

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

ANALIZA FINANČNIH NALOŽB SLOVENIJE V TUJINI

Ljubljana, september 2003

SABINA ŠAFHALTER

IZJAVA

Študentka, Sabina Šafhalter, izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom profesorja Ivana Ribnikarja, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 01.09.2003

Podpis:

KAZALO

1. UVOD	1
2. FINANČNE NALOŽBE V OKVIRU DELOVANJA FINANČNEGA TRGA	2
2.1. TEMELJNI POJMI FINANČNEGA SISTEMA.....	2
2.1.1. DELOVANJE FINANČNEGA TRGA.....	2
2.1.2. FINANČNE INSTITUCIJE.....	4
2.1.2.1. Posebna vloga centralne banke.....	5
2.1.3. OPREDELITEV POJMA FINANČNE NALOŽBE IN NJIHOVA RAZVRSTITEV.....	5
2.2. TVEGANJE IN DONOSNOST.....	6
3. NAJPOMEMBNEJŠE OBLIKE FINANČNIH NALOŽB	8
3.1. DELNICE.....	8
3.2. OBVEZNICE.....	9
3.2.1. HIPOTEKARNE OBVEZNICE.....	10
3.2.2. EVROOBVEZNICE.....	11
3.3. KREDITI	11
3.3.1. EVROKREDITI.....	13
3.4. MEDNARODNE DENARNE REZERVE	13
3.4.1. STRUKTURA MEDNARODNIH DENARNIH REZERV.....	14
3.4.1.1. Devizne rezerve centralne banke.....	14
3.4.1.2. Rezervna tranša pri Mednarodnem denarnem skladu.....	15
3.4.1.3. Posebne pravice črpanja.....	15
3.4.1.4. Zlato.....	16
4. ZAKONSKA UREDITEV FINANČNIH NALOŽB SLOVENIJE V TUJINI	16
4.1. BISTVENE SPREMEMBE NOVE DEVIZNE ZAKONODAJE GLEDE NA PREDHODNO	16
4.2. NEPOSREDNE NALOŽBE REZIDENTOV RS V TUJINI.....	18
4.3. POSLI Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI, KI JIH OPRAVLJAJO REZIDENTI RS V TUJINI.....	19
4.4. SKLEPANJE KREDITNIH POSLOV MED REZIDENTI RS IN NEREZIDENTI.....	21
4.5. DEPOZITI REZIDENTOV RS V TUJINI.....	21
4.6. PRENOSI IZ NASLOVA ZAVAROVANJ.....	22
5. FINANČNE NALOŽBE SLOVENIJE V TUJINI	23
5.1. STRUKTURA FINANČNEGA TRGA V SLOVENIJI.....	23
5.2. NEPOSREDNE NALOŽBE SLOVENIJE V TUJINI.....	24

5.3. PORTFELJSKE NALOŽBE SLOVENIJE V TUJINI.....	26
5.4. OSTALE NALOŽBE.....	29
5.5. DINAMIKA NALOŽB SLOVENIJE V TUJINI V OBDOBJU 1994 – 2001.....	30
5.6. KAKO NALOŽBE V TUJINI PRIBLIŽATI REZIDENTOM RS	34
6. SKLEP	36
7. LITERATURA	38
8. VIRI	39

SEZNAM SLIK IN TABEL

SEZNAM KRATIC

PRILOGE

1. UVOD

Proces svetovne integracije in globalizacije ter liberalizacije mednarodnih tokov kapitala je povzročil na področju delovanja finančnih trgov revolucionarne spremembe. Razvoj informacijske tehnologije z visoko dodelanimi in zmogljivimi računalniškimi in telekomunikacijskimi sistemi je omogočil hitro sklepanje poslov, hiter dostop do potrebnih informacij, povezave med udeleženci finančnih trgov pa niso več omejene z razdaljami. Pojavljajo se vedno nove oblike finančnih instrumentov, vrednost in število finančnih transakcij se je eksponentno povečalo, dejavnosti finančnih institucij niso več jasno razmejene in tudi finančni trgi se vedno bolj integrirajo v enotni, svetovni finančni trg.

Naša država se je začela aktivneje vključevati v dinamično in agresivno, pogosto pa tudi nevarno mednarodno finančno okolje, po osamosvojitvi. Kasnejša odločitev za vključitev v Evropsko unijo je pomenila za Slovenijo sprejetje obveze, da bo popolnoma liberalizirala pretoke kapitala med državami članicami, načeloma pa tudi do tretjih držav.

Namen diplomskega dela je prikazati finančne naložbe Republike Slovenije (v nadaljevanju RS) v tujini. Ker je področje finančnih naložb zelo obsežno, poskušajo štiri tematsko zaključena poglavja na zgoščen način prikazati naslednje:

1. Temeljne teoretične pojme finančnega sistema, v okviru katerih so posebej predstavljene možne delitve finančnih trgov, naložb in finančnih institucij ter vloga tveganja pri odločanju za finančne naložbe. V času hitrega razvoja mednarodnih trgov in spreminjanja svetovnega gospodarstva je poznavanje tveganj in znanje njihovega obvladovanja velikega pomena.
2. Predstaviti temeljne značilnosti osnovnih finančnih naložb v tujini, navesti bistvene razlike med njimi in jih povezati s tistimi ekonomskimi subjekti, ki jih največkrat izvajajo. Natančneje je predstavljen pojem obveznic, s poudarkom na evroobveznicah kot najprivlačnejšo obliko finančnih naložb slovenskih institucionalnih vlagateljev; posebno poglavje je namenjeno mednarodnim denarnim rezervam, ki jih ima naša država.
3. Zakonsko ureditev področja finančnih naložb naše države v tujini, kateri se morajo podrežati in v skladu s katero morajo postopati vsi udeleženci finančnih trgov v naši državi, ki želijo svoje premoženje naložiti tudi izven naših državnih meja. Določila, ki jih vsebuje nova devizna zakonodaja na področju naložb v tujino, so predstavljena predvsem z vidika možnosti in prednosti, ki jih daje ekonomskemu subjektu glede na predhodno ureditev tega področja; omenjene

so tudi spremembe, ki jih zakonodaja še ni sprejela, vendar so v pripravi oz. postopku odobravanja.

4. Predstaviti slovenski finančni trg in naložbe Slovenije izven naših meja v številkah, deležih in drugih finančnih kazalcih, ki nam povedo, kakšno je stanje finančnih naložb v tujini, kakšen napredek je Slovenija dosegla pri vključevanju v mednarodno okolje, katere države so tiste, ki jih naši investitorji ocenjujejo kot varne države in v katerih so donosnosti naložb sprejemljive glede na tveganje, ki se ob tem pojavlja. Zaradi boljše predstave o spreminjanju naložb v letih 1994 do 2001 je eno izmed podpoglavij namenjeno predstavitvi dinamike naložb v obliki grafikonov.

2. FINANČNE NALOŽBE V OKVIRU DELOVANJA FINANČNEGA TRGA

2.1. TEMELJNI POJMI FINANČNEGA SISTEMA

2.1.1. Delovanje finančnega trga

Na finančnem trgu se pojavljata dve vrsti ekonomskih subjektov. Gospodarske celice s presežki prenašajo svoje prihranke na tiste ekonomske subjekte, katerih trenutne potrebe so večje od njihovih prihrankov, torej se srečujejo s primanjkljajem. Prenos prihrankov od suficitnih gospodarskih celic k deficitnim je pravzaprav temeljna funkcija vsakega finančnega sistema, ki na ta način alocira finančna aktiva na ekonomsko učinkovit način in s tem pospešuje gospodarski razvoj.

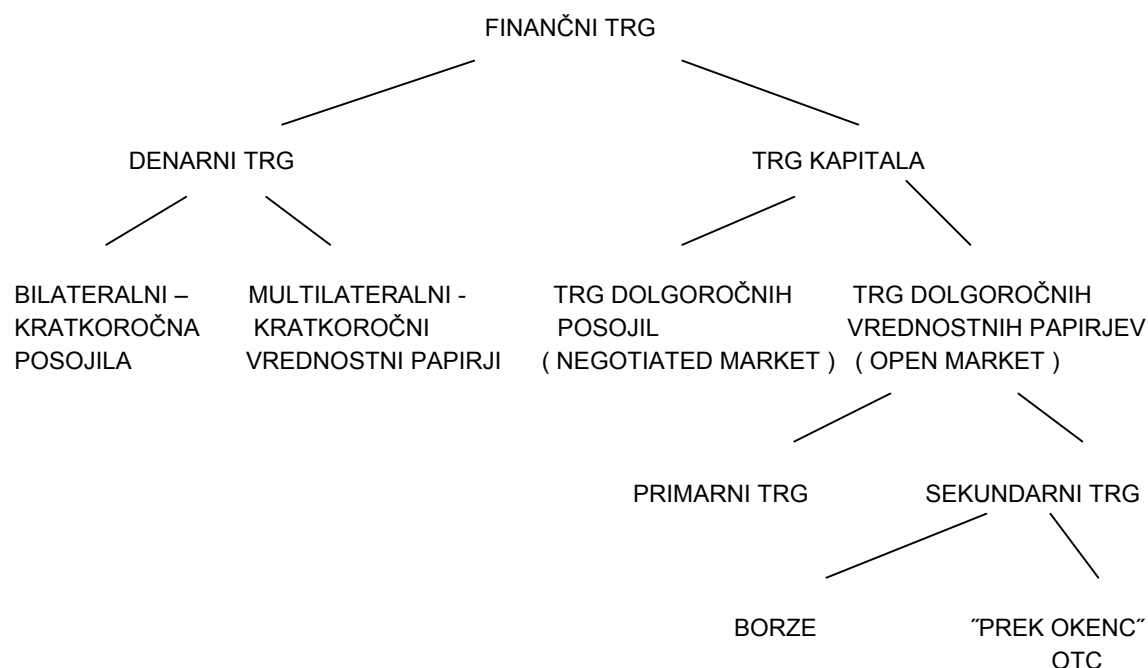
Prenos lahko poteka neposredno ali posredno, preko izbrane finančne institucije. Zanimivo je, da v razvitih ekonomijah v zadnjem času poslovne banke postopoma izgubljajo svojo vodilno vlogo, pomembnejši pa postajajo institucionalni investitorji oz. investicijske finančne institucije, med katerimi so pokojninski skladi, zavarovalniške družbe in investicijski skladi, katerih skupna značilnost so dolgoročne finančne naložbe.

Cilji udeležencev finančnega trga so različni. Udeleženci si z nastopom na finančnem trgu želijo povečati donose svojega premoženja, zmanjšati tveganje, spremeniti likvidnost ali spremeniti sestavo premoženja, ki ga imajo v lasti. Vse to jim omogočajo t.i. finančne funkcije finančnega trga, katerih učinek je posreden, vendar je njihova prisotnost na finančnem trgu nujna za obstoj in učinkovitost delovanja ekonomske funkcije.

Finančnih trgov je veliko in jih lahko delimo po več kriterijih. Kadarkoli je kriterij delitve geografski, se srečujemo s pojmom nacionalnega in mednarodnega finančnega trga. Na nacionalnem trgu se srečujeta ponudba in povpraševanje po finančnih sredstvih rezidentov¹ iste države, trgovanje je omejeno izključno na nacionalno valuto. O mednarodnih trgih govorimo tedaj, ko so udeleženci finančnih trgov rezidenti različnih držav in poteka trgovanje tudi v tujih valutah.

Naslednja od možnih in istočasno največkrat uporabljenih razvrstitev je prikazana v sliki 1. Kriterij delitve na prvem nivoju je ročnost instrumentov, s katerimi se trguje, vendar ne moremo mimo dejstva, da delitve po enem samem kriteriju ni mogoče opraviti, ker prihaja do prepletanja več kriterijev. Na denarnem trgu se izvršijo vse tiste transakcije, katerih ročnost je krajša od enega leta, namen je predvsem likvidnostni; nasprotno je kapitalski trg področje, namenjeno trgovanju s finančnimi instrumenti, katerih ročnost je daljša od enega leta, njihov namen je investicijski oz. kapitalski.

Slika 1: Struktura finančnega trga



Vir: Prohaska, 1999, str. 12.

¹ Rezidenti so po 2. členu veljavnega ZDP "gospodarske družbe ali druge pravne osebe s sedežem v RS, razen njihovih podružnic v tujini; podružnice tujih gospodarskih družb, vpisane v sodni register v RS; samostojni podjetniki posamezniki oziroma oz. fizične osebe, ki samostojno opravljajo dejavnost kot poklic, s sedežem oz. stalnim prebivališčem v RS; fizične osebe s stalnim prebivališčem v RS; fizične osebe, ki začasno bivajo v RS na podlagi veljavne bivalne oz. delovne vize v trajanju najmanj 6 mesecev; diplomatska, konzularna in druga predstavništva RS v tujini, ki se financirajo iz proračuna, zaposleni na teh predstavništvih in njihovi družinski

člani.”

Na trgu posojil poteka trgovanje s pogodbeno dogovorjenimi posojili med posojilodajalcem in posojilojemalcem; od ročnosti odobrenega posojila je odvisno, na katerem trgu bo izvedena transakcija, denarnem ali kapitalnem.

O bilateralnem trgu govorimo, če se za posel dogovorita stranki neposredno, v nasprotnem primeru je trg multilateralen.

Trg vrednostnih papirjev ima za razliko od trga posojil zelo dobro razvit sekundarni trg, kjer trgujejo z že izdanimi vrednostnimi papirji. Primarni trg je trg, kjer udeleženci izdajajo nove finančne oblike z namenom, da pridejo do denarnih sredstev. Pomembno je, s kakšnimi finančnimi oblikami trgujejo na trgu vrednostnih papirjev, saj so le-te lahko lastniški ali upniški vrednostni papirji. Največkrat se kupci in prodajalci na trgu vrednostnih papirjev ne poznajo, zato govorimo o odprtem trgu; na zaprtem trgu pa prihaja do neposrednih dogovorov med obema strankama v poslu.

Kadarkoli obstaja neko osrednje mesto trgovanja, govorimo o trgovanju preko borze. Iz anglo-saksonske ureditve prihaja t.i. trgovanje preko okenc, kjer osrednje mesto trgovanja ne obstaja, pač pa potekajo posli preko neposrednih telefonskih in računalniških povezav.

2.1.2. Finančne institucije

Na finančnem trgu nastopajo različne finančne institucije, ki imajo različne vloge, znanja in pooblastila. Institucionalni kriterij jih razvršča na agentske finančne institucije in finančne posrednike.

Med agentskimi finančnimi institucijami lahko najdemo borzno-posredniške hiše, ki se ukvarjajo s tveganji in trgovanjem vrednostnih papirjev, in investicijske banke, ki nudijo podjetjem pomoč pri emisiji vrednostnih papirjev.

Finančni posredniki so lahko depozitne finančne institucije, katerih glavna naloga je zbiranje finančnih prihrankov v obliki depozitov in njihovo nadaljnje plasiranje v obliki posojil ali nakupa vrednostnih papirjev. Od strukture in ročnosti zbranih prihrankov je odvisno, kako bodo ta sredstva prerezporejena. Najpomembnejše depozitne institucije so še vedno poslovne banke, sledijo jim hranilnice, kreditne zadruga in druge finančne institucije. Druga velika skupina finančnih posrednikov so institucionalni investitorji oz. investicijske finančne institucije, kamor so razvrščene pogodbene finančne institucije, kot so pokojninski skladi in zavarovalniške družbe. Njihova glavna naloga je izpolnjevanje pogodbeno določenih zavez, ki jih vsebuje

pogodba med njimi in varčevalci; finančno posredništvo je njihova dopolnilna dejavnost.

V isti skupini s pogodbenimi finančnimi institucijami so tudi investicijski skladi, ki prihranke, zbrane na osnovi izdanih delnic in obveznic, nalagajo v vrednostne papirje. Finančno posredništvo je njihova glavna dejavnost, saj s svojo strokovnostjo zagotavljajo varčevalcem varne naložbe.

2.1.2.1. Posebna vloga centralne banke

Banka Slovenije je centralna in emisijska banka naše države. Kot ostale banke se pojavlja na različnih finančnih trgih, le da je cilj njenega pojavljanja drugačen od cilja, ki ga zasledujejo drugi udeleženci trgov. Opravlja transakcije za državo (ministrstva in druge vladne institucije), ki je njen edini komitent. Njen cilj torej ni doseganje dobička, ampak, kot določa 2. člen Zakona o BS, skrb za stabilnost domače valute in splošno likvidnost plačevanja doma in do tujine. Pojavlja se kot posojilodajalka v zadnji sili.

Prav v letu 2001 se je Slovenija zaradi visokih kapitalskih prilivov soočala z naraščajočo potrebo po sterilizaciji učinkov na vrednost tolarja. Ker je bilo deviz na trgu preveč, jih je BS kupovala. Če učinkov nakupa deviz ne bi sterilizirala, bi prišlo do pritiskov na depreciacijo tolarja, saj bi bilo primarnega denarja preveč. Ob nakupu deviz je torej BS istočasno zniževala količino primarnega denarja tako, da je izdajala tolarške blagajniške zapise. Seveda so se kot posledica povečale tudi devizne rezerve naše države, pojavili so se pritiski na apreciacijo tolarja.

2.1.3. Opredelitev pojma finančne naložbe in njihova razvrstitev

Vse tiste prihranke, ki jih ekonomski subjekti prenesejo na druge ekonomske subjekte, prenos pa je finančne narave, opredeljujemo kot finančne naložbe (Mramor, 1993, str. 111-112). V to veliko skupino naložb ne sodijo le tiste, ki jih ekonomski subjekti usmerjajo v realne naložbe in znanje. Finančne naložbe predstavljajo najbolj dinamično skupino naložb, saj se še vedno pojavljajo nove oblike, število finančnih naložb se iz leta v leto povečuje. Enotna razvrstitev finančnih naložb ne obstaja, ker je njihovih pojavnih oblik veliko in je kriterij razvrščanja odvisen od namena, ki ga obravnava posamezni avtor.

Velikokrat uporabljena delitev glede na izdajatelja razvršča finančne naložbe v štiri velike skupine, in sicer: naložbe v podjetja, državo, finančne institucije in izvedene naložbe.

Lastniške finančne naložbe dajejo izdajatelju pravico do lastništva ali solastništva, upniške finančne naložbe pa so tiste, kjer je finančni investitor tudi upnik izdajatelja finančnih instrumentov.

Finančne naložbe z rokom dospelosti do enega leta poznamo kot kratkoročne, medtem ko so vse naložbe, ki zapadejo v roku nad enim letom, dolgoročne.

Če je kriterij razvrstitve donos, ki ga ima posamezna naložba, lahko govorimo o naložbah s fiksnim donosom, ki ga imajo posojila, in naložbah s spremenljivim donosom, kamor uvrščamo neposredne naložbe in portfeljske naložbe.

Pomemben kriterij delitve in analize finančnih naložb je tveganje, ki se vedno pojavlja v tesni povezavi z donosnostjo. Finančne naložbe, povezane z višjim tveganjem, prinašajo investitorju večja plačila za tveganje kot naložbe, katerih donosi so predvidljivi in je verjetnost, da donosnost celotnega premoženja zaradi te naložbe ne bo enaka pričakovani, bo manjša.

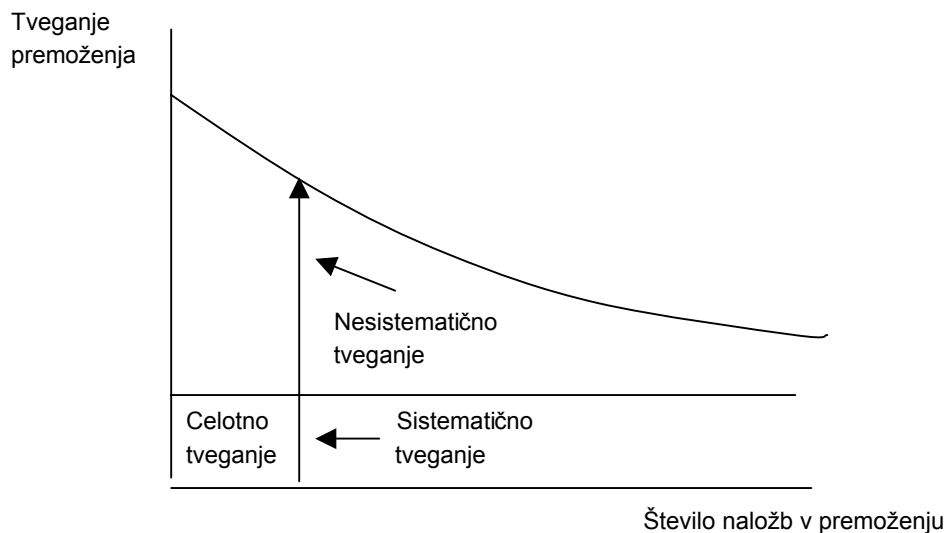
2.2. TVEGANJE IN DONOSNOST

Ekonomski subjekti, ki se ukvarjajo z naložbeno dejavnostjo v tujini, se srečujejo z dodatnimi tveganji. Velikemu številu tveganj, kot so tveganje spremembe obrestne mere, kreditno tveganje, tržno tveganje, tveganje inflacije, tveganje odpoklica, tveganje likvidnosti in valutno tveganje, se pridruži še deželno tveganje.

Tveganje v literaturi označujemo kot "nezmožnost, da bi pravilno napovedali prihodnji tok dogodkov oz. kot nezmožnost popolnoma nadzorovati, ali bodo rezultati prihodnjega toka dogodkov enaki načrtovanim" (Mramor, 1993, str. 99).

Ljudje imamo do tveganja dokaj različen odnos, vendar tveganju v povprečju nismo naklonjeni. Investitorji se zato običajno odločijo za tisto naložbo, ki ima ob enakem tveganju višji pričakovani donos ali ob manjšem tveganju enak pričakovani donos. Racionalni investitorji naložijo premoženje v več različnih naložb, kar pomeni, da se tveganje na ta način zniža. Razpršitev premoženja v naložbe različnih oblik, ročnosti in kvalitete znižuje tveganje premoženja, vendar popolne diverzifikacije ne moremo nikoli doseči, ker donosi med seboj niso popolnoma negativno povezani. Empirični rezultati kažejo, da se učinki razpršitve hitro zmanjšujejo z večanjem števila naložb, saj prvih 10–15 naključno izbranih naložb že pomeni večino znižanja tveganja premoženja. Z razpršitvijo lahko odpravimo le nesistematično tveganje; sistematično tveganje, ki je odvisno od splošnih gospodarskih gibanj, kljub razpršitvi naložb ostaja, kar ponazarja slika 2 na naslednji strani.

Slika 2: Tveganje premoženja



Vir: Mramor, 1997, str. 88.

Pri naložbah v tujino se investitorji, predvsem posojilodajalci, torej srečujejo z deželnim tveganjem, ki ga štejemo kot možno finančno izgubo, do katere pride zaradi makroekonomskega ali političnega položaja v tuji državi, lahko pa se položaj zaostri na obeh področjih. Problemi se lahko pojavijo zaradi vojn, političnih uporov in raznih drugih nemirov, socialnih razlik med razredi in splošne zaostalosti ter upadanja rasti družbenega proizvoda ali njegove nizke ravni. V to široko skupino dejavnikov tveganj se ne uvrščajo le komercialna tveganja posameznega projekta, da dolžnik ne bo poravnal svojih obveznosti v skladu s posojilno pogodbo zaradi plačilne nesposobnosti ali nepripravljenosti poravnati dolg. Daljše kot je trajanje naložbe, večje je tveganje, povezano z naložbo in bolj natančne morajo biti analize, povezane s preverjanjem tveganj. To pomeni, da moramo izbrati primerno metodo ocenjevanja tveganja, a število indikatorjev, ki jih vključimo v oceno v primeru dalj časa trajajočih naložb, je večje. Pomemben dejavnik pridobivanja čim boljše celostne podobe o neki deželi so zbrane informacije, ki jih pridobimo preko javnih publikacij in servisov, katerih dejavnost je posredovanje tovrstnih podatkov, ali zbiranje podatkov neposredno v državi, ki je cilj investiranja; pomembna so tudi mnenja in izkušnje drugih držav, ki so tako ali drugače povezane s to državo. Metoda preverjanja deželnega tveganja, za katero bi lahko rekli, da je idealna, ne obstaja. Tudi zelo

draga strukturirana kvalitativna metoda ima svoje pomanjkljivosti, zato je metodo ocene deželne tveganja smiselno izbirati na osnovi čim večjega števila dejavnikov: cilja analize, možnosti dostopa in razpoložljivosti informacij, sredstev, ki so na razpolago, usposobljenosti kadrov... Izgube zaradi tovrstnih tveganj so lahko zelo visoke, zato morajo biti analize skrbno izdelane.

V gospodarstvih, kjer so inflacijske stopnje visoke in se države srečujejo z velikimi težavami pri obvladovanju rasti inflacijskih stopenj, nosijo naložbe veliko inflacijsko tveganje. V primeru, da inflacija v določenem obdobju preseže pričakovano inflacijo, bo vlagatelj soočen z dejstvom, da ima nominalno sicer enak donos nižjo kupno moč v primerjavi s tisto, ki jo je pričakoval ob sklenitvi posla. V primerih, ko je stopnja inflacije višja kot nominalna obrestna mera naložbe, prihaja celo do negativnih realnih donosov. V takih razmerah pa inflacijsko tveganje ni edini problem, ampak se vzporedno ali posledično pojavljajo še številni drugi (problem ohranjanja realne vrednosti donosov in izkazovanja teh operacij v računovodskih izkazih, problem zniževanja cen vrednostnih papirjev, ki izgubljajo konkurenčnost...).

V stabilnih gospodarstvih, ki imajo stabilne in nizke stopnje inflacije, pričakovano inflacijo oz. pričakovano znižanje kupne moči nadomestijo z višjo nominalno obrestno mero s pomočjo izračuna Fisherjeve enačbe, da bi dosegli želeno realno obrestno mero. Inflacijska tveganja so v teh gospodarstvih relativno nizka.

Svetovni devizni tečaji v zadnjih nekaj letih močno nihajo zaradi hitrih premikov špekulativnega kapitala, s tem se za investitorje povečuje valutno tveganje. Ta vrsta tveganja pomeni nevarnost, da se bo devizni tečaj od trenutka sklenitve posla do njenega izteka spremenil bolj kot smo predvidevali. Tveganje je postalo sestavni del poslovanja s tujimi valutami in se mu ne moremo izogniti. Edini način, da potencialna razvrednotenja naložb in njihovih donosov preprečimo ali vsaj ublažimo, so različne oblike zavarovanja pred tečajnimi tveganji. V ta namen obstaja veliko število izvedenih finančnih naložb, ki jih udeleženci deviznih trgov uporabljajo v čedalje večji meri, saj so dodatni stroški sklenitve takega posla praviloma sprejemljivi glede na potencialno izgubo, do katere bi lahko prišlo zaradi nenadne in neugodne spremembe deviznega tečaja.

3. NAJPOMEMBNEJŠE OBLIKE FINANČNIH NALOŽB

3.1. DELNICE

Delnice so lastniški vrednostni papirji, ki imetniku prinašajo premoženjske pravice v obliki trajne udeležbe na dobičku z izplačilom dividend ali povečanjem tržne vrednosti

delnice, članske pravice solastništva in glasovanja na skupščini delničarjev, s tem pa odločanja o nekaterih najpomembnejših odločitvah. Delnice so dolgoročni vrednostni papirji, saj nimajo roka zapadlosti. Kratkoročni nakupi in prodaje delnic so špekulativni posli. Seveda nosi lastnik delnice tudi tveganje, da rezultati poslovanja podjetja, katerega delnice ima v lasti, ne bodo dobri in se bo vrednost delnice znižala ali pa donosi ne bodo enaki pričakovanim. V primeru, da dolžnik propade, pridejo lastniki navadnih delnic pri poplačilu terjatev zadnji na vrsto. Lastnik navadne delnice ima popolno glasovalno pravico.

Prednostne delnice predstavljajo finančne naložbe s fiksnimi donosi, pravica glasovanja je omejena. Glede na to, da so dividende izplačane pred dividendami navadnih delnic, prinašajo nižje donose.

Tretja vrsta delnic so zamenljive prednostne delnice, ki omogočajo zamenjavo prednostnih delnic v navadne.

Po besedah Alenke Novak iz SKB banke d.d. imajo vlagatelji v svojem portfelju najraje tehnološke delnice podjetij nove ekonomije, kot so Oracle, Cisco, Intel, Broadcom, Ariba in EMC (Šubic, 2000, str. 73).

3.2. OBVEZNICE

Obveznice uvrščamo med upniške naložbe, ki so lahko srednjeročne ali dolgoročne. Izdajajo jih različni ekonomski subjekti, ki želijo z izdajo novih obveznic doseči različne cilje (pridobiti sredstva, spremeniti obstoječo strukturo kapitala, izenačiti ročnost sredstev in virov,...), v zameno pa lastnikom obveznic izplačujejo pogodbeno določene obresti (boni). Imetnik obveznice nima pravice glasovanja in ni solastnik podjetja, ima pa pravico do vračila vseh pogodbeno določenih prejemkov v primeru propada izdajatelja obveznice. Donosnost obveznice torej predstavljajo izplačane obresti in razlika v vrednosti glavnice ob nakupu in prodaji oz. ob zapadlosti obveznice.

V svetu obstaja veliko število različnih vrst obveznic, pri nas pa je ta segment trga kapitala še slabo razvit. Pridobivanje sredstev z izdajo obveznic je v tujini precej bolj priljubljen način kot dolgoročno zadolževanje s sklepanjem dolgoročnih posojilnih pogodb.

Klasične obveznice izdajajo centralne vlade ali državne oblasti; tedaj govorimo o državnih obveznicah, ki imajo praviloma najboljše bonitetne ratinge² in za vlagatelje ne predstavljajo visoko tveganih naložb. Izdajatelji klasičnih obveznic so lahko tudi javnopravne finančne organizacije, ki izdajajo bodisi občinske obveznice ali

² Bonitetni ratingi: ocene dolgoročnega dolga so označene simboli od AAA do D. Ratingi AAA do BBB označujejo varne naložbe, ki naj bi zagotavljale redna plačila obresti in pravočasno izplačilo glavnice ob zapadlosti.

hipotekarne obveznice; banke, hranilnice in druge finančne organizacije izdajajo bančne obveznice, velika podjetja pa obveznice podjetij.

Ni nujno, da padajo bonitetni ratingi tako kot so razvrščene zgornje naložbe. Velikokrat se dogaja, da imajo velike multinacionalne družbe veliko boljše ocene kreditne sposobnosti kot države. S padanjem kreditne sposobnosti izdajatelja obveznic se donosnosti večajo.

Obveznice so lahko brez zavarovanja ali pa so zavarovane s poroštvom, vpisom hipoteke ali drugim zavarovanjem.

Ob klasičnih obveznicah se v novejšem času v svetu pojavlja vedno večje število nenavadnih obveznic, ki se po obsegu ne morejo primerjati s klasičnimi oblikami, vendar so vlagateljem dobro poznane. Med te sodijo brezkuponske obveznice, obveznice s spremenljivo obrestno mero in visoko tvegane obveznice, bolj poznane kot junk bonds. Ob vseh teh vrstah ne moremo mimo vlaganj v tuje obveznice, evroobveznice in, med institucionalnimi investitorji priljubljene, hipotekarne obveznice.

3.2.1. Hipotekarne obveznice

Hipotekarne obveznice so tiste obveznice, ki so zavarovane z vpisom hipoteke na točno določeno nepremičnino ali kar celotno premoženje družbe. To pomeni, da je posojilodajalec lastnik zastavljenega premoženja tako dolgo, da glavnica obveznice zapade. Če se fizične osebe raje odločajo za nakupe delnic tehnološkega in telekomunikacijskega sektorja in nalagajo sredstva v vzajemne investicijske sklade, se institucionalni investitorji zelo radi odločajo za hipotekarne obveznice kot alternativo državnim obveznicam, ker jim ta oblika naložb nudi nizko tveganje in visoko likvidno naložbo.

Prvo hipotekarno obveznico je leta 1970 izdala ameriška državna organizacija General National Mortgage Association – Ginnie Mae.

Med navadno obveznico, zavarovano s hipoteko, in obveznico pfandbriefe obstaja razlika. Pri prvi so hipotekarne terjatve izdajatelja obveznice izkazane na izvenbilančnih kontih, pri obveznicah pfandbriefe so terjatve pokrite s skladom terjatev v aktivih izdajatelja. To pomeni, da se v primeru stečaja banke prednostno poplačujejo terjatve investitorjev iz teh sredstev, neposredna terjatev investitorja do

hipoteke ali kredita javnemu sektorju torej ne obstaja. Kako varne so obveznice pfandbriefe nam pove podatek, da od leta 1899 do danes še ni bilo primera stečaja banke ali nezmožnosti servisiranja dolga izdajatelja obveznice.

Za slovenske investitorje so lahko obveznice te vrste zanimive iz naslednjih razlogov:

- s padajočimi obrestnimi merami bančnih depozitov vlagatelji niso zadovoljni, zato pogosto nadomeščajo del depozitov z ustreznimi alternativnimi naložbami,
- veliko povpraševanje institucionalnih investitorjev različnih držav,
- ugodno razmerje med donosom in stopnjo tveganja.

V Sloveniji je zakon o hipotekarnih obveznicah pripravljen in bo predvidoma sprejet v letu 2003, potrebno se je le še odločiti, ali bo naša država imela specializirano hipotekarno banko ali pa bo to področje prepustila splošnim bankam.

3.2.2. *Evroobveznice*

“Evroobveznica je dolžniški vrednostni papir, ki je denominiran v valuti, ki je drugačna od valute države, v kateri je obveznica izdana in ne zapade pod jurisdikcijo države v kateri je bila izdana oz. v kateri se z njo trguje” (Mrak, 2002, str. 526). Temelji na dogovoru, s katerim se konzorcij komercialnih bank obveže, da bo prodal izdane obveznice v državah, ki niso države valute, v kateri je denominirana obveznica. Pojma evroobveznice ne smemo enačiti s pojmom tuje obveznice, saj je le-ta izdana na nacionalnem finančnem trgu določene države in je denominirana v valuti te države, torej tudi zapade pod jurisdikcijo države, v kateri je transakcija izvedena.

Začetek evrovalutnega poslovanja sega v leto 1957 s prenosom dolarskih sredstev, ki jih je nekdanja Sovjetska zveza imela v ZDA, v Evropo. Ker evropske banke niso bile zavezane izvajati ameriške zakonodaje, so bili njihovi dolarski depoziti in krediti ugodnejši. Predpona evro torej nima ničesar skupnega z današnjo valuto Evropske monetarne unije, pač pa evrovaluta pomeni devizno imetje pri tuji banki, ki ni v valuti države, v kateri se nahaja banka, analogija velja tudi za terjatve (Veselinovič, 1998, str. 30).

Sklepanje naložbenih poslov ali izdajanje evroobveznic na evrofinančnih trgih prinaša udeležencem koristi:

- cenovno ugodnejše posle,
- evro banke niso podvržene državnim regulativam,
- udeleženci trgov imajo dobre bonitete, zato so naložbe varnejše,
- strokovnost osebja.

3.3. KREDITI

Plačilna bilanca države, kot sistematični zapis vseh ekonomskih transakcij rezidentov države z rezidenti drugih držav v določenem časovnem obdobju, beleži med postavkami finančnega računa tudi postavko ostale naložbe, ki vključuje komercialne kredite, posojila, gotovino in vloge ter ostale terjatve.

Dejanje kreditiranja sega daleč v zgodovino, približno 3000 let pred naše štetje, vendar terminologija še danes ne loči natančno med pojmom kredita in posojila. Posojilo je ožji pojem od kredita in osnova za nastanek kreditnega razmerja med strankama v poslu. Dajalec kredita je kreditor ali upnik, na nasprotni strani pa se pojavlja debitor ali dolžnik (Ribnikar, 1999, str. 35-36).

Z odobravanjem kreditov se v največji meri ukvarjajo banke, saj je ena njihovih glavnih nalog pretvarjanje zbranih kratkoročnih depozitov v dolgoročne naložbe. Dani krediti predstavljajo za kreditorejmalce zelo donosne naložbe, katerih donosnosti se večajo z večanjem zneska danega kredita, daljšanjem roka odplačila dolga, padanjem bonitete kreditorejmalca in slabšanjem danega zavarovanja. Zaradi večjih tveganj se ta tveganja vgrajujejo v maržo in prinašajo banki večje donose.

Prekomerno odobravanje kreditov lahko povzroči v gospodarstvu velike težave; za prekomerno povečevanje zadolženosti v 70-ih letih in nato izbruh velike dolžniške krize v začetku 80-ih so bile med drugim krive tudi banke. Nizka gospodarska aktivnost v razvitih državah v obdobju 1973–1974 (ni bilo pravega zanimanja za likvidna sredstva) in veliki kapitalski prilivi, ki so jih povzročale države OPEC s prodajo nafte, so bili vzrok, da je bančni sektor imel izredno visoko likvidnost. Konkurenca med bankami, ki so tekmovala za privlačen zaslužek, je povzročila odobravanje naložb brez ustreznih kriterijev:

- zneski kreditov so bili, glede na že obstoječo zadolženost, previsoki,
- s posameznim posojilom so bili odobreni previsoki zneski,
- boniteta ekonomskih subjektov, ki so si izposojali, je bila neustrezna,
- v prevelikem številu in previsokih zneskih so bili odobreni krediti, katerih namen ni bil razvijati produktivni in izvozno usmerjeni del gospodarstva,
- posojil posojilojemalci niso vračali, ampak so ob zapadlosti zaprosili za podaljšanje.

V trenutku zaostritve svetovne gospodarske situacije, banke niso bile več pripravljene na odobravanje novih naložb, posojilojemalci pa najetih posojil niso mogli vrniti. Rezultati so bili številni programi reprogramiranja in restrukturiranja dolgov, številna pogajanja in veliki odpisi dolgov.

Kredit je dan na osnovi kreditne pogodbe med upnikom in dolžnikom, v pogodbi morajo biti natančno opredeljeni pogoji, pod katerimi je naložba odobrena, in zaveze,

ki jih mora dolžnik izpolnjevati. Bistveni elementi vsake kreditne pogodbe so: točna navedba strank v poslu, znesek in valuta kredita, namen kredita, ročnost, odplačila glavnice, obrestna mera in način ter frekvenca njenega obračunavanja, cena sklenitve posla, način zavarovanja danega posojila ter sankcije v primeru neizpolnjevanja pogodbeno določenih obveznosti. Na koncu pogodbe je naveden organ, pristojen za reševanje morebitnih sporov, število izvodov pogodbe ter datum in kraj sklenitve posla, nato stranke v poslu dokument podpišejo in žigosajo. Določil kreditne pogodbe je seveda še veliko več, saj je skrbno sestavljena pogodba predpogoj za varno naložbo.

3.3.1. Evrokrediti

Evrokredite odobravajo banke iz držav, ki so različne od države, v katere valuti je kredit denominiran. Kot iskalci evrokredita lahko nastopajo podjetja, druge banke, države, mednarodne finančne institucije in drugi ekonomski subjekti. Razvoj je šel v smeri oblikovanja in odobravanja vedno večjih naložb te vrste, da danes pojem evrokredita že skoraj avtomatično povezujemo s pojmom sindiciranega kredita. Tako kot za vse ostale naložbe evrofinančnih trgov velja, da so se pojavili, ker so vlagatelji ali iskalci ugodnih posojil hoteli zaobiti zakonodajo njihove države; izredno hitro rast obsega odobrenih kreditov lahko povežemo z možnostmi, ki jih daje velik in likviden trg, ki ima manj strogo regulativo.

3.4. MEDNARODNE DENARNE REZERVE

Mednarodne denarne rezerve so imetja, katerih funkcija je odpravljanje neravnovesij oziroma zagotavljanje prilagajanja v plačilnobilančnih težavah. Centralne oblasti lahko s posegi na deviznem trgu in učinkovanjem na tečaj domače valute te rezerve uporabijo za preprečevanje nastanka plačilnobilančnih težav ali pa jih uporabijo neposredno za financiranje odpravljanja le-teh. Zmanjšanje obsega mednarodnih denarnih rezerv je primerno le za odpravljanje občasnih in kratkoročnih motenj, kajti preveliko zniževanje njihovega obsega resneje ogrozi stabilnost domače valute.

Optimalno raven mednarodnih denarnih rezerv je potrebno določati od države do države posebej. V vsakem primeru je potrebno upoštevati takšno raven, ki omogoča državi pravočasno plačilnobilančno prilagajanje ali pa ji omogoči, da ta proces preloži v prihodnost. Spreminjanje višine mednarodnih rezerv je le eden od načinov, kako naj država skrbi za plačilnobilančno ravnotežje. V primeru primanjkljaja v tekočem delu plačilne bilance obstaja tudi možnost neposrednega ali posrednega uvoza kapitala.

3.4.1. Struktura mednarodnih denarnih rezerv

Mednarodne denarne rezerve sestavljajo (Veselinovič, 1998, str. 6):

- devizna in druga imetja, nominirana v tuji valuti kot prvovrstna terjatev do tujcev (praviloma tujih centralnih bank) centralne banke v tujini,
- rezervna tranša ali rezervna postavka pri Mednarodnem denarnem skladu (v nadaljevanju MDS), ki velja samo za članice MDS, pri čemer ima vsaka država eno rezervno in štiri kreditne tranše; brezpogojna je samo pridobitev rezervne, medtem ko se pogoji za pridobitev kreditnih tranš stopnjujejo,
- posebne pravice črpanja (v nadaljevanju SDR) pri MDS, ki jih lahko pridobi in v tem smislu uporablja samo članica MDS,
- monetarno zlato, ki je praviloma v obliki zlatih ploščic in palic.

Tabela 1: Prikaz stanja mednarodnih denarnih rezerv Slovenije v tujini 1994 - 2001

(v mio USD)

Postavke	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Mednarodne rezerve	1.499,1	1.820,9	2.297,5	3.314,8	3.638,6	3.168,1	3.196,1	4.397,1
Monetarno zlato	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	67,2
Posebne pravice črpanja	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	1,6	3,7	5,0
Rezervna tranša pri MDS	18,8	19,1	18,5	17,4	65,4	107,6	82,3	80,6
Devizne rezerve	1.480,1	1.801,6	2.278,7	3.297,2	3.572,9	3.058,8	3.110,0	4.244,3
Gotovina in vloge	1.388,7	1.593,0	1.891,8	2.191,1	1.576,2	869,4	986,4	1.899,8
Vrednostni papirji	91,4	208,5	386,9	1.106,1	1.996,6	2.189,4	2.123,5	2.344,5
Obveznice in zadolžnice	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Vir: Finančni podatki Banke Slovenije, 2002.

3.4.1.1. Devizne rezerve centralne banke

Devizne rezerve centralne banke so sestavljene iz gotovine in vlog na računih pri bankah v tujini, vrednostnih papirjev ter obveznic in zadolžnic. Banke, ki "hranijo" imetje centralne banke, so ocenjene najmanj z boniteto AA po pogojih ocenjevanja znane revizorske hiše Fitch.

Devizne rezerve potrebuje centralna banka za vodenje politike deviznega tečaja. Njihov obseg in delež v mednarodnih denarnih rezervah (96,5%) nakazujeta, da so

najpomembnejši del mednarodnih denarnih rezerv. Zelo velik porast deviznih rezerv je naša država zabeležila v letu 2001, kar je nedvomno odraz velikih nakupov slovenskih podjetij in bank s strani tujih vlagateljev, ki so povzročili velike prilive tujega kapitala v preteklem letu.

3.4.1.2. Rezervna tranša pri Mednarodnem denarnem skladu (MDS)

Rezervna (zlata) tranša je razlika med kvoto države v MDS in njenim premoženjem v lokalni valuti, ki je zmanjšano za vse nakupe tujih valut, ki jih je država članica opravila v MDS. Ta sredstva predstavljajo brezpogojni kredit, ki ga lahko država članica črpa v primeru plačilnobilančnih težav (Mrak, 2002, str. 428). Ker črpanje ni vezano na kakršnokoli pogojevanje, uvrščamo ta sredstva med mednarodne denarne rezerve. V letu 2001 je Slovenija dobila rezervno tranšo v višini 80,1 mio USD, najvišjo tranšo ji je MDS dodelil v letu 1999, ko je preseгла 100 mio USD.

3.4.1.3. Posebne pravice črpanja (SDR)

Posebne pravice črpanja (v nadaljevanju SDR) so oblika mednarodnih denarnih rezerv in posebna vrednostna enota, v kateri so izraženi tudi vsi podatki, ki jih objavlja MDS. Njihovo rojstvo sega v leto 1967, ko je bila sprejeta zamisel o posebnih imetjih. V šestdesetih letih se je v gospodarskih in finančnih krogih začel pojavljati dvom v zadosti visoko mednarodno likvidnost. Oblikovanje SDR je torej bilo povezano z enim od problemov mednarodnega denarnega sistema³. Ta imetja ne morejo biti neposredno uporabljena za poseg na deviznem trgu, ampak šele po njihovem prenosu na neko drugo centralno banko, ko prejemnik SDR dobi od te banke njen denar ali denar druge centralne banke (Ribnikar, 1999, str. 63).

O dodeljevanju SDR določajo države članice na osnovi višine vplačanih kvot, tudi višina dodeljenih imetij je odvisna od moči članice. Močnejša kot je država članica MDS, večji delež SDR dobi. Slovenija je dobila 25,4 mio SDR (Ribnikar, 1999, str. 62). Pozitivna razlika med imetji države in višino posebnih pravic črpanja, ki so ji bile dodeljene, je osnova za obračun obresti, ki jih država prejema; negativna razlika pa je osnova za obračun obresti, ki jih mora država plačevati. Obrestna mera je povprečje obrestnih mer petih držav, katerih valuto uporabljamo kot osnovo za določanje SDR.

Čeprav SDR uporabljamo le za obračun med centralnimi bankami, jih uporablja tudi poslovni svet.

³ Trije problemi mednarodnega denarnega sistema so problem mednarodne likvidnosti, problem zaupanja v rezervno valuto in problem plačilnobilančne izravnave.

3.4.1.4. Zlato

Zlato je najstarejša oblika mednarodnih denarnih rezerv, saj je bilo v obdobju zlate valute edina oblika mednarodnih denarnih rezerv. Ker vso razpoložljivo zlato ni šlo v monetarno sfero in ker so bili viri zlata nezadostni, so ga začele dopolnjevati druge oblike mednarodnih denarnih rezerv. Danes hranijo centralne banke zlato, ker ta kovina predstavlja visoko likvidno imetje, katere vrednost se vedno ohranja in katere pomen se še posebej pokaže v primeru velikih kriz.

Slovenija je nekaj preteklih let izkazovala vrednosti monetarnega zlata v višini 0,1 mio USD, v letu 2001 pa je vrednost poskočila na 67,1 mio USD. Razlog tako velikemu porastu vrednosti monetarnega zlata je povečanje njegove količine, saj je bil v letu 2001 dosežen dogovor med državami, naslednicami SFRJ, glede razdelitve njenega imetja. Sloveniji je pripadalo 82 mio USD, od tega je bilo zlata 16,9 mrd SIT (Letno poročilo Banke Slovenije, 2001, str. 84).

4. ZAKONSKA UREDITEV FINANČNIH NALOŽB SLOVENIJE V TUJINI

4.1. BISTVENE SPREMEMBE NOVE DEVIZNE ZAKONODAJE GLEDE NA PREDHODNO

Novi Zakon o deviznem poslovanju (v nadaljevanju ZDP), ki je v Republiki Sloveniji stopil v veljavo 23. aprila 1999, je eden pomembnejših zakonov, ki ureja med drugim tudi področje finančnih naložb Slovenije v tujini. Nadomestil je štiri zakone, ki so bili v veljavi do njegovega sprejetja.⁴

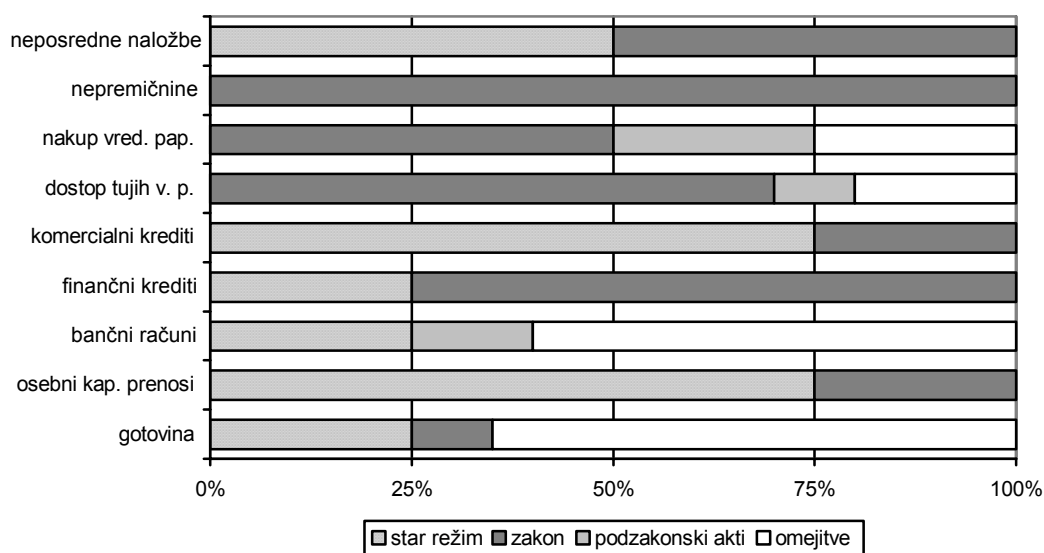
Po svoji zasnovi je nova devizna zakonodaja blizu evropski ureditvi. Sestavljalci ZDP so pri svojem delu upoštevali priporočila, ki so jih glede kvalifikacije poslov in opredelitve posameznih vrst naložb podale smernice Evropske Unije (v nadaljevanju EU) in OECD-jev kodeks liberalizacije kapitalskih gibanj. Sodobna devizno – finančna zakonodaja, katere temelj sta poleg ZDP še novi Bančni zakon in Zakon o trgu vrednostnih papirjev, je odpravila številne omejitve, ki so predstavljale oviro pri vključevanju RS v razvito evropsko sredino kot polnopravne članice, in s sodobnimi opredelitvami posameznih pojmov zagotavlja mednarodno primerljivost. S podpisom Pridružitvenega sporazuma se je naša država zavezala, da bo popolnoma

⁴ "Zakon skupaj s podzakonskimi akti ne nadomešča samo sedanjega Zakona o deviznem poslovanju (Uradni list RS, 1/91, 71/93 in 63/95), ampak še tri druge, in sicer: Zakon o kreditnih poslih s tujino (Uradni list RS, št.

1/91 in 63/95), Zakon o tujih vlaganjih (Uradni list SFRJ, št. 77/88) in deloma, to je v tistih določbah, ki urejajo ustanovitev podjetja v tujini in vlaganja v tuje gospodarske družbe, tudi zakon o zunanjetrgovinskem poslovanju (Uradni list RS, št. 13/93, 66/93, 7/94 in 58/95) ter vse na njihovi podlagi izdane podzakonske predpise" (More, 1999, str. 1).

liberalizirala neposredne naložbe in pretok kapitala, vezan na kreditiranje; od 01.02.2003 dalje naj bi popolnoma sprostila tudi portfeljske naložbe. Čeprav vsebuje grafični prikaz slike 3 tudi kapitalske tokove, ki niso finančne narave, ga zaradi lažje predstavnosti stopnje liberalizacije navajam, kot ga je predstavil avtor. Več kot polovica kapitalskih tokov na področju odliva kapitala je z novim deviznim zakonom popolnoma sproščena, največje omejitve pri odlivih ostajajo v veljavi na področju iznosa gotovine iz države in odpiranju bančnih računov v tujini. Zakon je skupaj s tridesetimi podzakonskimi akti v večji meri liberaliziral naložbe v tujino kot prilive kapitala v državo; s tem je spremenil sliko, ki je veljala do sprejetja novega zakona, ko je bil pritek kapitala bolj prost kot njegov odtok.

Slika 3: Dosežena stopnja liberalizacije kapitalskih tokov v % - odliv kapitala



Vir: More, 1999, str. 13.

Prednosti take ureditve so številne, vsekakor pa se s tem odpirajo možnosti:

- krepitev prisotnosti na tujih trgih in tesnejše povezovanje z drugimi državami,
- razpršitve, saj je domači trg vrednostnih papirjev premajhen in trenutno še preslabo razvit, da bi investitorjem dajal zadosti možnosti,
- naravne sterilizacije pritoka tujega denarja.

Zaradi vključitve v EU pomeni ZDP z velikim številom podzakonskih aktov določene prednosti. Številne spremembe, do katerih bo še prišlo na tem področju, ne bodo zahtevale spremembe zakona po dolgotrajnem in težavnem postopku, ampak bo

prilagoditev opravljena preko spremembe podzakonskih aktov, kar je veliko lažje in hitreje.

Pravne in fizične osebe so v novem zakonu izenačene, saj je zakon osredotočen na posle in opredeljuje odnos do izvajanja posameznega posla, ne kdo ga opravlja. Razlikovanje med fizičnimi in pravnimi osebami se pojavlja le še izjemoma na področju nakupa in prodaje tujega denarja.

Novost zakona je tudi uvedba domicilnega principa, ki uvaja pojem rezidentstva in nerezidentstva.

Če je do sedaj veljalo, da je dovoljeno le tisto, kar so zakoni in ustrezni zakonski predpisi opredeljevali kot dovoljeno, velja sedaj pravilo, da je dovoljeno vse, česar zakon ali izvedbeni predpisi na osnovi zakona izrecno ne prepovedujejo, omejujejo ali urejajo drugače. Izjemo predstavlja le področje poslovanja med rezidenti v tujih plačilnih sredstvih, kjer je dovoljeno le tisto, kar dovoljuje zakon.

4.2. NEPOSREDNE NALOŽBE REZIDENTOV RS V TUJINI

ZDP v 10. členu opredeljuje pojem neposredne naložbe rezidenta v tujino po mednarodno uveljavljeni definiciji. Kot neposredna naložba v tujini se šteje vsaka naložba, s katero investitor pridobi pravico do udeležbe v upravljanju pravnega subjekta v tujini, namen naložbe pa je vzpostavljanje trajnih ekonomskih povezav in ne le povečevanje vrednosti naložb. Izpolnjena morata biti oba osnovna kriterija, sicer naložbe ne moremo uvrstiti med neposredne. ZDP predvideva tri načine vzpostavljanja razmerja, ki ima značaj neposredne naložbe.

1. Ustanovitev ali dokapitalizacija gospodarske družbe, ki jo ima investitor v popolni lasti, ustanovitev podružnice, lahko pa investitor s povečanjem osnovnega kapitala v že obstoječi gospodarski družbi pridobi pravico do popolnega lastništva.
2. Udeležba v osnovnem kapitalu novoustanovljene ali že obstoječe gospodarske družbe ali drugega pravnega subjekta v višini 10% ali več.
3. Posojilo z ročnostjo pet ali več let, če je cilj posojila trajno poslovno sodelovanje. Takšna posojila nimajo enakega značaja kot bančna dolgoročna posojila, ker so običajno dana med podjetji, ki so v poslovanju že povezana.

Trenutno predstavlja določeno težavo opredeljevanje, ali imamo opravka z neposredno ali portfeljsko naložbo v tujino, ker je prva skupina naložb popolnoma sproščena, druga še ne. Pojem portfeljske naložbe v ZDP ni izražen neposredno, ampak so te naložbe uvedene posredno s pojmom poslov z vrednostnimi papirji.

Predpisana meja v višini 10%, ki jo je določil Mednarodni denarni sklad, služi bolj za statistične potrebe, saj je le na osnovi izpolnjevanja obeh osnovnih pogojev možno ugotoviti, kakšne narave je naložba. Zaradi velike razpršenosti lahko že 10% delež predstavlja pravico do vplivanja na poslovne odločitve gospodarske družbe.

Za neposredne naložbe v tujini rezidenti ne potrebujejo predhodnega dovoljenja Ministrstva za finance, vendar mu morajo poročati o vpisu v register neposrednih naložb v tujini in vseh morebitnih spremembah, ker Ministrstvo za finance vodi ustrezno evidenco.

4.3. POSLI Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI, KI JIH OPRAVLJAJO REZIDENTI RS V TUJINI

Vse posle z vrednostnimi papirji in investicijskimi kuponi vzajemnih skladov, ki jih ne moremo uvrstiti v skupino neposrednih naložb, uvrščamo med posle z vrednostnimi papirji, ne glede na to, ali se posel opravi na denarnem ali kapitalskem trgu.

5. člen ZDP določa, da lahko ekonomski subjekti trgujejo na organiziranem ali neorganiziranem dolgoročnem kapitalskem trgu z delnicami, obveznicami in drugimi serijskimi vrednostnimi papirji. Denarni trg je področje, na katerem potekajo posli z zakladnimi menicami, blagajniškimi zapisi, potrdili o depozitih, bančnimi akcepti in podobnimi vrednostnimi papirji, katerih ročnost je krajša od enega leta. Pod regulativo ZDP so le tisti posli, ki potekajo med rezidenti RS in nerezidenti; drugače ureja področje poslovanja z vrednostnimi papirji Zakon o trgu vrednostnih papirjev iz leta 1999.

Odtok kapitala in s tem finančne naložbe RS v tujini predstavljajo naložbe rezidentov RS v vrednostne papirje v tujini in prodaja, izdaja ter vpeljava⁵ tujih vrednostnih papirjev v RS. Do sedaj so te posle lahko opravljale le banke in v manjšem obsegu investicijski skladi, ostalim subjektom tovrstni posli niso bili dostopni. Ker to področje še ni v celoti liberalizirano, ohranja zakon delitev rezidentov na institucionalne investitorje in druge rezidente.

Banke, zavarovalnice in investicijski skladi, ki imajo o teh poslih veliko znanja, lahko posle sklepajo prosto, seveda jim pri tem postavljajo okvirje tudi njihova lastna določila glede strukture naložb, razpršenosti naložb, bonitete izdajateljev vrednostnih papirjev in s tem kvalitete instrumenta, tveganja ipd. Vsi ostali rezidenti so bili do 01.07.2001 omejeni s seznamom skupin vrednostnih papirjev v tujini, v katere so lahko investirali, in sicer:

- vrednostni papirji, katere izdajajo države članice OECD,
- mednarodne finančne institucije,

⁵ Vpeljava pomeni začetek trgovanja z že izdanim vrednostnim papirjem.

- prvovrstni vrednostni papirji, katerih boniteta je ocenjena najmanj z AA pri dveh mednarodno priznanih agencijah za ocenjevanje tveganja.

BS je seznam dovoljenih vlaganj v tuje vrednostne papirje zelo razširila, ko mu je dodala tudi vrednostne papirje, ki kotirajo na eni od borz članic FIBV⁶. S 01.07.2001 je BS odpravila tudi te omejitve.

Rezidenti RS investicijskih kuponov vzajemnih skladov v tujini ob izidu ZDP niso smeli kupovati, saj naj bi se tovrstni posli sprostili predvidoma 01.02.2003. To pa ne pomeni, da niso smeli imeti naložb v delnice drugih skladov, če so le-te kotirale na eni od borz članic FIBV. Od 01.07.2001 lahko tudi slovenski vlagatelji kupujejo vrednostne papirje tujih vzajemnih skladov, seveda preko pooblaščenega udeleženca trga vrednostnih papirjev. Tako je že nekaj časa moč popolnoma zakonito investirati v sklade nekaterih finančnih skupin, ki imajo hčerinske banke pri nas (SKB banka d.d. in Bank Austria Creditanstalt d.d.). Po novem ZISDU pa naj bi bilo dovoljeno le trženje tistih skladov, katerih matične družbe za upravljanje bodo v Sloveniji ustanovile podružnico.

Vpeljevanje tujih vrednostnih papirjev v RS in izdaja tujih lastniških vrednostnih papirjev v RS, pod pogoji, ki jih določa Zakon o trgu papirjev, je brez omejitev. Izdajo tujega dolžniškega vrednostnega papirja v RS lahko odobri Ministrstvo za finance, če ima izdajatelj ustrezno boniteto, vrednostni papir pa mora imeti rok dospelja najmanj tri leta in mora biti denominiran v SIT.

Razlika med možnostjo naložbe rezidenta v dolžniški vrednostni papir v tujini in nakupom v RS izdanega dolžniškega vrednostnega papirja obstaja, ker je dostopnost slednjih veliko večja, ob večjih nakupih bi posledica bila velik odliv kapitala v tujino. Dodatni razlog je še varovanje tistih, ki se želijo financirati na domačem trgu in učinek izrivanja investicij.

Z zakonom je določeno, da je poslovanje z vrednostnimi papirji v tujini možno le preko pooblaščenega udeleženca, to je borzno-posredniška hiša ali banka v RS, ki je za to dejavnost pridobila ustrezno dovoljenje in je o sklenjenih poslih dolžna poročati BS. Takšna ureditev še vedno dopušča Banki Slovenije možnost uravnavanja odtoka kapitala, istočasno je zagotovljen popolni nadzor nad posli.

Predlog ZISDU, ki naj bi ga Državi zbor RS sprejel po nujnem postopku še v letu 2002, odpira nove naložbene možnosti, saj predlog novega zakona dosledno upošteva usmeritve EU. Dosedanje 10% omejitve za naložbe v tujini bodo

⁶ FIBV (International Federation of Stock Exchanges) je skupina 51 članic, ki predstavljajo s poslovanjem preko svojih borz približno 97% svetovne tržne kapitalizacije.

odpravljen, s tem se bo vzajemnim skladom odprla pot predvsem za nakupe na organiziranih trgih članic in vlaganja v finančne instrumente drugih investicijskih skladov ter v izvedene finančne instrumente. Vlagateljem bo dana možnost sklepanja poslov neposredno preko tujih borzno-posredniških hiš.

4.4. SKLEPANJE KREDITNIH POSLOV MED REZIDENTI RS IN NEREZIDENTI

ZPD opredeljuje kreditni posel kot kreditno ali posojilno pogodbo, v kateri se kot predmet sklenitve posla pojavlja denar.

S 33. členom ZPD je pooblaščenim bankam dovoljeno, da sklepajo kreditne posle s tujino v svojem imenu in za svoj račun ali v svojem imenu in za tuj račun; rezidenti, ki niso banke, lahko sklepajo posle le v svojem imenu in za svoj račun. Zakon ne razlikuje med pravnimi in fizičnimi osebami. Finančno naložbo v tujino predstavlja torej posojilo, ki ga rezident RS - kreditodajalec odobri nerezidentu, ki nastopa kot kreditjemalec. Delitev kreditnih poslov je izpeljana v skladu z ureditvijo EU in OECD na komercialne kredite, družinska posojila in finančne kredite; kot kreditni posli se štejejo tudi jamstva in garancije.

Opredelitev komercialnega kredita je nov pojem, ki ga predhodni zakon ni poznal. Za obstoj komercialnega kredita morata biti izpolnjena pogoja, da investitor kreditira posel mednarodnega prometa, ena od strank v poslu pa je rezident. V to skupino se uvrščajo pogodbeno dogovorjeni trgovinski krediti, njihovo financiranje s strani bank in posli odkupa terjatev. Vsi tisti posli, ki ne sodijo v skupino komercialnih kreditov, med družinska posojila ali nimajo značaja neposrednih naložb, so finančni krediti.

Razen komercialnih kreditov z odlogom plačila ali predplačilom morajo biti vse vrste kreditnih poslov sklenjene na osnovi pisne kreditne pogodbe, katere oblika ni predpisana, vsebovati pa mora bistvene sestavine posla.

O vseh kreditnih poslih med rezidenti in nerezidenti RS mora biti BS obveščena, zato je dolžnost rezidentov RS, da ji poročajo o sklenjenih poslih te vrste.

Glede na to, da obstaja za kreditiranje tujine enoten, prost režim, je razlikovanje kreditov po skupinah pomembno le zaradi uskladitve z EU in statistične evidence.

4.5. DEPOZITI REZIDENTOV RS V TUJINI

Depozitno poslovanje rezidentov naše države v tujini je uvrščeno v kategorijo finančnih naložb, ki se bo v celoti sprostila med zadnjimi. Osnova takega posla je pogodba o otvoritvi tekočega ali depozitnega računa v tujini; le-ti omogočajo zelo kratkoročne kapitalske tokove, ki z vidika finančne stabilnosti v državi predstavljajo potencialno nevarnost.

Devizna zakonodaja prepušča urejanje tega področja v celoti BS, ki je s Sklepom o pogojih, pod katerimi imajo lahko rezidenti račune v tujini, z dne 28. junija 1999 (v veljavi od 1. septembra 1999), navedla osebe, ki lahko račune v tujini odpirajo brez omejitev, prav tako je prosto poslovanje preko teh računov. To so:

- fizične osebe, ki so le začasno v RS in imajo veljavno delovno, poslovno ali bivalno vizo, dejansko pa so tuji državljani, ki imajo pravico do računa v svoji državi,
- fizične osebe, ki so državljani RS, a začasno bivajo v tujini na osnovi tuje delovne, poslovne ali bivalne vize za dobo najmanj 6 mesecev;
- diplomatska in konzularna predstavništva;
- rezidenti prevozniki, ki imajo pri uporabi določene omejitve;
- zavarovalnice.

Zadnje tri skupine so o odprtju računa dolžne poročati BS.

BS ima pristojnost, da na osnovi vloge rezidenta, ki ne sodi v eno od zgornjih skupin, odobri odprtje računa v tujini, preko katerega se ekonomskemu subjektu olajša poslovanje. To ni varčevalni račun, ampak je v celoti namenjen lažjemu poslovanju tistih, ki v tujini izvajajo investicije, plačujejo stroške za delo predstavništva v tujini, imajo podružnico v tujini, opravljajo posle nakupa in prodaje vrednostnih papirjev v tujini ipd. Vsi ti računi so praviloma časovno in/ali zneskovno omejeni.

S 01.07.2001 je odpiranje depozitnih in tekočih računov v tujini za podjetja brez omejitev, ostali sektorji morajo pridobiti dovoljenje BS.

4.6. PRENOSI IZ NASLOVA ZAVAROVANJ

Prenosi iz naslova življenjskega in kreditnega zavarovanja kot naložbe v tujini so definirani na osnovi pogodbe med rezidentom, ki premije oz. zavarovalne vsote vplačuje, in zavarovalnico v tujini, ki je prejemnik.

Ureditev tega področja v svetu ni povsem enotna. V Sloveniji zakonodaja temelji na stališču, da so vplačane premije iz naslova življenjskega zavarovanja v bistvu varčevanje, ki ga povsem lahko primerjamo z depozitnimi posli oz. vezanimi hranilnimi vlogami. Vplačila premij kreditnega zavarovanja se med kapitalske posle uvrščajo, ker predstavljajo zavarovanje kredita, ki je kapitalski posel.

Devizna zakonodaja je zasnovana tako, da urejanje tega področja v celoti prepušča Zakonu o zavarovalnicah; zavarovalniška zakonodaja je zaenkrat še zelo toga in praviloma ne dopušča vplačil premij rezidenta zavarovanca na nerezidentsko zavarovalnico.

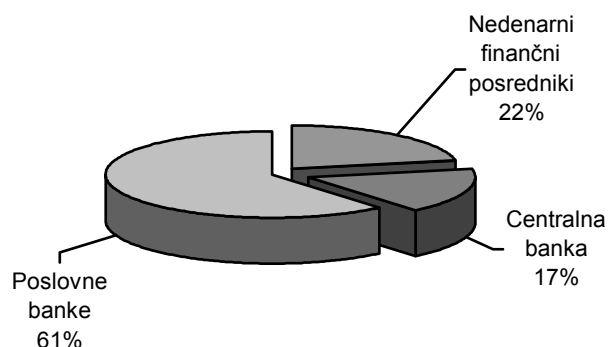
5. FINANČNE NALOŽBE SLOVENIJE V TUJINI

5.1. STRUKTURA FINANČNEGA TRGA V SLOVENIJI

Slovenski finančni trg je majhen, zanj je značilna visoka koncentracija. Od leta 1997 se število posameznih finančnih institucij na slovenskem finančnem trgu zmanjšuje, prevladujejo pa denarne finančne institucije. Kar 61% bilančne vsote celotnega finančnega sistema predstavljajo poslovne banke s svojo bilančno vsoto. Vodilno mesto med nedenarnimi finančnimi institucijami zavzemajo pooblašene investicijske družbe, ki imajo 37% bilančne vsote nedenarnih finančnih institucij, sledi jim zavarovalniški sektor s 26%.

Ob koncu junija 2002 je statistika beležila obstoj 21 bank, 15 zavarovalnih družb, 6 pokojninskih družb in 7 vzajemnih pokojninskih skladov. 20 družb za upravljanje je upravljalo 34 pooblaščenih investicijskih družb in 18 vzajemnih skladov, medtem ko je 11 bank in 19 borzno posredniških družb nastopalo kot pooblašeni udeleženci trga vrednostnih papirjev.

Slika 4: Struktura slovenskega finančnega sistema glede na velikost bilančne vsote konec leta 2001



Vir: Finančni trgi, september 2002, str. 1.

Stroški poslovanja na trgu vrednostnih papirjev so visoki, saj Klirinško-depotna družba, Agencija za trg vrednostnih papirjev in borza zahtevajo svoj del plačil za opravljene storitve. Čeprav je število pooblaščenih udeležencev trga vrednostnih papirjev v Sloveniji relativno veliko, je prav zaradi teh visokih stroškov v bodoče realno pričakovati zmanjšanje števila tistih udeležencev, ki so od Agencije za trg z vrednostnimi papirji dobili dovoljenje za poslovanje.

Naložbe na trgu vrednostnih papirjev, ki jih ekonomski subjekti opravijo preko borznih hiš in bank, ki imajo dovoljenje za opravljanje teh poslov, lahko razdelimo na lastne naložbe, naložbe iz naslova upravljanja in naložbe iz naslova posredovanja, kar je predstavljeno v tabeli 2 v nadaljevanju.

Tabela 2: Naložbe rezidentov preko pooblaščenih udeležencev na tujih trgih vrednostnih papirjev

	2001						2002/3					
	Lastne naložbe		Upravljanje		Posredovanje		Lastne naložbe		Upravljanje		Posredovanje	
	mio SIT	%	mio SIT	%	mio SIT	%	mio SIT	%	mio SIT	%	mio SIT	%
Delnice	1.564	2,9	636	64,4	1.173	2,8	4.488	9,1	994	62,1	2.836	5,3
VP invest. skladov	4	0,0	0	0,0	74	0,2	4	0,0	28	1,8	286	0,5
Obveznice	52.258	97,1	342	34,6	40.841	96,8	44.702	90,9	461	28,8	50.468	94,1
evroobveznice	13.566	25,2	0	0,0	33.892	80,3	12.004	24,4	179	11,2	38.877	72,5
Denarna sredstva	0	0,0	10	1,0	108	0,3	1	0,0	117	7,3	57	0,1
Skupaj	53.826	100,0	988	100,0	42.196	100,0	49.195	100,0	1.600	100,0	53.467	100,0

Vir: Finančni trgi, september 2002, str. 12.

5.2. NEPOSREDNE NALOŽBE SLOVENIJE V TUJINI

Definicija neposrednih naložb je že bila predstavljena v okviru razlage devizne zakonodaje, ki ureja področje neposrednih naložb v tujino. Neposredne naložbe investitorju ne pomenijo izključno finančne naložbe, saj je ta običajno spremljana še s prenosom raznih tehnoloških, poslovnih, marketinških in drugih znanj ter opreme. Vsa ta vlaganja prinesejo vlagatelju nadzor nad poslovanjem in pravico do vodenja oz. soodločanja v podjetju, ki pomeni dolgoročno ekonomsko sodelovanje.

V letu 2001 je Slovenija zabeležila 23,7% rast neposrednih naložb v tujino. Zabeležena vrednost vseh neposrednih naložb v tujini v tem letu je bila 949,5 mio USD, pri tem so bila dosežena visoka vlaganja slovenskih podjetij na trge držav s področja bivše Jugoslavije, predvsem Hrvaške⁷. Glede na vključevanje naše države v EU in liberalizacijo kapitalskih gibanj lahko pričakujemo, da se bodo neposredne naložbe postopoma preusmerjale v države EU in njihova rast na južnih trgih ne bo več tako visoka. Po podatkih preteklih let predstavlja Nemčija s svojim 8,4% deležem

izmed vseh držav EU najbolj zanimivo področje za slovenska vlaganja te vrste. Iz podatkov Banke Slovenije, ki so prikazani v prilogi 2, lahko sklepamo, da ima

⁷ Glej priloge – Priloga 2.

Republika Slovenije neposredne naložbe v več kot 196 državah sveta. V zadnjih petih letih se je vrednost obravnavanih naložb dvignila iz 354 mio USD v letu 1994 na 949,5 mio USD v letu 2001.

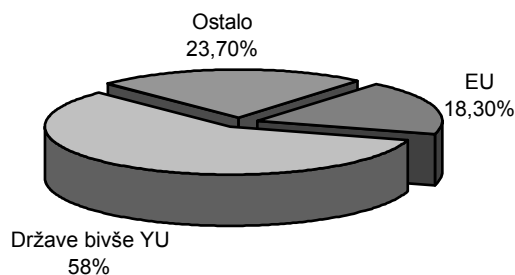
Tabela 3: Prikaz stanja neposrednih naložb Slovenije v tujini 1994-2001

(v mio USD)

Postavke	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Neposredne naložbe v tujini	354,0	489,9	459,5	459,4	636,2	626,5	767,6	949,5
Lastniški kapital in reinvestirani dobički	342,4	366,2	342,9	324,7	381,5	379,1	464,0	584,2
Ostali kapital	11,7	123,7	116,5	134,7	254,7	247,4	303,6	365,3
Terjatve do povezanih podjetij	265,4	351,6	346,7	402,6	431,8	412,1	467,5	497,8
Obveznosti do povezanih podjetij	-253,7	-227,8	-230,1	-267,9	-177,1	-164,7	-163,9	-132,5

Vir: Finančni podatki Banke Slovenije, 2002.

Slika 5: Neposredne naložbe v tujino po skupinah držav v letu 2001



Vir: Neposredne naložbe, 2002, str. 27.

Največ neposrednih naložb, usmerjenih v tujino, je bilo danih kemični industriji, sledijo še dejavnosti: trgovina na drobno, proizvodnja strojev in naprav, finančna posredništva brez zavarovalništva in skladov, proizvodnja hrane, pijač in krmil ter druge poslovne dejavnosti. V vsako od teh dejavnosti so bile v letu 2001 usmerjene neposredne naložbe v vrednosti nad 70 mio USD. V ostalih dejavnostih so zneski neposrednih naložb nižji. Trend rasti neposrednih naložb v tujino se nadaljuje tudi v letu 2002.

Neposredne naložbe lahko pomenijo lastniški kapital, terjatve ali obveznosti. Zaradi terjatev do povezanih podjetij se neposredne naložbe v tujini povečujejo, obveznosti pa jih zmanjšujejo. Učinki v Sloveniji so ravno obratni. Delež teh treh kategorij neposrednih naložb v posamezne države je dokaj različen; v vsoti pa predstavlja daleč največji delež lastniški kapital, katerega vrednost se je glede na leto 2000 povečala za 118,2 mio SIT (25,9%).⁸

Čisti dobički, ki jih je z neposrednimi naložbami ustvarila Slovenija v tujini, so znašali 5,1 mio USD. Ker so bile slovenskim lastnikom naložb v letu 2001 izplačane dividende v višini 9,9 mio USD, so reinvestirani dobički⁹ ob koncu leta 2001 izkazovali negativno vrednost 4,7 mio USD, ta izguba dejansko znižuje vrednost lastniškega kapitala v tujini. Najvišja vrednost dividend slovenskim investitorjem je bila izplačana v Avstriji. Avstrija je zanimiva tudi zato, ker so v letu 2000 slovenske neposredne naložbe v tej državi ustvarile doslej najvišji čisti dobiček¹⁰ (14,4 mio USD) in izkazale najvišje reinvestirane dobičke (13,8 mio USD).

5.3. PORTFELJSKE NALOŽBE SLOVENIJE V TUJINI

Portfeljske naložbe rezidentov RS v tujini so vse tiste naložbe v lastniške vrednostne papirje, kjer je delež lastniškega kapitala slovenskega vlagatelja v celotnem kapitalu tujega podjetja manjši od 10% in je interes vlagatelja izključno finančni.

Kratkoročne finančne naložbe so v državah manj zaželeno zaradi prilivov in odlivov v obliki "vročega" denarja, katerih značilnost so hitri umiki v velikem obsegu preko državnih meja. Zaradi visoko likvidne oblike naložb takšna gibanja vlagateljem ne predstavljajo težav, državi pa povzročajo probleme pri vzdrževanju stabilnosti nacionalne valute. Vseeno portfeljska vlaganja le niso v celoti brez pozitivnih učinkov na gospodarstvo, saj so indikator realne vrednosti podjetij, ki se pojavljajo na trgu vrednostnih papirjev, omogočajo jim tudi večjo učinkovitost in likvidnost.

Iz tabele 4 na naslednji strani je razvidno, da so naložbe v vrednostne papirje v tujini, konec leta 2001, dosegle 251,1 mio USD. Od tega je bilo več kot 91,4% naložb v obveznice in zadolžnice, ki so jih skoraj v 87% kupovale banke. Delež bank je zelo nizek pri naložbah v delnice, saj so dosegle v primerjavi z ostalimi sektorji le 20% delež lastniških vrednostnih papirjev.

⁸ Glej priloge – Prilogi 3 in 4.

⁹ Reinvestirani dobiček je po definiciji razlika med čistim dobičkom in izplačanim dobičkom tekočega leta oz. je to zadržani dobiček (Banka Slovenije, 2002).

¹⁰ Glej priloge – Priloga 5.

Tabela 4: Prikaz stanja naložb v vrednostne papirje Slovenije v tujini 1994-2001

(v mio USD)

Postavke	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Naložbe v vrednostne papirje	62,1	106,4	93,9	55,8	39,7	130,4	175,4	251,1
Lastniški vrednostni papirji	15,0	17,1	15,8	15,4	16,7	32,4	36,8	21,5
<i>Banke</i>	4,0	6,2	6,4	6,0	7,2	6,2	5,3	4,3
<i>Ostali sektorji</i>	11,0	10,9	9,4	9,5	9,5	26,2	31,5	17,2
Dolžniški vrednostni papirji	47,0	89,3	78,1	40,4	22,9	98,0	138,6	229,6
Obveznice in zadolžnice	47,0	89,3	78,1	40,4	22,9	98,0	138,6	229,6
<i>Banke</i>	47,0	89,3	78,1	40,4	22,9	98,0	130,8	198,9
<i>Ostali sektorji</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,8	30,7

Vir: Finančni podatki Banke Slovenije, 2002.

Primerjava podatkov s tabelo neposrednih naložb nam pokaže, da je vrednost neposrednih naložb v tujini neprimerno večja, kar je razumljivo, saj se trgovanje s tujimi vrednostnimi papirji za rezidente naše države šele začinja, ker so se tokovi kratkoročnih naložb začeli sproščati kasneje in v manjšem obsegu kot dolgoročni.

Med dolžniškimi vrednostnimi papirji v tujini, ki so jih rezidenti RS pridobili z nakupom preko pooblaščenega posrednika, predstavljajo, po podatkih s konca leta 2001 in prvega trimesečja letošnjega leta, evroobveznice med posli posredovanja 70% do 80%, kot lastne naložbe je delež teh obveznic 24% do 25%, najmanjši delež pa je delež evroobveznic pri poslih upravljanja – do 11,2%. Delež delnic med posli posredovanja je 2,5% do 5,3%, odstotek delnic v lastnih naložbah je 2,9% do 9,1%, daleč največji je delež pri poslih upravljanja, približno 64% (Tabela 2, str. 24).

Celoten zavarovalniški sektor vodi varno in togo naložbeno politiko, ki ima raje naložbe v domače vrednostne in dolžniške papirje ter depozite pri domačih bankah. Sektor zavarovalništva je imel ob polletju 2002 le za 14,9 mrd SIT naložb v tujih vrednostnih papirjih, predvsem na področju bivše SFRJ, naložbe v evroobveznice so znašale 22,1 mrd SIT (Finančni trgi, september 2002, str. 4).

Izvajalci pokojninskih načrtov – vzajemni pokojninski skladi, pokojninske družbe in zavarovalnice – se za naložbe v tujini ne odločajo in večino sredstev naložijo v državne vrednostne papirje, določen del tudi v bančne depozite v državi.

Investicijske družbe v tujini trenutno še ne nalagajo zbranih sredstev. Dva največja vzajemna sklada v Sloveniji v upravljanju sta se v letu 2000 odločila za naložbe v tujini, vendar je trenutno ta delež v primerjavi s celotnim obsegom naložb vseh investicijskih skladov zanemarljiv, ker predstavlja le 0,6%. Tabeli 5a in 5b prikazujeta delež naložb v tujini v celotnem obsegu naložb posameznega vzajemnega sklada; kam so trenutno naložena zbrana sredstva, je razvidno iz prilog 6a in 6b.

Tabela 5a: Prikaz strukture naložb v tujini vzajemnega sklada Galileo

Prikaz strukture naložb vzajemnega sklada Galileo na dan 31.10.2002			
Družba za upravljanje		KD INVESTMENTS	
Vzajemni sklad		GALILEO	
Zap.št.	Sredstva	v 1000 SIT	v %
3.4.	Tuji kratkoročni vrednostni papirji	0	0,00
4.2.	Tuji dolgoročni vrednostni papirji	119.460	0,54
4.2.1.	Tuje obveznice	0	0,00
4.2.1.1.	Tuje državne obveznice	0	0,00
4.2.1.2.	Druge tuje obveznice	0	0,00
4.2.2.	Tuje delnice	119.460	0,54
SKUPAJ vse naložbe		21.929.536	100,00

Vir: Vzajemci.com - Osrednji slovenski portal vzajemnih skladov, 31.10.2002.

Tabela 5b: Prikaz strukture naložb v tujini vzajemnega sklada Rastko

Prikaz strukture naložb vzajemnega sklada Rastko na dan 31.10.2002			
Družba za upravljanje		KD INVESTMENTS	
Vzajemni sklad		RASTKO	
Zap.št.	Sredstva	v 1000 SIT	v %
3.4.	Tuji kratkoročni vrednostni papirji	0	0,00
4.2.	Tuji dolgoročni vrednostni papirji (skupaj)	109.972	1,47
4.2.1.	Tuje obveznice	0	0,00
4.2.1.1.	Tuje državne obveznice	0	0,00
4.2.1.2.	Druge tuje obveznice	0	0,00
4.2.2.	Tuje delnice	109.972	1,47
SKUPAJ vse naložbe		7.456.963	100,00

Vir: Vzajemci.com - Osrednji slovenski portal vzajemnih skladov, 31.10.2002.

Od naložb so dovoljena le vlaganja v klasične vrednostne papirje, torej delnice in obveznice, naložbe v izvedene vrednostne papirje niso dovoljene. Naložb skladov v

druge sklade sedanja zakonodaja ne omogoča, jih pa predvideva novi ZISDU kot tudi stoo odstotni delež naložb vzajemnega sklada v tuje vrednostne papirje.

Vsi ti podatki kažejo, da se skupna vrednost naložb v vrednostne papirje v tujini povečuje. Najbolj priljubljena oblika naložb v tujini so še vedno evroobveznice in druge obveznice, ki predstavljajo najpomembnejšo obliko lastnih naložb v tujini in jih najraje kupujejo banke. Vedno pomembnejši pa postajajo posli posredovanja, ki so v prvi četrtini leta 2002 vrednostno že presegli lastne naložbe v tujini, v ospredje se s svojimi storitvami tako prebijajo vzajemni skladi, ki bodo v prihodnosti pri naložbah naših državljanov odigrali še pomembno vlogo. Vrednost poslov z delnicami je v primerjavi z obveznicami precej manjša, kar je razumljivo, saj predstavljajo delnice bolj tvegano naložbo kot obveznice.

Odpiranje tujih finančnih trgov za Slovenijo se resnično šele začinja; dejstvo je, da smo Slovenci pri teh vrstah poslov zelo previdni.

5.4. OSTALE NALOŽBE

Mednarodne denarne naložbe v stanju ostalih naložb prikazujejo stanje komercialnih kreditov, posojil, gotovine in vlog ter ostalih terjatev, ki jih imajo do tujine predvsem banke.

Komercialni krediti predstavljajo terjatev do kupca, ker v poslovni praksi v večini primerov obstaja časovni razkorak med trenutkom, ko sta blago in/ali storitev posredovana kupcu in dnevom poravnave obveznosti, ki jo ima kupec do dobavitelja. Komercialni krediti so pomembna oblika finančnih kratkoročnih naložb, vendar predstavljajo posebnost, saj predstavljajo obvezno naložbo, ki spremlja izvoz in uvoz in se ji zaradi obstoječe prakse pač ne moremo izogniti. Plačilni roki se gibljejo med 60 – 90 dnevi in ves ta čas dobavitelj dejansko kreditira kupca.

Slovenija je zabeležila v letu 2001 za 1.816,2 mio USD komercialnih kreditov, ki so bili predvsem kratkoročne narave. Njihov obseg se je glede na štiri predhodna leta zmanjšal, tako da je bil v letu 2001 obseg danih komercialnih kreditov nekoliko pod obsegom teh naložb iz leta 1997. Iz primerjave terjatev z obveznostmi iz naslova komercialnih kreditov lahko vidimo, da ima Slovenija zadnja leta vedno presežek danih komercialnih kreditov nad prejetimi. Največji obseg terjatev iz naslova komercialnih kreditov ima Slovenija do držav EU, sledijo Hrvaška, Bosna in Hercegovina, Makedonija in Jugoslavija, vendar je v tej skupini obseg kratkoročnih komercialnih kreditov precej manjši. Po dejavnostih ima Slovenija največ odprtih terjatev v tej kategoriji naložb v kemijski industriji, nekoliko manjši je obseg terjatev v sektorju posredništva in trgovine na debelo, brez vozil.

64% posojil, ki so odobrena tujini, odobri bančni sektor. Obseg danih posojil je v letu 2001 znašal 174,2 mio USD, v kar 83% so bila ta posojila dolgoročna. Primerjava obsega danih in prejetih posojil nam pokaže, da Slovenija ni nikoli odobravalala posojil v večji meri, kot jih je prejemale. Razlogov za nizek obseg plasiranih posojil v tujino je več. Slovenija nima na razpolago dovolj ugodnih virov, ki bi omogočali odobravanje konkurenčnih posojil. Ugoden vir pomeni predvsem vir ustrezne ročnosti z nizko obrestno mero. Velikim bankam sveta in mednarodnim finančnim institucijam, ki imajo dostope do najugodnejših finančnih virov, majhne slovenske poslovne banke ne morejo konkurirati, zato bo delež danih posojil tujini verjetno še nekaj časa ostal v okviru dosedanjih gibanj.

Tabela 6: Prikaz stanja ostalih naložb Slovenije v tujini 1994-2001

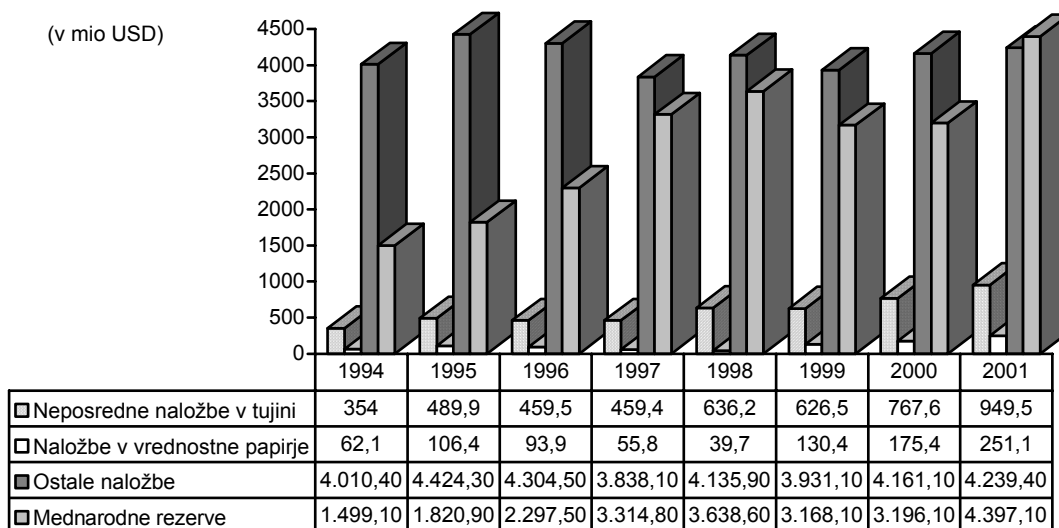
(v mio USD)

Postavke	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ostale naložbe	4.010,4	4.424,3	4.304,5	3.838,1	4.135,9	3.931,1	4.161,1	4.239,4
Komercialni krediti	1.669,2	1.809,7	1.737,9	1.880,0	2.104,9	2.002,0	2.037,0	1.816,2
Posojila	28,2	43,4	45,8	104,8	138,3	145,3	179,1	174,2
Gotovina in vloge	1.800,3	2.090,5	2.247,1	1.537,5	1.563,7	1.465,9	1.625,6	1.910,3
Ostale terjatve	512,6	480,6	273,8	315,8	329,1	317,9	319,4	338,7

Vir: Finančni podatki Banke Slovenije, 2002.

5.5. DINAMIKA NALOŽB SLOVENIJE V TUJINI, V OBDOBJU 1994-2001

Slika 6: Dinamika naložb Slovenije v tujini, v obdobju 1994-2001

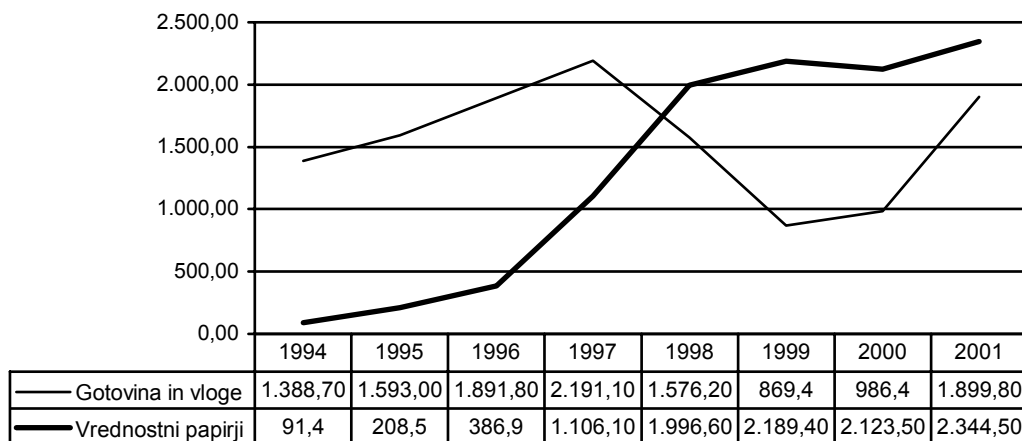


Vir: Finančni podatki Banke Slovenije, 2002.

Že hiter pogled na graf, ki prikazuje dinamiko spreminjanja štirih osnovnih oblik naložb naše države v tujini, pokaže, da so mednarodne denarne rezerve tista oblika, ki se je v obdobju 1994–2001 najbolj spreminjala. Od leta 1994 do 1998 je njihova vrednost nenehno naraščala, v letih 1999 in 2000 se je vrednost mednarodnih rezerv znižala, vendar je bila le nekoliko pod vrednostjo iz leta 1998. V letu 2001 je Slovenija ponovno zabeležila porast mednarodnih rezerv, kar je posledica velikih pritokov tujega kapitala v našo državo. Največja rast mednarodnih rezerv je bila zabeležena v letu 1997, ko je njihova vrednost narasla za 44,3%, v letu 2001 pa je bila rast 37,6%. Leta 1994 so le 6,1% deviznih rezerv predstavljali vrednostni papirji, ves ostali del sta predstavljali gotovina in vloge naše centralne banke pri tujih bankah. To razmerje se je iz leta v leto spreminjalo, saj se je delež odtoka kapitala v tuje vrednostne papirje povečeval, delež gotovine in vlog v deviznih rezervah je padal. Leta 1998 je vrednost naložb v tuje vrednostne papirje že presegla vrednost gotovine in vlog. Po podatkih BS je bilo ob koncu leta 2001 55% vseh deviznih rezerv naše države v obliki naložb v tuje vrednostne papirje in prav ta kategorija predstavlja enega največjih virov odtoka kapitala v letu 2001. Gibanje vrednosti obeh oblik deviznih rezerv kot najpomembnejše kategorije mednarodnih rezerv v obdobju 1994–2001 je razvidno iz slike št. 7.

Slika 7: Dinamika deviznih rezerv Slovenije, v obdobju 1994-2001

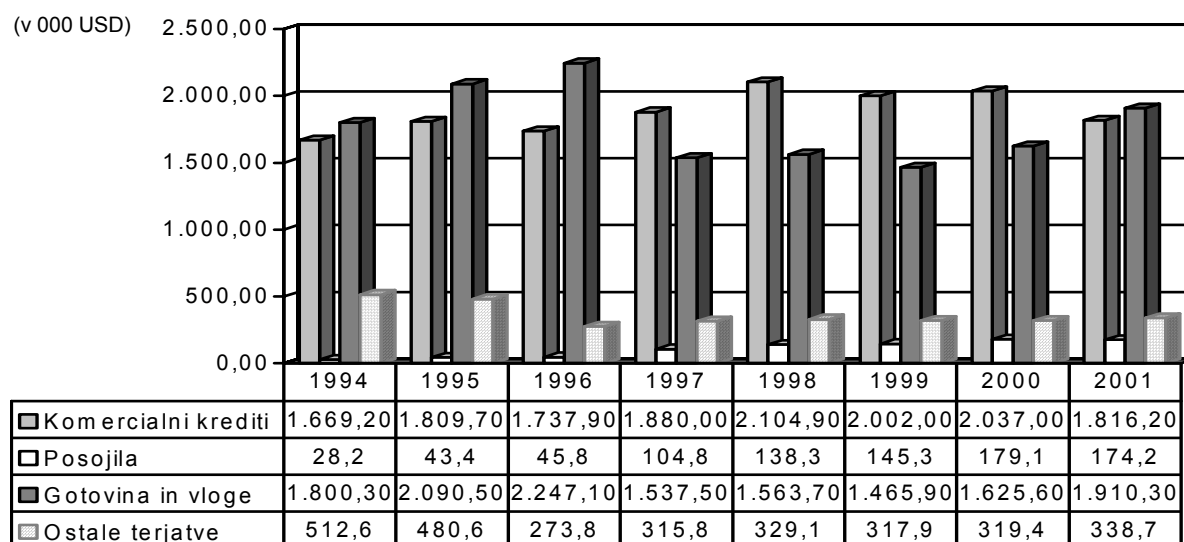
(v mio USD)



Vir: Finančni podatki Banke Slovenije, 2002.

Mednarodne rezerve so v obdobju 1994–2001 sicer doživljale največje vrednostno spreminjanje, vendar so jih ostale naložbe po vrednosti presegle vse do leta 2001, ko je bila vrednost ostalih naložb v tujini nižja od vrednosti mednarodnih rezerv. Leta 1994 so ostale naložbe v tujini dosegle 4.010 mio USD in bile kar 2,7-krat večje od mednarodnih rezerv. Pri tem so imeli komercialni krediti, gotovina in vloge največje deleže, medtem ko so bili deleži posojil in ostalih terjatev neprimerno nižji.

Slika 8: Dinamika ostalih naložb Slovenije v tujini, v obdobju 1994-2001



Vir: Finančni podatki Banke Slovenije, 2002.

Največjo vrednost iz naslova komercialnih kreditov so terjatve dosegle v letu 1998, ko je bila njihova vrednost 2.104,9 mio USD. Glede na predhodno leto 1997 je vrednost narasla za skoraj 12%, kar je najvišja rast komercialnih kreditov v obdobju 1994–2001. Gotovina in vloge, ki so v letih 1995 in 1996 presegle 2.000 mio USD, so v letu 1997 zabeležile kar 31,5% padec obsega, nato se je vrednost te kategorije naložb v tujini postopoma povečevala, vendar do leta 2001 na letni ravni ni presegla 2.000 mio USD.

Neposredne naložbe naše države v tujini vrednostno še zdaleč ne dosegajo vrednosti mednarodnih rezerv in ostalih naložb, ker zakonodaja ne dopušča velike svobode na tem področju naložbene dejavnosti v tujini. Kljub temu so neposredne naložbe v tujini od leta 1994 do 2001 narasle 2,7-krat, pri čemer je bilo v letu 1996 zaznati padec vrednosti teh naložb, v naslednjem letu stagnacijo, nato pa v letu 1998 ponovno 38,5% rast. Zadnja leta obseg neposrednih naložb narašča, kar kaže tudi naraščajoča krivulja grafa, saj je Slovenija zaradi odločitve o pristopu k EU prisiljena postopoma odpravljati omejitve tudi za to vrsto naložb. V letu 2001 so neposredne naložbe v tujino predstavljale enega glavnih virov odtoka kapitala v tujino in so bile glede na leto 2000 bistveno večje, kar 23,7%.

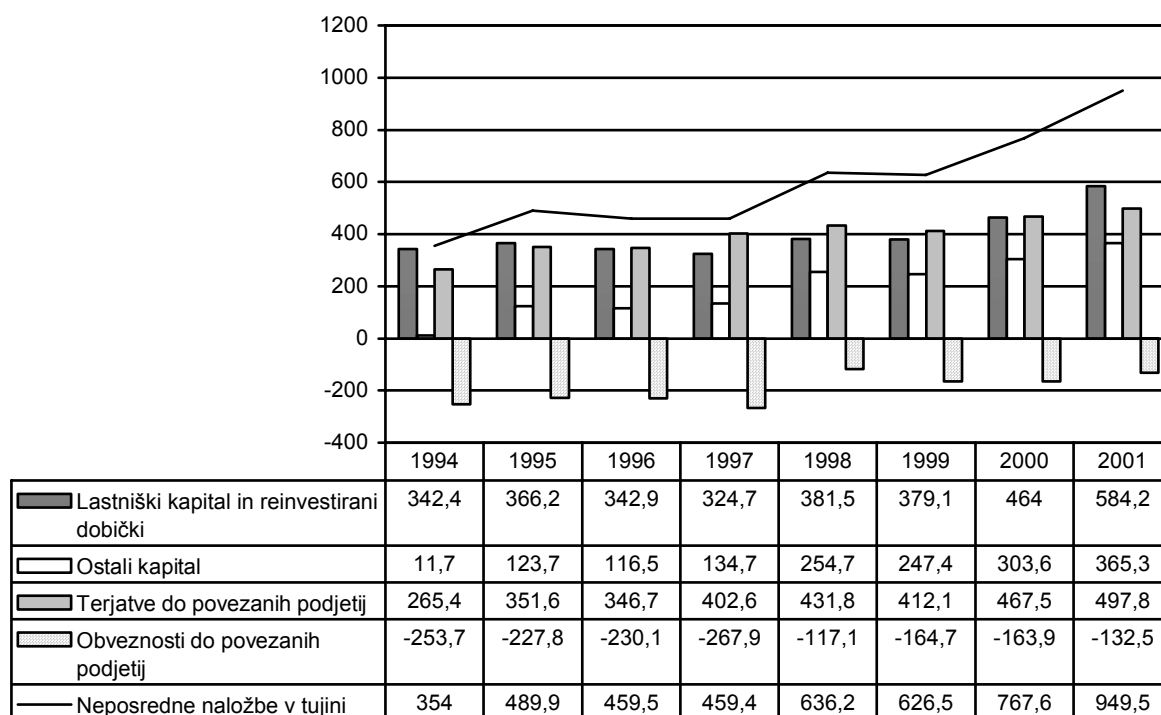
Po letu 1997 lahko pri obsegu obveznosti do povezanih podjetij v tujini, ki znižujejo obseg neposrednih naložb v tujini, opazimo močno znižanje, saj njihova vrednost po posameznih letih ni presegla 170 mio USD, padec obveznosti pa je bil v letu 1997, glede na predhodno leto, kar 33,9%. Nasprotno se terjatve do povezanih podjetij v tujini, ki dvigujejo vrednost neposrednih naložb preko meja Slovenije, povečujejo, saj je njihova vrednost iz leta 1994, ko so bile 265,4 mio USD, narasla na 497,8 mio USD, pri tem pa večjih nihanj ni bilo. Največjo rast je ta skupina neposrednih naložb zabeležila v letu 1995, saj se je njihova vrednost povečala za kar 32,5%.

V letih 2000 in 2001 so velike stopnje rasti zabeležili tudi lastniški kapital in reinvestirani dobički, ki predstavljajo največji del neposrednih naložb Slovenije v tujini.

V letih 1994, 1995 in 1998 so slovenske neposredne naložbe v tujino beležile izgube, medtem ko so v vseh ostalih letih beležile čiste dobičke. V istih letih je imela Slovenija obračunane negativne reinvestirane dobičke, le da so bile izplačane dividende slovenskim lastnikom v tem letu precej višje kot čisti dobiček, zato je tudi leto 2001 izkazovalo negativne reinvestirane dobičke.

Slika 9: Dinamika neposrednih naložb v tujini, v obdobju 1994-2001

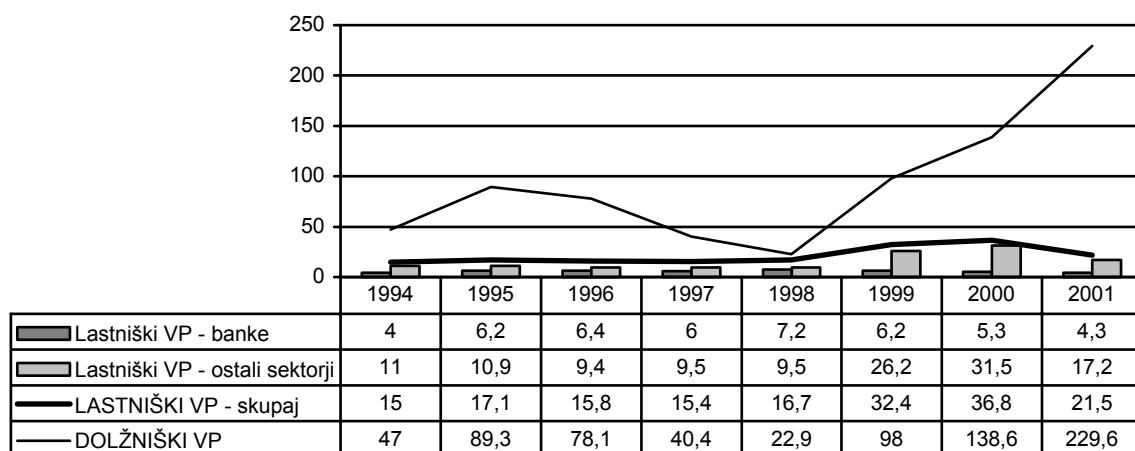
(v mio USD)



Vir: Finančni podatki Banke Slovenije, 2002.

Slika 10: Dinamika naložb v vrednostne papirje Slovenije v tujini, v obdobju 1994-2001

(v 000 USD)



Vir: Finančni podatki Banke Slovenije 2002.

Vrednostni papirji so skupina naložb Slovenije v tujini, ki je bila in je še vrednostno najmanjša. Graf, ki prikazuje gibanje dolžniških vrednostnih papirjev, ima v letu 1998 zelo nizko vrednost, saj je bil padec te vrste naložb 43,3%, od tega leta naprej strmo narašča. Zabeležena rast v letu 2001 je bila kar 65,7%. Lastniški vrednostni papirji zaradi tveganja ne beležijo velikih nihanj in tudi vrednostno te naložbe niso visoke.

5.6. KAKO NALOŽBE V TUJINI PRIBLIŽATI REZIDENTOM RS?

Varčevanje v odprtih investicijskih skladih ima nedvomno prihodnost. Tudi v Sloveniji se bo z vstopom v različne evropske integracije (npr. v Evropsko monetarno unijo) sčasoma razvila potrebna tradicija in kultura alternativnih varčevalnih navad.

Pooblaščen banke, investicijski skladi in vse druge posredniške finančne institucije vidijo v naložbah v vrednostne papirje v tujini veliko poslovno priložnost, zato izvajajo zelo agresivno trženje posredovanja pri prodajah in nakupih vrednostnih papirjev na tujih trgih, strankam ponujajo upravljanje premoženja in skrbništvo nad vrednostnimi papirji.

NLB d.d., največja bančna skupina naše države, je za svoje stranke pripravila različne portfelje; vlagatelji, fizične ali pravne osebe, se na osnovi svojih želja in zmožnosti ter analize vključenih naložb odločajo o ustreznem portfelju. Struktura vseh portfeljev je tudi geografsko opredeljena.

Globalni portfelj delnic vključuje 20% - 40% delnic s področja Severne Amerike (ZDA in Kanada), enak delež delnic je s področja Evrope (EU, Švica in Norveška), 10% - 20% delež predstavljajo delnice azijskih podjetij iz Japonske, Hongkonga, Tajvana, Singapura in ostale Azije ter Oceanije, naša podjetja so v tem portfelju zastopana s 15% - 30%. V portfelj so vključene le delnice uglednih in uveljavljenih podjetij z visoko boniteto in indeksne delnice Exchange Traded Funds (ETF) za posamezne trge kapitala ali geografske panoge, delnice drugih podjetij se v portfelj vključujejo na željo strank.

Pri portfelju tujih delnic ne najdemo delnic slovenskih podjetij. Agresivni portfelj delnic je namenjen tistim investitorjem, ki radi nadpovprečno tvegajo v pričakovanju nadpovprečne donosnosti naložb. V portfelj so poleg delnic uglednih in uveljavljenih podjetij z visoko boniteto vključene tudi delnice manjših, manj uveljavljenih ter nadpovprečno tveganih podjetij, ki imajo velik potencial za rast tečajev. Delnice tehnoloških podjetij s področja biotehnologije, računalniškega softwara in hardwara predstavljajo večji del portfelja kot v sestavi drugih, manj tveganih portfeljev.

Delnice podjetij Severne Amerike (ZDA in Kanada) imajo 10% - 50% delež, evropska

podjetja iz EU, Švice in Norveške 10% - 50% delež, azijske delnice 5% - 25%, delež delnic slovenskih podjetij pa se giblje med 10% in 50%.

Vsem tistim, ki so pripravljene tvegati manj kot povprečni vlagatelji, je namenjen konzervativni portfelj, ki ne vključuje delnic azijskih podjetij. Delnice podjetij imajo visoke bonitete in se uvrščajo v dejavnosti javnih storitev, bančništva, zavarovalništva, trgovine na drobno, energije in podobnih "nizko tveganih" dejavnosti.

SKB banka d.d., ki je v letu 2001 postala del velike bančne skupine Société Générale Group, ponuja široke možnosti nalaganja sredstev v tuje vzajemne sklade. Za stranke posreduje pri nakupu in prodaji na vseh svetovnih trgih, specializirani so za poslovanje na ameriškem trgu (NYSE in NASDAQ) in vseh državah Evrope, v skladu z zakonskimi predpisi.

Pred prvim poslom mora vlagatelj z banko skleniti pogodbo o posredovanju ter odpreti skrbniški račun. Skrbniški račun je namenjen poravnavam poslov s tujimi vrednostnimi papirji, prenosom vrednostnih papirjev in izplačilu dividend ter obresti.

Prednosti, ki jih v naložbah v tuje vzajemne sklade vidijo ponudniki teh storitev, je več: obvladljivo (minimizirano) tveganje, visoki pričakovani donosi, visoka likvidnost, nizki in pregledni stroški, nominacija v tuji valuti (EUR, USD) zagotavlja ohranjanje vrednosti, fizičnim osebam ni potrebno odvesti davka na kapitalni dobiček.

Trije vzajemni skladi Société Générale Asset Management iz Pariza (SGAM), ki je specializirano za investicijske posle in upravljanje premoženja, so:

- sklad, sestavljen iz delnic najboljših svetovnih podjetij v USD
- sklad, sestavljen iz delnic najboljših evropskih podjetij v EUR
- sklad, sestavljen iz obveznic evropskih izdajateljev v EUR.

Že iz omenjenega obsega podatkov je možno razbrati, da so se največji institucionalni vlagatelji že odločili za trženje storitev, ki ponujajo nalaganje sredstev v tujini tudi manjšim vlagateljem.

6. SKLEP

Finančni trgi, finančne institucije in finančni instrumenti predstavljajo nedeljivo celoto, katere usklajeno delovanje je bistvenega pomena za pravilne odločitve vseh, ki nastopajo na finančnem trgu.

Ob analizi naložb RS v tujini sem ugotovila, da je naša država, podobno kot druge članice EU, izvajala postopno liberalizacijo. Najprej je sprostila najbolj dolgoročne

posle, kratkoročni pa še sedaj niso v celoti sproščeni. Previdnost pri teh odločitvah seveda ni odveč, saj obstaja močna povezanost med največjimi svetovnimi gospodarsko-finančnimi krizami in hitrimi premiki kapitala preko državne meje.

Najpomembnejša oblika finančnih imetij v tujini so za vsako državo gotovo mednarodne denarne rezerve, z vidika novejših oblik nalaganja sredstev manjših vlagateljev in prenosa zbranih sredstev v tujino pa prinašajo svežino v naložbeno dejavnost različni skladi.

Čeprav je ekonomskim subjektom Slovenije bila dana možnost, sicer v omejenem obsegu, da bi se z naložbami v tujino vključevali na mednarodne kapitalske in denarne trge, teh možnosti niso v veliki meri izrabili. Mislim, da je eden od razlogov višja donosnost naložb na slovenskem trgu kot v tujini, če pa dodam še tveganje, povezano z nemirno politično situacijo, gospodarskimi problemi v svetu in nezadostnim poznavanjem tujih trgov, so sorazmerno nizke vrednosti in deleži finančnih naložb v tujini razumljivi. Trenutno je velika večina rezidentov Slovenije do vlaganj na tujih trgih še zelo previdna in prepričani so, da jim slovenski finančni trg nudi dovolj velik obseg možnosti za razpršitev njihovega premoženja in donosne ter varne naložbe.

Predvsem lahko v naslednjih letih pričakujemo selitev obstoječega kapitala iz manj donosnih depozitov pri bankah v odprte investicijske sklade kot tudi preusmeritev novega varčevanja v te sklade. Najverjetneje bo preteklo še kar nekaj časa, da bomo Slovenci o naložbah v tujini razmišljali brez predsodkov in se o njih tako tudi odločali. Kot del enotnega evropskega prostora bomo sčasoma le premagali pregovorno slovensko nenaklonjenost novostim in z manjšim odporom ter nezaupanjem vlagali tudi v tujino. Vsekakor zahtevajo uspešna vlaganja v tujini veliko znanja, nenehnega izobraževanja, moderno organizacijo dela in najsodobnejšo računalniško in informacijsko podporo.

7. LITERATURA

1. Dimovski Vlado: Bančništvo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 74 str.
2. Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra: Temelji bančništva. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
3. Hočevar Borut, Petavs Stane, Frankl Peter: Kaj morate vedeti o denarju in borzi, da lahko iz enega tolarja naredite dva. Ljubljana: Založba Finance, 1993. 199 str.
4. More Matej: Liberalizacija kapitalnega računa v luči novega deviznega zakona (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999), 6, str. 31 – 34.
5. More Matej: Liberalizacija kapitalnega računa v luči novega deviznega zakona (2). Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999), 7-8, str. 45 – 48.
6. More Matej: Zakon o deviznem poslovanju in podzakonski predpisi s komentarjem. Lesce: Oziris, 1999. 474 str.
7. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana: GV Založba, 2002. 682 str.
8. Mrak Mojmir: Rizik tuje države: koncept in splošne značilnosti. Maribor: EPF – MBA, 1991. 137 – 142 str.
9. Mramor Dušan: Poglavja iz poslovnih financ (prosojnice predavanj). Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1997. 125 str.

10. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
11. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
12. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
13. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija II. Mednarodni denarni sistem. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 169 str.
14. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija III. Denarna torija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 203 str.
15. Šubic Petra: Dve formalnosti pred nakupi tujih vrednostnih papirjev. Gospodarski vestnik, Ljubljana, XLIX (2000), 25, str. 73.
16. Traven Mateja: Namesto depozitov naložbe v domače in tuje vzajemne investicijske sklade. Bančni vestnik, Ljubljana, 48 (1999), 12, str. 24 – 26.
17. Veselinovič Draško: Uvod v mednarodne finance. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 67 str.
18. Zupančič N. Lotti: V danih ekonomskih razmerah so se najboljše odrezale obveznice pfandbriefe. Bančni vestnik, Ljubljana, 49 (2000), 5, str. 27 – 31.
19. Živkovič Uroš: Tuje portfeljske investicije na slovenskem finančnem trgu. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 45 str., 3 tbl.

8. VIRI

1. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 11(2002), 9, 105 str.
2. Bukaterevič Vida, Čufer Uroš: Ocene kreditnega tveganja sektorjev in dejavnosti. Ljubljana: Banka Slovenije, 2002. 6 str., 5 pril.
3. Finančni trgi. Ljubljana: Banka Slovenije, 2002. 26 str.
4. Finančni podatki.
[URL: http://www.bsi.si/html/financni_podatki/hit/int_inv_pos.html], 24.06.2002.
5. Interni viri SKB banke d.d. Société G n ralt Group.
6. Letno poročilo za leto 2001. Ljubljana: Banka Slovenije, 2002, 105 str.
7. Neposredne naložbe 1994 – 2001. Ljubljana: Banka Slovenije, 2002, 100 str.
8. Ponudba storitev NLB d.d. [URL: <http://www.nlb.si>], 21.12.2002.
9. Ponudba storitev SKB d.d. [URL: <http://www.skb.si>], 21.12.2002.
10. Predlog Zakona o investicijskih skladih in druŹbah za upravljanje.
[URL: http://www.dz-rs.si/si/aktualno/spremljanje_zakonodaje/predlogi_zakonov/predlogi_zakonov.html], 22.10.2002.
11. Tuje neposredne in portfolio naložbe v Sloveniji (Okrogla miza na GZS 10.04.2000). Ljubljana: Banka Slovenije, 2000. 16 str.
12. Zakon o deviznem poslovanju (Uradni list RS, Źt. 23/99).

13. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99).
14. Vzajemci.com – Osrednji slovenski portal vzajemnih skladov.
[URL: <http://www.vzajemci.com>], 31.10.2002.

Seznam slik in tabel:

Slika 1:	Struktura finančnega trga.....	3
Slika 2:	Tveganje premoženja.....	7
Tabela 1:	Prikaz stanja mednarodnih denarnih rezerv Slovenije v tujini 1994–2001.....	14
Slika 3:	Dosežena stopnja liberalizacije kapitalskih tokov v % - odliv kapitala....	17
Slika 4:	Struktura slovenskega finančnega sistema glede na velikost bilančne vsote konec leta 2001.....	23
Tabela 2:	Naložbe rezidentov preko pooblaščenih udeležencev na tujih trgih vrednostnih papirjev.....	24
Tabela 3:	Prikaz stanja neposrednih naložb Slovenije v tujini 1994 – 2001.....	25
Slika 5:	Neposredne naložbe v tujino po skupinah držav v letu 2001.....	25
Tabela 4:	Prikaz stanja naložb v vrednostne papirje Slovenije v tujini 1994–2001.....	27
Tabela 5a:	Prikaz strukture naložb v tujini vzajemnega sklada Galileo.....	28
Tabela 5b:	Prikaz strukture naložb v tujini vzajemnega sklada Rastko.....	28
Tabela 6:	Prikaz stanja ostalih naložb Slovenije v tujini 1994 – 2001.....	30
Slika 6:	Dinamika naložb Slovenije v tujini v obdobju 1994 – 2001.....	30
Slika 7:	Dinamika deviznih rezerv Slovenije v obdobju 1994 – 2001.....	31
Slika 8:	Dinamika ostalih naložb Slovenije v tujini v obdobju 1994 – 2001.....	32
Slika 9:	Dinamika neposrednih naložb v tujini v obdobju 1994 – 2001.....	33
Slika 10:	Dinamika naložb v vrednostne papirje Slovenije v tujini v obdobju 1994–2001.....	34

Seznam kratic:

BS	Banka Slovenije
EMC	podjetje, ki se ukvarja s pomnilniškimi sistemi
ETF	Echange Traded Funds
EU	Evropska Unija
EUR	evro
FIBV	International Federation of Stock Exchanges
MDS	Mednarodni denarni sklad
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations (ameriški tehnološki indeks)
NYSE	New York Stock Exchange (ameriški borzni indeks)
OECD	Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj
RS	Republika Slovenija
SGAM	Société Générale Asset Management
SDR	Special Drawing Rights (posebne pravice črpanja)
SFRJ	Socialistična Federativna Republika Jugoslavija
SIT	slovenski tolar
USD	ameriški dolar
ZDA	Združene države Amerike
ZDP	Zakon o deviznem poslovanju
ZISDU	Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje

PRILOGE

Priloga 1: Prikaz stanja mednarodnih naložb Slovenije v tujini (imetja) - razčlenjeni prikaz po preseku 24.06.2002

Postavke	1994 (Mio USD)	1995 (Mio USD)	1996 (Mio USD)	1997 (Mio USD)	1998 (Mio USD)	1999 (Mio USD)	2000 (Mio USD)	2001 (Mio USD)
Neposredne naložbe v tujini	354,0	489,9	459,5	459,4	636,2	626,5	767,6	949,5
Lastniški kapital in reinvestirani dobički	342,4	366,2	342,9	324,7	381,5	379,1	464,0	584,2
Ostali kapital	11,7	123,7	116,5	134,7	254,7	247,4	303,6	365,3
Terjatve do povezanih podjetij	265,4	351,6	346,7	402,6	431,8	412,1	467,5	497,8
Obveznosti do povezanih podjetij	-253,7	-227,8	-230,1	-267,9	-177,1	-164,7	-163,9	-132,5
Naložbe v vrednostne papirje	62,1	106,4	93,9	55,8	39,7	130,4	175,4	251,1
Lastniški vrednostni papirji	15,0	17,1	15,8	15,4	16,7	32,4	36,8	21,5
<i>Banke</i>	4,0	6,2	6,4	6,0	7,2	6,2	5,3	4,3
<i>Ostali sektorji</i>	11,0	10,9	9,4	9,5	9,5	26,2	31,5	17,2
Dolžniški vrednostni papirji	47,0	89,3	78,1	40,4	22,9	98,0	138,6	229,6
Obveznice in zadolžnice	47,0	89,3	78,1	40,4	22,9	98,0	138,6	229,6
<i>Banke</i>	47,0	89,3	78,1	40,4	22,9	98,0	130,8	198,9
<i>Ostali sektorji</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,8	30,7
Ostale naložbe	4.010,4	4.424,3	4.304,5	3.838,1	4.135,9	3.931,1	4.161,1	4.239,4
Komerčni krediti	1.669,2	1.809,7	1.737,9	1.880,0	2.104,9	2.002,0	2.037,0	1.816,2
<i>Ostali sektorji</i>	1.669,2	1.809,7	1.737,9	1.880,0	2.104,9	2.002,0	2.037,0	1.816,2
<i>Dolgoročni</i>	183,3	179,5	168,7	155,4	180,1	199,4	193,1	154,1
<i>Kratkoročni</i>	1.485,9	1.630,2	1.569,2	1.724,6	1.924,8	1.802,6	1.844,0	1.662,1
Posojila	28,2	43,4	45,8	104,8	138,3	145,3	179,1	174,2
<i>Banke</i>	22,9	37,4	39,1	100,0	124,9	119,0	99,8	111,6
<i>Dolgoročna</i>	14,9	23,7	26,5	57,1	87,0	74,0	74,1	88,6
<i>Kratkoročna</i>	8,0	13,7	12,6	42,9	37,9	45,0	25,7	23,0
<i>Ostali sektorji</i>	5,4	6,0	6,7	4,8	13,4	26,3	79,4	62,6
<i>Dolgoročna</i>	4,0	4,6	3,5	3,4	5,5	21,4	71,9	56,5
<i>Kratkoročna</i>	1,4	1,5	3,2	1,4	7,9	4,9	7,5	6,1
Gotovina in vloge	1.800,3	2.090,5	2.247,1	1.537,5	1.563,7	1.465,9	1.625,6	1.910,3
<i>Banke</i>	1.276,9	1.561,4	1.786,7	1.022,5	1.103,1	957,2	1.155,5	1.379,1
<i>Ostali sektorji</i>	523,4	529,1	460,4	514,9	460,5	508,7	470,0	531,2
Ostale terjatve	512,6	480,6	273,8	315,8	329,1	317,9	319,4	338,7

<i>Banka Slovenije</i>	103,3	170,1	33,3	40,7	46,3	51,8	57,9	76,0
<i>Dolgoročne</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	12,6
<i>Kratkoročne</i>	103,3	170,1	33,3	40,7	46,3	51,8	57,8	63,5
<i>Vladni sektor</i>	...	...	...	...	...	...	...	...
<i>Banke</i>	409,3	310,5	240,5	275,1	282,8	266,1	261,4	262,6
<i>Dolgoročne</i>	0,0	0,0	1,2	2,0	1,0	0,0	0,0	0,7
<i>Kratkoročne</i>	409,3	310,5	239,3	273,2	281,7	266,1	261,4	262,0
Mednarodne rezerve	1.499,1	1.820,9	2.297,5	3.314,8	3.638,6	3.168,1	3.196,1	4.397,1
Monetarno zlato	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	67,2
Posebne pravice črpanja	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	1,6	3,7	5,0
Rezervna tranša pri MDS	18,8	19,1	18,5	17,4	65,4	107,6	82,3	80,6
Devizne rezerve	1.480,1	1.801,6	2.278,7	3.297,2	3.572,9	3.058,8	3.110,0	4.244,3
Gotovina in vloge	1.388,7	1.593,0	1.891,8	2.191,1	1.576,2	869,4	986,4	1.899,8
Vrednostni papirji	91,4	208,5	386,9	1.106,1	1.996,6	2.189,4	2.123,5	2.344,5
Obveznice in zadolžnice	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Vir: Finančni podatki Banke Slovenije, 2002.

Priloga 2: Slovenske neposredne naložbe v tujini - po državah 1994 – 2001

milijonih USD	stanje konec leta v								
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	
191 Hrvaška ¹	193,0	228,5	236,2	242,4	343,3	308,6	353,7	373,4	
070 Bosna in Hercegovina ¹	14,8	16,1	17,4	19,6	25,2	32,5	63,2	86,3	
276 Nemčija	30,6	70,6	55,8	34,3	43,5	43,7	41,0	79,8	
616 Poljska	13,3	17,2	20,9	32,5	39,0	48,4	56,4	78,2	
040 Avstrija	9,6	11,1	-6,0	16,1	33,4	26,2	38,2	50,1	
807 Makedonija ¹	15,9	21,2	22,9	19,3	25,1	39,3	46,6	48,4	
891 Jugoslavija ¹	27,9	54,0	34,4	29,5	35,0	28,3	29,7	43,0	
643 Ruska federacija	4,8	7,7	10,9	9,3	9,3	10,4	18,2	34,3	
840 ZDA	13,9	20,2	22,6	22,7	18,3	21,5	26,0	33,6	
430 Liberija	16,6	20,7	27,6	28,7	18,2	22,7	24,1	23,8	
528 Nizozemska	3,7	4,2	0,0	-0,2	0,9	0,4	-0,6	15,9	
642 Romunija	0,3	1,4	0,5	2,4	4,5	4,6	5,5	12,5	
826 Velika Britanija	0,4	2,5	4,3	6,3	7,2	10,9	11,3	12,2	
203 Češka republika	2,4	7,5	11,7	8,9	4,4	4,5	12,1	10,8	
208 Danska	0,0	0,1	-0,4	-1,1	3,6	4,8	9,1	10,7	
756 Švica	11,8	14,4	14,8	15,2	14,8	8,8	9,7	9,0	
703 Slovaška	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	5,0	5,2	7,8	
250 Francija	0,8	0,4	2,4	3,7	5,0	3,9	8,4	8,6	
348 Madžarska	4,5	1,4	4,2	4,5	4,1	4,4	4,6	5,6	
392 Japonska	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,3	4,4	
804 Ukrajina	5,0	5,9	1,3	2,9	8,3	8,4	7,6	4,2	
410 Republika Koreja	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	3,2	
380 Italija	6,2	11,6	8,2	-1,1	8,2	15,4	9,4	2,0	
100 Bolgarija	0,2	0,4	0,9	0,4	0,6	0,7	1,1	1,9	
124 Kanada	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-0,6	-0,8	1,8	1,9	
458 Malezija	0,1	-0,1	0,6	1,5	1,6	2,0	2,2	1,7	
364 Iran	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	1,6	
752 Švedska	0,6	0,7	1,4	1,1	1,3	0,9	1,2	1,4	
438 Liechtenstein	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	1,4	
724 Španija	0,1	0,1	-0,1	0,4	0,3	0,3	1,1	1,3	
076 Brazilija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	
112 Belorusija	0,0	0,0	0,3	0,3	0,8	0,8	0,8	0,8	
218 Ekvador	0,9	0,8	0,6	0,7	2,0	1,2	1,7	0,5	
530 Nizozemski Antili	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	
470 Malta	0,4	0,7	0,8	1,1	0,9	0,6	0,5	0,5	
620 Portugalska	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,4	
344 Hongkong	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,2	0,3	
372 Irska	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,2	0,2	
566 Nigerija	2,1	2,4	2,4	2,2	2,2	0,2	0,3	0,2	
300 Grčija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	
440 Litva	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	
404 Kenija	0,4	0,3	0,3	0,3	1,3	0,9	0,6	0,1	
356 Indija	0,3	0,2	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	
702 Singapur	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	
442 Luksemburg	0,4	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	
792 Turčija	0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
232 Eritreja	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	
036 Avstralija	0,0	0,0	1,2	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0	
288 Gana	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
784 Združeni arabski emirati	0,5	0,4	0,4	0,9	0,8	0,7	0,4	0,0	
498 Moldavija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,1	
056 Belgija	9,6	-14,6	-13,4	-11,7	-12,5	-10,7	-9,9	-9,3	
196 Ciper	16,3	-18,9	-26,4	-35,2	-16,5	-26,6	-24,8	-15,4	
Ostalo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	
SKUPAJ	354,0	489,9	459,5	459,4	636,2	626,5	767,6	949,5	

¹ Brez podatkov o NN slovenskih gospodinjstev (v glavnem gre za nepremičnine na Hrvaškem). Ravno tako niso vključeni podatki o imetjih rezidentov RS na ozemlju naslednic nekdanje SFRJ, ki so predmet pogajanj o sukcesiji, odvzetem premoženju na teh ozemljih ter delu premoženja. Ki je bilo v procesu lastninskega preoblikovanja preneseno iz pravnih oseb na državo.

Vir: Banka Slovenije: Neposredne naložbe 1994 – 2001.

Priloga 3: Stanja, spremembe stanj in stopnje rasti neposrednih naložb iz Slovenije¹

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Stanja in spremembe stanj v mio USD									
Slovenske NN v tujini									
a. Stanje konec leta									
Vrednost skupaj	281	354	490	460	459	636	627	768	950
od tega:									
Lastniški kapital in reinvestirani dobički	242	342	366	343	325	382	379	464	584
Neto terjatve do podjetja v tujini	39	12	124	117	135	255	247	304	365
Terjatve do podjetja v tujini	254	265	352	347	403	432	412	468	498
Obveznosti do podjetja v tujini	215	254	228	230	268	177	165	164	133
b. Sprememba stanja									
Vrednost skupaj	n.p.	73	136	-30	0	177	-10	141	182
Lastniški kapital in reinvestirani dobički	n.p.	101	24	-23	-18	57	-2	85	120
Neto terjatve do podjetja v tujini	n.p.	-27	112	-7	18	120	-7	56	62
c. Letni odliv²									
Lastniški kapital in reinvestirani dobički	1	-13	-10	7	31	-5	48	65	133
Ostali kapital	1	-13	-10	7	31	-5	48	65	87
	...	...	...	...	...	...	...	...	46
STOPNJE RASTI V %									
Slovenske NN v tujini									
a. Stanje konec leta									
Vrednost skupaj	n.p.	26,2	38,4	-6,2	0,0	38,5	-1,5	22,5	23,7
od tega:									
Lastniški kapital in reinvestirani dobički	n.p.	41,7	7,0	-6,4	-5,3	17,5	-0,6	22,4	25,9
Neto terjatve do podjetja v tujini	n.p.	-69,6	957,3	-5,8	15,6	89,1	-2,9	22,7	20,3
Terjatve do podjetja v tujini	n.p.	4,7	32,5	-1,4	16,1	7,3	-4,6	13,4	6,5
Obveznosti do podjetja v tujini	n.p.	18,2	-10,2	1,0	16,4	-33,9	-7,0	-0,5	-19,2
c. Letni odliv	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.	342,9	n.r.	n.r.	35,4	34,3

¹ Od leta 1996 naprej so vključene tudi neposredne naložbe povezanih gospodarskih družb v drugem kolenu

² Od leta 2001 naprej so v odlivih plačilne bilance (postavka neposredne naložbe) zajeti tudi podatki o posojilih in dolgoročnih komercialnih kreditih med povezanimi družbami (ostali kapital). Do leta 2000 so ti podatki zajeti v postavki ostale naložbe. Od leta 1994 naprej so v podatkih plačilne bilance vključeni tudi reinvestirani dobički.

n.p. – ni podatka
n.r. – ni relevantno

Vir: Banka Slovenije: Neposredne naložbe 1994 – 2001.

Priloga 4: Slovenske neposredne naložbe v tujini – po državah 31.12.2001

stanje konec leta v milijonih USD

	SKUPAJ	LASTNIŠKI KAPITAL	TERJATVE	OBVEZNOSTI
	1= 2+3+4	2	3	4
191 Hrvaška ¹	373,4	236,9	146,7	10,2
070 Bosna in Hercegovina ¹	86,3	39,3	50,1	3,1
276 Nemčija	79,8	36,1	62,8	19,1
616 Poljska	78,2	23,5	55,5	0,8
040 Avstrija	50,1	52,4	17,7	20,1
807 Makedonija ¹	48,4	23,8	25,2	0,7
891 Jugoslavija ¹	43,0	34,0	9,1	0,1
643 Ruska federacija	34,3	14,4	20,4	0,6
840 ZDA	33,6	22,0	17,2	5,6
430 Liberija	23,8	23,4	5,2	4,8
528 Nizozemska	15,9	8,0	8,0	0,1
642 Romunija	12,5	4,6	8,1	0,1
826 Velika Britanija	12,2	4,7	7,6	0,1
203 Češka republika	10,8	9,4	8,5	7,0
208 Danska	10,7	0,7	10,1	0,1
756 Švica	9,0	12,0	0,0	3,0
250 Francija	8,6	5,2	3,3	0,6
703 Slovaška	7,8	5,2	3,3	0,6
348 Madžarska	5,6	1,6	4,0	0,1
392 Japonska	4,4	1,0	3,7	0,4
804 Ukrajina	4,2	1,9	2,4	0,0
410 Republika Koreja	3,2	3,0	0,2	-
380 Italija	2,0	10,8	11,7	20,5
100 Bolgarija	1,9	0,0	1,9	0,0
124 Kanada	1,9	1,2	0,9	0,3
458 Malezija	1,7	0,4	1,3	-
364 Iran	1,6	0,3	1,3	-
752 Švedska	1,4	0,2	1,5	0,3
438 Liechtenstein	1,4	1,4	-	-
724 Španija	1,3	1,0	0,3	0,0
076 Brazilija	1,1	0,0	1,1	-
112 Belorusija	0,8	0,7	0,1	0,0
218 Ekvador	0,5	0,2	0,4	-
530 Nizozemski Antili	0,5	0,1	0,4	-
470 Malta	0,5	0,1	0,3	-
620 Portugalska	0,4	0,0	0,4	-
344 Hongkong	0,3	0,3	-	-
372 Irska	0,2	0,2	-	-
566 Nigerija	0,2	0,1	0,1	-
300 Grčija	0,2	0,2	-	-
440 Litva	0,1	0,1	-	-
404 Kenija	0,1	0,1	-	-
356 Indija	0,1	0,1	0,0	0,0
702 Singapur	0,1	0,0	0,0	-
442 Luksemburg	0,1	0,1	-	-
498 Moldavija	-0,1	-0,1	0,3	0,4
056 Belgija	-9,3	-9,5	0,2	-
196 Ciper	-15,4	16,0	1,0	32,4
Ostalo	0,1	0,1	0,0	0,0
SKUPAJ	949,5	584,2	497,8	132,5

¹ Brez podatkov o neposrednih naložbah slovenskih gospodinjstev (v glavnem gre za nepremičnine na Hrvaškem). Ravno tako niso vključeni podatki o imetjih rezidentov RS na ozemlju naslednic nekdanje SFRJ, ki so predmet pogajanj o sukcesiji, odvzetem premoženju na teh ozemljih ter delu premoženja. Ki je bilo v procesu lastninskega preoblikovanja preneseno iz pravnih oseb na državo.

Vir: Banka Slovenije: Neposredne naložbe 1994 – 2001.

Priloga 5: Čisti dobički/izgube od slovenskih neposrednih naložb v tujini - po državah 1994 – 2001

stanje konec leta v milijonih

USD	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
040 Avstrija	-0,1	-6,2	-4,0	4,6	-1,4	-4,8	14,4	5,4
430 Liberija	-3,0	2,1	6,2	4,5	-6,2	6,7	2,4	2,6
642 Romunija	0,3	0,4	0,1	0,3	-	0,2	0,3	1,6
616 Poljska	-0,6	-0,2	-0,1	0,2	0,3	-1,0	-0,4	1,1
196 Ciper	3,4	5,5	4,8	4,8	1,1	1,4	2,5	0,9
276 Nemčija	1,6	0,4	0,5	0,7	1,9	1,9	0,7	0,6
703 Slovaška	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,7	0,5	0,6
643 Ruska federacija	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	-8,5	1,4	0,1	0,6
410 Republika Koreja	-	-	-	-	-	-	1,2	0,5
756 Švica	1,1	0,6	0,9	0,6	0,7	1,8	1,2	0,5
438 Liechtenstein	-	0,0	0,0	-	-	-	0,0	0,4
380 Italija	-0,8	-0,8	-0,2	0,1	0,1	0,3	-0,3	0,3
392 Japonska	-	-	-	-	-	-	0,0	0,3
498 Moldavija	-	-	-	-	-	-	-0,4	0,2
804 Ukrajina	-	0,1	-	-0,4	-0,2	-0,5	-0,3	0,2
124 Kanada	0,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2
344 Hongkong	-	-	-	-	-	0,0	0,0	0,1
208 Danska	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,1
070 Bosna in Hercegovina	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,4	0,5	0,1
250 Francija	-0,1	-0,5	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
724 Španija	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0
752 Švedska	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
112 Belorusija	-	-	-	-	0,1	0,1	0,0	0,0
218 Ekvador	0,1	-	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
100 Bolgarija	-	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0
470 Malta	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
528 Nizozemska	0,5	0,2	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2
348 Madžarska	0,1	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,3
404 Kenija	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3
826 Velika Britanija	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,2	-0,3	-0,4
891 Jugoslavija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,5
076 Brazilija	-	-	-	-	-	-	-	-0,5
203 Češka republika	0,1	-0,2	-0,3	-0,3	0,0	1,0	-0,9	-0,7
840 ZDA	-3,7	-0,6	-0,9	-0,6	-1,7	-2,3	-0,7	-1,6
807 Makedonija	0,4	0,8	0,5	0,3	0,6	2,0	0,8	-2,1
191 Hrvaška	-1,3	-2,8	-0,7	-5,4	0,2	0,7	-2,2	-4,9
056 Belgija	-0,2	-4,4	-	-	-	-	-	-
458 Malezija	-	-	-0,2	0,0	0,0	-	-	-
784 Združeni arabski emirati	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-
810 Sovjetska Zveza	0,2	-	-	-	-	-	-	-
Ostalo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SKUPAJ	-2,1	-6,2	5,2	9,2	-13,6	6,1	19,5	5,1

Vir: Banka Slovenije: Neposredne naložbe 1994 – 2001.

Priloga 6a: Portfelj vzajemnega sklada Galileo v tuje vrednostne papirje na 31. 10. 2002

Portfelj vzajemnega sklada Galileo v tuje vrednostne papirje na 31. 10. 2002			
Družba za upravljanje		KD INVESTMENTS	
Vzajemni sklad		GALILEO	
Papir	Oznaka in vrsta papirja	Segment trga	Delež v %
GlaxoSmithKline	GSK.L - delnica	London Stock Exchange	0,10
Aviva	AV.L - delnica	London Stock Exchange	0,07
Anglo American	AAL.L - delnica	London Stock Exchange	0,05
National Grid Group	NGG.L - delnica	London Stock Exchange	0,05
Vodafone Group	VOD.L - delnica	London Stock Exchange	0,05
British Airways	BAY.L - delnica	London Stock Exchange	0,03
Philip Morris	MO..Y - delnica	New York Stock Exchange	0,03
Royal & Sun Alliance Insurance Group	RSA.L - delnica	London Stock Exchange	0,03
Schering - Plough Corp.	SGP.Y - delnica	New York Stock Exchange	0,03
American Express Company	AXP.Y - delnica	New York Stock Exchange	0,02
Cable & Wireless PLC	CW.L - delnica	London Stock Exchange	0,02
KingsFischer	KGF.L - delnica	London Stock Exchange	0,02
Six Continents PLC	SXC.L - delnica	London Stock Exchange	0,02
Verizon Communications	VZ.Y - delnica	New York Stock Exchange	0,02
General Electric	GE.Y - delnica	New York Stock Exchange	0,01
SKUPAJ			0,55

Vir: http://www.vzajemci.com/Nalozbe_VS/Slovenija/Nalozbe_VS_Galileo.htm

Priloga 6b: Portfelj vzajemnega sklada Rastko v tuje vrednostne papirje na 31. 10. 2002

Portfelj vzajemnega sklada Rastko v tuje vrednostne papirje na 31. 10. 2002			
Družba za upravljanje		KD INVESTMENTS	
Vzajemni sklad		RASTKO	
Papir	Oznaka in vrsta papirja	Segment trga	Delež v %
Axa	CS.F - delnica	Paris Stock Exchange	0,18
Telefonica S.A.	TEF.S - delnica	Bolsa de Barcelona	0,12
Royal KPN NV	KPN.N - delnica	Amsterdam Stock Exchange	0,11
Peugeot SA	UG.F - delnica	Paris Stock Exchange	0,11
Volkswagen Group PLC	VOW.G - delnica	Deutsche Borse	0,10
Suez SA	SZE.F - delnica	Paris Stock Exchange	0,09
Deutsche Telekom	DTE.G - delnica	Deutsche Borse	0,08
Endesa SA	ELE.S - delnica	Spanish Stock Exchange	0,08
Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG	HVM.G - delnica	Deutsche Borse	0,08
Philip Morris	MO.Y - delnica	New York Stock Exchange	0,08
Commerzbank AG	CBK.G - delnica	Deutsche Borse	0,07
Vivendi Universal SA	EX.F - delnica	Paris Stock Exchange	0,07
France Telekom	FTE.F - delnica	Paris Stock Exchange	0,07
Schering-Plough Co.	SGP.Y - delnica	New York Stock Exchange	0,07
Verizon Communications Inc.	VZ.Y - delnica	New York Stock Exchange	0,05
General Electric Company	GE.Y - delnica	New York Stock Exchange	0,04
Aviva	AV.L - delnica	London Stock Exchange	0,02
American Express Company	AXP.Y - delnica	New York Stock Exchange	0,01
Cable & Wireless PLC	CW.L - delnica	London Stock Exchange	0,01
KingsFischer	KGF.L - delnica	London Stock Exchange	0,01
Metris Companies Inc.	MXT.Y - delnica	New York Stock Exchange	0,01
National Grid Group PLC	NCG.L - delnica	London Stock Exchange	0,01
Royal & Sun Alliance Insurance Group	RSA.L - delnica	London Stock Exchange	0,01
Six Continents PLC	SXC.L - delnica	London Stock Exchange	0,01
Vodafone Group	VOD.L - delnica	London Stock Exchange	0,01
SKUPAJ			1,50

Vir: http://www.vzajemci.com/Nalozbe_VS/Slovenija/Nalozbe_VS_Rastko.htm