papir. Ker gre za tvegane naložbe, doda produktu določeno stopnjo tveganja, hkrati pa mu omogoča donosnost. Govorimo o potencialni donosnosti, torej obstaja tudi možnost izgube celotnega premoženja naloženega v ta del. Naložbe agresivnega dela v večini predstavljajo opcije, hedge skladi, posamezne delnice ali košarice delnic, vrednostni papirji, vezani na določeno valuto, blago ali drugo surovino.

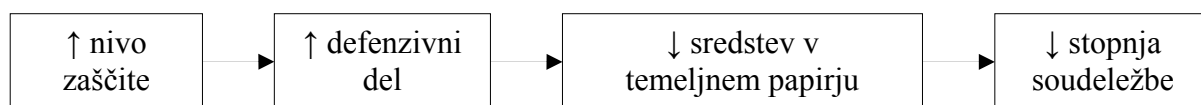
Morebitne izgube, ki bi nastale zaradi padca vrednosti agresivnega dela proizvoda, se v nobenem primeru ne pokrivajo iz defenzivnega dela, saj je ta namenjen garanciji. V najslabšem primeru, če bi bila vrednost agresivnega dela ob dospelju enaka nič, bi vlagatelj dobil povrnjena sredstva iz defenzivnega dela. Velikost tega pa mora biti ravno tolikšna, da vlagatelj prejeme garantirano ceno. V primeru donosa v agresivnem delu pa se ta izplača vlagatelju. Iz delitve sredstev je torej razvidno, da ne bodo vsa vlagateljeva sredstva ustvarjala donosa oz. je le del sredstev dejansko vloženi v temeljni papir. Iz te delitve izhaja tudi stopnja delne soudeležbe in posledično nižja rast GNP, v primerjavi z rastjo temeljnega papirja, saj je defenzivni del sredstev »neaktiven« in donos ustvarja zgolj agresivni del. Rast

² Sodeč po dostopni literaturi delitev sredstev na agresivni in defenzivni del ni zakonsko obvezujoča.

vrednosti agresivnega dela se tako razporedi na rast celotnega GNP. Kolikšna bo zavisi od stopnje soudeležbe.

Stopnja soudeležbe je izražena kot odstotek spremembe vrednosti GNP v primerjavi z spremembo vrednosti temeljnega papirja. Povedano pomeni, da je pri petdeset odstotni stopnji soudeležbe, povečanje vrednosti GNP polovično, kot pa povečanje vrednosti temeljnega papirja. Odstotek soudeležbe izhaja iz razporeditve sredstev na agresivni in defenzivni del. Večji kot bo delež sredstev v agresivnem delu, več bo sredstev v temeljnem papirju in višja bo stopnja soudeležbe. Stopnja soudeležbe je po posameznih produktih različna, odvisna pa je od diskonta pri nakupu obveznice brez kupona, ročnosti naložbe, v največji meri pa od nivoja zaščite, ki ga garantirani proizvod nudi. Logika je preprosta. Višja garancija zahteva višji nivo zaščite, ki ga zagotovimo z večjim deležem sredstev v defenzivnem delu, kar pa pomeni nižjo stopnjo soudeležbe v temeljnem papirju, kar je logično, saj je vanj vloženih tudi manj sredstev. Splošen vpliv na razporeditev sredstev pa imajo tudi obrestne mere. Pri nizkih obrestnih merah mora upravljalca nameniti več sredstev za nakup obveznic z diskontom (defenzivni del). Različne možnosti kombinacij med tema dvema elementoma v praksi pomenijo tudi veliko različnih proizvodov (Brezovnik, 2006).

Slika 1: Prikaz razmerja med nivojem zaščite (garancije) in stopnjo soudeležbe



Vir: Lasten vir.

Večina upraviteljev aktivno upravlja podnaložbe produkta. Za zagotavljanje čim višje donosnosti agresivnega dela se naložbe mesečno prerazporejajo v odvisnosti od gibanja njihove vrednosti. V obdobjih padanja tečajev se sredstva delno preusmerjajo v manj tvegane vrednostne papirje (obveznice), v obdobju rasti pa se sredstva prerazporedi v bolj donosne naložbe. Poleg tega je razporeditev sredstev GNP odvisen tudi od življenjskega cikla proizvoda. V prvih letih delovanja se poskuša ustvariti čim večjo donosnost, bližje ko pa je produkt svoji zapadlosti, več obveznic je vključenih v njegovem portfelju.

Oglejmo si na praktičnem primeru, kako upravitelj garantirane naložbe razporeja sredstva za zagotovitev garancije. Recimo, da vlagatelj kupi GNP, ki se zavezuje na določen temeljni papir (delnica, indeks, ipd.), v vrednosti 100 evrov. Izdajatelj nameni večji del tega zneska za nakup obveznic brez kupona (defenzivni del). Obveznice kupi z diskontom. Kupiti pa jih mora ravno toliko, da mu ob zapadlosti povrnejo vlagateljevih 100 evrov. V primeru GNP, ki zapade po 7 letih, mora torej izdajatelj kupiti sedem letno obveznico. Pri predpostavki štiri odstotne letne obrestne mere nam preprost izračun³ pokaže, da mora izdajatelj danes kupiti za 76 evrov obveznic, da bo ob zapadlosti za njih prejel potrebnih 100 evrov. Gre za znesek, ki ga potrebuje za zagotovitev garancije. S to preprosto finančno operacijo izdajatelj izpolni

³ 100 EUR / 1,04⁷ = 75,99 EUR.

dano garancijo o povrnitvi vloženega zneska. Torej od 100 evrov razporedi 76 evrov v defenzivni del, ostane mu 24 evrov, katere lahko razpredi v agresivni del. Znesek nameni za nakup temeljnega papirja na katerega se sklicuje GNP. V času sedmih let lahko upravljalec s temi 24 evri nakupuje tvegane papirje (delnice, hedge skladi, opcije ipd.) in tako poskuša ustvariti donos. Donosnost GNP pa je sorazmerno manjša od donosnosti tega temeljnega papirja, saj je bilo le 24 odstotkov vlagateljevih sredstev vloženih v temeljni papir. Od tod tudi bistvo o delni soudeležbi vlagateljev v GNP. Če želi investitor stoodstotno garancijo mora tudi sprejeti delno soudeležbo. V primeru garantirane naložbe, ki nudi manj kot stoodstotno zaščito, je delež sredstev, namenjen defenzivnemu delu, ustrezno manjši. Manjši delež pa prinaša višjo stopnjo soudeležbe in večje tveganje. Pri naložbah z več kot stoodstotno zaščito pa se stopnja soudeležbe zniža, vendar je vlagatelj deležen fiksnega donosa.

Tukaj bi še želel dodati, da v praksi, vlagateljeva sredstva niso dejansko vedno razdeljena na zgoraj naveden način oz. v zgoraj navedenih deležih. Večje finančne institucije si namreč lahko zagotovijo kritje za garancijo tudi iz drugih virov. V vsakem primeru pa morajo imeti ustrezen delež sredstev (glede na izdane GNP), namenjenih za garancijo.

3.2 Vrste garancij

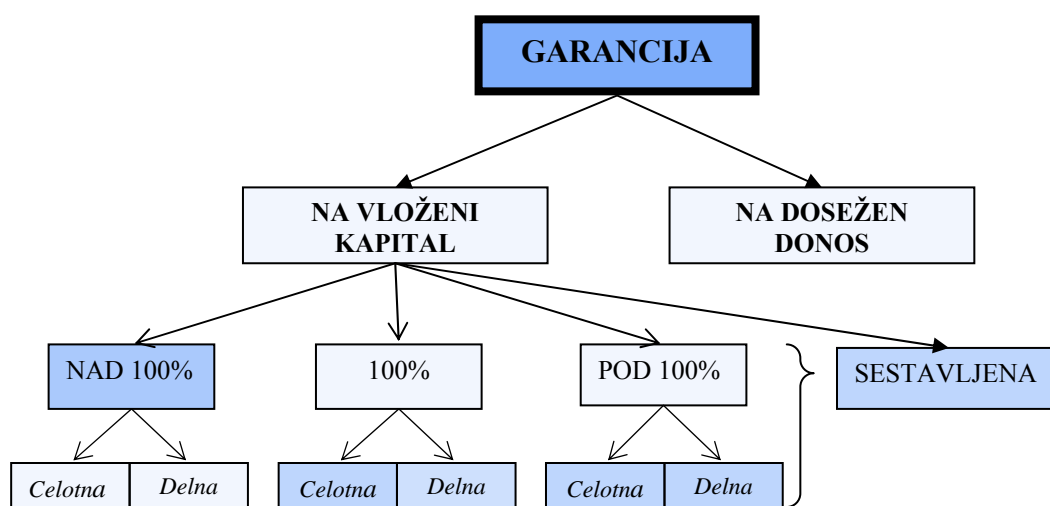
Bistvena značilnost GNP je, da si vlagatelj z investicijo kupi tudi določeno garancijo. Ta se aktivira le ob negativnih tržnih gibanjih, torej le v primeru ko je zaradi tržnih razmer vlagatelj v slabšem položaju od tistega določenega v pogojih garancije. Na trgu skoraj ni moč najti dveh enakih garancij; toliko kot je produktov, toliko je garancij. Kljub temu pa jih lahko na podlagi predmeta in obsega jamstva razdelimo v dve skupini:

1. Garancija na vloženi kapital oz. glavnico: Jamstvo se nanaša na vložek investitorja. Ob izpolnjenih pogojih ponudnik garantira vlagatelju, da bo ob zapadlosti izplačal vsaj določen odstotek od začetnega vloženega zneska (torej v primeru, da je vrednost GNP ob zapadlosti nižja od določenega odstotka začetne vrednosti).
2. Garancija na dosežene donose: Nanaša se na že dosežene donose v času življenjske dobe investicije. Ob izpolnjenih pogojih, ponudnik vlagatelju garantira, da bo ob zapadlosti izplačal vsaj določen odstotek že doseženega donosa v preteklosti GNP (torej v primeru, da je donos GNP od zapadlosti nižji od določenega odstotka najvišjega doseženega donosa v preteklosti).

Garancija na donos jamči za že ustvarjene donose, različice te garancije so možne zgolj zaradi različne višine kritja doseženih donosov. Pri garanciji na glavnico pa se ponudniki nekoliko bolj diferencirajo. V prvi vrsti se razlikujejo glede na višino odstotnega kritja začetnega vloženega zneska. Najpogosteje jamčijo za celotni vlagateljev vložen znesek (stoodstotna garancija), poznamo pa tudi garancije, ki jamčijo za več kakor je vlagatelj vložil (nad stoodstotna garancija) ter garancije, ki jamčijo za manjši znesek od začetnega vložka (pod

stoodstotna garancija). Nadalje se garancija na vloženi kapital razlikuje tudi glede pogojev svoje veljavnosti. Tako poznamo garancijo v celoti in delno garancijo. Pri celotni garanciji izdajatelj jamči za glavnico, ne glede na razvoj dogodkov na trgu; tudi v primeru izgube celotnega premoženja ima vlagatelj garancijo vplačanega zneska. Pri delni garanciji pa ni tako. Garancija velja le v določenem razponu gibanja tečaja temeljnega papirja. Izven tega razpona, torej v primeru ekstremnih gibanj tečaja, pa vlagatelj izgubi pravice iz naslova garancije in tako sam prevzame tveganje. Možno je tudi, da vsebuje garancija kombinacijo tako delne in celotne garancije, kot kombinacije različnih nivojev zaščite (nad, pod in stoodstotna). Pri tej vrsti garancije nudi izdajatelj pod različnimi pogoji, različne vrste garancij (sestavljena garancija). V nadaljevanju bom podrobneje razčlenil in predstavil posamezne vrste garancij.

Slika 2: Delitev garancij glede na predmet in obseg garancije



Vir: Lasten vir.

3.2.1 Garancija na vloženi kapital

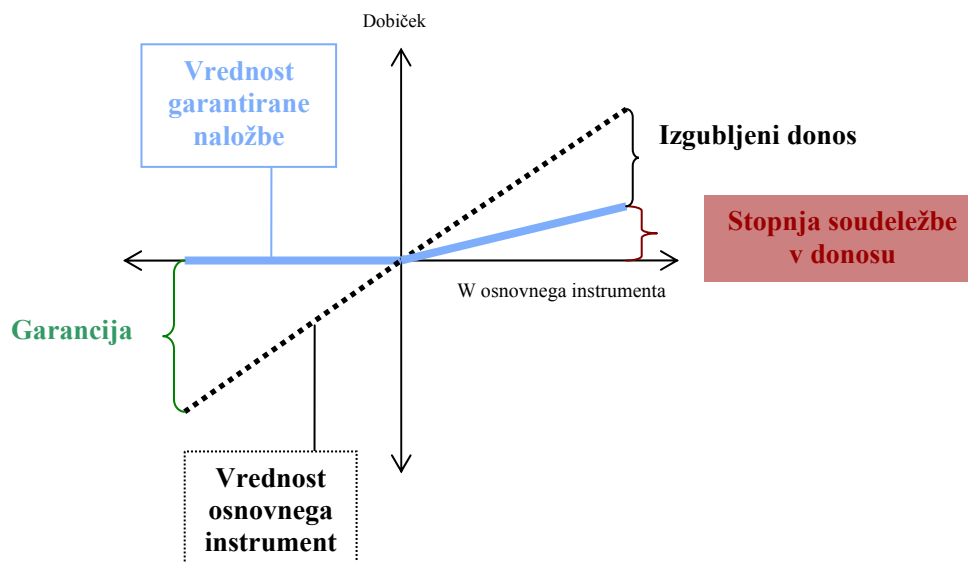
Posamezne vrste garancij bodo prikazane s pomočjo grafa, kjer bo abscisna os merila spremembo vrednosti temeljnega papirja, torej podnaložbe, na katere se GNP sklicuje, na ordinati pa bo prikazana vrednost samega GNP, torej dobiček oz. izguba vlagatelja. Iz grafa bo tudi razvidno, v kolikšni meri ima vlagatelj krito izgubo (garancija izgube - zelena barva), njegov izgubljeni donos zaradi zagotavljanja garancije (črna barva) ter stopnja soudeležbe, katere je deležen (rdeča barva).

3.2.1.1 Stoodstotna garancija

Osnovna in tudi najpogostejša oblika garancije, ki jo nudijo ponudniki garantiranih produktov je celotna stoodstotna zaščita. Upravljalca jamči vlagatelju vračilo glavnice oz. začetnega vplačanega zneska brez upoštevanja stroškov. Od garantiranega zneska se torej stroški

odštejejo in dobljeni znesek predstavlja garantirano ceno. Jamstvo garancije pa v večini primerov velja le pod pogojem, da se vlagatelj ne umakne pred zapadlostjo naložbe.

Slika 3: Razmerje med donosom temeljnega papirja in donosom GNP pri stoođstotni garanciji



Vir: Lasten vir.

Pri stoođstotni garanciji je potrebno opozoriti še na sledeče. Povprečni investitor oz. povprečni varčevalec se v splošnem zaveda pojava inflacije in njenega vpliva na vrednost denarja skozi čas, vendar pogosto podcenjuje njen vpliv za večje zneske pri daljših obdobjih. Toliko bolj pride to do izraza pri GNP. Lahko bi rekli, da je ponujena stoođstotna garancija ohranitve kapitala skorajda zavajajoča, saj ponudniki govorijo o nominalnih in ne realnih zneskih. Za realno ohranitev kapitala bi moral ponudnik garantirati za vloženi kapital in obresti v višini inflacije na ta kapital. Realno pa je vlagatelju garantirano manj, torej samo za nominalni znesek. Povedano pomeni, da garancija na vloženi kapital dejansko pomeni le omejitev izgube, ki jo vlagatelj še lahko utrpi, pri stoođstotni garanciji je ta v višini inflacije. Za lažje razumevanje si na praktičnem primeru pogledjmo, kaj dejansko prinese investicija v GNP ter kolikšna je realna garancija, ki je jo vlagatelj deležen.

Vzemimo, na primer, da vlagatelj v začetnem obdobju vložil 100 evrov v GNP s celotno stoođstotno garancijo. Prišteti moramo še vstopno provizijo (ostale stroške odmislimo), recimo petodstotno, kar pomeni, da vlagatelj dejansko vplača 105 evrov. Predpostavimo negativna gibanja na trgu vrednostnih papirjev, GNP torej zapade brez donosa. Pri izplačilu pa pride v poštev garantirana cena. Po preteku sedmih let je potrebno odšteti inflacijo, ki v povprečju zanaša 2,5 odstotka na letni ravni. Takšen vlagatelj bi bil realno po sedmih letih bil deležen le 84 evrov garantiranega izplačila.

Tabela 1: Izračun realnih vrednosti po sedmih letih (brez donosnosti)

| | Izračun | Realna vrednost po 7 letih |
|-----------------------|---------------------|----------------------------|
| Garantirana cena | 100 eur / $1,025^7$ | 84,13 eur |
| Največja možna izguba | 105 eur – 84,13 eur | 20,87 eur |

Vir: Lasten vir.

Kot vidimo lahko pri stoo odstotni garanciji na vloženi kapital vlagatelj vseeno precej izgubi. Izguba se v večini nanaša na sedemletno inflacijo, nekaj pa prispevajo tudi stroški, ki niso vštet v garantirano ceno.

Nadalje si za primerjavo pogledjmo številke v primeru povprečne donosnosti GNP, najverjetnejši scenarij v primeru naše naložbe. Pričakovane donosnosti garantiranih produktov se gibljejo med štirimi in osmimi odstotki letno⁴. Predpostavimo šestodstotno letno donosnost v obdobju sedmih let (kar je primerno glede na konzervativnost portfelja garantiranih naložb). Produkt bi imel v tem primeru ob zapadlosti imel realni donos v višini 27 evrov. Vlagatelj bi torej s 105 vloženi evri v sedmih letih realno povečal svoje premoženje za dobrih 22 evrov

Tabela 2: Izračun realnih vrednosti po sedmih letih (povprečna donosnost)

| | Izračun | Realna vrednost po 7 letih |
|----------------------|--|----------------------------|
| Dobiček | $(100 \text{ eur} * (1 + (0,06 - 0,025))^7) - 105 \text{ eur}$ | 22,23 eur |
| Povečanje premoženja | 122,23 (izplačilo) / 105 (vplačilo) | 16% |

Vir: Lasten vir.

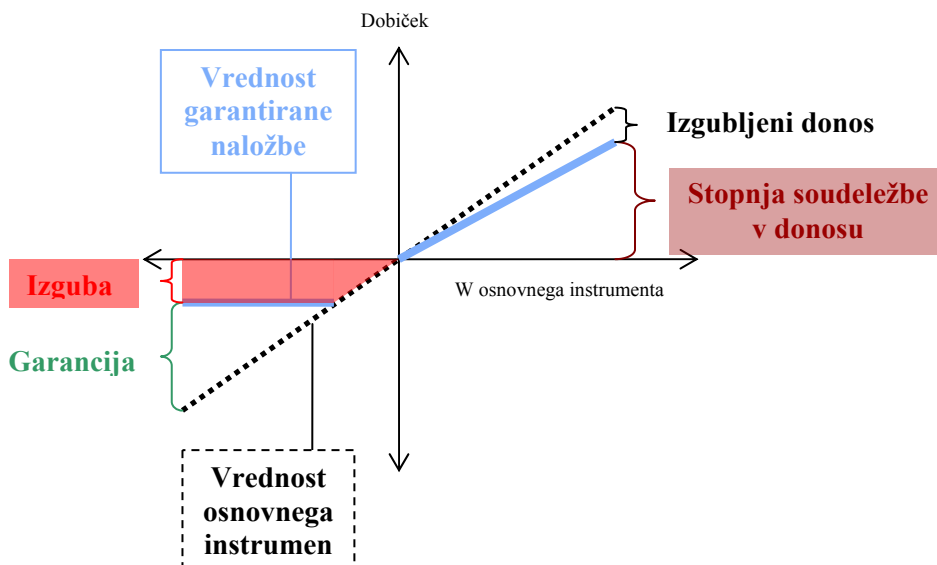
Donosnost sicer ne dosega zavidljive vrednosti, vendar smo predpostavili neke povprečne razmere, potencialna donosnost pa je lahko bistveno večja. Poleg tega ne smemo pozabiti na namen naložbe ter profila tipičnega vlagatelja v tovrstne naložbe, kjer je bistvo v ohranitvi kapitala skozi dolgoročno obdobje in ne v dobičkonosnosti.

3.2.1.2 Pod stoo odstotna garancija

V primeru manj kot stoo odstotne zaščite lahko vlagatelj ob zapadlosti investicije prejeme manj kot pa je vložil, garancija velja le za delež vplačanega nominalnega zneska. Gre za vrsto naložb, kjer je nekoliko manj poudarka na varnosti, temu ustrezno pa naložba prinaša tudi višjo stopnjo pričakovane donosnosti oz. ima višjo stopnjo soudeležbe. Najvišja možna izguba je na sliki ponazorjena z rdečim pasom.

⁴ Podatek pridobljen na portalu www.finančna-točka.si.

Slika 4: Razmerje med donosom temeljnega papirja in donosom GNP pri pod stoodstotni garanciji

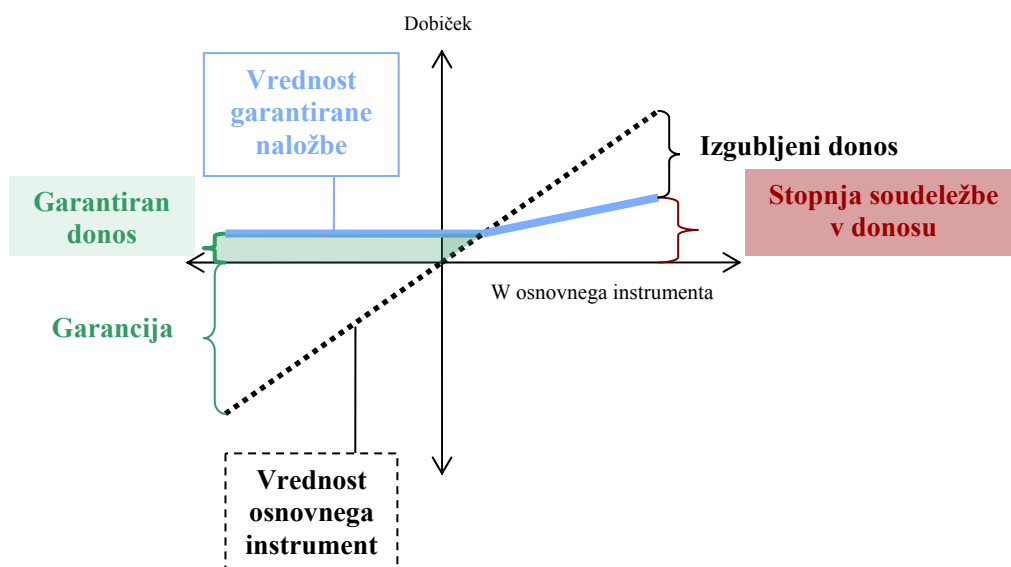


Vir: Lasten vir.

3.2.1.3 Nad stoodstotna garancija

Ko govorimo o več kot sto odstotni zaščiti, je vlagatelj deležen fiksnih letnih izplačil. Upravitelj jamči, da mu bo enkrat ali večkrat letno izplačal fikсни znesek (podobno kot pri obveznicah), ob dospelosti pa glavnico v celotnem znesku. Pri tovrstnem jamstvu pa je potencialni dodatni donos minimalen, saj je stopnja soudeležbe nižja. Najnižji možni donos je prikazan z zelenim pasom.

Slika 5: Razmerje med donosom temeljnega papirja in donosom GNP pri nad stoodstotni garanciji

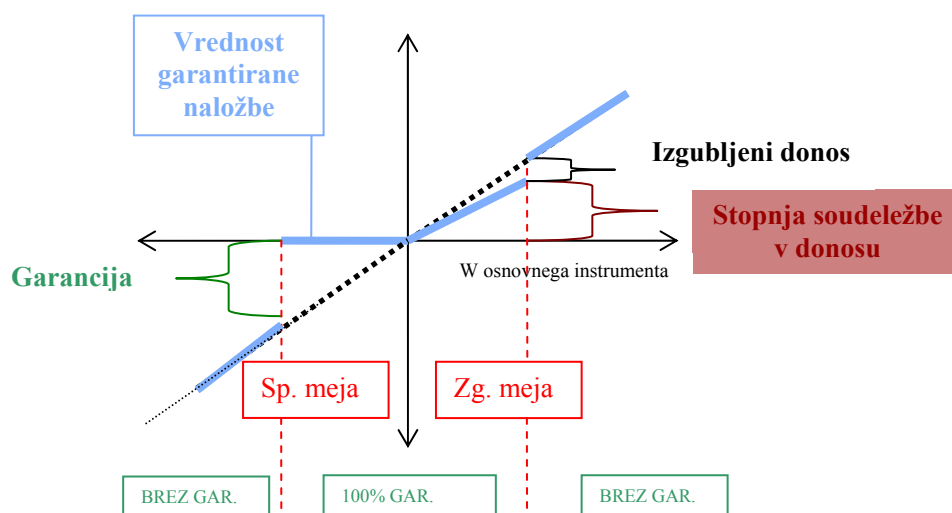


Vir: Lasten vir.

3.2.1.4 Delna garancija

GNP z delno zaščito nudijo garancijo, vendar le do določene mere oz. v določenem razponu gibanja tečaja. Ob izdaji se na podlagi takratne vrednosti temeljnega papirja določita spodnja in zgornja meja. V primeru, da v času trajanja GNP nobena od mej ne bo prebita, ima vlagatelj sto-odstotno garancijo na vplačan kapital ter delno soudeležbo v donosu. V primeru, da se tečaj temeljnega papirja kadarkoli spusti pod spodnjo ali dvigne nad zgornjo mejo, pa vlagatelj izgubi garancijo in omejitev delne soudeležbe. Izplačilo je v tem primeru odvisno zgolj od višine tečaja ob zapadlosti GNP. Pri delni garanciji je stopnja soudeležbe visoka, saj je garancija le delna in ne predstavlja večjega stroška. Če se torej tečaj temeljnega papirja giblje znotraj meja, so lastnosti delne enaki lastnostnim celotne garancije, v primeru ekstremnih gibanj tečaja pa se GNP spremeni v navadno naložbo. Pri tem je pomembno, da vlagatelj poleg izgube garancije tudi nima več omejitve pri donosu.

Slika 6: Razmerje med donosom osnovnega instrumenta in donosom GNP pri delni garanciji



Vir: Lasten vir.

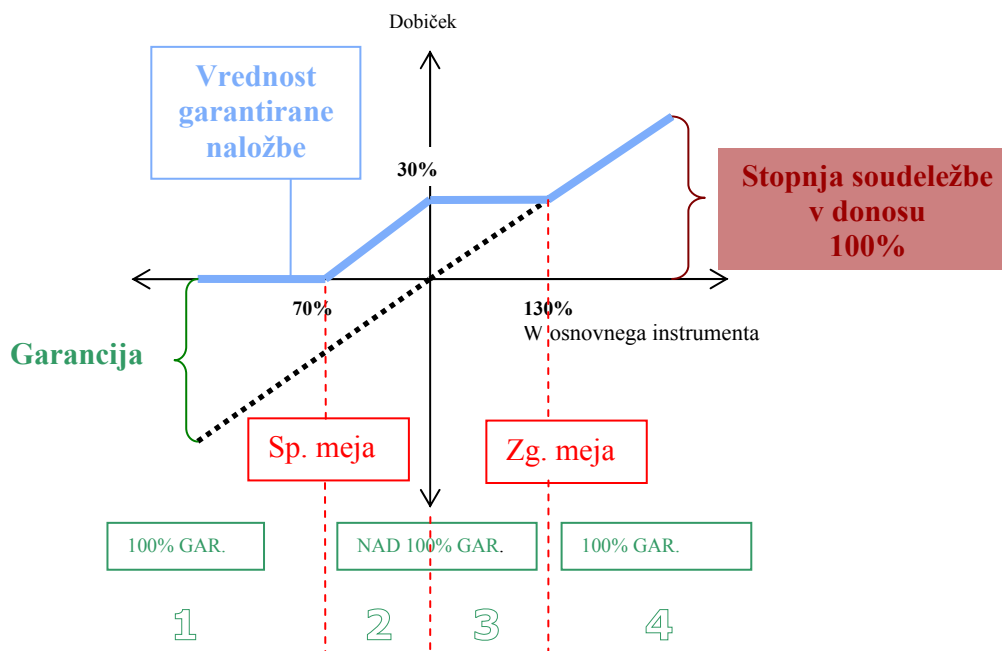
Delna garancija se pogosto pojavi v obliki delne nad stoođstotne garancije. Primer takšnega produkta so bonus certifikati, kjer se v pasu med spodnjo in zgornjo mejo nudi bonus (nad stoođstotno garancijo), torej dodatni zaslupek. Pod spodnjo mejo pa vlagatelj trpi izgubo, pred katero ni zavarovan.

3.2.1.5 Sestavljena garancija

Pri sestavljeni garanciji se prav tako določi razpon, znotraj katerega velja ena vrsta garancije. Za razliko od delne pa pri sestavljeni garanciji velja jamstvo tudi izven razpona, vendar drugačno kakor znotraj razpona. Ker pri tovrstni garanciji ni univerzalnega pravila, saj gre za kombinacijo dveh ali več vrst garancij, sem za ponazoritev izbral konkretni GNP. Gre za

certifikat »BULL & BEAR Commodity Guarantee Certificate«, ki ga ponuja Raiffeisen Centrobank na borzah na Dunaju in v Stuttgartu. Garancija certifikata združuje standardno celotno stoodstotno garancijo in nad stoodstotno garancijo. Na določenem razponu je torej vlagatelj deležen ene, izven tega razpona pa druge garancije.

Slika 7: Razmerje med donosom temeljnega papirja in donosom GNP pri sestavljeni garanciji



Vir: Lasten vir.

Na slovenskem trgu ni primerljivega GNP, saj certifikat ponuja izredno konkurenčne pogoje. Za lažje razumevanje sem graf razdelil na tri področja. Posebna sestava garancije omogoča vlagatelju naslednja jamstva:

- Področje 3: V primeru, da je ob zapadlosti GNP povprečna donosnost podnaložb med 0% – 30% → znaša garancija 130% vplačila, 30% je torej bonus izdajatelja, ki predstavlja nad stoodstotno garancijo.
- Področje 4: V primeru, da je donosnost osnovnega instrumenta v povprečju večja od 30% → je vlagatelj poleg 130% jamstva deležen tudi stoodstotne stopnje soudeležbe v podnaložbah. Garancija se na aktivira.
- Področje 2: V primeru izgube do 30% oz. vrednost podnaložb se ne spusti pod 70% vplačanega zneska → dobi investitor izplačanih 130% glavnice, zmanjšanih za odstotek izgube (primer: izguba 15% → 130% -15% = 115%). Torej se tudi v primeru izgube do 30% investitorju izplača bonus. Ponovno nad stoodstotna garancija.
- Področje 1: V najslabšem primeru, ko se vrednost podnaložb spusti pod 70% (torej je izguba večja od 30%) → ima vlagatelj še vedno sto-odstotno garancijo za vplačani znesek.

Omenjeni GNP bi še posebej izpostavil, saj je poleg zgoraj navedene garancije njegova konkurenčna prednost tudi v temeljnemu papirju, v katerega vlaga. Certifikat namreč investira v košarico industrijskih surovin (sestava košarice v Prilogi 1). Citiram: »Surovine pritegujejo pozornost investorjev zadnjih nekaj let in mnogi finančni analitiki se strinjajo, da se surovinski "boom" nadaljuje. Naraščajoče povpraševanje (predvsem v državah z velikim številom prebivalstva, kot sta Indija in Kitajska), ki presega ponudbo, potiska cene surovin iz ene rekordne vrednosti v drugo » (Valenčič, 2006).

Nadalje pri certifikatu ni izgubljenega donosa, saj stopnja soudeležbe znaša sto odstotkov. Povedano pomeni, da vlagatelja garancija ne stane nič oz. ni se mu potrebno odreči donosnosti iz naslova garancije. Še več, vlagatelj je v relativno širokem razponu deležen nad stoodstotne garancije. Vlagatelj tako ne more izgubiti, najverjetnejša donosnost certifikata pa bo znašala trideset odstotkov.

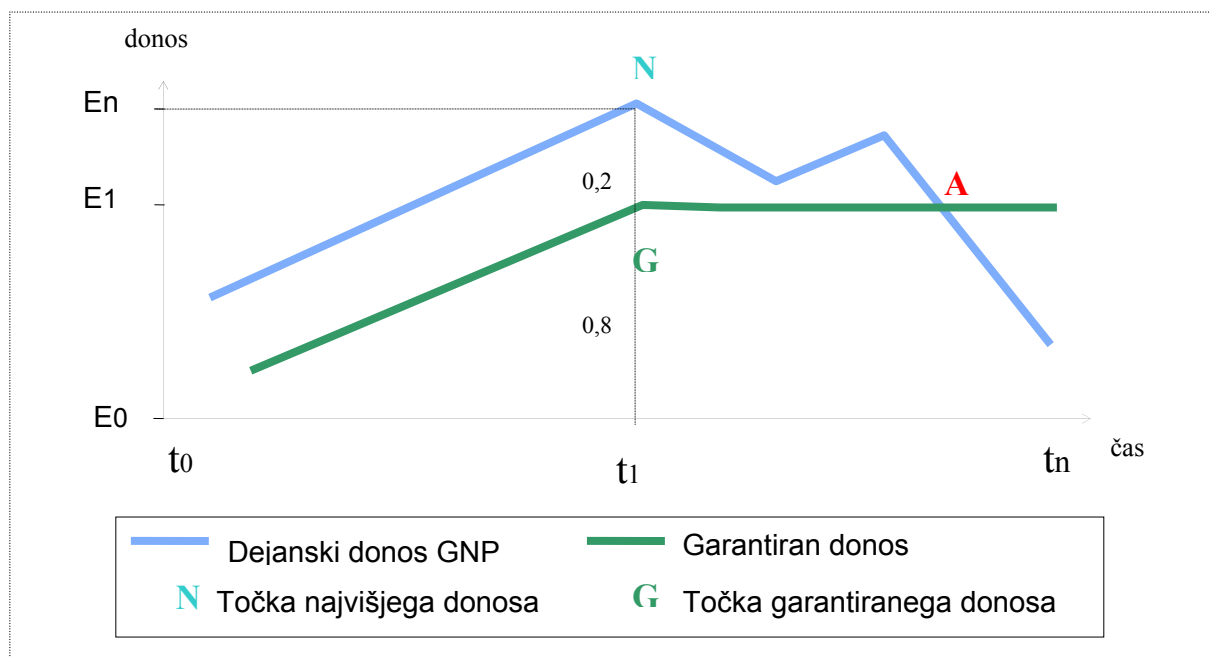
3.2.2 Garancija na dosežen donos

Poleg garancije na vloženi kapital jamči večina ponudnikov tudi za že dosežene donose v preteklosti. V tem primeru ponudnik garantira, da bo ob zapadlosti izplačal vnaprej določen odstotek najvišjega doseženega donosa, ki je bil ustvarjen kadarkoli v preteklosti. Višina odstotka je različna; pri ponudnikih v Sloveniji, ki ponujajo tovrstno garancijo, pa pogosto znaša osemdeset odstotkov. Relevantno obdobje, v katerem se meri najvišji donos kot osnova za izračun garantiranega odstotka, je različno. Večinoma se meri donos v celotni življenjski dobi GNP, poredko pa je obdobje omejeno. Nekateri GNP tako jamčijo le za najvišji donos v zadnjem letu pred zapadlostjo.

Na sliki št. 8, kjer abscisna os predstavlja časovno premico, ordinata pa dosežen donos, je prikazano razmerje med gibanjem dejanskega donosa in gibanjem garantiranega donosa, za katerega jamči ponudnik. Predpostavimo osemdesetodstotno garancijo na donos, torej ponudnik ob zapadlosti garantira izplačilo osemdeset odstotkov najvišjega doseženega donosa v obdobju t_0-t_n . Kot vidimo, se z rastjo dejanskega donosa GNP povečuje tudi nivo garantiranega donosa, in sicer v razmerju 8:10; razmerje izvira ravno iz osemdesetodstotne garancije. V točki N doseže GNP najvišji donos v višini E_n , kjer ima vlagatelj garancijo donosa v višini E_1 . Od tod naprej začne dejanski donos padati, garantirani donos pa ostaja na nivoju E_1 . V točki A dejanski donos pade pod nivo garantiranega donosa, garancija se aktivira, vlagatelj je tako deležen donosa E_1 kljub temu, da je dejanski donos precej nižji.

Najpomembnejše pri takšnem načinu delovanja je, da se zajamčeni nivo garantiranega donosa vedno spreminja le navzgor, nikoli se ne zmanjša. Nivo se ugotavlja sproti, za vsak obračunski dan. Vsak novi doseženi maksimum vrednosti točke se »zaklene« in s tem zajamčeni nivo preide na novo višjo vrednost. V primeru, da bi bila v času izplačila vrednost točke nižja od zajamčene višine, ponudnik GNP garantira, da bo sam kril razliko.

Slika 8: Razmerje med dejanskim donosom in garantiranim donosom



Vir: Lasten vir.

Pri presoji dejanskega učinka garancije donosa pa je pomembno še sledeče. Recimo, da ponudnik jamči za osemdeset odstotkov najvišje dosežene vrednosti. Sklepati je, da je najvišja možna izguba vlagatelja dvajsetodstotna, toda praviloma ni tako. Točno dvajset odstotkov izgube bi vlagatelj utrpel le v skrajnem primeru, ko bi kupil naložbo v času njene najvišje vrednosti, prodal pa v času, ko bi bila vrednost naložbe tako nizka, da bi se aktiviralo jamstvo na donos. Torej moramo pri višini garancije upoštevati tudi čas nakupa GNP in ga primerjati s preteklim gibanjem vrednosti GNP (Kodrič, 2006a).

Garancija na donosnost se pojavi še v eni obliki. Upravitelj jamči, da vrednost enote premoženja na koncu leta ne bo nižja od na primer devetdeset odstotkov vrednosti enote premoženja na začetku istega leta. Na prvi dan naslednjega leta se jamstvo prilagodi zadnji vrednosti enote premoženja. Če malce premislimo, s tem ne dobimo drugega kot jamstvo, da nam premoženje ne more padati več kot deset odstotkov letno. Primer takšne garancije ponuja na slovenskem trgu zavarovalnica Generali (v sodelovanju z SKB banko) z naložbenim zavarovanjem, imenovanim Skladba 1.

3.3 Garancija v praksi

V praksi pogosto najdemo kombinacije različnih vrst garancij, vsaka kombinacija različne garancije pa predstavlja svojevrsten produkt. Na trgu so najbolj pogoste celotne garancije in sicer celotna stoođstotna garancija, ki predstavlja nekakšno osnovo za GNP. Vsa naložbena zavarovanja in večina vzajemnih skladov ponujajo ravno to garancijo. Nadalje pa posamezni ponudniki nadgrajujejo osnovno garancijo z nad stoođstotno garancijo in z garancijo na

donose. Nekateri vzajemni skladi ponujajo tudi delne garancije ter pod stoodstotne garancije; v teh primerih gre za zmanjševanje osnovne garancije. Ponudniki z manj kot stoodstotno garancijo so sicer redki, saj ne gre za pravo garancijo v očeh investitorja. Najbolj kompleksne garancije poznamo pri certifikatih, vendar je njihova prisotnost v Sloveniji še zanemarljivega pomena.

Poleg garancije na glavnico ponuja večina ponudnikov GNP tudi garancijo na dosežen donos; na trgu se pogosto ponuja obe vrsti garancij v enem produktu. Vlagatelj ima tako zajamčeno povračilo vplačanega zneska, hkrati pa garancijo na že ustvarjene donose. Na trgu je mogoče najti tudi ponudnike, predvsem pri vzajemnih skladih (npr.: vzajemni sklad FlexProfit; upravljavca DWS iz skupine Deutsche Bank), ki nudijo samo garancijo na dosežene donose, torej brez osnovne garancije na vloženi kapital. Vendar, če nekoliko premislimo, vplačani znesek kot začetna cena enote premoženja prav tako predstavlja že dosežen donos, čeprav ničelni. Tako tudi za vplačani znesek velja garancija na že doseženi donos. Torej gre tudi v teh primerih za posredno garancijo na vloženi kapital.

Pri garancijah je v splošnem najti tudi dodatne lastnosti pri posameznih vrstah garancij. Pogosto se pojavi tako imenovana »sprotna« garancija. Značilnost sprotne garancije je, da vlagatelj ni zavezan na nobeno naložbeno dobo. Garancija velja, četudi se vlagatelj odloči predčasno izstopiti iz naložbe. Na slovenskem trgu še ni ponudnika s sprotno garancijo. Poleg tega so možne tudi različice pri posameznih vrstah garancij; tako je, mogoče najti delne garancije, vendar brez zgornje meje, kar pomeni, da je vlagatelj omejen le s spodnjo mejo (Kodrič, 2006).

V osnovni delitvi oblik GNP smo spoznali sklade, certifikate in zavarovanja. Pričakovati pa je, da se bo pojem GNP razširil na nova področja in s tem zasedal nove oblike. Ena takšnih je garantirani strukturni depozit. Gre za preprost bančni depozit, ki pa ima posebnost, obrestna mera je odvisna od vrednosti temeljnega papirja, znana pa je šele ob zapadlosti produkta.

Bank Austria Creditanstalt je marca 2007 v Sloveniji že začela s trženjem nepremičninskega strukturnega depozita. Temeljni papir, na katerega se sklicuje, je indeks podjetij z nepremičninskega področja EPRA/NAREIT Evrozone. Vpisno obdobje traja do 5.4.2007, najmanjše vplačilo pa znaša tisoč evrov. Pri GNP smo vajeni, da je garancija možna tudi zaradi dolgoročnosti naložbe; ta produkt predstavlja izjemo, saj kljub enoletni zapadlosti (15.4.2008) nudi garancijo. Razlog je predvsem v navzdol rigidnih cenah nepremičnin. Ponudnik nudi samo garancijo na glavnico in sicer stoodstotno garancijo. Vlagatelj nima nobenih stroškov, vsi stroški so kriti z delno soudeležbo. Stopnja soudeležbe je različna, odvisna pa je od gibanja temeljnega papirja oz. indeksa (Strukturni depozit, 2007):

- če zanaša rast indeksa do trideset odstotkov ima vlagatelj 32-odstotno stopnjo soudeležbe;
- pri nadaljnji rasti, nad tridesetimi odstotki, pa je vlagatelj deležen 64-odstotne stopnje soudeležbe;

- v primeru, da je ob zapadlosti indeks nižji kot na začetku, dobi vlagatelj povrnjena vsa vložena sredstva (stoodstotna garancija).

Strukturni depoziti so od 1.1.2007 vključeni v sistem zajamčenih vlog, kar pomeni, da ima vlagatelj jamstvo za vloge do 22.000 evrov. V primeru nezmožnosti ponudnika za poplačilo garancije je vlagatelj pozavarovan do zgoraj omenjene višine vplačanega zneska. Donos pri strukturnem depozitu je obdavčen kot vse ostale bančne obresti, v času zapadlosti (2008) bo ta znašala dvajset odstotkov (Zakon o dohodnini, 2007). Skupni znesek v letu prejetih obresti do tisoč evrov ni obdavčen.

3.4 Instrumenti zagotavljanja garancije

Poleg konzervativne naložbene politike se upravitelji GNP poslužujejo tudi posebnih metod oz. instrumentov, s katerimi višajo stopnjo varnosti naložbe. Najvarnejša pot zagotavljanja garancije je razporeditev čim večjega dela sredstev v defenzivni del. Na izredno konkurenčnem trgu pa bi takšno zmanjševanje potencialne donosnosti ogrozilo obstoj ponudnika. Tako ostaja ponudniku odločitev o tem, kolikšen delež tveganja je pripravljen prevzeti nase. Prevzeta tveganja pa poskuša nevtralizirati z izvedenimi finančnimi instrumenti.

V poslovnem svetu se je uporaba izvedenih finančnih instrumentov, bodisi za redno poslovanje ali samo kot instrument zavarovanja posla, močno razširila. Ločujemo jih glede na temeljni papir, na katerega se sklicujejo in za katero vrsto tveganj jih uporabimo. Pri GNP so najbolj razširjeni valutni, obrestni ter dolžniški izvedeni finančni instrumenti. Vsem je skupno, da se za določen posel vnaprej dogovori; torej je obema strankama vnaprej znana določena spremenljivka. Večinoma gre za nepredvidljive stroške, obresti ali valutne menjave. S tem se stranki izogneta nepredvidljivim spremembam, predvsem tistim, ki bi jima lahko bile v škodo, s tem pa zmanjšujeta tveganje. Ker pa je zagotavljanje vrednosti na določen dan v prihodnosti ravno bistvo GNP, so ta še kako uporabna.

Poglejmo si nekaj dejanskih primerov uporabe izvedenih finančnih instrumentov za obvladovanje tveganj v GNP:

1. Zamenjava za obvladovanje tveganj bodočih donosov:

Pri nekaterih produktih je vlagatelj namesto soudeležbe v donosnosti podnaložb deležen soudeležbe v donosnosti določene košarice indeksov. Kljub temu, da so vlagateljeva sredstva naložena v nek temeljni papir, nima nikakršnih pravic iz naslova donosnosti le-teh. V zameno je deležen donosov iz rasti košarice indeksov, ki je določena pri nakupu GNP. V takšnih primerih pa se mora upravitelj poslužiti posebnih instrumentov. Poglejmo si podrobneje, zakaj se ponudniki odločajo za tovrstno zamenjavo in kako to izvedejo.

Ker gre za GNP, je potreba po varnosti velika, tako za vloženi kapital kot za donosnost kapitala. Za varnost vložnega kapitala je poskrbljeno preko razporeditve podnaložb, sama donosnost pa je še vedno prepuščena tržnim razmeram. Ponudniki GNP zato iščejo dodatne možnosti zniževanja tveganj tudi pri donosnosti podnaložb. Problem se pojavi zaradi še zmeraj pomanjkljive razpršenosti podnaložb, saj lahko upravitelj uporabi le del sredstev (agresivni del) za ustvarjanje donosnosti. Ker so ta sredstva omejena, je omejena tudi izbira konkretnih naložb. Ena od možnih rešitev je vlaganje v vzajemne sklade, kjer je za razpršenost naložb poskrbljeno, vendar je ponudnik GNP tako spet omejen. Omejen je z naložbeno politiko vzajemnega sklada kot z izbiro ustreznega sklada. Druga možnost je zamenjava donosnosti GNP za donosnost izbranih indeksov. Upravitelj tako s tretjo finančno institucijo (ponavadi banko) sklene pogodbo o poslu zamenjav. S pogodbo o zamenjavi se ponudnik zaveže, da bo donose iz podnaložb GNP zamenjal za donose košarice indeksov. Ponudnik se torej odreče donosom temeljnega papirja v zameno pa od tretje finančne institucije prejema obresti iz naslova rasti indeksov. Tako je vlagatelju zagotovljena stopnja soudeležbe v rasti košarice indeksov, ne glede na uspešnost dejanskih podnaložb GNP. Za zagotovitev donosnosti iz naslova rasti indeksov pa upravitelju sredstev ni potrebno nalagati v delnice izdajateljev, ki sestavljajo posamezne borzne indekse.

Pri tem je potrebno izpostaviti, da so indeksi kot kazalci splošnega gibanje trga izbrani za tiste trge, na katere GNP dejansko vlaga. Obstaja torej povezava med podnaložbami sklada (vlagateljeva sredstva) in donosnostjo vlagatelja, saj bo gibanje izbranega indeksa po vsej verjetnosti potekalo v isti smeri kot gibanje podnaložb. Razlika je zgolj v manjšem tveganju in verjetno tudi manjši potencialni donosnosti. Gre za to, da se s tem instrumentom doseže še večja razpršenost donosov kot pa v primeru vezanja donosnosti na omejeno število naložb. Indeksi se namreč vežejo na precej večje število podjetij, kot pa jih ima GNP v svojem portfelju (Doles, 2000).

2. Zamenjava za zagotavljanje likvidnih sredstev:⁵

GNP je sestavljen tudi iz nekaj visoko likvidnih naložb, gre predvsem za naložbe v denarni trg. Sredstva tako prinašajo nekaj obresti, v gotovino pa jih je možno spremeniti v nekaj dnevih (ne več kot 14 dni). Pogodbo o zamenjavi se upravitelji poslužujejo tudi pri plemenitju teh likvidnih sredstev. Za prejete obresti sklenejo pogodbo o zamenjavi, kjer se zamenjajo prejete obresti iz denarnega trga za donose tistih indeksov na katere se GNP sklicuje. Tako upravljalec zagotovi potrebno likvidnosti ne da bi pretirano znižal donosnost.

3. Terminalska pogodba in valutno tveganje:

V primeru vlaganja v podnaložbe denominirane v tuji valuti, je donosnost GNP podvržena še dodatnemu valutnemu tveganju. V Sloveniji je pri večini ponudnikov s tovrstnim tveganjem vlagatelj izvzet iz valutnega tveganja. Ponudnik namreč omogoča vplačilo v evrih, ob zapadlosti pa je vlagatelj prav tako deležen izplačila v evrih. Enako velja za dano garancijo, ki je zajamčena v evrih. Ponudnik torej prevzame nase valutno tveganje, saj mora ob zapadlosti

⁵ Omenjena zamenjava pride v poštev samo pri tistih GNP, ki obljublajo indeksno donosnost.

GNP vplačana sredstva zamenjati nazaj v evre. V izogib izgubam iz naslova neugodne spremembe tečajev se ponudnik zavaruje z izvedenim finančnim instrumentom. S tretjo finančno institucijo sklene terminsko pogodbo, kjer se že danes dogovori o menjalnem tečaju na dan zapadlosti GNP, torej na dan ko bo moral opraviti menjalniški posel.

4. Instrumenti zagotavljanj višje stopnje soudeležbe:

Zanimivo je dejstvo, da določeni ponudniki nudijo več kot sto odstotno stopnjo soudeležbe v donosnosti temeljnega papirja ob hkratni sto odstotni garanciji. Povedno pomeni, da je vlagatelj poleg varnosti deležen tudi nad proporcionalne soudeležbe pri dobičku temeljnega papirja (pri eno odstotni donosnosti podnaložb GNP se sama vrednost GNP poveča za več kot odstotek). To je še posebej presenetljivo, saj smo videli da je zaradi zagotavljanje garancije, le del vlagateljevih sredstev (agresivni del) vloženi v temeljni papir, ki prinaša donos. Ob predpostavki, da je od stotih evrov, le dvajset vloženi v temeljni papir in da upravitelj poleg garancije nudi sto odstotno stopnjo soudeležbe, mora upravitelj z dvajsetimi evri doseči donos, enak tistemu, ki bi ga dosegel z stotimi evri. Sklepati je, da upravitelj agresivni del razporedi v izvedene finančne instrumente, zelo tvegane papirje, ki v tem primeru kotirajo v razmerju 1:5⁶. Taka naložba bi mu sicer prinesla željen donos, vendar je ta malo verjeten. V teoriji zato obstajajo še druge možnosti⁷. Ena je, da upravitelj poskrbi za dodatno vzvode, kar pomeni, da k naložbenemu delu pristavi določen odstotek dodatnega, svojega premoženja, vlagatelji pa participirajo pri doseženem dobičku tudi iz naslova tega dodatnega dela. Druga možnost pa je, da upravitelj ustrezno zmanjša defenzivni del naložb in tako tveganje prevzame nase.

4 OBDAVČITEV GNP

S 1.1.2007 je začel veljati prenovljeni Zakon o dohodnini (Uradni list RS, št. 117/2006). Tako kot že v letu 2006 so obresti, dividende in kapitalski dobički obdavčeni ločeno od klasične dohodnine. Njihova obdavčitev ni odvisna od posameznikove dohodninske osnove, prav tako nima vpliva nanjo. Z davčnega vidika GNP niso v ničemer drugače obravnavani od klasičnih produktov. Med posameznimi oblikami GNP (skladi, zavarovanja, certifikati) pa so razlike bistvene (Jakhel, 2006a)

Pri naložbenih zavarovanjih se kot davčna osnova za kapitalski dobiček šteje razlika med vsoto izplačil in vsoto vplačil. Dobljena razlika predstavlja dobiček, ki pa je z davčnega vidika obravnavan kakor obrestni prihodek. Obdavčitev vseh obresti je dvajsetodstotna, izjema je leto 2007, ko velja petnajstodstotna obdavčitev obresti (Zakon o dohodnini, 2007, čl. 151). Kljub povedanemu pa je večina vlagateljev pri garantiranih naložbenih zavarovanjih oproščena davka na dobiček, vendar morajo biti za to izpolnjeni naslednji trije pogoji: izplačilo zavarovalne vsote je možno šele po desetih letih, izplačilo ne sme biti predčasno,

⁶ $100 / 20 = 5$.

⁷ Konkretni načini in instrumenti zagotavljanja nad proporcionalne donosnosti ob hkratni sto odstotni garanciji niso javno dostopni, zato sem pri razlagi logično sklepal iz teorije.

sklenitelj zavarovanja in upravičenec morata biti ista oseba. Izjema so naložbena zavarovanja sklenjena pred 1.1.2005, kjer so dohodki v vsakem primeru neobdavčeni (Zakon o dohodnini, 2007, čl. 149). V primeru predčasne izstopa je tako vlagatelj poleg izgube garancije deležen dvajsetodstotnega davka na dobiček (obdavčenih kot obresti) ter še dodatnih šest in pol odstotkov davka na zavarovalne posle. Ponavadi mora računati tudi na dodatne predčasne izstopne provizije zavarovalnice. Vsekakor neugodna oblika GNP za predčasen izstop.

Davčna osnova za kapitalski dobiček pri garantiranih vzajemnih skladih predstavlja razliko med nakupno in prodajno vrednostjo kuponov sklada. Davčna stopnja znaša dvajset odstotkov in se znižuje glede na čas lastništva kuponov. Kasneje ko vlagatelj izstopi iz vzajemnega sklada nižji je davek, tako je vlagatelj po dvajsetih letih lastništva oproščen davka. (glej Tab. 3). Nadalje se vsako izplačilo iz garantiranega vzajemnega sklada (kadar ne gre za prodajo) šteje kot dividenda. Pri dividendah ni posebnih olajšav, davčna stopnja znaša dvajset odstotkov. Izplačila dividend so v Sloveniji trenutno še redkost, saj večina skladov dobiček raje reinvestira. Izjeme pri izplačilih sklada so, ko sklad razdeli svoje obrestne prihodke vlagateljem. V tem primeru se to šteje kot obrestni prihodek in je tako tudi obdavčen.

Pri garantiranih naložbenih certifikatih gre za nakup in prodajo dolžniških vrednostnih papirjev, kjer pa so doseženi kapitalski dobički neobdavčeni. Imetnik certifikata tudi ni upravičen do nikakršnih obresti, torej so certifikati v celoti oproščeni davkov.

Tabela 3: Obdavčitev posameznih oblik GNP po Zakonu o dohodnini (1.1.2007)

| Vrsta davka | Vzajemni sklad | | Naložbeno zavarovanje | | Naložbeni certifikat |
|---------------|----------------|-----|---|------------|----------------------------------|
| | | | | | |
| Dobiček | po nakupu | 20% | po nakupu: - v letu 2007 - po letu 2007 | 15% 20% | 0% |
| | po 5 letih | 15% | po 10 letih | 0% | |
| | po 10 letih | 10% | primer smrti | 0% | |
| | po 15 letih | 5% | police pred 1.1.2005 | 0% | |
| | po 20 letih | 0% | | | |
| Obresti | v 2007 | 15% | | | Imetnik ni upravičen do obresti. |
| | po 2007 | 20% | | | |
| | | | | | |
| Dividende | ni olajšav | 20% | | | |
| Davek na zav. | | | predčasni izstop | 6,5% | |

Vir: Zakon o dohodnini, 2007; Finančna-točka.si, 2007; Vzajemci.com, 2007.

5 TRG GNP V SLOVENIJI

V poglavju si bomo poglobljeje ogledali konkretne produkte na slovenskem trgu. V Sloveniji je trg šele v razvoju, najdemo pa vse tri, v diplomski nalogi predstavljene, oblike GNP. Ogledali si bomo njihove lastnosti in dejanske garancije, ki jih ponujajo. Predstavil bom tudi naložbe z nedavno poteklim vpisnim obdobjem, saj je praksa pokazala, da ponudniki kontinuirano ponujajo nove naložbe, katerih značilnosti se bistveno ne razlikujejo od preteklih. Poleg tega je nekatere možno kupiti tudi na sekundarnem trgu.

Tabela 4: Pregled trga GNP v Sloveniji (30.03.2007)

| GNP | Ponudniki | Produkti |
|--|--------------------------------|---|
| Garantirani vzajemni skladi | Pioneer Investment Austria | CI Guarantee Basket 2010 CI Guarantee Basket 2013 |
| | Found Partners NLB Skladi | Garantirani sklad Evropa 1 Garantirani sklad Azija 1 |
| | Raiffeisen Capital Management | Raiffeisen TopSelection Garantiefonds |
| Garantirana naložbena zavarovanja | NLB Vita | NLB Vita Multi NLB Naložba 12 – Elitna naložba NLB Naložba 13 – Azijski tigri |
| | Triglav | B.I.K. K.O.M.E.T ALFA B.R.I.C. 2 Best of Best 2 |
| | Wiener Staedtische | Best of Evrope Best of Trend |
| | Adriatic Slovenica | Atija Garant |
| | Zavarovalnica Maribor | FlexPension Plus ZM Prizma Plus |
| | Garantirani certifikati | Raiffeisen Cetrobank |

Vir: Finančna-točka.si, 200; Vzajmec.com, 2007; Finance.si, 2007.

5.1 Garantirani vzajemni skladi

Ročnost naložb garantiranih vzajemnih skladov se giblje med šestimi in osmimi leti, vpisno obdobje pa traja do enega leta. Vsi skladi vlagajo v evrih, z izjemo enega, ki vlaga v ameriških dolarjih. Najmanjši možni nakup znaša tisoč evrov z eno izjemo, kjer je možno pristopiti že s stopetdesetimi evri. Vsi ponudniki zaračunavajo vstopne in upravljaljske provizije. Vstopni stroški se gibljejo med četrtino odstotka in štirimi odstotki, odvisno od

ponudnika in višine vloženega zneska. V nekaterih primerih pa so ti po vpisnem obdobju za odstotno točko višji. Upravljavski stroški znašajo nekaj čez odstotek letno. Upravitelji, ki zaračunavajo nižje upravljavške stroške (pod 0,05% letno), pa zato zaračunavajo tudi skrbniške (v podobni višini) ter izstopne stroške, ki znašajo odstotek. Izstopni stroški se zaračunavajo samo v primeru predčasnega izstopa ali pa sploh ne.

Vsi skladi ponujajo celotno stoodstotno garancijo na glavnico, med njimi ne najdemo nobenega z nad ali pod garancijo, prav tako ni nobenega z delno garancijo. Trije med njimi ponujajo tudi garancijo na že dosežene donose in sicer v višini osemdeset odstotkov najvišje dosežene vrednosti v času obstoja sklada. Dva izmed njih pa celo garantirata za izplačilo najvišje obračunske vrednosti, dosežene v času vpisnega obdobja (prvo leto obstoja sklada), torej ob zapadlosti garantirajo tudi za izplačilo sto odstotkov doseženega donosa v prvem, vpisnem letu sklada. Tukaj pa je potrebno poudariti, da gre za obdobje, ko se sredstva šele zbirajo in ni mogoče pričakovati pretirano visokih donosov.

Za dano garancijo skladov jamčijo zavarovalnice, banke ali investicijske hiše z visokimi bonitetnimi ocenami. Kot garanti so s pogodbo zavezani k izplačilu glavnice in drugih zagotovljenih garancij v primeru, če celotna sredstva sklada ne bi zadoščala za poplačilo obveznosti do vlagateljev. Omenjene institucije se iz tega razloga tudi zelo aktivno vključujejo v nadzorovanje tveganj skladov.

Med skladi, ki so v Sloveniji direktno dostopni, obstaja velika razlika med tistimi iz družine Fund Partners NLB Skladi, kjer sta zajamčena samo glavnica, ter tistimi iz družbe Capital Invest in Raiffeisen, kjer je zajamčena glavnica in odstotek doseženega donosa. Pri vseh pa velja, da je za to, da garancija sploh velja, treba ostati v skladu ves čas njegovega obstoja, kar pa je v vseh primerih dlje od šestih let. V zadnjem času pa so DZU na evropskem trgu ponudile tudi naprednejše oblike garancij, pri katerih ima vlagatelj garancijo, ne glede na čas izstopa, torej sprotno garancijo (npr.: vzajemni sklad FlexProfit; DZU: DWS – Deutsche bank). V Sloveniji za enkrat še ni tovrstne ponudbe.

5.1.1 Pioneer Investment Austria

Sklada upravlja DZU »Capital Invest«; družba je v lasti finančne skupine »Bank Austria Creditanstalt AG« s sedežem na Dunaju. Bank Austria ima kot depotna banka tudi funkcijo skrbnika skladov. Njena glavna dejavnost so posli vodenja tekočih računov, vodenja vlog in kreditni posli ter posli z vrednostnimi papirji. Revizor je podjetje »Deloitte und Touche GmbH« na Dunaju.

Garancija: Neodvisno od razvoja tržišč Bank Austria Creditanstalt AG vlagatelju garantira, da bo za v vpisnem obdobju izdana potrdila o enotah premoženja, vlagatelji ob zapadlosti prejel najmanj eno od spodnjih garancij (Capital Invest Guarantee Basket 2010, 2004; Capital Invest Guarantee Basket 2013, 2004):

- **CI Guarantee Basket 2010**
 - 1000 evrov,
 - v obdobju od 1.10.2004 do 30.9.2005 dosežene najvišje obračunske vrednosti,
 - 80 % najvišje obračunske vrednosti sklada, dosežene v celotnem obdobju.
- **CI Guarantee Basket 2013**
 - 100 evrov,
 - v obdobju od 3.10.2005 do 30.9.2006 dosežene najvišje obračunske vrednosti,
 - 80% najvišje obračunske vrednosti sklada, dosežene v celotnem obdobju.

Vlagatelj bo prejel garancijo glede na to, katera vrednost je najvišja. Prva alineja se torej nanaša na stoo odstotno garancijo glavnice, druga in tretja pa v zvezi z garancijo na že dosežene donose.

Sklad se upravlja po vzorcu Constant Proportion Portfolio Insurance – CPPI (stalni nadzor sorazmernosti portfelja), kar pomeni, da se stalno izračunava, kako visok mora biti delež tveganih naložb (npr. delnic), ki jih sklad drži preko podskladov, da je zagotovljeno ohranjanje kapitala, vplačanega ob začetku.

Tabela 5: Osnovne značilnosti posameznega sklada – DZU: Pioneer Investment Austria

| | CI Guarantee Basket 2010 | CI Guarantee Basket 2013 |
|-----------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| Ustanovitev | 01.10.2004 | 03.10.2005 |
| Vpisno obdobje do | 30.09.2005 | 30.09.2006 |
| Trajanje | 6 let | 8 let |
| VEP ob izdaji | 1000 EUR | 100 EUR |
| Najmanjši možni nakup | 1 VEP | 150 EUR |
| Izkušenosť vlagatelja | 1/6 | 1/6 |
| Tveganje | 1/6 | 1/6 |
| Stroški | | |
| • Vstopni | 3% | 3% |
| • Upravljavski | 1,2% letno | 1,2% letno |
| Trgi | | |
| • skladi | 44% | 42% |
| • obveznice | | 30% |
| • Avstrija | 45% | 46% |
| • ZDA | 2% | 10% |
| • Nizozemska | | 6,4% |
| • Nemčija | 5% | |

Vir: Vzajemci.com, 2007.

(Podrobneje o naložbah posameznega sklada v Prilogi 2 in 3).

5.1.2 Found Partners NLB Skladi

Družba za upravljanje Found Partners (Sicav -société d'investissement á capital variable) je odprta investicijska družba, ustanovljena v skladu z luksemburško zakonodajo. Skrbnik DZU je Kredietbank S.A., revizor pa podjetje Deloitte, Luxembu.

Garancija: KBC Bank NV formalno jamči cilj ohranitve začetne nakupne vrednosti ob zapadlosti delničarjem Fund Partners NLB Skladi Garantirani sklad Azija. Ob zapadlosti bo čista vrednost sredstev ob likvidaciji sestavljena iz vsaj naslednjih elementov (Podsklad Fund Partners NLB - Garantirani sklad Evropa 1, 2006; Garantirani sklad Azija 1, 2006):

- začetne nakupne vrednosti,
- končna vrednost⁸ indeksa, zmanjšana za začetno vrednost⁹ indeksa in deljena z začetno vrednostjo, predstavlja osnovo, ki jo množimo s stopnjo soudeležbe.

Tabela 6: Osnovne značilnosti posameznega sklada – DZU: Found Partners

| | Garantirani sklad Evropa 1 | Garantirani sklad Azija 1 |
|-----------------------|-------------------------------|------------------------------|
| Ustanovitev | 15.11.2005 | 18.04.2006 |
| Nakup VEP možen do | 20.12.2006 | 22.05.2006 |
| Trajanje | 7 let | 7 let |
| VEP ob izdaji | 100 EUR | 100 USD |
| Najmanjši možni nakup | 10 VEP | 10 VEP |
| Stopnja udeležbe | 56% | 110% |
| Tveganje | 3/6 | 3/6 |
| Stroški | | |
| • Vstopni | 0,25% - 3,25% | 0,5% - 4% |
| • Predčasni izstop | 1% | 1% |
| • Upravljavski | 0,047% / leto | 0,047% / 1 |
| • Skrbniški | 0,038% / leto | 0,038% / 1 |
| Trgi | | |
| • obveznice | 60% | |
| • zak. menice | 6% | |
| • Slovenija | 24% | |
| • Nemčija | 17% | |
| • Francija | 13% | |
| • Azija | | 100% |

Vir: Vzajemci.com, 2007.

(Podrobneje o naložbah po posameznih trgih posameznega sklada v Prilogi 4 in 5).

⁸ Končno vrednost predstavlja povprečje, izračunano ob zaključku poslovanja za vsak indeks za zadnjih deset dni poslovanja sklada.

⁹ Začetno vrednost predstavlja povprečje vrednosti za vsak indeks za prvih deset dni poslovanja sklada.

Sklada vsebujeta posebnost, ki ju loči od ostalih skladov na slovenskem trgu. Vlagatelj je namesto soudeležbe pri podnaložbah sklada deležen soudeležbe pri rasti košarice indeksov, na katere se sklad sklicuje (glej razlago zamenjave v pog. 3.4). Stopnja udeležbe se nanaša na končno vrednost košarice indeksov ob zapadlosti podsklada. Sklada ponujata naslednjo soudeležbo pri rasti košarice indeksov:

- Garantirani sklad Azija 1 je vezan na košarico petih indeksov, ki se nanašajo na indekse vodilnih azijskih trgov. Investitor je upravičen do 110% stopnje udeležbe pri donosnosti košarice (Podrobneje o sestavi košarice in sestavi posameznih indeksov v Prilogi 6).
- Garantirani sklad Evropa 1 je vezan indeks Dow Jones Evro Stoxx 50. Investitor je upravičen do 56% stopnje udeležbe pri donosnosti indeksa. (Podrobneje o sestavi indeksa v Prilogi 7).

5.1.3 Raiffeisen Capital Management

Družba za upravljanje Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m. b. H. ima sedež na Dunaju. Na slovenskem trgu ponuja en sklad z garantiranim donosom. Sklad ponuja finančna skupina Deželne podružnice Raiffeisen. Skrbniška banka je Raiffeisen Krekova banka d.d, bančni revizor pa KPMG Austria GmbH, Dunaj.

Garancija: sklad poleg stoo odstotne (celotne) garancije vlagatelju garantiran tudi izplačilo deleža ustvarjenega donosa v življenjski dobi sklada. Barclays Bank PLC, London ("Barclays") tako jamči vsakemu upravičencu, da prejme pri unovčenju enote premoženja upravičenca pri Raiffeisen-TopSelection-Garantiefonds po prenehanju delovanja sklada (5.11.2013) odkupno ceno, ki ne bo nižja od:

- 80 % najvišje izračunane vrednosti enote premoženja sklada Raiffeisen-TopSelection-Garantiefonds, ki je bila dosežena v času delovanja sklada,
- 100 evrov za enoto premoženja, glede na to, katera obeh vrednosti je višja.

Upravičenci te odkupne garancije so vsi, ki so po prenehanju delovanja sklada Raiffeisen-TopSelection-Garantiefonds imeli enote premoženja v Raiffeisen- TopSelection-Garantiefonds, pridobljene prvi dan izdaje. Barclays bo po prvem zahtevku izplačala razliko, za katero je odkupna cena ob prenehanju delovanja sklada nižja od zajamčene odkupne cene. Zagotavljanje garancije se izvaja kumulativno za vse upravičence preko družbe za upravljanje v vlogi izvršilnega mesta garancije, subsidiarno. Pri odkupu investicijskih kuponov sklada pred prenehanjem delovanja sklada odkupna garancija ne obstaja, temveč poteka odkup po dnevno izračunani odkupni ceni. Le-ta je lahko zato nižja od vrednosti vloženega kapitala (Raiffeisen-TopSelection-Garantiefonds, 2006).

Tabela 7: Osnovne značilnosti sklada – DZU: Raiffeisen TopSelection Garantiefonds

| Raiffeisen TopSelection Garantiefonds | |
|--|-------------|
| Ustanovitev | 11.07.2006 |
| Vplačilo do | 06.08.2006 |
| Trajanje | 7 let |
| VEP ob izdaji | 100 EUR |
| Najmanjši možni nakup | 10 VEP |
| Izkušnost vlagatelja | 2/9 |
| Tveganje | 2/9 |
| Stroški | |
| • Vstopni | 3% - 4% |
| • Upravljavski | 1,25% letno |
| Trgi | |
| • obveznice | 48% |
| • delnice | 27% |
| • Francija | 17% |
| • Nemčija | 15% |
| • Rusija | 8% |

Vir: Vzajemci.com, 2007.

(Podrobneje o posameznih naložbah posameznega sklada v Prilogi 8 in 9)

5.2 Garantirana naložbena zavarovanja

V skladu z razvojem na kapitalnem trgu poteka tudi konkurenčni razvoj novih produktov v zavarovalništvu. Dodatni razlog konkurenčnosti so vse nižji donosi mešanih življenjskih zavarovanj. Prvi odziv na spremembe so bila naložbena življenjska zavarovanja, ki po svojih lastnostih spominjajo bolj na naložbo kot pa na zavarovanje. Nadalje so zavarovalnice za konzervativne investitorje pripravile naložbene police z garancijo. Prva garantirana naložbena zavarovanja so se na slovenskem trgu pojavila v letu 2005 in so bila med zavarovanci zelo dobro sprejeta.

V Sloveniji ponuja garantirana naložbena zavarovanja pet zavarovalnic. Skupaj je tako na trgu 18 naložbenih zavarovanj z garancijo. V nadaljevanju bom predstavil le tista, ki so v času pisanja še aktualna za vpis, za primerjavo pa bodo v prilogah predstavljena tudi naložbena zavarovanja, ki so bila ustanovljena v preteklem letu. Poglavitne razlike med posameznimi ponudniki so v usmerjenosti njihovih podnaložb, različnih vrstah in višini stroškov, ki jih zaračunavajo, različni višini kritja za nezgodno smrt in stopnji soudeležbe v dobičku, ki ga zavarovalnica še dopušča vlagatelju.

Vplačilo v naložbena zavarovanja je možno samo v omejenem obdobju, ki ga določi zavarovalnica, običajno mesec ali dva. Kasnejša investicija ni več možna. V praksi se je

izkazalo, da zavarovalnice ponujajo zaporedoma ves čas nove oblike naložbenih zavarovanj z garancijo, torej zaključenemu vplačilu naložbenega zavarovanja sledi novo z istimi ali precej podobnimi lastnostmi. Ročnost naložb je med vsemi GNP najdaljša, saj ta v vseh primerih presega 10 let. V primeru predčasnega dviga denarja pa mora vlagatelj računati na dvoje neprijetnosti. Prvič, v primeru izgube vlagatelju ne pripada garantirano izplačilo, in drugič, v primeru dobička je potrebno plačati davek. Minimalna potrebna vplačila znašajo 1.000 evrov, razen v dveh primerih, kjer ta znaša 3000 evrov. Stopnja soudeležbe je v večini stodontna, dvigne pa se tudi do sto petdeset odstotkov, v enem primeru pa znaša devetdeset odstotkov. Zavarovalnice poznajo tudi tako imenovane kombinirane donosnosti, kar pomeni, da je donosnost GNP odvisna od naložb, katerih izplačila donosnosti so različno ponderirane (Glavnik. Rihar, 2006).

Zavarovalnice ločijo tri različne primere izplačila in sicer za primer doživetja, naravne smrti in nezgodne smrti. Ker gre še zmeraj za življenjsko zavarovanje je največje izplačilo v primeru nezgodne smrti, kjer večina polic garantira izplačilo dvojnega vložene zneska, dodatni znesek je praviloma omejen v absolutni višini (5.000 – 10.000 EUR). Police, ki nudijo nižja izplačila v primeru nezgodne smrti, v vsakem primeru presegajo vsaj vplačani znesek. V primeru naravne smrti je izplačilo navadno sto odstotkov vplačanega zneska, le v enem primeru znaša izplačilo sto deset odstotkov. V primeru doživetja pa je odstotek garantiranega izplačila odvisen od vrste garancije, ki jo zavarovalnica ponuja. V večini gre za stodontno garancijo, zavarovalnica torej izplača vplačani znesek. V dveh primerih pa polica v primeru doživetja nudi poleg stodontne garancije tudi garancijo na že dosežene donose. V enem primeru garantira za osemdeset odstotkov doseženega donosa, v drugem pa kar stodontno. Na slovenskem trgu je med garantiranimi naložbenimi zavarovanji mogoče najti tudi eno, ki nudi nad stodontno garancijo. Pri naložbenih zavarovanjih garant za izplačilo ni zavarovalnica, ampak dejanski upravljalac sredstev; če zavarovalnica vloži sredstva v vzajemni sklad, je garant družba za upravljanje, ki ponuja ta garantirani vzajemni sklad. Delne ali sestavljene garancije ne nudi noben ponudnik naložbenih zavarovanj.

Izplačilo je v vsakem primeru manjše za toliko, kolikor znašajo stroški investicije. Na žalost pa pri zavarovalnicah ni vedno jasne opredelitve, koliko ti stroški znašajo. Zavarovalnice najpogosteje zaračunavajo vstopne in izstopne stroškov, poznajo pa tudi upravljske, administrativne ter poredko tudi dodatne premije za primer smrti. Vstopni stroški se gibljejo, odvisno od velikosti vložene zneska, med dvema in petimi odstotki. Izstopni stroški pa so odvisni od časa izstopa investitorja. V večini je možno izstopiti že po enem letu, kjer so stroški najvišji (4% - 5%), nato se postopoma zmanjšujejo, ob zapadlosti v večini znašajo odstotek, dva ali pa nič. V dveh primerih najdemo poleg vstopnih in izstopnih stroškov tudi upravljske in/ali administrativne stroške. Zavarovalnice upravljajo sredstva aktivno ali pasivno, več je takih s pasivno naložbeno politiko.

5.2.1 NLB Vita

Finančna skupina NLB je pod imenom »NLB Vita« že v letu 2005 začela tržiti prva garantirana naložbena zavarovanja. V letu 2006 je ponudila tri nove police, od tega je pri enem v letu 2007 odprla dodaten vpis. Polica nudi stoo odstotno garancijo.

Tabela 8: Osnovne značilnosti police NLB Vita Multi – Zavarovalnica: NLB Vita

| NLB Vita Multi (3. vpis) | |
|---------------------------------|----------------------|
| Ustanovitev | 05.02.2007 (3. vpis) |
| Vplačila do | 02.03.2007 |
| Trajanje | 10 let |
| Upravljanje | Pasivno |
| Min. vplačilo | 1000 EUR |
| St. udeležbe | 105% - Indeksna |
| Stroški | |
| • vstopni | 2% - 5% |
| • izstopni | 1,5% - 5% |
| Garancija | |
| • smrt | 100% |
| • nezgodna | 100% + 100% dodatek |
| • doživetje | 100% |

Vir: Finančna-tocka.si, 2007.

Posebnost te zavarovalne police je v tem, da nima zapadlosti, gre za vseživljenjsko polico, ponudnik pa bo vseskozi ponujal nove vpise.

Pri edinem še aktivnem vpisu bodo sredstva naložena v sklad KBC Life Invest Fund Security NLB Vita Sustainables 1. Donosnost vlagatelja pa je vezana na košarico tridesetih globalnih indeksov, torej gre za zamenjavo donosov. Na dosežene donose se izplača še dodatnih pet odstotkov bonusa (105% soudeležba).

5.2.2 Triglav

Najpestrejšo ponudbo naložbenih zavarovanj na slovenskem trgu ponuja zavarovalna hiša Triglav. V letu 2006 je ponudila tri garantirana naložbena zavarovanja, v letu 2007 pa enega. Slednji nudi stoo odstotno garancijo.

Sredstva bodo naložena v tri delniške sklade:

- Triglav Balkan
- MLIIIF India Fund
- Baring Hongkong China Fund

Tabela 9: Osnovne značilnosti police B.I.K – Zavarovalnica: Triglav

| B.I.K. | |
|---------------|-----------------------------|
| Ustanovitev | 05.02.2007 |
| Vplačila do | 01.04.2007 |
| Trajanje | 10 let |
| Upravljanje | Aktivno |
| Min. vplačilo | 1. 000 EUR |
| Stroški | |
| • vstopni | 1 % - 4,5% |
| • izstopni | 1 % - 4,78 % |
| Garancija | |
| • smrt | 100 % |
| • nezgodna | 100% + 100% dodatek EUR) |
| • doživetje | 100% |

Vir: Finančna-tocka.si, 2007.

5.2.3 Wiener Staedtische

Zavarovalnica ponuja tri naložbena zavarovanja, enega je ustanovila v letu 2007.

Tabela 10: Osnovne značilnosti police Best of Best 2 – Zavarovalnica: Wiener Staedtische

| Best of Best 2 | |
|-----------------------|------------------|
| Ustanovitev | 01.02.2007 |
| Vplačila do | 30.06.2007 |
| Trajanje | 12 let |
| Upravljanje | Pasivno |
| Min. vplačilo | 3.000 EUR |
| Stroški | |
| • vstopni | / |
| • izstopni | / |
| Garancija | |
| • smrt | 100% |
| • nezgodna | 150% |
| • doživetje | 115% + 80% DONOS |

Vir: Finančna-tocka.si, 2007.

Posebnost te police je, da nudi nad stoddotno garancijo, v primeru doživetja izplača sto petnajst odstotkov vplačane premije. Polica nudi tudi garancijo na že dosežene donose. Ponudnik namreč jamči za izplačilo najmanj osemdeset odstotkov najvišje dosežene donosnosti v obdobju 12 let obstoja. Poleg tega nudi tudi garancijo na donose.

Podnaložbe police so sestavljene iz košarice štirih delniških indeksov:

- 35% Dow Jones EvroSTOXX 50
- 35% S&P 500
- 20% Nikkei 225
- 10% FTSE 100

5.3 Garantirani naložbeni certifikati

Preko certifikatov vlagamo v lastniške vrednostne papirje, same certifikate pa uvrščamo med dolžniške vrednostne papirje. Pravica iz certifikata je tako zgolj v izplačilu določenega zneska, vlagatelj pa ni upravičen do nikakršnih pravic iz naslova lastništva. Obresti običajno zadrži izdajatelj kot strošek nudenja garancije. Certifikat je izvedeni finančni instrument, saj je v ozadju certifikata nek drug instrument, ki predstavlja osnovo za vrednost certifikata. Certifikati so tako zgolj finančno orodje za posredno vlaganje v širok spekter naložb. Vlagatelj ima možnost posrednega vlaganja v delnice, indekse, valute, surovine, obrestne mere itd.

Posebnost certifikatov je v tem, da so možne različne kombinacije med spremembami cen osnovnega instrumenta certifikata in samo vrednostjo certifikata. Recimo, da vložimo v delnico naftne družbe. V primeru povečanja cene te delnice za odstotek se imetnikova vrednost prav tako poveča za odstotek. Pri navadnih naložbah je razmerje 1:1. Pri nakupu certifikata pa lahko pristanemo na dogovor o različnih razmerjih, tako bi se nam recimo lahko ob povečanju cene delnice nafte družbe za odstotek povečala vrednost certifikata za dva odstotka. Kupiti je možno tudi certifikat, katerega vrednost se giblje obratno sorazmerno z izbranim temeljnim papirjem. Ob padcu delnice naftne družbe za odstotek, se recimo vrednost certifikata poveča za odstotek. Torej je s certifikati mogoče služiti tudi ob padanju tečajev.

Postopki oblikovanja garantiranega naložbenega certifikata so izredno enostavni in kratki, davčno okolje pa ugodno. V Sloveniji velja (kot tudi marsikje drugod), da so dobički ustvarjeni z izvedenimi finančnimi instrumenti za fizične osebe neobdavčeni, torej ni plačila dohodnine od osvojitve izvedenih finančnih instrumentov. Nakup je mogoč že z izredno nizkimi zneski (tudi pod tisoč evrov). V Evropi je trgovanje z njimi možno pri izdajatelju ali na posebnem segmentu borze, v Sloveniji je v času pisanja diplomskega dela nakup možen samo pri izdajatelju. Nakup in prodaja potekata sprotno; ko vlagatelj kupi certifikat, izdajatelj istočasno kupi ustrezen vrednostni papir na borzi in obratno. Certifikat je prosto prenosljiv, kar še poveča njegovo uporabnost. Nadaljnja prednost certifikata je v tem, da sam po sebi ne vključuje nobenih posebnih dodatnih provizij. Za končnega vlagatelja pa stroški kljub temu so, saj jim posredniki zaračunavajo vstopne, izstopne, redko pa tudi upravljaljske provizije. Slednje pridejo v poštev za tiste certifikate, katerih sestava se skozi čas spreminja. S certifikati se trguje na borzi, kar jim omogoča večjo fleksibilnost in likvidnost, saj jih je možno kadarkoli prodati.

Garantirani certifikati nudijo najprej izbor garancij. Poleg različnih garancij na že dosežene donose je možno najti nad, pod in stoo odstotno garancijo. Prav tako je možno kupiti certifikat z delno garancijo. Pri garantiranih certifikatih je vlagatelj pogosto tudi omejen pri največjem možnem donosu. Poleg standardne celotne stoo odstotne garancije, ki je značilna za garantirane sklade in garantirana naložbena zavarovanja, pa je pri garantiranih certifikatih možno pogosteje najti še dve vrsti garancije. Značilni so certifikati z delno zaščito (delna stoo odstotna garancija) ter bonus certifikati (delno nad stoo odstotna garancija). Pestrosti garancij v Sloveniji še ni mogoče čutiti, saj je bil v času pisanja na trgu zgolj en garantirani naložbeni certifikat.

Slovenski trg certifikatov je v fazi razvoja, napoveduje pa se mu svetel razvoj. S certifikati, ki se vlagajo na slovenski trg je bilo v minulem letu ustvarjenih za 5 mio evrov prometa. Večji del prometa je bil ustvarjen na borzah na Dunaju in v Stuttgartu. V Sloveniji pa trenutno šele potekajo priprave, pogovori o začetku trženja certifikatov. Banke in ljubljanska borza temeljito preučujejo možnosti o prevetritvi ponudbe s tovrstnimi produkti. Večji domači posredniki, preko katerih je možno kupiti certifikate, so: Gorenjsko borzno posredniška hiša (GBD), KD borzno posredniška družba, Bank Austria Creditanstalt, novembra 2006 pa je Raiffeisen CetroBank na slovenskem trgu že ponudila možnost nakupa garantiranega certifikata. Na ljubljansko borzo pa namerava umestiti večje število tovrstnih vrednostnih papirjev. Slovenska Agencija za trg vrednostnih papirjev pa je že priglasila osnovni prospekt omenjenih papirjev za javno ponudbo in dovoljenje za trgovanje na borzi (Valenčič, 2006 ; Verbole, 2006).

5.3.1 Raiffeisen Cetrobank

Raiffeisen CetroBank AG, investicijska banka s sedežem na Dunaju, je v sodelovanju z Raiffeisen Krekovo banko na slovenskem trgu v letu 2006 začela tržiti dva naložbena certifikata, CECExt Winner je garantirani.

Garancija: Gibanje vrednosti certifikata je v osnovi odvisno od indeksa, ker pa gre za GNP izdajatelj garantira s stoo odstotno celotno garancijo in tudi za garancijo na že dosežene donose oz. rasti indeksa. Garancija na že dosežene donose je v nekoliko bolj okrnjeni obliki. Raiffeisen CetroBank tako jamči vlagatelju ob zapadlosti (7 let), dvoje:

- 100% jamstvo, torej poplačilo glavnice. V primeru predčasne prodaje je cena certifikata odvisna od trenutne tržne oz. borzne cene certifikata.
- Sklad omogoča 90 odstotno udeležbo na povprečnem pozitivnem razvoju indeksa, ki ga dobimo kot aritmetično povprečje vrednosti indeksa na presečni dan (7.12) vsako leto v času trajanja naložbe. Dobljeno povprečje sedmih relevantnih indeksov pa pomnožimo s stopnjo soudeležbe. Dobljeni znesek predstavlja garantirano izplačilo donosa.

Posebnost certifikata kot GNP je v tem, da se garancija prizna tudi pri kasnejšem nakupu (po 6.12.2006). Pri garanciji na že dosežene donose se za razliko od ostalih GNP garantirani donosi lahko spustijo tudi nižje od že dosežene vrednosti; donosi se torej ne zaklepajo. Izdajatelj garantira le za izplačilo povprečne donosnosti v času življenjske dobe investicije. Vendar moramo pri tem upoštevati relativno visoko stopnjo soudeležbe, ki znaša kar 90% (Raiffeisen Centrobank – CECEExt WINNER, 2006).

Tabela 11: Osnovne značilnosti certifikata – Izdajatelj: Raiffeisen Centrobank

| CECEExt Winner | |
|-----------------------|------------|
| Ustanovitev | 06.11.2006 |
| Nakup možen do | 06.12.2006 |
| Trajanje | 7 let |
| Min. vplačilo | 1.000 EUR |
| Stopnja soudeležbe | 90% |
| Stroški | |
| • vstopni | 1,5% - 3% |
| • izstopni | 1% |

Vir: Raiffeisen Centrobank - CECEExt Winner. Prospekt, 2006.

Temeljni papir na katerega se certifikat glasi je indeks CECEExt, ki zajema 45 blue-chip podjetij z območja Slovenije, Hrvaške, Madžarske, Češke, Poljske, Bolgarije in Romunije. Indeks izračunava Dunajska borza na osnovi parametrov, kot sta tržna kapitalizacija in likvidnost delnic. Certifikat zagotavlja, da se sestava naložbe ne bo spremenila, spremenila se bo le v primeru spremembe indeksa, kar pa ni v navadi. Pri vpisu znaša maksimalna vstopna provizija 3 odstotke, ki pa se ustrezno zniža, glede na vplačan znesek. Pri zneskih nad 50.000 evrov znaša ta le 1,5 odstotka. Upravitelj ne zaračunava upravljaljske provizije. V primeru unovčitve naložbe nas transakcija stane 1 odstotek od vrednosti posla.

Pri nakupu tovrstnega certifikata je potrebno pri banki odpreti trgovalni račun. Strošek znaša 25 evrov, potreben pa je zaradi trgovanja s tujimi vrednostnimi papirji. Trgovalni račun je mogoče uporabiti za vse trgovalne posle s tujimi vrednostnimi papirji, tudi po preteku zapadlosti certifikata. V času vpisnega obdobja pa dobi vlagatelj v poslovalnicah Raiffeisen Krekove banke v Sloveniji trgovalni račun brezplačno. S certifikatom CECE Winner se trguje na dveh borzah v tujini. V medijih se je nedavno pojavila novica o trgovanju s certifikatom na Ljubljanski borzi, vendar je uresničitev napovedi odvisna predvsem od velikosti povpraševanja po tovrstnih instrumentih.

6 PRIMERJAVA GNP

S pomočjo spodnje tabele lahko primerjamo posamezne lastnosti med tremi oblikami garantiranih naložbenih produktov. Lastnosti se nanašajo na produkte, ki jih najdemo na slovenskem trgu. Nekatere razlike in podobnosti tukaj le povzemam, nekaj je novih še ne

objasnenih, vendar za razumevanje celote pomembnih. Zaradi omogočanja primerjave so lastnosti nekoliko posplošene in ne zajemajo izjem oz. ekstremnih vrednosti. Pri certifikatih še ni ustaljene prakse, prav tako ni zadostnega števila tovrstnih produktov, da bi jih lahko reprezentativno primerjali z ostalimi oblikami, zato sem si pomagal s teoretičnimi spoznanji.

Tabela 12: Primerjava oblik GNP po posameznih značilnostih

| | Vzajemni sklad | Naložbeno zavarovanje | Naložbeni certifikat |
|---------------------------|-----------------------|------------------------------|-----------------------------|
| Izdajatelj | DZU | Zavarovalnice | banke, borzne hiše |
| Ročnost | 6-8 let | 10 let in več | 3 leta in več |
| Vpisno obdobje | 1 leto | 1 - 2 meseca | 1 mesec |
| Min. vplačilo | 1.0000 eur | 1.0000 eur | 100 eur |
| Nakup po vpisu | Da | Ne | da |
| Likvidnost | srednja | Nizka | visoka (?) |
| Stroški | srednji | Najvišji | najnižji |
| - Vstopni | da | da | da |
| - Izstopni | le predčasni izstop | možni / vedno če predčasni | da |
| - Upravljavski | možni | možni | možni |
| - Skrbniški | možni | ne | ne |
| - Ostali | / | možni administrativni | brokeraža |
| Obdavčitev dobička | Da | Ne | ne |
| Garancija | osnovna | Osnovna | kompleksna |
| - 100% | da | da | da |
| - Nad 100% | ne | redko | da |
| - Pod 100% | ne | ne | da |
| - Delna | ne | ne | da |
| - Sestavljena | ne | ne | da |
| - Dosežen donos | možna | redko | da |
| Objava vrednosti | dnevno ali mesečno | Mesečno | dnevno |

Vir: Finančna-točka.si, 2007; Vzajemci.com, 2007; Finance.si, 2007; Skladi.com, 2007.

- Nastanek GNP: Postopki oblikovanja novega certifikata so zelo kratki. Od ideje do trženja včasih mine le nekaj dni. Za razliko od vzajemnih skladov in naložbenih zavarovanj namreč ni potrebna izrecna odobritev nadzorne inštitucije. Izdajatelj mora nadzornika samo obvestiti o novem certifikatu in mu dostaviti prospekt.
- Nakup po vpisu: Po preteku vpisnega obdobja pri naložbenih zavarovanjih ni več mogoče vlagati v produkt, pri skladih in certifikatih pa je to še možno, vendar je pri tem vlagatelj nekoliko prikrajšan. V večini ima višje vstopne stroške, ponavadi za odstotek. Pogosto vlagatelj tudi izgubi garancijo. Torej produkt za vlagatelja ni več GNP. Imamo pa tudi

ponudnike, ki po vpisnem obdobju vseeno jamčijo za garancijo, torej je vlagatelj prikrajšan le za višje vstopne stroške. V vsakem primeru pa je cena nakupa enote GNP po vpisnem obdobju odvisna od tržnih razmer in ne več od izklicne cene. Tako se lahko vlagatelju zgodi, da kupi GNP po višji ceni od tiste v vpisnem obdobju. Garancija ponudnika pa velja za ceno v vpisnem obdobju in ne za ceno dejanskega nakupa; torej lahko vlagatelj v takšnem primeru utрпи izgubo oz. mu stoo odstotna garancija ne povrne celotnega vplačanega zneska.

- **Stroški:** Rekli bi lahko, da so stroški najvišji pri naložbenih zavarovanjih, najnižji pa pri certifikatih. Vstopni stroški nastanejo vedno in pri vseh oblikah, odvisni pa so od časa vstopa in višine vloženega zneska. Pri večjih zneskih znašajo procentualno manj. Izstopne stroške vzajemni skladi zaračunavajo le v primeru predčasnega izstopa, nekatere zavarovalnice pa izstopne stroške zaračunavajo v vsakem primeru, tudi ob redni zapadlosti produkta. Upravljaljske stroške poznajo skladi in zavarovanja, vendar jih ne zaračunavajo vedno. Skrbniške stroške najdemo pri skladih in še to le pri posameznih produktih. Naložbena zavarovanja pa poznajo še administrativne stroške, certifikati pa brokeražo (višja provizija kot pri delnicah). V spodnji razpredelnici so prikazane višine posameznih stroškov:

Tabela 13: Možni razponi posameznih vrst stroškov po posameznih oblikah GNP

| Stroški | Vzajemni sklad | Naložbeno zavarovanje | Naložbeni certifikat |
|----------------------|-----------------------------|---------------------------------------|-----------------------------|
| Vstopni | 0,25% - 4% | 1% - 5% | 1,5% - 3% |
| Izstopni | 1% (le predčasni izstop) | 0% - 5% | 1% |
| Upravljaljski | 0% - 1% letno | 2% | / |
| Skrbniški | 0% - 0,05% letno | / | / |
| Ostali | / | Administrativni: 0,7% - 2,6% letno | Brokeraža |

Vir: Finančna-točka.si, 2007; Vzajemci.com, 2007; Finance.si, 2007; Skladi.com, 2007.

Naložbe, ki jih nadalje opravi zavarovalnica in upravitelj certifikatov, so pogosto v vzajemne sklade, med njimi tudi v garantirane vzajemne sklade. Bistvena razlika je v tem, da ima vlagatelj pri investiciji preko zavarovalnice sklenjeno tudi življenjsko zavarovanje. Pri tem pa ima vlagatelj vsaj še dva dodatna stroška. Prvi je zavarovalna premija, drugi pa nastane, ker si zavarovalnica kot dodatni člen v verigi, zaračuna še svoj delež. Vendar je izbira skladov nekoliko bogatejša.

- **Likvidnost:** V teoriji imajo certifikati največjo likvidnost, saj se izdajatelj zavezuje za sprotni nakup in prodajo tistih vrednostih papirjev na borzi, na katere se sklicuje certifikat. Vendar je tako početje pogosto nesmotrno za vlagatelja, saj je razmik med prodajnim in nakupnim tečajem pogosto velik. Razlog za to je odsotnost neposrednega stika imetnikov

certifikatov, transakcij med imetniki certifikatov namreč skoraj ni, kar pa omogoča »umetno« postavljanje tečajev. Skratka, tudi pri certifikatih se praviloma splača vplačati v vpisnem obdobju in držati papir do konca. Visoka likvidnost, ki jo pripisujemo certifikatom, je nemalokrat le navidezna.

Razlike med GNP so tudi v možnostih umika, ki jih ima vlagatelj na razpolago. Pri skladih in certifikatih ima vlagatelj možnost delnega umika iz naložbe, torej dvigne samo del sredstev in tako ublaži izgubo; pri naložbenih zavarovanjih pa se lahko umakne iz naložbe le s celotnim dvigom vseh sredstev. Redke so zavarovalnice, ki pod določenimi pogoji omogočajo delni umik. Pogoje, velikosti deležev in časovne razpone možnih delnih umikov objavijo ponudniki navadno v prospektu oz. splošnih pogojih GNP.

7. SKLEP

GNP zasedajo vse pomembnejše mesto v prostoru sodobnih naložbenih produktov. Njihova uporaba je zaenkrat omejena na naložbena zavarovanja, sklade in certifikate, vendar je posredno mogoče vlagati na vsa tržno zanimiva področja. V letu 2006 je bilo na slovenskem trgu ustanovljenih petnajst GNP, v letu 2007 pa še dodatni trije. Najštevilnejša je ponudba garantiranih naložbenih zavarovanj, sledijo garantirani vzajemni skladi, certifikati pa so še v začetni, razvojni fazi. Glede pestrosti garancije prednjačijo certifikati, pri zavarovanjih in skladih v večini prevladujejo osnovne oblike garancije.

Posebna sestava portfelja podnaložb GNP omogoča vlagatelju varnost, torej jamstvo izdajatelja za vloženi kapital in/ali za ustvarjene donose s tem kapitalom. Vlagatelj ima zagotovilo o najmanjšem možnem znesku, ki ga bo prejel ob zapadlosti. Večina danih garancij se nanaša le na sto-odstotno povrnitev vložene kapitala, nekaj je tudi garancij na že dosežene donose. Dana garancija za povrnitev vložene zneska pa se je izkazala zgolj kot garancija za omejitev izgube, ki je v višini inflacije. Ponudnik realno gledano ne nudi dosti. Glede na dolgoročnost naložbe lahko vlagatelj z garancijo izgubi tudi do četrtno svojega premoženja. Enako velja za garancijo na donose, saj se jamstvo sklicuje na že dosežene donose in ne garantira, da donosi dejansko bodo. Pri redki nad stoodstotni garanciji obljublja ponudnik nek fiksen donos, vendar obljubljeni donos komajda pokriva inflacijo in ne dosega povprečnega pričakovanega donosa. Kupna moč garantiranega izplačanega zneska bo tako nižja kot pa današnja kupna moč vplačanega zneska.

Večji del vlagateljevih sredstev naloži upravitelj tako, da je ob zapadlosti brezpogojno zmožen poplačati garancijo. S preostalim deležem pa poskuša brez tveganja ustvariti donos, če ta je, ga izplača vlagatelju; če vse izgubi, ne utрпи nobenih posledic. Naložbena politika je konzervativna, značilna pa je uporaba izvedenih finančnih instrumentov, tako za zagotavljanje garancije kot za večanje potencialne donosnosti podnaložb. Ponudnik tako s primerno strukturo podnaložb ne tvega ničesar, obljublja pa malo.

Pri celotni zgodbi pa ne smemo pozabiti na namen garantirane investicije, ki je izogniti se tveganju in ne v ustvarjanju dobička. Če zgornje ugotovitve postavimo v kontekst negativnih pričakovanj oz. če predpostavimo daljše obdobje padanja borznih tečajev se smotrnost tovrstne investicije zdi še kako upravičena.

GNP po mojem mnenju ne predstavlja prave konkurence med komercialnimi naložbami, razlog je predvsem v njihovi nizki potencialni donosnosti. Zaradi visoke varnosti jih uvrščam v poseben tržni segment oz. tržno nišo, ki predstavlja neko vmesno stopnjo med komercialnimi naložbami in bančnim varčevanjem. Pričakovati je, da se bo del sredstev iz bančnih vlog prerazporedil v GNP.

Pri obravnavi garancije pa se pojavi tudi vprašanje, koliko je sploh varna dana garancija oz. kolikšna je verjetnost, da upnik ob zapadlosti ne bo zmožen poplačati garancijo. Kot smo videli, so ponudniki v večini večje, javnosti znane institucije, ki so dobro pozavarovane in poplačilo garancije v večini ni odvisno od njih samih. Kljub temu pa stoo odstotna garancija le ni stoo odstotno gotova. Legendarni investitor Warren Buffett je pred leti izvedene vrednostne papirje imenoval "orožje za množično uničevanje". V mislih je imel soodvisnost velikih finančnih inštitucij zaradi prepletenosti z medsebojnimi transakcijami s kompleksnimi finančnimi inštrumenti. Nihče nima pregleda nad tem, kakšne so izpostavljenosti in kakšno verižno reakcijo bi lahko sprožil zlom enega ali več igralcev v tej verigi. Ali je bil Buffett preveč črnogled, bo kajpak pokazal čas.

LITERATURA

1. Berk Aleš, Peterlin Joško, Ribičič Peter: Obvladovanje tveganja. Ljubljana : GV Založba, 2005. 280 str.
2. Brezovnik Robert: Produkti z garancijo: Garancija da ali ne?. Kapital, Ljubljana, 2006, 385, str. 15 - 18.
3. Doles Jernej: Izvedeni finančni instrumenti vrste in njihova uporaba v Sloveniji. 6. Strokovno posvetovanje o bančništvu, Analiza bančnih tveganj. Ljubljana : Zveza ekonomistov Slovenije, 2000, str. 175 -190.
4. Garantirani skladi: Kako ohraniti glavnico in še biti deležen donosa. Kapital, Ljubljana, 2006, 385, str. 26 - 28.
5. Glavnik Mitja, Rihar Miha: Naložbena zavarovanja. Kapital, Ljubljana, 2007, 414, str. 60 - 62.
6. Huber Rok: Novi skladi: Garantirani donos. Kapital, Ljubljana, 2005, 35, str. 22 - 24.
7. Jakhel Črt: Kako deluje naložbeno življenjsko zavarovanje.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5011>], 25.07.2006.
8. Jakhel Črt: Pregled: kakšni davki za vlagatelje od 1.1.2007.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5805>], 27.11.2006a.
9. Jakhel Črt: Poplava naložbenih oblik - joj, kam bi del.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=6220>], 10.01.2007.
10. Kodrič Sandi: Naložbeni certifikati - kaj so in za koga so aktualni.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=3606>], 06.03.2006.
11. Kodrič Sandi: Posebne naložbe: skladi s sprotno garancijo.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=4798>], 30.06.2006a.
12. Kodrič Sandi: Skladi, usmerjeni k absolutnim donosom.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5405>], 11.09.2006b.
13. Kodrič Sandi: Naložbe z garancijo - skladi, zavarovanja in certifikati.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5686>], 16.10.2006c.
14. Kodrič Sandi: Naložbena zavarovanja z jamstvom glavnice.

[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5787>], 27.10.2006d.

15. Krašovec Igor: Naložbe z garancijo – ali res?
[URL: <http://www.donos.net/client/index.php?table=articles&ID=310>], 10.01.2004.
16. Lubej Samo: Vzajemni skladi: Dinamičen razvoj trga. Kapital, Ljubljana, 2005, 380, str. 32 - 36.
17. Lubej Samo: Skladi z garancijo: Za konzervativnejše. Kapital, Ljubljana, 2006, 385, str. 12 - 14.
18. Peterlin Joško: Finančno tveganje v računovodski praksi. IKS, Ljubljana, 2004, 8, str. 96 - 106.
19. Strukturni depozit: Nepremičninska naložba z garancijo.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=6884>], 01.03.2007.
20. Ugovšek Jure: Z garantiranimi skladi do mirnega spanca. Finance, Ljubljana, 2007, 34.
21. Valenčič Boštjan: Garantirani certifikati - zaščita za težke čase.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5341>], 04.09.2006.
22. Verbole Tine: Borzne korekcije in garantirani certifikati.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5999>], 20.11.2006.
23. Vzajemni skladi 2006: Kdo je kdo?. Kapital, Ljubljana, 2007, 409, str. 34 - 36.

VIRI

1. Bull&Bear Commodity Guarantee Certificate. Izvleček prospekta. Dunaj : Raiffeisen Centrobank, 2006. 3 str.
2. Capital Invest Guarantee Basket 2010. Izvleček prospekta. Dunaj : Bank Austria Creditanstalt, 2004. 8 str.
3. Capital Invest Guarantee Basket 2013. Izvleček prospekta. Dunaj : Bank Austria Creditanstalt, 2004. 6 str.
4. Fund Partners NLB Skladi. Revidirano letno poročilo krovnega sklada. Luksemburg : Fund Partners, 2006. 23 str.
5. Finančna-točka.si.

- [URL: <http://www.financna-tocka.si>], 2007.
6. Finančni center.
[URL: <http://www.financnicenter.si/novice.php>], 2007.
 7. Investicijsko bančništvo. Raiffeisen Krekova Banka.
[URL: <http://www.r-kb.si/investicije/index.html>], 2007.
 8. Naložbeno zavarovanje Skladba 1, SKB banka.
[URL: <http://www.skb.si/preb/preb-zav-skladba1.html>], 2006.
 9. Naložbena zavarovanja. Zavarovalnica Triglav.
[URL: <http://www.triglav.si/stran.asp?id=613>], 2006.
 10. Naložbena zavarovanja. Ljubljana : Zavarovalnica Wiener Staedtische.
[URL: <http://www.wienerstaedtische.si/index2.aspx?Id=10>], 2006.
 11. Naložbena zavarovanja. Ljubljana : Zavarovalnica Adriatic Slovenica.
[URL:
<http://www.adriaticslovenica.si/insurance.cp2?iid=20579&linkid=Insurance&cid=20238>], 2006.
 12. Naložbena zavarovanja. Ljubljana : NLB.
[URL: <http://www.innovatif.com/si/projekti/767/>], 2006.
 13. Podsklad Fund Partners NLB - Garantirani sklad Azija 1. Izvleček prospekta. Luksemburg : Fund Partners, 2006. 10 str.
 14. Podsklad Fund Partners NLB - Garantirani sklad Evropa 1. Izvleček prospekta. Luksemburg : Fund Partners, 2006. 10 str.
 15. Raiffeisen Centrobank – CECEXt WINNER. Prospekt. Dunaj : Raiffeisen Centrobank, 2006. 195 str.
 16. Raiffeisen: certifikat SBI TOP in garantirani CECEXt Winner.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5878>], 07.11.2006
 17. Raiffeisen: garantirani sklad in mešani sklad z omejevanjem izgub.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5417>], 12.09.2006.
 18. Raiffeisen-TopSelection-Garantiefonds. Prospekt. Dunaj : Raiffeisen Centrobank, 2006. 41 str.

19. Skladi.com.
[URL: <http://www.skladi.com>], 2007.
20. Statistical Insurance Bulletin 2006. Ljubljana : Slovensko Zavarovalno Združenje, 2007.
72 str.
21. Vzajemci.com.
[URL: <http://vzajemci.com/Modules/Funds/Stats.aspx?id=10>], 2007.
22. Verbole Tine: Enostavno. Spletni blog.
[URL: <http://enostavno.blogspot.com>], 21.04.2007.
23. Zakon o dohodnini (Uradni list RS, št. 117/2006).

SLOVARČEK SLOVENSКИH PREVODOV TUJIH BESED

| | |
|---|--|
| Guaranteed investment products | Garantirani naložbeni produkti |
| Investment products with capital guarantees | Naložbeni produkti z kapitalsko garanciji |
| Guaranteed Investment (Mutual) Funds | Garantirani investicijski (vzajemni)skladi |
| Guaranteed Investment Certificates | Garantirani investicijski certifikati |
| Guaranteed Investment Contract (GIC) | Garantirana naložbena zavarovanja |
| Underlying paper | Temeljni papir (osnovni instrument) |
| Constant Proportion Portfolio (CPPI) | Stalni nadzor sorazmernosti portfelja |

PRILOGE

Priloga 1: Sestava surovinske košarice certifikata

| BULL&BEAR Guarantee Certificate | Delež |
|--|--------------|
| Nikelj | 1/5 |
| Baker | 1/5 |
| Aluminij | 1/5 |
| Cink | 1/5 |
| Surova nafta | 1/5 |

Vir: Bull&Bear Commodity Guarantee Certificate, 2006.

Priloga 2: Deleži naložb po trgih; DZU:Pioneer Investment Austria

| CI Guarantee Basket 2010 | | CI Guarantee Basket 2013 | |
|---------------------------------|--------|---------------------------------|--------|
| Trg | Delež | Trg | Delež |
| Vzajemni skladi | 43,84% | Vzajemni skladi | 41,93% |
| Ostali trgi | 56,16% | Obveznice | 29,80% |
| Avstrija | 44,83% | Ostali trgi | 28,27% |
| | | Avstrija | 46,19% |
| Država | Delež | Država | Delež |
| Nemčija | 4,41% | ZDA | 9,60% |
| ZDA | 2,39% | Nizozemska | 6,40% |
| Ostali trgi | 48,37% | VB | 5,29% |
| | | Nemčija | 4,26% |
| | | Ostali trgi | 28,26% |

Vir: Vzajemci.com, 2007.

Priloga 3: Deleži po posameznih naložbah; DZU:Pioneer Investment Austria

| CI Guarantee Basket 2010 | | | | |
|------------------------------|----------------|------------|---------------|--------|
| Naložba | Oznaka | Trg | Vrsta | Delež |
| Evrobondgarant 1 | EBG1 | Avstrija | sklad | 18,47% |
| Evrobondgarant 2 | EBG2A | Avstrija | sklad | 18,47% |
| CI Eastern Evrope Stock | CIEESA | Avstrija | sklad | 4,51% |
| Hypo Alpe | Hypo 04/09 | Nemčija | | 4,41% |
| Natl Austria BK | Austr.BK 05/10 | Avstrija | | 3,38% |
| Citigrp Gl Mk | CGR | | | 2,72% |
| Credit Agri. | Credit 05/082 | | | 2,71% |
| Morgan Stanley | MSO 03/08 | ZDA | sklad | 2,39% |
| HSH Nordbank | HSH 04/09 | | | 2,37% |
| Ostale naložbe | | | | 40,5% |
| CI Guarantee Basket 2010 | | | | |
| Naložba | Oznaka | Trg | Vrsta | Delež |
| CI Eastern Evrope Stock | CI EES | Avstrija | sklad | 15,63% |
| Evrobondgarant 1 | EBG1 | Avstrija | sklad | 13,15% |
| Evrobondgarant 2 | EBG2 | Avstrija | sklad | 13,15% |
| Ing Verzek. 05/08 Flrmtn | ING B | Nizozemska | Obveznic a | 6,40% |
| Morgan Stanley 06/13 | MOST 06/13 | ZDA | Obveznic a | 5,33% |
| Goldm. S. grp 06/11 | GOLD 06/11 | VB | Obveznic a | 5,29% |
| Bank Ameri. 04/09 FLR.MNT | XS0200567112 | ZDA | Obveznic a | 4,27% |
| Ge Cap.Evrop. 04/08 flr | GECA 04/08 | Nemčija | Obveznic a | 4,26% |
| Natl Austr.BK 05/10FLRMTN | N.Aus.BK 05/10 | Avstrija | | 4,26% |
| Ostale naložbe | | | | 28,26% |

Vir: Vzajemci.com, 2007.

Priloga 4: Deleži naložb po trgih; DZU: Found Partners NLB Skladi

| Garantirani sklad Evropa 1 | |
|----------------------------|--------|
| Trg | Delež |
| Obveznica | 62,89% |
| Zakladna menica | 6,26% |
| Ostalo | 30,85% |
| Država | Delež |
| Slovenija | 23,96% |
| Nemčija | 16,50% |
| Francija | 13,03% |
| VB | 11,70% |
| Španija | 3,96% |
| Ostalo | 30,85% |

Vir: Vzajemci.com, 2007.

Priloga 5: Deleži po posameznih naložbah DZU: Found Partners NLB Skladi

| Garantirani sklad Evropa 1 | | | |
|----------------------------|-----------|-----------------|--------|
| Naložba | Trg | Vrsta | Delež |
| Bundesobligation | Nemčija | obveznica | 12,35% |
| Republika Slovenija | Slovenija | obveznica | 11,61% |
| France O.A.T | Francija | obveznica | 8,64% |
| Republika Slovenija | Slovenija | obveznica | 7,17% |
| United Kingdom Treasury | VB | zakladna menica | 6,26% |
| Kingfisher PLC | VB | obveznica | 5,44% |
| Republika Slovenija | Slovenija | obveznica | 5,18% |
| France Telecom | Francija | obveznica | 4,39% |
| Deutsche Telecom Int | Nemčija | obveznica | 4,15% |
| Ostale naložbe | | | 34,81% |

Vir: Vzajemci.com, 2007.

Priloga 6: Prikaz uporabljenih indeksov v podskladu Garantirani sklad Azija 1

| | Indeks | Utež v košarici |
|----|-----------------------------|-----------------|
| 1. | Hang Seng | 20% |
| 2. | Hang Seng China Enterprises | 20% |
| 3. | Nikkei 225 | 20% |
| 4. | MSCI Singapore Cash | 20% |
| 5. | MSCI Taiwan | 20% |

Vir: Vzajemci.com, 2007

1. Nikkei 225: je delniški indeks, ki ga izračunava Nihon Keizai Shimbun. Dividende se ne reinvestirajo. Sestavlja ga 225 delnic. Nikkei 225 služi prvenstveno kot stalni kazalec tržnih trendov na japonskem borznem trgu. Vrednost indeksa Nikkei 225 temelji na tržni vrednosti delnic 225-ih podjetij. Gre za 225 vodilnih in najlikvidnejših delnic prve kotacije borze v Tokiu. Indeks se je začel izračunavati 16. maja 1949, z začetno vrednostjo 176.21. Nikkei 225 je objavljen dnevno v vodilnih finančnih časnikih; npr. v The Financial Times in The Wall Street Journal Evrope. V Belgiji je indeks objavljen v časnikih De Tijd in L'Echo.
2. Hang Seng Index: je kapitalizacijsko utežen indeks 33-ih delnic, ki predstavljajo približno 70 % skupne tržne kapitalizacije borze v Hong Kongu. Indeks je bil razvit z začetno vrednostjo 100 na dan 30. julija 1964. Indeks je objavljen dnevno v časnikih L'Echo, De Tijd, The Financial Times in The Wall Street Journal Evrope.
3. MSCI Taiwan Index: je kapitalizacijsko utežen indeks, ki meri donosnost delnic s Tajvana. Indeks se izračunava od 1. januarja 1988.
4. MSCI Singapore Cash Index: je kapitalizacijsko utežen indeks, ki meri donosnost delnic iz Singapurja. Indeks se izračunava od 1. januarja 1988.
5. Hang Seng China Enterprise Index je kapitalizacijsko utežen indeks, ki ga sestavljajo kitajske družbe v državni lasti (delnice z oznako H), ki so uvrščene na borzno v Hong Kongu. Začetna vrednost tega indeksa na dan 3. januar 2000 je 2000.

Priloga 7: Sestava indeksa Evro Stoxx 50.

| Delnica | Utež v % | Delnica | Utež v % | Delnica | Utež v % |
|------------------------|----------|----------------------------|----------|---------------------|----------|
| ABN Amro Holdings | 2,177% | Deutsche Telekom | 2,390% | Renault | 0,917% |
| Aegon | 1,023% | E.ON | 3,171% | RWE | 1,521% |
| Air Liquide | 0,980% | Endesa | 1,260% | Sanofi-Aventis | 4,130% |
| Alcatel | 0,837% | Enel | 1,715% | Sanpaolo IMI | 0,739% |
| Allianz | 2,577% | ENI | 3,464% | Siemens | 3,134% |
| Assicurazioni Generali | 1,763% | Fortis | 1,852% | Société Générale | 2,262% |
| AXA | 2,026% | France Télécom | 2,435% | Cie de Saint-Gobain | 0,976% |
| BBVA | 2,893% | Iberdrola | 1,079% | SAP | 1,772% |
| BASF | 1,938% | ING Groep | 2,855% | Suez | 1,413% |
| Bayer | 1,290% | Koninklijke Ahold | 0,588% | Telecom Italia | 1,722% |
| BNP Paribas | 3,098% | L'Oréal | 1,125% | Telefónica | 3,599% |
| BSCH | 3,955% | LVMH Moët Hennessy | 1,027% | Allied Irish Banks | 0,973% |
| Carrefour | 1,337% | Münchener Rückversicherung | 1,033% | Total | 7,327% |
| Credit Agricole | 0,996% | Nokia | 3,635% | Unicredito Italiano | 1,331% |
| Daimler Chrysler | 2,228% | Koninklijke Philips | 1,733% | Unilever | 2,017% |
| Groupe Danone | 1,287% | Lafarge | 0,753% | Vivendi Universal | 1,706% |
| Detuche Bank | 2,349% | Repsol | 1,488% | | |

Dow Jones Euro Stoxx 50 je objavljen dnevno v časnikih L'Echo, De Tijd, The Financial Times in The Wall Street Journal Evrope.

Priloga 8: Deleži naložb po trgih; DZU: Raiffeisen Capital Management

| TopSelection Garantiefonds | |
|-----------------------------------|--------|
| Trg | Delež |
| Evro obveznice | 48,64 |
| Denarni trg | 22,65% |
| Delnice | 27,32% |
| Ostalo | 1,40% |
| Država | Delež |
| Francija | 17,28% |
| Nemčija | 15,10% |
| Rusija | 6,84% |
| Avstrija | 6,78% |
| Japonska | 4,43% |
| Ostalo | 49,57 |

Vir: Vzajemci.com, 2007.

Priloga 9: Deleži po posameznih naložbah DZU - Raiffeisen Capital Management

| TopSelection Garantiefonds | |
|-----------------------------------|--------|
| Naložba | Delež |
| Lukoil holding | 0,91% |
| Surgunteftegaz OJSC | 0,76% |
| SBER Bank | 0,66% |
| MMC Norilsk Nickel | 0,56% |
| Ostalo | 97,11% |

Vir: Vzajemci.com, 2007.

Priloga 10: Naložbena garantirana zavarovanja NLB Vita, ustanovljena v letu 2006

| | NLB Naložba 12 – Elitna naložba | NLB Naložba 13 – Azijski tigri |
|---------------|--|---|
| Upravljalec | KBC bank, Belgija | KBC bank, Luksemburg |
| Ustanovitev | 13.12.2006 | 13.03.2006 |
| Vplačila do | 24.03.2006 | 14.04.2006 |
| Trajanje | 13.12.2016 | 13.03.2016 |
| Upravljanje | Pasivno | Pasivno |
| Min. vplačilo | 1000 USD | 1000 USD |
| St. udeležbe | 150% | 110% |
| Stroški | | |
| • vstopni | 2% - 5% | 2% -5% |
| • izstopni | 5% | 5% |
| Garancija | | |
| • smrt | 100% | 100% |
| • nezgodna | 100% + zav. vsota | 100% + zav. vsota |
| • doživetje | 100% | 100% |

Vir: Vzajemci.com, 2007.

Elitna naložba:

Zavarovalnica vlaga sredstva v investicijski sklad: KBC Life Invest Fund Security NLB Vita; Emerging Market Winners 1. Sklad vlaga sredstva v košarico delnic tridesetih podjetjih, ki svoje dohodke ustvarjajo na sledečih trgih:

- Južna Amerika
- Kitajska
- ostala Azija z izjemo Japonske

Bonus na izplačano donosnost znaša deset odstotkov. Izstopnih stroškov ob zapadlosti ni.

Azijski tigri:

Vlagateljeva sredstva zavarovalnica vlaga v investicijski sklad KBC Life Invest Fund Security NLB Vita; World Selection Booster 1.

Naložbena politika sklada pa je usmerjena na košarico tridesetih mednarodno priznanih delnic, »blue-chip« podjetji z visoko tržno kapitalizacijo in katera so vključena v vsaj en mednarodni borzni indeks.

Tudi pri tem produktu se ob izteku zavarovanja upravičencu izplača dosežen donos in dodatna premija v višini petdeset odstotkov doseženega donosa. Izstopnih stroškov ob zapadlosti ni.

Priloga 11: Naložbena garantirana zavarovanja zavarovalnice Triglav, ustanovljena v letu 2006

| | KO.ME.T | ALFA | B.R.I.C 2 |
|---------------|--------------------------|---------------------|---------------------------|
| Upravitelj | Commerz bank, Nemčija | Deutsche Bank | Deutsche Bank, Nemčija |
| Ustanovitev | 2006 | 01.11.2006 | 01.02.2006 |
| Vplačila do | 15.06.2006 | 31.12.2006 | 30.03.2006 |
| Trajanje | Min do 2016 | 01.11.2016 | 10 let |
| Upravljanje | Aktivno | Pasivno | Aktivno |
| Min. vplačilo | 1000 EUR | 1000 EUR | 1000 EUR |
| Stroški | | | |
| • vstopni | / | 1% - 4,5% | / |
| • izstopni | / | 1% - 3,78% | / |
| Garancija | | | |
| • smrt | 100% | 100% | / |
| • nezgodna | 100% + 100% dodatek | 100% + 100% dodatek | / |
| • doživetje | 100% | 100% | / |

Vir: Finančna-točka.si, 2007.

KO.ME.T:

Naložbeno zavarovanje razprši tveganje v naslednje sklade:

- Delniški skladi
 - ADIG Fund Evropean Emerging Market Equity (V Eu)
 - Magna Turkey Fund
 - MLIIF Asian Dragon Fund
 - Baring Latin America Fund
- Obvezniški sklad
 - Robeco Lux

ALFA:

Zavarovalnica pri tej polici nudi donosnost glede na gibanje treh indeksov:

- DB Alpha-X (delniški)
- DB Forward Rate Bias (obrestne mere)
- DB Harvest Currency (valutna razmerja)

Zavarovanec je deležen kombinirane donosnost. Delež izplačanega donosa se določi na podlagi naslednjega ključa:

- 45% najuspešnejši indeks
- 30% drugi indeks
- 25% tretji indeks

B.R.I.C. 2

Naložbena strategija je usmerjena v investicijske sklade, ki svoja sredstva vlagajo na področjih Indije, Kitajske, Rusije in Latinske Amerike. Donosnost je odvisna od naslednjih skladov:

- ABN AMRO Latin America Equity Fund
- DWS Russia Fund
- ABN AMRO India Equity Fund
- ABN AMRO China Equity Fund

Zanimiv pa je pristop pri upravljanju, saj se sredstva prerazporejajo vsak mesec in sicer gre 50 odstotkov sredstev v najdonosnejši sklad prejšnjega meseca, 30 odstotkov v drugi najdonosnejši sklad in 20 odstotkov v tretji najdonosnejši sklad.

Priloga 12: Naložbena garantirana zavarovanja Wiener Staedtische, ustanovljena v letu 2006

| | Best of Evrope | Best of Trend |
|----------------|-----------------------|----------------------|
| Upravljallec | BNP Paribas, Francija | Erste Bank, Avstrija |
| Ustanovitev | 01.02.2006 | 01.11.2006 |
| Vplačila do | 01.03.2006 | do izpolnitve kvote |
| Trajanje | 01.12.20018 | 01.11.2018 |
| Upravljanje | Pasivno | Pasivno |
| Min. vplačilo | 3.000 EUR | 50 EUR / mesečno |
| St. udeležbe | | |
| Stroški | | |
| • vstopni | / | 8,4% |
| • izstopni | 5% | / |
| • upravljanja | / | 2% |
| • riziko smrti | / | 2,6% |
| Garancija | | |
| • smrt | 100% | 100% |
| • nezgodna | 150% | 150% |
| • doživetje | 100% | 100% |

Vir: Finančna-točka.si, 2007.

Best of Evrope:

Naložbena usmeritev zavarovalne police so razporejene na tri področja:

- Dow Jones EvroSTOXX 50 (evropske delnice),
- iBoxx Evrozone Sovereign European (evropske obveznice)
- EPRA (evropske nepremičnine)

Vlagatelj ima na izbiro tri naložbene strategije: Tradicionalno (50% obveznice, 25%delnice, 25% nepremičnine), dinamično (33% obveznic, delnic in nepremičnin) ter progresivno (50% delnic 25% obveznic, 25% nepremičnine).

Best of Trend:

Donos zavarovanca je vezan na gibanje sledečih mednarodnih indeksov: Dow Jones EvroSTOXX 50, CECE, GSCIER (surovine), S&P 500, Nikkei 225, EPEU (nepremičnine), FTSE 100, HFRXGL.

Kljub pasivnem upravljanju naložb, pa zavarovalnica prerazporeja sredstva znotraj stalnih naložb. Vsakih šest mesecev izmed košarice indeksov izbere tri najbolj uspešne ter nato vsa sredstva vloži po sledečem ključu: 50% v vodilni indeks, 30% v drugi indeks, 20% v tretji indeks

Zavarovalnica pri tej polici, kot edina nudi možnost mesečnih obročnih vplačil. Minimalni znesek mesečnih anuitet pa znaša petdeset evrov.

Priloga 13: Naložbena garantirana Zavarovalnice Adriatic Slovenica, ustanovljena v letu 2006

| Azija Garant | |
|---------------|------------------------|
| Upravitelj | Deutsche Bank, Nemčija |
| Ustanovitev | 01.09.2006 |
| Vplačila do | 20.11.2006 |
| Trajanje | 10 let |
| Upravljanje | Aktivno |
| Min. vplačilo | 1.000 EUR |
| St. udeležbe | |
| Stroški | |
| • vstopni | 1,60% - 4,20% |
| • izstopni | 1% - 6% |
| Garancija | |
| • smrt | 110% |
| • nezgodna | 110% |
| • doživetje | 100% |

Vir: Finančna-točka.si, 2007.

Azija Garant:

Vrednost premoženja na naložbenem računu, predstavlja vrednost indeksa treh azijskih delniških hedge skladov:

- Pi Asia Fund Ltd.
- Martin Currie Absolute Return Japan Fund
- AlphaGen Pictor Fund Ltd..

Priloga 14: Naložbena garantirana zavarovanja zavarovalnice Maribor, ustanovljena v letu 2006

| | FlexPension Plus | ZM Prizma Plus |
|-------------------|----------------------------|----------------------------|
| Upravitelj | DWS Investment, Luksemburg | DWS Investment, Luksemburg |
| Ustanovitev | 2006 | 01.10.2006 |
| Vplačila do | 20.08.2006 | 31.12.2006 |
| Trajanje | 2016 | 01.10.2016 |
| Upravljanje | Aktivno | Aktivno |
| Min. vplačilo | 1.000 EUR | 1.000 EUR |
| St. udeležbe | | |
| Stroški | | |
| • vstopni | 1% | 5% |
| • izstopni | 1% + do 4% | 1% - 4% |
| • administrativni | / | 0,7% letno |
| • upravljavski | / | 1 EUR mesečno |
| Garancija | | |
| • smrt | 100% | 100% |
| • nezgodna | 100% + 100% | 100% + 100% |
| • doživetje | 100% + donos | 100% + donos |

Vir: Finančna-točka.si, 2007.

Flex Pension Plus:

Vrednost naložbe je vezana na mešani sklad skladov: DWS FlexPension 2016 z različno geografska in sektorska razpršenost naložb. Ob ustanovitvi je naložba sestavljena iz 80% delnic in 20% obveznic, s časom se razmerje spreminja, število delnic se zmanjšuje, obveznic pa zvišuje, torej se naložba s časom premika na bolj varno območje. Polica nudi tudi garancijo na že dosežene donose. Vsakega prvega v mesecu (presečni dan) se vrednost VEP zaklene. V primeru, da se ta zniža, polica garantira izplačilo najvišje vrednosti VEP dotičnega presečnega dne.

ZM Prizma Plus:

Zavarovanec ima možnost odločitve o kombinaciji vloženi sredstev med skladoma:

- Globalni mešani sklad skladov DWS FlexPension 2016
- Valutni hedge sklad DWS Hedge L/S Currency

Pri tem pa mora upoštevati, da garancija za vplačani znesek velja sam za del vloženi sredstev in sicer za del vloženi v prvi sklad, DWS FlexPension 2016.