

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**PREDNOSTI IN SLABOSTI TUJIH IN SLOVENSКИH
UPRAVLJAVCEV VZAJEMNIH SKLADOV V
SLOVENIJI**

Ljubljana, september 2006

PRIMOŽ ŠEŠEK

IZJAVA

Študent Primož Šešek izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom mag. Aleša Berka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
2. TEMELJNE ZNAČILNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV	3
2.1. Opredelitev vzajemnih skladov in družb za upravljanje	3
2.1.1. Vzajemni sklad	3
2.1.2. Družba za upravljanje	4
2.2. Delitev vzajemnih skladov	4
2.2.1. Investicijski skladi	4
2.2.2. Vzajemni skladi	5
2.3. Prednosti in slabosti investiranja v vzajemne sklade	7
2.3.1. Prednosti investiranja v vzajemne sklade	7
2.3.2. Slabosti investiranja v vzajemne sklade	9
3. SLOVENSKI VZAJEMNI SKLADI	11
3.1. Slovenski finančni trg	11
3.2. Obseg sredstev in število investitorjev v vzajemnih skladih	12
4. DENARNI TOKOVI V SLOVENSKE IN TUJE VZAJEMNE SKLADE V SLOVENIJI	13
4.1. Starejši in novi slovenski vzajemni skladi	13
4.2. Pregled denarnih tokov	14
4.3. Analiza denarnih tokov	18
5. PREDNOSTI IN SLABOSTI TUJIH IN SLOVENSКИH UPRAVLJAVCEV VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI	19
5.1. Prednosti tujih upravljavcev	21
5.1.1. Večji obseg sredstev v upravljanju	21
5.1.1.1. Večja stopnja razpršitve	21
5.1.1.2. Nižji stroški upravljanja	22
5.1.1.3. Nižji celotni stroški	22
5.1.1.4. Večja ponudba skladov	23
5.1.1.5. Večji marketinški proračun	24
5.1.1.6. Večji upravljavski in analitski timi	24
5.1.2. Dolgoletna zgodovina	25
5.1.2.1. Dolgoletne izkušnje upravljanja	25
5.1.2.2. Globalna analitika in izkušnje na globalnih trgih	25
5.1.2.3. Ratingi priznanih analitskih organizacij	25
5.1.3. Učinkovitejša mednarodna razpršenost naložb	26
5.1.3.1. Zmanjšanje deželnega (geografskega) tveganja	26
5.1.3.2. Zmanjšanje likvidnostnega tveganja	26
5.1.3.3. Povečanje donosnosti	27
5.2. Prednosti slovenskih upravljavcev	27
5.2.1. Dolgoletna prisotnost na slovenskem trgu	27
5.2.1.1. Uveljavljenost in prepoznavnost	27

5.2.1.2.	Poznavanje slovenskega trga.....	28
5.2.1.3.	Dobro razvejane in utečene tržne mreže	28
5.2.2.	Večji tržni delež	28
5.2.3.	Dobri pretekli rezultati starejših skladov	30
5.3.	Slabosti tujih upravljalcev	32
5.3.1.	Slovenske zakonske ovire	32
5.3.1.1.	Zakonske omejitve in počasnost ATVP pri potrditvi prospektov	32
5.3.1.2.	Nedavni davčni privilegij slovenskih upravljalcev	32
5.3.2.	Višje vstopne provizije in najmanjši zneski vplačil	33
5.3.3.	Negativne posledice mednarodne razpršitve tujih skladov	34
5.3.3.1.	Tržno tveganje.....	34
5.3.3.2.	Valutno tveganje	35
5.3.3.3.	Dodatni stroški	35
5.3.3.4.	Korelacijsko tveganje	35
5.3.3.5.	Dodatna tveganja na porajajočih se trgih kapitala.....	35
5.3.3.6.	Možno dvojno obdavčevanje v nekaterih državah	36
5.4.	Slabosti slovenskih upravljalcev	37
5.4.1.	Ujetost v slovenske naložbe starejših skladov	37
5.4.1.1.	Večje geografsko tveganje	38
5.4.1.2.	Večje likvidnostno tveganje	38
5.4.1.3.	Manjša donosnost v zadnjem času	39
6.	SKLEP.....	39
	LITERATURA	42
	VIRI.....	44
	PRILOGE	1

KAZALO TABEL IN SLIK

Kazalo tabel

Tabela 1: Tuji upravljalci in njihovi distributerji v Sloveniji, na dan 1.4.2006	4
Tabela 2: Temeljne razlike med vzajemnim skladom in investicijsko družbo	5
Tabela 3: Struktura naložb po vrstah vzajemnih skladov v Sloveniji (v %)	7
Tabela 4: Struktura naložb po vrstah vzajemnih UCITS skladov, na dan 31.12.2005 (v %)	7
Tabela 5: Struktura slovenskega finančnega sistema v letu 2004	11
Tabela 6: Število investitorjev v slovenskih vzajemnih skladih	13
Tabela 7: Prilivi/odlivi v vzajemne sklade slovenskih in tujih družbah za upravljanje v letu 2005 in v januarju 2006.....	15
Tabela 8: Prilivi/odlivi v slovenske VS od 1.1. do 31.12.2005 (v mrd SIT)	16
Tabela 9: Prilivi/odlivi v slovenske VS januarja 2006 (v mrd SIT).....	16
Tabela 10: Prilivi/odlivi v slovenske vzajemne sklade od 1.1. do 18.5.2006 (mrd SIT)	17
Tabela 11: Prednosti in slabosti slovenskih in tujih upravljalcev vzajemnih skladov	20
Tabela 12: Obseg sredstev v izbranih vzajemnih skladih slovenskih in tujih upravljalcev, na dan 5.5.2006 (v mio SIT)	21
Tabela 13: Povprečni stroški upravljanja slovenskih in tujih skladov v Sloveniji.....	22
Tabela 14: Celotni stroški delniških vzajemnih skladov slovenskih in tujih skladov v Sloveniji	23
Tabela 15: Tržni deleži slovenskih in tujih upravljalcev VS in njihove spremembe.....	29
Tabela 16: Petletni (tolarski) donosi za izbrane vzajemne sklade na slovenskem trgu (od 31.5.2001)	30
Tabela 17: Povprečna donosnost slovenskih in tujih vzajemnih skladov v Sloveniji.....	31
Tabela 18: Enoletni (tolarski) donosi za izbrane vzajemne sklade na slovenskem trgu (od 31.05.2005)	31
Tabela 19: Primerjava vzajemnih skladov, ki vlagajo na področje Azije	33
Tabela 20: Sestava naložb slovenskih vzajemnih skladov	38

Kazalo slik

Slika 1: Kako deluje vzajemni sklad	3
Slika 2: Vzajemni skladi glede na naložbeno strukturo	6
Slika 3: Razpršitev naložb in tveganje premoženja	8
Slika 4: Sredstva v slovenskih vzajemnih skladih do oktobra 2005 (v mio SIT)	12
Slika 5: Število vzajemnih skladov v Sloveniji.....	24
Slika 6: Primerjava gibanja VEP slovenskega sklada MP-ASIA.SI in tujega sklada RCM Pazific Aktien	34
Slika 7: Uteži posameznih regij v globalnem delniškem indeksu DJGI World.....	38

1. UVOD

Vzajemni skladi postajajo v zadnjem času v Sloveniji čedalje bolj priljubljena oblika varčevanja in predstavljajo alternativo ostalim oblikam naložb. Njihov tržni delež je v okviru slovenskega finančnega sistema konec leta 2004 znašal le 2,2%, zato obstaja velika verjetnost, da se bo le-ta povečeval na račun manjšanja tradicionalnega varčevanja v bankah zaradi obdavčenih in nižjih obrestnih mer. Najlažje se jih opiše kot skupek premoženja tako pravnih kot tudi fizičnih oseb, ki so naložile svoj denar na račun sklada. Upravljajo jih družbe za upravljanje, ki z zbranim denarjem na trgu kapitala kupujejo različne vrednostne papirje.

V svetu posluje že okoli 60.000 vzajemnih skladov, v Sloveniji pa je lahko vlagatelj v mesecu maju leta 2006 izbral med 193 skladi slovenskih in tujih upravljavcev. To je skromna ponudba glede na države, ki imajo na tem področju daljšo tradicijo, zagotovo pa se bo ta še povečevala. S tem bodo vlagatelji na eni strani dobili čedalje večje možnosti razpršitve svojega premoženja, po drugi strani pa bodo postavljeni pred vedno večje dileme, v katere sklade investirati, da bi dosegali čim višje donosnosti ob sprejemljivem nivoju tveganja.

Z vstopom Slovenije v EU ter s tem tudi prihodom tujih skladov, pa se lahko potencialnemu vlagatelju zastavlja vprašanje, v čem je razlika med slovenskimi in tujimi upravljavci, saj se tu pojavita dva povsem različna koncepta. Tuji upravljavci imajo na primer dolgoletne izkušnje s tujih trgov, ki so postali za slovenske vlagatelje aktualni po letu 2003, ko je bila odpravljena formalna omejitev 10% investiranja v tujino za slovenske sklade, predvsem pa v letu 2005, ko so se zaradi precenjenosti slovenskega trga tečajji pričeli zniževati. Takrat se je pokazala tudi slabost starejših slovenskih skladov, ki so imeli v svojih portfeljih previsok delež slovenskih naložb. Sicer so bili ti skladi v preteklosti večinoma zelo uspešni, saj je slovenski trg kapitala ponujal nadpovprečne donose, ki so imeli svojo osnovo v podcenjenosti trga, zato večina Slovencev ni iskala alternativnih naložbenih možnosti v tujini.

Namen diplomskega dela je predvsem podrobnejša primerjava med slovenskimi in tujimi upravljavci vzajemnih skladov v Sloveniji, v katero so vključeni vsi slovenski skladi in tisti tuji, ki se v Sloveniji tržijo legalno, cilji pa so kratka splošna predstavitev vzajemnih skladov in stanja v Sloveniji, analiza denarnih tokov v obdobju od 1.1.2005 do 18.5.2006, nazoren prikaz prednosti in slabosti slovenskih in tujih upravljavcev v Sloveniji in iskanje razlogov za navedene ugotovitve.

V diplomskem delu so dokazane naslednje trditve. Prvič, dolgoročno imajo večji upravljavci skladov več prednosti zaradi ekonomije obsega, ki omogoča nižje stroške poslovanja. To prednost izkoriščajo v primerjavi s slovenskimi vsi tuji ter nekateri slovenski upravljavci. Drugič, mednarodna razpršitev portfelja vzajemnega sklada je nujno potrebna za zmanjšanje deželne tveganja. Zaradi visokega deleža slovenskih naložb, ki so posledica preteklega zakona, je to trenutno največja slabost starejših slovenskih skladov, ki pomembno vpliva na slovenske družbe za upravljanje. Ta slabost se je do sedaj najbolj izrazila v januarju 2006, ko

so ti skladi beležili rekordne odlive. Tretjič, pomembno vlogo pri delovanju vzajemnih skladov ima tudi slovenska zakonodaja. Četrto, uveljavljenost, prepoznavnost, poznavanje in komuniciranje z vlagatelji (trženje, seminarji...) so ene od glavnih prednosti slovenskih upravljavcev, ki pa nimajo neposredne povezave z ekonomsko logiko.

Največja omejitev pri iskanju informacij za diplomsko delo je pomanjkanje novejših slovenskih literatur v obliki knjig, sicer pa so podatki zbrani tako iz slovenske kot tudi tuje strokovne literature iz različnih knjig, priročnikov, revij, časopisov, statističnih podatkov in internega gradiva posameznih družb za upravljanje. Ob njihovem zbiranju se poslužuje obisk knjižnic, spletnih strani ter različnih seminarjev s področja vzajemnih skladov.

V diplomskem delu je uporabljena dinamična metoda, kar pomeni, da je bilo preučeno preteklo in sedanje stanje na področju vzajemnih skladov. V okviru analitičnega pristopa je uporabljena metoda analize, kjer so preučeni različni pojavi, povezani teoretični pogledi in preverjeni izidi iz prakse v celoto. Za metode raziskovanja so v okviru opisnega pristopa uporabljene: opisna metoda, s pomočjo katere je predstavljena teorija, pojmi in ugotovljena dejstva, metoda razvrstitve, s katero so definirani pojmi, metoda primerjave, s katero so primerjana dela različnih avtorjev, PSPN metoda, kjer so ugotovljene prednosti in slabosti slovenskih in tujih skladov, metoda zgostitve, s pomočjo katere so povezana stališča drugih avtorjev v zvezi z izbranim problemom ter oblikovana nova stališča.

Diplomsko delo poleg uvoda in sklepa vsebuje še štiri vsebinska poglavja. V drugem poglavju so predstavljene temeljne značilnosti vzajemnih skladov z njihovo opredelitvijo, delitvijo in predstavitvijo splošnih prednosti in slabosti. Sledi krajše poglavje o stanju v Sloveniji, kjer so slovenski vzajemni skladi uvrščeni v finančni trg, nato pa je podana njihova analiza skupnega obsega sredstev v upravljanju in števila investitorjev v skladih.

Četrto poglavje se ukvarja z denarnimi tokovi slovenskih in tujih vzajemnih skladov v Sloveniji. Najprej je predstavljena razlika med starejšimi in novimi skladi v Sloveniji, sledi pregled denarnih tokov, nato pa še njihova analiza.

Jedro diplomskega dela je peto poglavje, kjer so primerjani slovenski in tuji upravljavci, ob tem pa so navedene njihove prednosti in slabosti. Opisane so tudi posledice navedenih karakteristik, nekatere pa so zaradi svoje pomembnosti ali zanimivosti podrobneje preučene. Zaradi boljše preglednosti sta za vsebinskim kazalom podani še kazali tabel in slik, v prilogi pa so podrobneje predstavljena dognanja iz predstavljenih poglavij.

2. TEMELJNE ZNAČILNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV

2.1. Opredelitev vzajemnih skladov in družb za upravljanje

2.1.1. Vzajemni sklad

Vzajemni sklad (v nadaljevanju tudi VS) je združeno premoženje večjega števila vlagateljev in je v njihovi izključni lasti. Premoženje je namenjeno investiranju v različne vrste naložb in je razdeljeno na enake dele – enote premoženja¹. Vsaka predstavlja sorazmerni delež vseh naložb vzajemnega sklada, njeno lastništvo pa prinaša pravico do izplačila po tekoči vrednosti, glede na rast premoženja sklada in pravico do sorazmernega deleža premoženja v primeru likvidacije sklada. Vrednost enote premoženja (v nadaljevanju tudi VEP) lahko vlagatelj vsak dan spremlja v sredstvih javnega obveščanja, prav tako pa jo lahko kadarkoli proda vzajemnemu skladu.

Slika 1: Kako deluje vzajemni sklad



Vir: Splošno o skladih, 2006.

Razlog za vstop v vzajemni sklad je pričakovanje, da bo mogoče s takšnimi naložbami, v kakršne vlaga izbrani sklad, doseči v povprečju višji donos kot denimo pri varčevanju v banki, ne da bi se pri tem pretirano povečalo tveganje, vlagatelj pa obenem hkrati nima časa, znanja hkrati ali želje, da bi posamezne naložbe izbiral in upravljal sam. V vzajemni sklad lahko vstopi kdorkoli, najmanjši znesek za vstop je praviloma vrednost ene enote premoženja, ki pri različnih skladih znaša od nekaj sto do nekaj tisoč SIT. Tudi izstop iz sklada je mogoč kadarkoli v času nekaj dni po odločitvi (Osnove vzajemnih skladov, 2006).

¹ Podobno kot delnice pri delniški družbi.

2.1.2. Družba za upravljanje

Vzajemni sklad ni ne fizična ne pravna oseba, zato mora po zakonu njegovo premoženje upravljati posebej v ta namen ustanovljena družba - družba za upravljanje (v nadaljevanju tudi DZU), katere ustanovitev, poslovanje in nadzor zelo podrobno opredeljujejo veljavni predpisi, za njihovo izvajanje pa skrbi državna Agencija za trg vrednostnih papirjev.

DZU premoženje sklada razvršča med izbrana naložbena področja v skladu s pravili upravljanja in prospektom, ki sta javno objavljena dokumenta sklada, namenjena dobri obveščeni in izbiri s strani vlagateljev (Osnove vzajemnih skladov, 2006). Sredstva vlagateljev razprši v delnice, obveznice, zakladne menice, blagajniške zapise in druge z zakonom dovoljene naložbe z namenom povečevanja njegove vrednosti.

Po Lubeju (2005c) ločimo upravljavce v Sloveniji na slovenske in tuje. Kot slovenske upravljavce se smatra tiste, ki imajo sedež v Sloveniji, kot tuje pa tiste, ki ga imajo v tujini in sklade v Sloveniji tržijo preko bank ali borznih hiš². V Tabeli 1 so navedeni trenutni tuji upravljavci v Sloveniji, ki jih je pet, njihovo število pa se bo verjetno še povečevalo.

Tabela 1: Tuji upravljavci in njihovi distributerji v Sloveniji, na dan 1.4.2006

Tuji upravljavec	Distributer v Sloveniji
Raiffeisen KAG	Raiffeisen Krekova banka
Capital Invest	Bank Austria Creditanstalt
SEB Fund Services S.A	KD BPH
Sanpaolo IMI Asset Management	Banke Koper
SGAM Luxembourg S.A.	SKB banka

Vir: Tržni delež, 2006.

2.2. Delitev vzajemnih skladov

2.2.1. Investicijski skladi

Vzajemni skladi so zgolj ena od oblik investicijskih skladov (v nadaljevanju tudi IS), ki so krovni pojem vseh oblik skladov, namenjenih skupnemu investiranju. Po Kleindienstu (2001, str. 440) se loči investicijske sklade v dve osnovni skupini: odprte ali vzajemne in zaprte. Čeprav sta temeljni namen in osnovni način delovanja teh dveh tipov sklada enaka (investitor lahko prek njiju na en mah pride do lastništva več različnih finančnih naložb), pa med njima obstajajo pomembne razlike, ki so navedene v Tabeli 2 (na str. 5).

² Zanimiv je primer tujih skladov KD De Lux, ki so dejansko registrirani v Luxemburgu in je njihov uradni upravljavec SEB Fund Services S.A. iz Luksemburga, operativni pa slovenski KD BPH. Za potrebe diplomskega dela se smatrajo ti skladi kot tuji.

Tabela 2: Temeljne razlike med vzajemnim sklantom in investicijsko družbo

Vzajemni sklad	Zaprti investicijski sklad
Z delnicami VS se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev.	Delnice zaprtih skladov se prodajajo in kupujejo na borzi.
Tečaj delnic je vedno enak čisti vrednosti sredstev na delnico.	Cene delnic se oblikujejo na osnovi dnevne ponudbe in povpraševanja udeležencev trga.
Število izdanih enot premoženja sklada se vsakodnevno spreminja, odvisno od povpraševanja in ponudbe investorjev.	Število delnic je stalno in se poveča le, če se upravitelj sklada odloči za izdajo nove emisije delnic (kot pri delniški družbi).
Z večino naložb, ki sestavljajo portfelj VS, se trguje na organiziranem trgu kapitala.	Zaprti skladi imajo lahko v svojem portfelju tudi znaten del naložb, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu kapitala.
Vlagatelj ob nakupu/prodaji enot premoženja sklada plača vstopno/izstopno provizijo DZU, ki upravlja s premoženjem sklada.	Ob trgovanju z delnicami vlagatelj plača provizijo borznemu posredniku, ki je ponavadi nižja od vstopne/izstopne provizije VS.
	Tveganje investiranja v zaprti investicijski sklad je višje od tveganja pri investiranju v VS z enako sestavo premoženja.

Vir: Kleindienst, 2001, str. 440-441.

Obstajajo tudi SICAV skladi, ki so po svojih lastnostih mešanica zaprtih investicijskih skladov in vzajemnih skladov. Od prvih imajo lastnost, da se njihovo premoženje razdeli na delnice, od drugih pa, da število delnic ni stalno, ampak se spreminja. Tovrstnih skladov v Sloveniji ni in jih slovenska zakonodaja ne pozna. Pozna pa jih luksemburška zakonodaja, kjer je večina tamkaj registriranih skladov prate tipa SICAV. Od slovenskih upravljavcev je sklad takšne pravnoorganizacijske oblike skladov do sedaj registriral KD Investments (Lubej, 2005, str. 31).

2.2.2. Vzajemni skladi

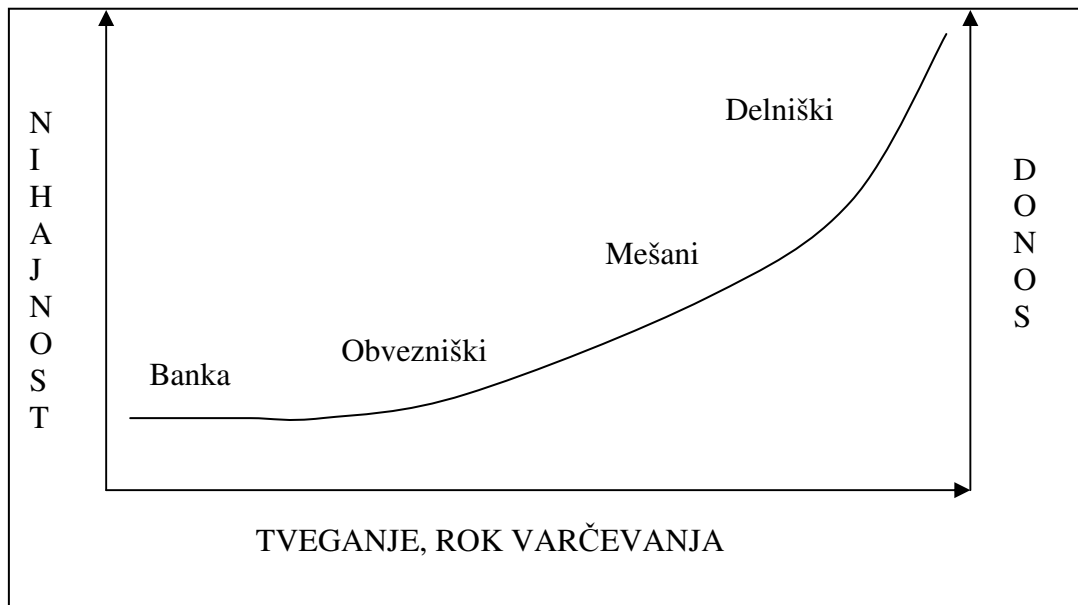
Vzajemne sklade se lahko deli na mnogo načinov. Najbolj razširjena delitev vzajemnih skladov je glede na vrsto vrednostnih papirjev (Fredman, 1993, str. 23-54). Glavno vlogo igra razmerje med delnicami, ki so dolgoročno najdonosnejše naložbe in obveznicami, ki veljajo za bolj varne tudi na krajši rok, vendar so nekoliko manj donosne (O vzajemnih skladih, 2006). Slika 2 (na str. 6) prikazuje, kako z večanjem deleža delnic v portfelju sklada raste tudi njegovo tveganje.

V okviru te politike se skladi delijo na:

- **Delniške sklade.** Zanje je značilno, da imajo v svojem premoženju lastniške vrednostne papirje. Njihovi cilji so najbolj raznovrstni, od najvišjega tekočega dohodka do najvišje kapitalne rasti.
- **Mešane sklade.** To so skladi, ki investirajo tako v dolžniške kot v lastniške vrednostne papirje. Najbolj tipičen predstavnik te skupine so uravnoteženi skladi.

- **Obvezniške sklade.** Ti skladi investirajo zbrana sredstva v dolžniške vrednostne papirje. Večina dohodkov prihaja od obresti, kapitalsko so omejeni. Prinašajo manjši donos in so manj tvegani (Mramor, 2000, str. 92-93).
- **Sklade denarnega trga.** Namenjeni so kratkoročnim naložbam denarja, še krajšim kot obvezniški vzajemni sklad. Predvsem pa predstavljajo začasno zatočišče kapitala, ko so razmere na delniških in/ali obvezniških trgih negotove (Lubej, 2005, str. 71).

Slika 2: Vzajemni skladi glede na naložbeno strukturo



Vir: Lubej, 2004, str. 13.

Iz Tabele 3 (na str. 7) je razvidno, da je bil v Sloveniji med leti 1999-2006 sprva zelo visok delež mešanih slovenskih skladov, nato pa je ta skozi leta upadal predvsem na račun delniških skladov. V prvi polovici leta 2006 znaša tako njihov delež 51,85%, delež mešanih pa 41,75%, medtem ko sta deleža obvezniških skladov in skladov denarnega trga zelo majhna in znašata skupaj približno 4%. V primerjavi s povprečjem UCITS³ skladov (razvidno iz Tabele 4, na str. 7), ki znaša pri delniških 39%, pri obvezniških pa 25%, velja iskati razlike s slovenskimi vlagatelji v dejstvu, da ti še niso doživeli resnejših popravkov delniških tečajev navzdol, zato so se pripravljene izpostaviti nadpovprečno visokemu tveganju v pričakovanju visokih donosov.

³ UCITS (angl. undertaking for collective investment in transferable securities) pomeni splošno poimenovanje odprtih investicijskih skladov v Evropi, ki ustrezajo zahtevam evropske smernice 85/611/EEC iz 1985 in njenih kasnejših dopolnil.

Tabela 3: Struktura naložb po vrstah vzajemnih skladov v Sloveniji (v %)

Vrsta sklada	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Povprečje
Delniški	15,74	20,60	20,02	22,58	24,68	28,04	50,41	51,85	29,24
Mešani	80,73	75,86	73,97	74,00	70,38	66,88	43,13	41,75	65,84
Obvezniški	3,53	3,54	6,01	3,41	4,94	5,08	4,13	3,78	4,30
Sklad skladov	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,85	2,09	0,49
Denarni	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,32	0,37	0,09
Indeksni	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,16	0,17	0,04

Vir: Letni in mesečni pregled, 2006.

Tabela 4: Struktura naložb po vrstah vzajemnih UCITS skladov, na dan 31.12.2005 (v %)

Vrsta sklada	31.12.2005
Delniški	39
Mešani	14
Obvezniški	25
Skladi skladov	2
Denarni	18
Drugi	3

Vir: Trends in the European Investment Funds Industry in the First Quarter of 2006, 2006.

2.3. Prednosti in slabosti investiranja v vzajemne sklade

2.3.1. Prednosti investiranja v vzajemne sklade

1) Velika razpršitev finančnega premoženja in zmanjšanje naložbenega tveganja

To je morda tudi največja prednost IS pred neposrednim investiranjem v vrednostne papirje (Kleindienst, 2001, str. 443). Vzajemni sklad lahko s svojo naložbeno politiko bistveno vpliva na zmanjšanje tveganja vzajemnega sklada, kar omogoča, da ima vzajemni sklad manjše tveganje ob enaki pričakovani donosnosti (Sharpe, Alexander, 1990, str. 11). Posamezen investitor zaradi omejenih sredstev, časa ali zaradi previsokih stroškov težko doseže primerno razpršitev svojih naložb.

Vzajemni skladi lahko odpravljajo tveganja na naslednje načine:

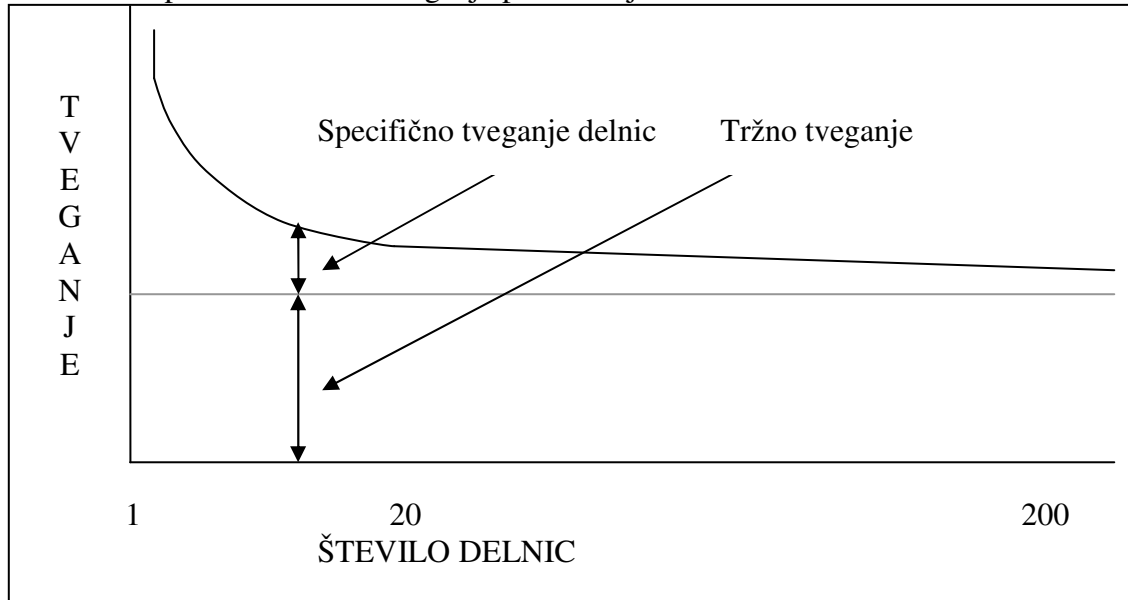
- **Razporeditev (alokacija) naložb.** Pomeni investiranje naložb v različne skupine, kot so delnice, obveznice, denarne rezerve, nepremičnine in podobno. Lahko je celo pomembnejša od njihove razpršitve (Zobavnik, 1997, str. 7), saj je ustrezna strateška sestava premoženja ključ do obvladovanja tveganja.
- **Razpršitev (diverzifikacija) naložb.** Je razdelitev sredstev v različne naložbe⁴. Z njo je možno zmanjšati ali odpraviti nesistematično (specifično) tveganje, kar prikazuje spodnja

⁴ Bistvo razpršitve se lahko ponazori z ljudskim pregovorom: »Ne stavite vsega na istega konja!«, ali kot bi rekli v ZDA: »Ne nosite vseh jajc v eni košari!« (Statman, 2004). Iz empiričnih preučevanj sledi, da razpršitev premoženja zmanjšuje njegovo tveganje, vendar pa se učinki razpršitve hitro zmanjšujejo z večanjem števila naložb. Prvih 10 do 15 naključno izbranih naložb prinese veliko večino zmanjšanja tveganja premoženja, ki ga je z razpršitvijo tveganih naložb mogoče doseči, učinki dodatnih naložb pa so zelo majhni (Mramor, 2000, str. 87).

Slika 3 (Zobavnik, 1997, str. 7). Za vzajemne sklade je razpršitev predpisana z zakonom (ZISDU-1)⁵.

- **Negativna kovarianca** med donosnostmi vrednostnih papirjev v vzajemnem skladu. Tveganje se lahko dodatno zmanjša tako, da se naložba vzajemnega sklada razprši v vrednostne papirje, katerih donosnost se giblje v nasprotni smeri (Zobavnik, 1997, str. 7).

Slika 3: Razpršitev naložb in tveganje premoženja



Vir: Diversification, 2006.

2) Večja likvidnost naložb

Ker je varčevanje v vzajemnih skladih dolgoročna naložba, je zelo pomembno, da lahko vlagatelj v vsakem trenutku pride do denarja. Tako je likvidnost ena od bistvenih prednosti vzajemnega sklada pred nekaterimi drugimi naložbami (vezane vloge, življenjsko zavarovanje, nepremičnine), predvsem za vse male investitorje, ki lahko nepričakovano potrebujejo denar v razmeroma kratkem času.

3) Strokovnost upravljanja

Premoženje vzajemnega sklada upravlja skupina strokovno usposobljenih in izobraženih ljudi, ki s ciljem povečevanja donosnosti sklada nenehno raziskuje trg, podjetja in panoge. Strokovno upravljanje zahteva precej znanja, časa, sredstev in izkušenj, zato je v primerjavi s posameznimi investitorji bolj uspešno, saj le-ti praviloma nimajo znanj.

4) Povečana varnost naložb

Prvi element varnosti je razpršitev naložb. Sicer je področje vzajemnih skladov v Sloveniji urejeno z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju tudi

⁵ Za podrobnejšo predstavitev ZISDU-1 glej 4.3. točko zakona, ki govori o naložbah investicijskih skladov (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2005, 64-77. člen).

ZISDU). Nadzor nad poslovanjem vzajemnih skladov in družb za upravljanje pa izvaja državna institucija, imenovana Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju tudi ATVP). Obvezne so tudi letne revizije vzajemnih skladov in DZU-ja s strani neodvisnih revizijskih družb (ABC vzajemnih skladov, 2006). Po novem ZISDU-1 delo DZU nadzoruje skrbniška banka, ki opravlja nadzor nad pravilnostjo izračuna VEP, provizij ter obračuna vplačil in izplačil sklada (Pulko, 2004, str. 50-52; Lubej, 2004, str. 13).

5) Druge prednosti

- **Dostopnost vsakomur.** Varčevanje v vzajemnih skladih je dostopno za vsakega vlagatelja. Najmanjše možno vplačilo v vzajemne sklade je navadno vrednost ene enote premoženja, ki je običajno relativno nizka, se pa ti zneski med posameznimi vzajemnimi skladi razlikujejo.
- **Enostaven postopek investiranja.** Pomeni enostaven postopek nakupa in prodaje delnice vzajemnega sklada, lahko pa tudi možnost avtomatičnega reinvestiranja dividend in razdeljenih kapitalskih dobičkov, priprave poročila za davčno službo in drugih ugodnosti skladov (Zobavnik, 1997, str. 3-4).
- **Investicijska prožnost.** Nekateri vzajemni skladi se odzivajo tudi na različne želje investitorjev. Investicijska prožnost vzajemnih skladov se kaže v možnosti spremembe (brez provizije) enega vzajemnega sklada za lastništvo drugega, ki ima navadno drugačno investicijsko politiko znotraj iste skupine skladov (Zobavnik, 1997, str. 3-4).
- **Preglednost poslovanja.** Vrednosti enot premoženja vzajemnih skladov so dnevno objavljene v tečajnici, ki se lahko najde v dnevnem časopisju z veliko naklado (Delo, Dnevnik, Večer, Finance), na teletekstu, v revijah Kapital in Profit ter na spletnih straneh. Sporočila o vrednosti enot premoženja lahko pri nekaterih DZU prejemo tudi po elektronski pošti.
- **Prihranek časa.** Z nakupom delnic ali enot premoženja VS investitor prihrani del časa, ki bi ga porabil pri neposrednem investiranju v vrednostne papirje. Izbiro posameznih papirjev in vse druge dejavnosti v zvezi z investiranjem prepusti družbi, ki sklad upravlja. Nadomestilo, ki ga v obliki provizije plača družbi za upravljanje, je torej plačilo (tudi) za storitve (Kleindienst, 2001, str. 445).
- **Zasebnost imetnikov kuponov skladov.** Investicijski kuponi za razliko od delnic niso vodeni pri klirinško depotni družbi (KDD), zato se seznama imetnikov ne da kupiti (ABC vzajemnih skladov, 2006).

2.3.2. Slabosti investiranja v vzajemne sklade

1) Stroški

Stroške vzajemnih skladov se deli na enkratne stroške, ki nastopajo samo pri nakupu oziroma prodaji, ter redne stroške, ki vplivajo na premoženje ves čas, ko ima vlagatelj investicijske kupone izbranega sklada (Osnove vzajemnih skladov, 2006). Daljše ko je obdobje investiranja v sklad, toliko bolj pomembna postavka postajajo redni stroški, ki stalno bremenijo, manj pomembni pa postajajo enkratni stroški pri vstopu ali izstopu iz sklada.

Enkratne stroške se razdeli na (Osnove vzajemnih skladov, 2006):

- **Vstopna provizija.** Obračuna se pri nakupu enot premoženja sklada in je lahko fiksna ali pa odvisna od višine vplačila. Upravljavec se lahko odloči vlagateljem ponuditi tudi vstop v posamezni sklad brez vstopne provizije.
- **Prodajna provizija.** Poleg vstopne provizije upravjavca lahko vlagatelj plača še provizijo posredniku, preko katerega vstopa v sklad. Pri slovenskih upravljavcih tega stroška ni, pojavlja pa se lahko pri vstopu v sklade tujih upravljavcev.
- **Izstopna provizija.** Obračuna se pri prodaji enot premoženja vzajemnemu skladu. Lahko je fiksna ali pa odvisna od velikosti zneska.
- **Posebna znižana provizija za prestop med skladi.** Upravljavec lahko določi, da v primeru, da prodate enega izmed »njegovih« sklado in kupite drugega, veljajo nižji stroški, kot če bi enostavno upoštevali izstopno provizijo prvega ter vstopno provizijo drugega sklada.

Redni stroški pa se delijo na (Osnove vzajemnih skladov, 2006):

- **Upravljavska provizija.** To je letno nadomestilo upravjavcu za upravljanje sklada. Izraženo je s fiksnim odstotkom od povprečne vrednosti sklada, obračunava se dnevno. Pri dolgoročnih naložbah močno vpliva na donosnost vzajemnega sklada⁶.
- **Skrbniška provizija.** To je letno nadomestilo za skrbniške storitve, ki jih v imenu zaščite vlagateljev izvajajo banke-skrbnice. Gre predvsem za nadzor nad posli, ki jih sklepa upravljavec, in kontrolo izračuna enote premoženja. Skrbniška provizija je tipično relativno majhen strošek.
- **Celotni letni stroški.** Vlagatelje poleg vnaprej določene upravljavske in skrbniške letne provizije bremenijo tudi nekateri stroški poslovanja skladov, ki so navedeni v prospektih skladov, skupaj pa tvorijo celotne stroške, ki so zaradi primerljivosti izraženi v odstotku od čiste vrednosti sredstev. Ti drugi stroški so po navedbah ZISDU-1 (Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2005, 124. člen) še stroški posredovanja pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev, stroški klirinško-depotne družbe, stroški plačilnega prometa, stroški revidiranja letnega poročila, stroški obveščanja imetnikov investicijskih kuponov, stroški obdavčitve premoženja in prometa sklada.

Poleg navedenih stroškov imajo vlagatelji še stroške nakazila denarja na sklad (položnice ali trajnik) in morebitne stroške menjave valut. Stroškov odprtja in vodenja računa pri slovenskih vzajemnih skladih ni, nekateri skladi v tujini pa poznajo tudi te (Gostiša, 2004, 11).

2) Druge slabosti vzajemnih skladov

- **Ni neposrednega osebnega stika.** Vzajemni skladi ne omogočajo neposrednega stika med investitorjem in investicijskim svetovalcem sklada (Zobavnik, 1997, str. 3).
- **Nadzor nad kapitalskim dobičkom.** V nasprotju z neposredno naložbo investitor izgubi nadzor nad kapitalskimi dobički. Pri neposrednem investiranju lahko posameznik namreč

⁶ Upravljavska provizija je podrobneje predstavljena v Prilogi 1, na str. 1.

natančno določi, kdaj bo in kdaj ne bo dosegel kapitalnega dobička ali kapitalne izgube, pri tem pa lahko upošteva tudi davčni vidik. Posamezni investitor tako praktično ne more sodelovati pri upravljanju sklada (Rowland, 1996, str. 138).

- **Število vzajemnih skladov.** Zaradi velikega števila vzajemnih skladov ima investitor oteženo delo pri izbiri primerne sklada (Bogle, 1994, str. 54-55). Ponudba vzajemnih skladov v svetu je velika, prav tako pa narašča tudi ponudba v Sloveniji.

3. SLOVENSKI VZAJEMNI SKLADI

3.1. Slovenski finančni trg

Za slovenski finančni trg je značilna visoka koncentracija, saj je konec leta 2004 delež bilančne vsote največje banke (NLB) v bilančni vsoti vseh bank znašal kar 32%. Med institucijami na slovenskem finančnem trgu prevladujejo denarne institucije, torej banke in hranilnice. Največjo skupino med nedenarnimi finančnimi institucijami predstavljajo zavarovalnice in pozavarovalnice, medtem ko je bil delež vzajemnih skladov konec leta 2004 skromen in je znašal 2,2% (Špacapan, 2005, str. 36-37), kar je razvidno iz Tabele 5.

Tabela 5: Struktura slovenskega finančnega sistema v letu 2004

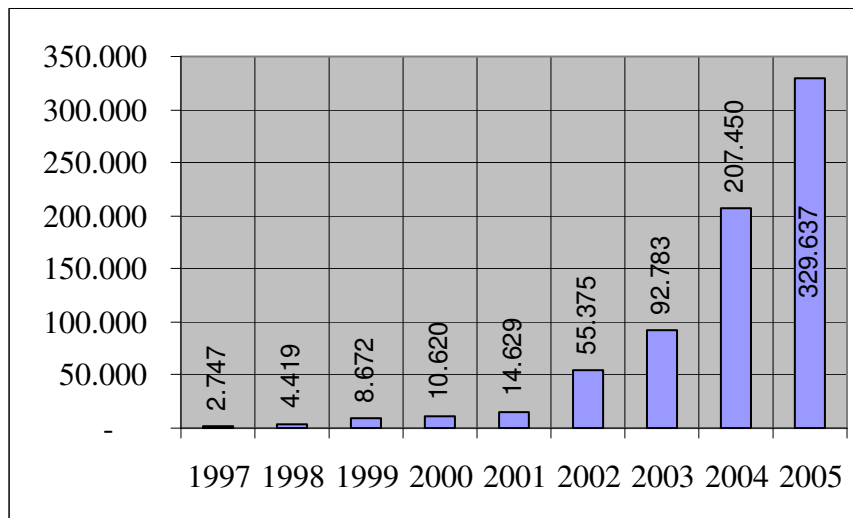
Število finančnih institucij	Št.	Bilančna vsota (v mio SIT)	Delež (v %)
Centralna banka		1.620.994	16,7
Druge finančne institucije		5.677.301	58,6
Poslovne banke	20	5644.744	58,3
Hranilnice	2	26.693	0,3
Hranilno kreditne združbe	2	5.864	0,1
Nedenarne finančne institucije		2.381.840	24,6
Zavarovalnice	13	641.594	6,3
Pozavarovalnice	2	73.832	0,8
Pokojninske družbe	4	54.239	0,6
Vzajemni pokojninski skladi	7	72.508	0,7
Investicijske družbe	11	289.816	3,0
Vzajemni skladi	34	210.149	2,2
Borzno posredniške družbe	18	23.040	0,2
Drugi		1.047.662	10,8
Skupaj		7.062.509	100

Vir: Število finančnih institucij, 2006.

3.2. Obseg sredstev in število investitorjev v vzajemnih skladih

V obdobju 1997-2004 so si po skromnih začetkih slovenski vzajemni skladi v zadnjih letih pridobili precejšnji obseg sredstev v upravljanju. Delno je to posledica donosov kapitala v upravljanju, vendar se večji del rasti pripisuje novim vplačilom investitorjev. Uspešno obdobje je bilo od junija 1998 do junija 1999, ko so skladi v enem letu podvojili obseg sredstev v upravljanju iz 4,419 mrd SIT na 8,672 mrd SIT, kar prikazuje Slika 4. Obseg naložb pa se je močno povečal v prvih devetih mesecih leta 2002, saj so se sredstva povečala za več kot 191%. Tudi v letih 2003 in 2004 se beleži ponovno vsako leto (približno) podvojitve kapitala (Lubej, 2005, str. 42-43). V letu 2005 so se celotna sredstva v upravljanju povzpela na 312 mrd SIT, kar je 50,42 % rast glede na konec predhodnega leta. Rezultat je v okviru trendov, ki so jih vlagatelji vajeni iz zadnjih let, oziroma bliže njegovemu spodnjemu robu.

Slika 4: Sredstva v slovenskih vzajemnih skladih do oktobra 2005 (v mio SIT)



Vir: Letni in mesečni pregled, 2006.

Kljub dejstvu, da se je obseg sredstev v upravljanju v zadnjih letih povečeval, pa Slovenci, v primerjavi z evropskim povprečjem sredstev v skladih, močno zaostajajo. Če se pogleda sredstva v vzajemnih skladih na prebivalca, jih je imela Slovenija 10. marca 2006 695 EUR, medtem ko jih je imela na primer sosednja Avstrija konec leta 2004 9.347 EUR (glej Tab. 2, Priloga 2, str. 2). Po Lubeju (2005, str. 46) so na eni strani vlagatelji tisti, ki se ne odločajo dovolj množično za varčevanje v vzajemnih skladih, na drugi strani pa je bil razlog skromnega vlaganja tudi do nedavnega skromna ponudba vzajemnih skladov na slovenskem trgu, kot tudi zakonodaja, ki je omejevala njihove naložbene možnosti. Negativno so na razvoj varčevanja v vzajemnih skladih do konca leta 2003 vplivale tudi visoke in neobdavčene obrestne mere za bančno vezane vloge. V letu 2005 pa omenjeni avtor (Lubej, 2005b) kot razloga za spodnji rob trenda vidi v skromnih donosih slovenskih naložb in neugodnem ter zapletenem davčnem statusu naložb v vzajemne sklade.

Glede na nizko višino sredstev na prebivalca v Sloveniji se pričakuje nadaljnja rast vplačil v vzajemne sklade, prav tako pa bo na rast v prihodnje vplivala tudi ugodnejša davčna zakonodaja, ki enakomernejše obravnava obdavčenje dobičkov iz naslova naložb v sklade in druge oblike kapitalskih naložb.

Vzporedno z obsegom sredstev v upravljanju se povečuje tudi število investitorjev v vzajemnih skladih, kar je razvidno iz Tabele 6, ki prikazuje njihovo število v slovenskih vzajemnih skladih konec posameznih let v obdobju 1998-2004. Po letu 2001 je opaziti intenzivno absolutno in relativno povečevanje. Relativna rast je bila največja v obdobju 31.12.2001 – 31.12.2002, ko se je število vlagateljev povečalo za kar 168%, največja absolutna rast pa je bila v obdobju 31.12.2003-31.12.2004 in je znašala 67.766. Konec leta 2004 se tako beleži 126.547 investitorjev⁷, kar je za 115% več glede na predhodno leto.

Tabela 6: Število investitorjev v slovenskih vzajemnih skladih

	Število investitorjev	Razlika glede na predhodno leto	Sprememba glede na predhodno leto (v %)
31.12.1998	5.481		
31.12.1999	8.813	3.332	61
31.12.2000	11.986	3.173	36
31.12.2001	14.148	2.162	18
31.12.2002	37.965	23.817	168
31.12.2003	58.781	20.816	55
31.12.2004	126.547	67.766	115

Vir: Število vlagateljev v skladih, 2006; Lastni izračuni.

4. DENARNI TOKOVI V SLOVENSKE IN TUJE VZAJEMNE SKLADE V SLOVENIJI

4.1. Starejši in novi slovenski vzajemni skladi

Za boljše razumevanje denarnih tokov slovenskih vzajemnih skladov, je le-te smiselno ločiti na starejše in nove sklade, kar zaenkrat sovpada tudi z geografsko razporeditvijo naložb:

⁷ Številke dejansko povedo, koliko je bilo odprtih investicijskih računov pri vzajemnih skladih. Dejansko pa ima lahko en vlagatelj iz davčnih razlogov pri istem vzajemnem skladu odprtih več računov kot tudi iz varnostnih razlogov račune pri več vzajemnih skladih in upravljavcih. Tako dejansko število vlagateljev ni 126.547, ampak je bistveno manjše. Ocenjuje se ga na okoli 80.000, kar pomeni, da v vzajemnih skladih varčuje približno 4% Slovencev.

- **Starejši slovenski skladi**⁸. Ustanovljeni so bili po starem Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU), pred 3.1.2003. Ta je slovenskim skladom dovoljeval, da so lahko v tuje vrednostne papirje investirali zgolj 10% celotnega premoženja. Tako so bili ti skladi, zaradi omejenosti na slovenski trg, pravzaprav dolga leta specializirani, čeprav se tako niso imenovali. Novi zakon ZISDU-1, ki je začel veljati s 3.1.2003, je to omejitev odpravil. Kljub temu so starejši skladi šele v letu 2005 zlagoma spremenili naložbeno politiko, zadnji pa je bil Primus, februarja 2006. Danes so povečini širše zastavljeni, dejanska sestava naložb pa se seveda ni in ne more spremeniti v trenutku. Tako imajo ti skladi še vedno velik delež slovenskih naložb⁹.
- **Novi slovenski skladi**. Ustanovljeni so bili po aktualnem zakonu ZISDU-1, po 3.1.2003. Usmerjeni so pretežno v tujino in so globalno kot tudi geografsko specializirani¹⁰. Primerljivi so s tujimi skladi v Sloveniji in jim predstavljajo neposredno konkurenco.

4.2. Pregled denarnih tokov

Denarni tokovi dobro pokažejo naklonjenost vlagateljev posameznim vzajemnim skladom ter njihovim družbam za upravljanje. Pregled se začne z letom 2005, ko so se tuji upravljavci začeli vidneje pojavljati v Sloveniji, ter konča z 18.5.2006. Velja omeniti, da od konca januarja 2006 natančnejših podatkov za tuje sklade zaradi nedostopnosti podatkov ni, kljub temu pa je podana okvirna slika aktualnega dogajanja¹¹. V nadaljevanju je podana analiza denarnih tokov s predstavljenimi vzroki za prilive in odlive posameznih skladov, ki so poglobljeno in širše predstavljeni v petem poglavju¹².

V obdobju od 1.1.2005 do 31.12.2005, kot je prikazano v Tabelah 7 (na str. 15) in 8 (na str. 16), je bilo v družbe, ki upravljajo ali tržijo vzajemne sklade v Sloveniji, vplačanih neto 57,96 mrd SIT, od tega 33,22 mrd SIT oziroma 57% vseh neto prilivov v slovenske in 24,74 mrd SIT oziroma 43% vseh neto prilivov v tuje sklade. Največ denarja je bilo vplačanega v Reiffeisnove in slovenske NLB sklade, v prve 16,48 mrd SIT, v druge pa 12,72 mrd SIT. Med posamezne slovenske sklade se je, poleg Triglava Steber I¹³, največ denarja neto nateklo v

⁸ V Prilogi 3 (glej Tab. 4, str. 5) je naveden seznam starejših skladov, prav tako pa je podana njihova podrobnejša analiza (glej Tab. 5, Priloga 3, str. 6).

⁹ Za dodatne razloge glej podpoglavje 5.4.1., na str. 37.

¹⁰ V Prilogi 3 (na str. 4), prikazuje Slika 2 razliko med starejšimi in novimi slovenskimi skladi, ki se kaže v obsegu sredstev naloženih v tujih vrednostnih papirjih.

¹¹ Okvirna slika vključuje navedbo skupnega obsega sredstev, ki so ga tuji upravljavci pridobili v prvih treh mesecih v letu 2006, podatki pa so črpani iz članka Gregorja Grmeka: V Sloveniji vzajemci rastejo kot gobe po dežju.

¹² Posredno so denarni tokovi predstavljeni še v podpoglavju 5.2.2., na str. 28, kjer je podana analiza tržnih deležev posameznih upravljavcev, na tem mestu pa bo osredotočenost na posamezne reprezentativne sklade, denarni tokovi pa so predstavljeni v absolutnih zneskih.

¹³ Delniški vzajemni sklad Triglav Steber I je nastal s preoblikovanjem iz delniške investicijske družbe Triglav Steber I, ID, d.d., Triglav DZU pa je začela z njegovim trženjem v juniju 2005, ko je imel sklad visok priliv v višini 8,3 mrd SIT. Ta ni nastal zaradi novega vplačila vlagateljev, temveč zaradi izplačanih dividend investicijske družbe za leti 2004 in 2005.

KD Prvi izbor, in to za 5,68 mrd SIT. Natančnejših podatkov, kateri tuji sklad je bil za slovenske vlagatelje najbolj zanimiv, sicer ni, v Raiffeisen Krekovi banki pa pravijo, da sta bila to vzajemna sklada Osteuropa Aktien in Eurasien Aktien. Največje odlive so v preučevanem obdobju imeli starejši slovenski skladi, od katerih je najbolj izstopal Galileo, s skoraj 7 mrd SIT, kar je tudi eden glavnih razlogov za uvrstitev slovenske DZU KD Investments na zadnje mesto glede na celotne neto prilive.

Tabela 7: Prilivi/odlivi v vzajemne sklade slovenskih in tujih družbah za upravljanje v letu 2005 in v januarju 2006

Družbe za upravljanje	2005		Januar 2006	
	Prilivi/odlivi (v mrd SIT)	Delež glede na celotne neto prilive (v %)	Prilivi/odlivi (v mrd SIT)	Delež glede na celotne neto prilive (v %)
Slovenske DZU	33,22	57	-1,32	-22
NLB Skladi	12,72	22	1,32	22
Triglav DZU	10,6	18	0,49	8
Medvešek Pušnik DZU	5,02	9	1,76	29
Probanka DZU	2,21	4	-0,14	-2
Ilirika DZU	2,4	4	0,17	3
KBM Infond	1,35	2	0,06	1
NFD	1,11	2	0,00	0
Perspektiva DZU	0,74	1	-0,19	-3
Publikum PDU	-0,25	0	0,15	2
Krekova družba DZU	-0,12	0	-0,24	-4
Primorski skladi	-0,1	0	-0,18	-3
Abančna DZU	-0,15	0	-0,36	-6
KD Investments	-2,33	-4	-4,19	-69
Tuje DZU	24,74	43	7,36	122
Raiffeisen KAG	16,48	28	5,49	91
Capital Invest	6,17	11	1,03	17
Sanpaolo IF	0,58	1	0,48	8
SEB Found Services	1,51	3	0,36	6
SGAM Fund	NP	-	NP	-
Skupaj	57,96	100	6,04	100

Opomba: NP – ni podatka.

Vir: Letni in mesečni pregled, 2006; Nidorfer, 2006a., str. 17.

Tabela 8: Prilivi/odlivi v slovenske VS od 1.1. do 31.12.2005 (v mrd SIT)

Vzajemni skladi (51)	Prilivi/odlivi (v mrd SIT)
Triglav Steber I	8,59
KD Prvi izbor, VS delniških skladov	5,68
NLB Skladi - Kombinirani sklad	4,51
Beta - delniški	4,18
MP-ASIA.SI	3,90
Krekov sklad Skala	-0,86
Mešani vzajemni sklad Primus	-1,22
Alfa - uravnoreženi	-2,09
KD Rastko	-2,13
KD Galileo	-7,17
Skupaj (51)	33,22

Vir: Letni in mesečni pregled, 2006.

Tabela 9: Prilivi/odlivi v slovenske VS januarja 2006 (v mrd SIT)

Vzajemni sklad (55)	Prilivi/odlivi (v mrd SIT)
MP-ASIA.SI	1,00
KD Prvi izbor, VS delniških skladov	0,70
Modri korak	0,46
MP-ENERGY.SI	0,39
Beta - delniški	0,39
Krekov sklad Skala	-0,49
Alfa - uravnoreženi	-0,59
KD Bond	-0,87
KD Rastko	-1,59
KD Galileo	-2,62
Skupaj (55)	-1,33

Vir: Letni in mesečni pregled, 2006.

V januarju 2006, kot ga prikazujeta Tabeli 7 (na str. 15) in Tabeli 9, je bilo v slovenske in tuje sklade vplačanih neto 6,04 mrd SIT, od tega so imeli tuji skladi 7,36 mrd SIT neto prilivov, medtem ko je bila razlika med odlivi in prilivi denarja v slovenske vzajemne sklade 1,33 mrd SIT, kar je bilo v zgodovini slovenskih vzajemnih skladov največ do tedaj¹⁴, ter po septembru 2005 že drugi neuspešen mesec¹⁵. Med družbami za upravljanje se je daleč največ denarja nateklo v tuje Reiffeisnove sklade v višini 5,49 mrd SIT neto oziroma kar 91% vseh neto prilivov. Prilive v višini 1,03 mrd SIT je imel še tuji Capital Invest. Med slovenskimi DZU so imeli neto prilive nad mrd SIT Medvešček Pušnik DZU in NLB skladi. Največje odlive pa so občutili skladi KD Investments v višini 4,19 mrd SIT, kar predstavlja -69% glede na neto prilive. Med posameznimi vzajemnimi skladi je imel največje neto prilive tuji Ostereuropa-

¹⁴ Od 1.1.2006 do 19.1.2006 je bil skupen neto odliv kar 3,3 mrd SIT, nato pa se je do konca meseca postopoma zmanjševal. Do 29. januarja je znašal še 2,23 mrd SIT.

¹⁵ Takrat so bili neto odlivi 1,06 mrd SIT (glej Tab. 7, Priloga 3, str. 7).

Aktien družbe Raiffeisen KAG v višini 2,49 mrd SIT. Med slovenskimi skladi pa so bile velike razlike, saj so beležili novi skladi prilive, starejši pa precejšnje odlive. Tako je imel visoke prilive MP-Asia.si v višini 1 mrd SIT, na drugi strani pa je bil največjega odliva v višini 2,62 mrd SIT deležen tudi nekdanj najdonosnejši slovenski sklad KD Galileo, ki ima od marca 2005 skupno že več kot 10 mrd SIT odliva. Visok odliv je imel še KD Rastko¹⁶, v višini 1,59 mrd SIT. Drugi slovenski skladi so izgubljali manj, vendar so bili po obsegu sredstev v upravljanju tudi manjši. V minusu je bilo tako kar 30 slovenskih skladov, kar je bila več kot polovica vseh slovenskih takratnih skladov.

Za obdobje od 1.1. do 18.5.2006 so podrobneje preučeni slovenski skladi in DZU, saj za tuje ni dostopnih vseh ustreznih podatkov. V tem času so slovenski vlagatelji v slovenske sklade vplačali neto 12,56 mrd SIT, kar je razvidno iz Tabele 10. Po slabem januarju so bili kasnejši meseci precej uspešnejši. Samo marca je bilo tako na primer neto vplačanih skoraj 4,9 mrd SIT. V preučevanem pet in pol mesečnem obdobju, od 1.1. do 18.5.2006, sta imela med slovenskimi DZU-ji največje prilive NLB skladi in Medvešek Pušnik DZU, prvi v višini 6,42 mrd SIT, drugi pa v višini 5,73 mrd SIT (glej Tab. 9, Priloga 3, str. 7). Visoke neto odlive pa ima še vedno KD Investments. Med skladi velja omeniti sklada Publikum Balkan in KD Balkan, ki sta imela v marcu zelo visoke neto prilive, oba po več kot 3 mrd SIT, skupno 6,5 mrd SIT. Po drugi strani pa se nadaljuje razprodaja enot premoženja vzajemnih skladov KD Galileo, KD Rastko, Primus idr. Galileo je imel do 18. maja 6,79 mrd SIT neto odlivov. Sicer pa je imelo v prvih petih mesecih večji odliv od priliva 29 od 78 slovenskih vzajemnih skladov. Od tujih skladov, ki imajo dovoljenje za trženje v Sloveniji, imajo še vedno največje prilive v Raiffeisen Krekovi banki. Glede na navedbe Grmeka (2006a, str. 27) so v slabih treh mesecih v letu 2006 pridobili že 12,4 mrd SIT. V omenjenem obdobju so Slovenci v slovenske sklade na prebivalca vložili 2.616 SIT, medtem ko so prilivi samo v Raiffeisnove sklade v tem obdobju na prebivalca znašali 6.182 SIT.

Tabela 10: Prilivi/odlivi v slovenske vzajemne sklade od 1.1. do 18.5.2006 (mrd SIT)

Vzajemni skladi (77)	Prilivi/odlivi (v mrd SIT)					
	Januar	Februar	Marec	April	18. maj	Vsota
KD Balkan, delniški vzajemni sklad	0,00	0,13	3,15	0,72	0,02	4,02
Delniški VS Publikum Balkan	0,00	0,04	3,38	0,23	0,10	3,75
Beta - delniški	0,39	0,85	0,92	0,55	0,32	3,03
Infond BRIC	0,20	0,74	0,98	0,38	0,53	2,84
NLB Skladi - Svetovni sklad delnic	0,38	0,70	0,71	0,33	0,20	2,33
Krekov sklad Skala	-0,49	-0,26	-0,74	-0,14	-0,04	-1,68
Alfa - uravnoveženi	-0,59	-0,39	-0,47	-0,31	-0,02	-1,77
Mešani vzajemni sklad Primus	0,19	0,02	-2,89	-0,29	-0,33	-3,30
KD Rastko	-1,59	-0,95	-1,49	-0,35	-0,16	-4,55
KD Galileo	-2,62	-1,51	-2,03	-0,47	-0,16	-6,79
Skupaj (77)	-1,33	3,49	4,85	3,46	2,09	12,56

Vir: Letni in mesečni pregled, 2006.

¹⁶ Oba sklada, KD Galileo in KD Rastko, upravlja družba za upravljanje KD Investments.

4.3. Analiza denarnih tokov

Slabost omejenosti slovenskih upravljavcev na slovenski trg se je pokazala predvsem v letu 2005, ki je bilo nedonosno. Slabi rezultati so se odrazili v sorazmerno majhnih donosih starejših slovenskih vzajemnih skladov. Analiza denarnih tokov v preučevanem obdobju (1.1.2005-18.5.2006) tako pokaže, da so se slovenski vlagatelji umikali iz tovrstnih skladov, ki so zabeležili visoke odlive.

Na drugi strani pa je večina tujih in nekaj novih slovenskih skladov dosegala nadpovprečne donose, kar je bilo tesno povezano z gibanji na tujih kapitalskih trgih (Nidorfer, 2006, str. 12). Selitev denarja je potekala v tako imenovane modne sklade, ki investirajo zelo specifično in pokrivajo samo določeno geografsko področje in/ali panogo. Orientirani so na rastoče in zato tudi relativno tvegane trge. Tem skladom je skupno, da se lahko pohvalijo z lepimi donosi v preteklosti in dobro zgodbo, ki prepriča vlagatelje. Glede na to, da je zgodovina investiranja v vzajemne sklade v Sloveniji relativno kratka in specifična, velja posebej izpostaviti dejstvo, da v njihovih tečajnicah do konca preučevanega obdobja še nismo videli omembe vrednih minusov. Visoki donosi ali vsaj pozitivni rezultati so postali sami po sebi umevni in so še vedno glavni magnet za še neizkušene slovenske vlagatelje, ki se z investiranjem v te sklade izpostavljajo bistveno večjemu tveganju¹⁷ (Lubej, 2006). Z njim pa se pohvalijo zlasti skladi tujih upravljavcev, ki izkoriščajo prednost velike ponudbe kot tudi daljše navzočnosti na tujih trgih. Tako so ti imeli v letu 2005, kljub majhnemu tržnemu deležu, kar 43% vseh neto prilivov, v januarju 2006 pa so beležili rekordnih 122% prilivov glede na vse neto prilive.

Prednost poznavanja in dolgoletne prisotnosti na slovenskem trgu, kamor se lahko vključi tudi trg bivše Jugoslavije, pa so izkoristili slovenski upravljavci, ko so marca 2006 ponudili sklade, ki vlagajo na tako imenovanih balkanskih trgih. Vlagatelji so pokazali veliko zanimanja za tovrstno bolj tvegano ponudbo, predvsem za sklada Publikum Balkan in KD Balkan. Po navedbah Nidorferja (2006c) tuji upravljavci do začetka aprila 2006 take ponudbe v Sloveniji še niso ponujali, ob tem pa so slovenski izkoristili še prednost dobro razvejanih in utečenih tržnih mrež, saj so imeli zaradi dobrega oglaševanja v marcu visoke prilive.

Slovenska zakonodaja je največja ovira tujih upravljavcev v Sloveniji. V letu 2005 jih je tako na primer omejevala davčna delitev skladov na kvalificirane in nekvalificirane, s katero je bila večina tujih skladov davčno manj ugodna. Ukinitev davčne delitve s 1.1.2006 pa je zmanjšalo to njihovo slabost, kar je verjetno tudi eden izmed razlogov za večje prilive¹⁸ v njihove sklade.

¹⁷ Problematika prevelikega investiranja v tovrstne sklade je na kratko predstavljena v Prilogi 4, na str. 8.

¹⁸ V januarju 2006 so bile opazne precejšnje selitve denarja iz slovenskih skladov. Vlagatelji so namreč izkoristili novo davčno zakonodajo, ki je s 1.1.2006 ustvarjene dobičke, ki so bili lahko do konca leta 2005 obdavčeni tudi do 50 odstotkov, v vzajemnih skladih obdavčila z najvišjo 20-odstotno stopnjo (Nidorfer, 2006, str. 12).

5. PREDNOSTI IN SLABOSTI TUJIH IN SLOVENSКИH UPRAVLJAVCEV VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

Vstop Slovenije v Evropsko unijo je prinesel bistveno spremembo na do nedavnem tesno zaprtem slovenskem trgu vzajemnih skladov. Družbe za upravljanje, ki v eni od članic EU upravljajo sklade, ki so usklajeni z evropsko smernico UCITS, lahko pod določenimi pogoji te sklade neposredno tržijo tudi na območju Slovenije. S tem je odpadla zakonska obveznost ustanovitve podružnice, ki je pred tem odvrčala evropske interesente od prihoda v Slovenijo. (Kodrič, 2004). S 1.9.2004 se je na slovenskem trgu tako pojavil prvi uradno registrirani tuj ponudnik skladov avstrijske družbe Raiffeisen KAG. Od slovenske ATVP je pridobil dovoljenje za trženje desetih izbranih investicijskih skladov¹⁹ Raiffeisen Capital Management (v nadaljevanju tudi RCM), ki jih je ponudil preko svojega distributerja (Raiffeisen Krekova banka). Sicer gre za največjega avstrijskega upravljavca, ki upravlja skupaj več kot 25 mrd evrov, v Avstriji pa ima 21% delež. Nekateri njihovi skladi so že zelo veliki. Tako ima na primer RCM Euro plus Rent v upravljanju toliko sredstev kot vsi slovenski skladi skupaj. V letu 2005 so se na slovenski trg začeli prebijati še drugi tuji upravljavci: Capital Invest KAG, Sanpaolo IMI Asset Management S.A. in KD DeLux.

S prihodom tuje konkurence so slovenski vlagatelji pridobili možnost enostavnega vlaganja v tuje sklade, ki se po nekaterih lastnostih precej razlikujejo od slovenskih. Omogočajo natančnejšo geografsko razdelitev naložb, za dodatno preglednost imajo skladi jasno napovedane »benchmarke«²⁰, uporabljajo finančno vzvode in izvedene finančne inštrumente, večji tuji ponudniki se poslužujejo tudi najnaprednejših marketinških prijemov kot je na primer pristanek na neodvisno ocenjevanje s strani analitskih organizacij, kot sta Morningstar in Standard & Poor's (Kodrič, 2004). Tuji upravljavci imajo tudi dolgoletne izkušnje s tujih trgov, ki so za slovenske vzajemne sklade postali aktualni s 3.1.2003 po odpravi formalne omejitve 10% investiranja v tujino, še bolj pa po letu 2004, ko je bilo na slovenski borzi obdobje stagniranja.

Ob skupnem nastopanju slovenskih in tujih upravljavcev vzajemnih skladov v Sloveniji je lahko potencialen vlagatelj postavljen v dilemo, kateremu bolj zaupati? V nadaljevanju diplomskega dela so zato predstavljene njihove prednosti in slabosti, ki bi lahko vplivale na vlagateljevo končno odločitev. Nekatere postavljene trditve so precej splošne in ne veljajo za vse upravljavce enako, posebej ne za slovenske. Velja omeniti predvsem obseg sredstev v upravljanju, kjer so med slovenskimi upravljavci velike razlike, saj jih peščica obvladuje več kot polovico slovenskega trga. Tako je primerjalna prednost ekonomike obsega tujih upravljavcev v primerjavi s peščico slovenskih malo manjša.

¹⁹ Družba skupaj upravlja 272 skladov, od katerih je 190 investicijskih skladov.

²⁰ Sredstvo za primerjavo rezultatov. Vzajemni skladi običajno za benchmark gibanja točke uporabljajo borzni indeks ali kombinacijo dveh indeksov, na primer indeks A 75% in indeks B 25%.

Tabela 11: Prednosti in slabosti slovenskih in tujih upravljavcev vzajemnih skladov

	Tuji upravljavci	Slovenski upravljavci
PREDNOSTI	<ol style="list-style-type: none"> 1) Večji obseg sredstev v upravljanju <ul style="list-style-type: none"> • Večja stopnja razpršitve • Nižji stroški upravljanja • Nižji celotni stroški • Večja ponudba skladov • Večji marketinški proračuni • Večji upravljavski in analitski timi 2) Dolgoletna zgodovina <ul style="list-style-type: none"> • Dolgoletne izkušnje upravljanja • Globalna analitika in izkušnje na globalnih trgih • Ratingi priznanih analitskih organizacij 3) Učinkovitejša mednarodna razpršenost naložb v primerjavi s starejšimi slovenskimi skladi <ul style="list-style-type: none"> • Zmanjšanje geografskega tveganja • Zmanjšanje likvidnostnega tveganja • Povečanje donosnosti 	<ol style="list-style-type: none"> 1) Dolgoletna prisotnost na slovenskem trgu <ul style="list-style-type: none"> • Uveljavljenost in prepoznavnost • Poznavanje slovenskega trga • Dobro razvejane in utečene tržne mreže 2) Večji tržni delež 3) Dobri pretekli rezultati starejših skladov 4) (Mednarodna razpršenost naložb novih skladov)
SLABOSTI	<ol style="list-style-type: none"> 1) Slovenske zakonske ovire <ul style="list-style-type: none"> • Zakonske omejitve in počasnost ATVP pri potrditvi prospektov • Nedavni davčni privilegij slovenskih upravljavcev 2) Registrirani v tujini 3) Višja vstopne provizije in najmanjši zneski vplačil 4) Negativne posledice mednarodne razpršitve v primerjavi s starejšimi slovenskimi skladi <ul style="list-style-type: none"> • Tržno tveganje • Valutno tveganje • Dodatni stroški • Korelacijsko tveganje • Dodatna tveganja na porajajočih se trgih kapitala • Možno dvojno obdavčevanje v nekaterih državah 	<ol style="list-style-type: none"> 1) Ujetost v slovenske naložbe starejših skladov <ul style="list-style-type: none"> • Večje geografsko tveganje • Večje likvidnostno tveganje • Manjša donosnost v zadnjem času 2) (Negativne posledice mednarodne razpršitve novih slovenskih skladov)

Opomba: Analiza novih slovenskih skladov je podobna tujim skladom, zato so njihove prednosti in slabosti v oklepajih, podrobneje pa so opisane pri tujih upravljavcih.

Vir: Lubej, 2005c; Lastna dognanja.

5.1. Prednosti tujih upravljavcev

5.1.1. Večji obseg sredstev v upravljanju

V Tabeli 12 so razporejeni vzajemni skladi slovenskih in tujih upravljavcev po višini obsega sredstev na dan, 5.5.2006. Glede na to, da med 185 ponujenimi skladi med prvimi desetimi ni nobenega slovenskega, so prvi trije po velikosti prikazani v nadaljevanju tabele pod zaporednimi številkami 28, 40 in 62, prav tako pa so prikazani tudi najmanjši trije, ki so vsi slovenski. Celo največja slovenska družba za upravljanje KD Investments ne doseže velikosti večjih tujih skladov (glej Tab. 3, Priloga 3, str. 3). Za primerjavo velja omeniti, da imajo vsi slovenski skladi skupaj toliko sredstev, kot jih ima samo avstrijski sklad RCM Euro Plus Rent. Prav smešna pa je na primer primerjava med najmanjšo slovensko DZU NFD in največjim tujim skladom SPI Valore Liquita, saj je slednji kar 302x večji. Lahko se torej sklepa, da imajo tuji upravljavci, v primerjavi s slovenskimi, na tem področju absolutno prednost. Ta jim omogoča vrsto prednosti, ki so predstavljene v nadaljevanju, po Kleindienstu (2001, str. 486) pa naj bi investitor dvakrat premislil, preden prihranke vložijo v majhne sklade, čeprav to ni pravilo.

Tabela 12: Obseg sredstev v izbranih vzajemnih skladih slovenskih in tujih upravljavcev, na dan 5.5.2006 (v mio SIT)

	Ime sklada	Obseg sredstev (mio SIT)
1	SPI Valore Liquita	855.000
2	SPI Euro Lungo Termine	740.235
3	SGAM Eq. US Rel. Value	663.244
4	SPI Euro Medio Termine	436.251
5	SPI Euro Breve Termine	413.759
6	RCM Osteuropa Aktien	394.801
7	RCM Euro Plus Rent	367.026
8	CI Euro Cash	240.757
9	SGAM Money market EUR	219.466
10	CI Euro Government Bond	210.438
28	Triglav Steber I	73.180
40	KD Galileo	53.369
62	KD Rastko	26.277
183	Delniški Azija	18
184	Delniški ZDA	13
185	Garantirani Evropa 1	7

Vir: Dnevna tečajnica, 2006.

5.1.1.1. Večja stopnja razpršitve

Večji skladi imajo, za razliko od manjših, običajno svoje portfelje bolj razpršene, kar povečuje njihovo stopnjo razpršitve. Z njo lahko zmanjšajo ali celo odpravijo nesistematični del tveganja²¹, kar zmanjša nihajnost in povečuje varnost teh skladov. Na njen račun pa zaradi

²¹ Podrobnejša razlaga razpršitve je predstavljena v podpoglavju 2.3.1., na str. 7 in 8.

zakonskih določil ne morejo vlagati zelenega deleža portfelja v manjše delnice. Posamezna družba za upravljanje je namreč prek svojih skladov lahko lastnica največ 20% kapitala posameznega izdajatelja. Z rastjo sklada se upravljavcu tako izbira podjetij vse bolj manjša²². Na drugi strani pa ima upravljavec manjšega sklada bolj proste roke. V portfelju ima lahko do 10% tako večjih kot manjših podjetij. S tem se na eni strani lahko zviša potencialni donos sklada, na drugi strani pa je tveganje takšnih naložb običajno večje (Mastnak, 2005, str. 26-27).

5.1.1.2. Nižji stroški upravljanja

Prednost večjega obsega sredstev, ki se kaže tudi v ekonomiki obsega, je vsekakor na strani tujih upravljavcev, kar se pri slovenskih skladih kaže v povprečju višjih stroškov upravljanja. V Tabeli 13 so ti navedeni za različne vrste skladov v Sloveniji, prav tako pa so ločeni tudi na slovenske in tuje sklade. Pri primerjavi se opazi, da imajo vsi slovenski, v primerjavi s tujimi, višje povprečne upravljavske stroške. Največja razlika pa je opazna pri delniških skladih, kjer imajo slovenski skladi v povprečju za 0,61 odstotnih točk višje stroške. Ob tem velja omeniti, da znašajo povprečni stroški upravljanja prvih 26 slovenskih delniških vzajemnih skladov, ki so po obsegu sredstev najvišji, 2,34%, kar je za 0,54 odstotnih točk več od skupnega povprečja in za kar 0,78 odstotnih točk več od povprečja tujih skladov v Sloveniji.

Tabela 13: Povprečni stroški upravljanja slovenskih in tujih skladov v Sloveniji

Vrsta VS	Slovenski in tuji skladi (v %)	Slovenski skladi (v %)	Tuji skladi (v %)	Razlika med slovenskimi in tujimi skladi (v odstotnih točkah)
Delniški	1,80	2,17	1,56	0,61
Obvezniški	0,91	1,07	0,86	0,21
Mešani	1,81	1,83	1,63	0,20
Denarni	0,47	0,50	0,47	0,03

Vir: Preglednica stroškov skladov, 2006; Lastni izračuni.

5.1.1.3. Nižji celotni stroški

Težko je narediti natančno primerjavo celotnih stroškov med posameznimi slovenskimi in tujimi vzajemnimi skladi, saj le-ti niso povsod navedeni, pa tudi če so, niso navedeni na isti dan (datumi so raztegnjeni od 31.1.2004 do 2.3.2006). Za primerjavo so v Tabeli 14 (na str. 23) prikazani celotni stroški delniških vzajemnih skladov, saj le-ti predstavljajo največji delež med vsemi ponujenimi skladi v Sloveniji. Od skupno 114 jih je v izračun zajetih 59, od tega je 48 tujih. Na podlagi izračunov se lahko ugotovi, da so povprečni celotni stroški slovenskih upravljavcev v primerjavi s tujimi višji za kar 1 odstotno točko oziroma za 48%.

²² Če želi kupiti delnice perspektivnega, a majhnega podjetja, lahko to stori le v omejenem obsegu. Če ima podjetje tržno kapitalizacijo dve mrd SIT, lahko sklad v podjetje vloži največ 400 milijonov SIT. Pri skladu s 100 mrd pomeni to zanemarljivih 0,4 odstotka portfelja. Tudi če se ta delnica pozneje izkaže za dobro naložbo, na vrednost točke sklada praktično ne bo vplivala (Mastnak, 2005, str. 26-27).

Celotni stroški so le eden od dejavnikov pri odločitvi za sklad in ni nujno, da so najcenejši skladi tudi najboljši. Na njihovo višino pomembno vpliva način upravljanja sklada, kjer so pri pasivnem stroški nižji, pri aktivnem pa navadno višji, kar ni problematično, če jih lahko upravljavec upraviči z višjimi ali nadpovprečnimi donosnostmi. Po navedbah Berka (2005, str. 26) slovenski vzajemni skladi svoje premoženje v povprečju obračajo manj intenzivno kot tuji, kljub temu pa imajo za odstotno točko višje celotne stroške od globalnega povprečja. Delno je to mogoče upravičiti z nižjimi povprečnimi vstopnimi oziroma izstopnimi provizijami, opozarja pa, da je negativen vpliv teh stroškov z daljšanjem naložbenega horizonta čedalje manjši, vse bolj pa se kaže učinek vsako leto nastalih celotnih stroškov.

Tabela 14: Celotni stroški delniških vzajemnih skladov slovenskih in tujih skladov v Sloveniji

	Tuji skladi (48)	Celotni stroški (v %)
1	SGAM fund - Index US	0,78
2	SGAM fund - Index Japan	0,81
3	SGAM fund - Index Euroland	0,83
46	SGAM fund - Equities Global Emerging Countries	2,89
47	SGAM fund - Equities Eastern Europe	2,91
48	SGAM fund - Equities Global Technology	2,93
	Povprečje tujih skladov	1,96
	Slovenski skladi (11)	
1	Delniški Zajček	1,96
2	KD Rastko	2,02
3	Infond Delniški	2,04
9	MP-GLOBAL.SI	4,47
10	MP-PLUS.SI	4,48
11	NFD Delniški	4,98
	Povprečje slovenskih skladov	2,91
	Skupno povprečje (59)	2,14

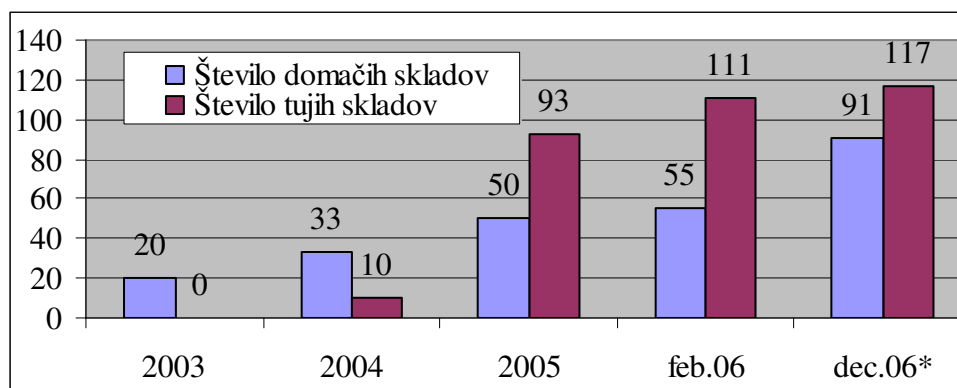
Vir: Preglednica stroškov skladov, 2006; Lastni izračuni.

5.1.1.4. Večja ponudba skladov

Ponudba vzajemnih skladov v Sloveniji je vsako leto bogatejša, zadnje čase predvsem na račun novih tujih skladov, ki jih je v primerjavi s slovenskimi neprimerno več. V sredini februarja 2006 se jih je legalno tržilo 166, od tega so jih 55 upravljali slovenski upravljavci, 111 pa tuji upravljavci, oboji pa do konca leta 2006 napovedujejo, da bo skladov že več kot 200, kar je razvidno iz Slike 5 (na str. 24). Napovedani skladi bodo večinoma delniški in specializirani za določene panoge oziroma regije. Največ jih bo z naložbeno politiko usmerjenih na razvijajoče se trge, ki so v minulih letih prinašali največje donose. Panožno pa se lahko med drugim pričakuje sklade z naložbami v energijo, visoko tehnologijo in zdravstvo. Med novostmi za slovenske vlagatelje bodo skladi, usmerjeni na Balkan, in sklad izvedenih finančnih instrumentov. Končno število pa bo odvisno tudi od tega, kako uspešni bodo ponudniki pri pridobivanju dovoljenj za trženje, ki jih izdaja agencija za trg vrednostnih papirjev (Nidorfer, 2006b, str. 17).

Opaziti je povezavo med številom ponujenih skladov in obsegom sredstev, ki jih DZU upravlja. Z večanjem ponudbe se povečuje tudi obseg sredstev upravljavca, saj imajo ti boljše možnosti, da bo vsaj eden izmed njihovih skladov vsakokrat pri vrhu po donosnosti, po drugi strani pa pomeni večje število skladov tudi bistveno večje možnosti izbire za izbirčnega vlagatelja. Poleg tega večji upravitelji investitorju dostikrat omogočajo zelo poceni ali brezplačno prestopanje iz sklada v sklad. Tako si povečajo verjetnost, da le-ti ne bodo razmišljali o skladih drugih upravljavcev.

Slika 5: Število vzajemnih skladov v Sloveniji



Vir: Nidorfer, 2006b, str. 17.

Čeprav se slovenske DZU močno trudijo, da bi dohajale tuje, jim težko uspeva. Precej lažje je namreč pripeljati sklad iz tujine, kot pa ustanoviti novega. Tako so na primer v letu 2005 slovenski upravljavci na slovenskem trgu ponudili 17 novih skladov, tuji pa kar 83. Prednost večje ponudbe v Sloveniji imajo tako zlasti tuji skladi in jo tudi s pridom izkoriščajo, saj se zanimanje za tuje sklade povečuje precej hitreje kot za slovenske, razmerje pa bo v prid tujcem glede na napovedi še naraščalo.

5.1.1.5. Večji marketinški proračun

Močna prodajna mreža in trženje skladov je pri družbah za upravljanje danes ena od odločilnih konkurenčnih prednosti. Po mnenju Lubeja (2005c) se lahko s prihodom tujih ponudnikov sklepa, da imajo ti željo osvojiti tudi na majhnem slovenskem trgu relativno velike tržne deleže. Podobno kot tuje banke in zavarovalnice je pričakovati, da bodo v ta namen investirali precejšnje marketinške proračune, ki si jih slovenski upravljavci težko privoščijo.

5.1.1.6. Večji upravljavski in analitski timi

Upravljavci večjih skladov, torej tujih v Sloveniji, imajo praviloma višje prihodke od manjših, zato si lahko privoščijo večjo ekipo analitikov in drugih strokovnjakov, ki se odločajo o nakupih in prodajah vrednostnih papirjev (Mastnak, 2005, str. 26-27), hkrati pa so zaradi številčnosti manj obremenjeni in tako bolj učinkoviti.

5.1.2. Dolgoletna zgodovina

Zgodovina tujih skladov je v primerjavi s slovenskimi bistveno daljša. Tako so se na primer v sosednji Avstriji pojavili prvi skladi že leta 1956, v Sloveniji pa šele 1992. Zaradi te časovne razlike so tujci pridobili določene prednosti, katerim bodo slovenski skladi kratkoročno težje konkurirali.

5.1.2.1. Dolgoletne izkušnje upravljanja

Tuji upravljavci so tekom let z upravljanjem vzajemnih skladov pridobivali ustrezne izkušnje na tem področju in poglobljali strokovna znanja, kar se na primer kaže v pestrosti njihovih produktov.

5.1.2.2. Globalna analitika in izkušnje na globalnih trgih

Pri pridobivanju ustreznih informacij s tujih trgov se skušajo tako slovenski kot tuji upravljavci oskrbovati iz virov, ki jih pridobijo njihovi lastni analitiki, ali analitiki v njihovi finančni skupini, ki so locirani na konkretnem trgu in imajo možnost dejansko obiskati podjetja, se pogovoriti z vodstvom in narediti analizo iz prve roke. Tako se na primer pri Raiffeisen KAG oskrbujejo z lastnimi analitskimi podatki iz 16 držav Srednje in Vzhodne Evrope, kjer so prisotni. Prav tako pa se oboji, slovenski in tuji upravljavci, oskrbujejo s podatki o preostalih trgih pri specializiranih agencijah.

Zaradi dolgoletne zgodovine imajo upravljavci tujih skladov neprimerno več izkušenj z globalnimi trgi in naložbami v tuje vrednostne papirje, kamor slovenski vzajemni skladi šele vstopajo. Pri tem pa se lahko potencialnemu vlagatelju postavlja vprašanje, zakaj bi zaupal svoje prihranke slovenskim upravljavcem, ki bi se z njegovimi sredstvi učili vlaganja na tuje trge, ko pa jih lahko prepusti izkušenim tujcem? To je vsekakor ena od njihovih pomembnih prednosti, ki pa jo slovenski skladi rešujejo z nakupom informacij pri omenjenih specializiranih agencijah.

5.1.2.3. Ratingi priznanih analitskih organizacij

Ob dolgoletni navzočnosti so si nekateri tuji skladi pridobili ratinge priznanih neodvisnih analitskih agencij, kot je na primer družba Standard and Poor's. Ta izvaja neodvisno ocenjevanje kakovosti sklada z namenom ovrednotiti investicijski proces in konsistentnost pristopa pri upravljanju sklada. Pri tem gre tako za količinsko kot tudi kakovostno ocenjevanje skladov, ob tem pa je glavna pozornost posvečena objektivnosti. Postopek ocenjevanja je relativno zapleten. Analitiki najprej zberejo mnogo podatkov o samem skladu in družbi (dokumenti, letna poročila, portfelji, biografije vodilnega kadra), nato opravijo temeljite intervjuje z upravljavcem ali upravljavskim timom. Sledi proučitev rezultatov sklada v zadnjih treh letih in primerjava z drugimi primerljivimi skladi. Pri tem upoštevajo tako absolutne številke kot številke, prirejene z upoštevanjem tveganosti sklada. Zahtevano je konsistentno doseganje nadpovprečnih rezultatov (Posebnosti tujih skladov, 2006).

Tudi nekateri od tujih skladov, ki se tržijo v Sloveniji, imajo bonitetne ocene omenjene družbe, ki jih uporabljajo za namene marketinga kot dodaten prodajni argument pri prepričevanju vlagateljev.

5.1.3. Učinkovitejša mednarodna razpršenost naložb

Mednarodna razpršitev naj bi posameznim vzajemnim skladom omogočila oblikovanje premoženja, ki je bolj učinkovito od premoženja sestavljenega le iz slovenskih naložb. Bolj učinkovito premoženje naj bi bilo posledica po eni strani večjega nabora možnih naložb, po drugi pa tudi nizkih oziroma nižjih korelacijskih koeficientov med donosi naložb iz različnih držav. Premoženje je namreč z vidika razmerja donosnost – tveganje bolj učinkovito ob nižjih korelacijskih koeficientih. Navadno se donosnosti na posameznih trgih kapitala ne gibljejo v isti smeri, kar pomeni, da med posameznimi trgi kapitala ni popolne odvisnosti, zato je omogočeno znižanje tveganja premoženja ob nespremenjeni donosnosti. Razlogi za mednarodno razpršitev so torej enaki kot pri razpršitvi na enem samem trgu kapitala (Lovšin, 2003, str. 6-7).

Tuji upravljavci so, v primerjavi s slovenskimi, učinkovitejši na področju mednarodne razpršitve naložb, saj imajo lahko njihovi skladi zaradi večjega obsega sredstev v upravljanju svoje naložbe bolj razpršene. Njihova prednost pa je še nekoliko večja glede na starejše slovenske vzajemne sklade, ki imajo zaradi posledic zakona ZISDU še vedno večino naložb v slovenskih vrednostnih papirjih. V nadaljevanju so predstavljene prednosti omenjene učinkovitosti.

5.1.3.1. Zmanjšanje deželnega (geografskega) tveganja

Z mednarodno razpršitvijo premoženja v delnice na različnih trgih kapitala, se lahko njihovo tveganje v portfelju zniža za skoraj dodatnih 50% (Kleindienst, 2001, str. 399)²³. Gospodarstva po svetu, in z njimi delniški trgi, se gibljejo v različnih ciklih. Če je naložbeni portfelj ustrezno geografsko uravnotežen z izpostavljenostjo več različnim malo koreliranim trgov, bo teoretična verjetnost izgube dolgoročno manjša kot bi bila sicer (Kodrič, 2003)²⁴. Gre torej za to, da naložba ni več odvisna samo od Slovenije, kjer je deželno tveganje večje od deželnega tveganja visoko razvitih držav.

5.1.3.2. Zmanjšanje likvidnostnega tveganja

Na tujih trgih, predvsem zahodnoevropskih, ameriškem in japonskem trgu, se obrača veliko več denarja, zaradi česar lahko skladi lažje in hitreje prodajajo ali pa kupujejo večje količine delnic (Zorman, 2005).

²³ Slikovna predstava je prikazana v Prilogi 5 (glej Slika 4, str. 9).

²⁴ Za ponazoritev je naveden namišljen, vendar povsem mogoč primer. Če bi v Sloveniji prišlo do naravne nesreče večjih razsežnosti, bi se cene vrednostnih papirjev na slovenskem trgu verjetno močno znižale. Vlagatelj s samimi slovenskimi delnicami v portfelju bi utrpel precej večjo škodo kot nekdo, ki bi imel slovenskih delnic v portfelju le deset odstotkov (Kodrič, 2002, str. 35).

5.1.3.3. Povečanje donosnosti

Ob razpršitvi premoženja v delnice na različnih trgih kapitala bo investitor dodatno zmanjšal tveganje, ne da bi se zato znižala pričakovana donosnost. Razlog je v dejstvu, da prinašajo delnice na različnih trgih kapitala v posameznih obdobjih različno donosnost (Kleindienst, 2001, str. 398). Na tujih porajajočih se trgih pa lahko investitor dosega tudi nadpovprečne donose, seveda ob sprejemanju večjega tveganja²⁵.

5.2. Prednosti slovenskih upravljavcev

5.2.1. Dolgoletna prisotnost na slovenskem trgu

5.2.1.1. Uveljavljenost in prepoznavnost

Prednost slovenskih upravljavcev pred tujimi je vsekakor njihova uveljavljenost na slovenskem trgu in njihova prepoznavnost, saj ga ni Slovenca, ki bi se vsaj malo ne zanimal za to tematiko in ne poznal vsaj največjih slovenskih upravljavcev. Iz tega izvira tudi položaj na trgu, a opazovanje denarnih tokov v letu 2005, posebej novih vlaganj, pokaže, da so se vlagatelji zmožni hitro prilagoditi novim razmeram na trgu.

Sicer pa tujih skladov do 1.9.2004 na slovenskem trgu sploh ni bilo, saj jih je pred tem omejevala slovenska zakonodaja. Do uvedbe novega zakona (ZISDU-1) je bilo možno vplačevati v nekatere tuje sklade le preko akviziterskih skupin, ki so ponujala vplačila fizičnim in pravnim osebam v sklade, organizirane kot investicijska družba s spremenljivim kapitalom s sedežem v Luksemburgu. Takšno vlaganje je bilo za marsikaterega investitorja v Sloveniji vprašljivo glede varnosti in tveganja. Stari zakon namreč javne ponudbe tujih skladov ni obravnaval (Vrečko, 2005, str. 43).

Po novem zakonu ZISDU-1 so do vstopa Slovenije v EU investitorji lahko kupovali delnice tujih vzajemnih skladov neposredno v tujini, vendar je bilo dovoljeno le trženje tistih tujih skladov, katerih matične družbe za upravljanje bi v Sloveniji ustanovile podružnico. Le tako bi lahko tuja družba za upravljanje storitve upravljala investicijske sklade po zakonskih predpisih (Vrečko, 2005, str. 43).

Z vstopom Slovenije v EU evropske družbe za trženje svojih skladov podružnic in soglasja ATVP ne potrebujejo več. Upoštevati pa morajo slovenske predpise. ATVP pa le ugotavlja, ali je prospekt za prodajo skladov usklajen z evropskimi smernicami in s slovensko zakonodajo. Trženje in oglaševanje tujih skladov je dopustno le, če so vlagatelji v te sklade deležni najmanj enake ravni zaščite, kot so je deležni vlagatelji v slovenske vzajemne sklade, kar pomeni, da morajo biti gradiva povezana s skladom v slovenskem jeziku. Družbe s

²⁵ Na tem mestu je potrebno poudariti, da cilj vlaganja v tuje delnice ni maksimizacija donosnosti finančnega premoženja, temveč doseganje največje pričakovane donosnosti pri sprejemanju za vlagatelje ustrezne ravni tveganja (Kleindienst, 2001, str. 398).

sedežem zunaj EU pa morajo ustanoviti podružnice na območju Republike Slovenije še vedno v skladu s slovensko zakonodajo (Vrečko, 2005, str. 43).

5.2.1.2. Poznavanje slovenskega trga

Ena od prednosti slovenskih upravljavcev je tudi poznavanje slovenskega trga, vlagateljev in zakonodaje, kjer se lahko tako kot tuji na tujih trgih pohvalijo z dolgoletnimi izkušnjami. Bolje poznajo tudi trge Jugovzhodne Evrope, kjer so nekateri izkoristili večletno neposredno prisotnost in si z lastnimi analizami omogočili ocenjevanje tamkajšnjih razmer. Ta prednost se je pokazala na primer v letu 2006, ko so na tem področju našli pravo tržno nišo in ponudili balkanske sklade, od katerih sta bila predvsem uspešna Publikum Balkan in KD Balkan. Tuji upravljavci, ki agresivno tržijo sklade pri nas, take podobne ponudbe še nimajo.

5.2.1.3. Dobro razvejane in utečene tržne mreže

Naslednja prednost slovenskih upravljavcev je v dobro razvejanih in utečenih tržnih mrežah in v dejstvu, da trenutna zakonodaja tujim ponudnikom prepoveduje, da bi vključili v prodajo še druge agencije (Lubej, 2005c). Po Kodričevem mnenju to prednost dobro izkoriščajo na primer NLB Skladi, ki imajo močno razširjeno mrežo bančnih okenc (Tifengraber, 2005, str. 22).

5.2.2. Večji tržni delež²⁶

Slovenski upravljavci vzajemnih skladov imajo v primerjavi s tujimi prevladujoči tržni delež obsega sredstev v upravljanju. Eden od razlogov je dolgoletna zakonska omejitev, ki je tujcem preprečevala trženje skladov v Sloveniji. Po njeni ukinitvi so se ti počasi začeli pojavljati na slovenskem trgu in začeli načenjati tržni delež slovenskim skladom.

Kljub temu, da je omejitev za tujce prenehala že 3.1.2003, velja za prelomno obdobje leto 2005, ko se je pri nas uveljavil prvi tuji ponudnik Raiffeisen KAG²⁷, hkrati pa so prišli v Slovenijo tudi drugi tuji ponudniki skladov. V letu 2005 so se tako razmerja med upravljavci do 31.10. pošteno premešala, največje spremembe, pa so poleg slovenskega preoblikovanega Triglav steber 1, povzročili ravno tuji. Omenjeno leto se zaradi navedenih dejstev v nadaljevanju podrobneje analizira do oktobra 2005.

Trg slovenskih vzajemnih skladov ostaja tudi v letu 2005 močno koncentriran, saj so prvi trije upravljavci v oktobru 2005 obvladovali kar 62% tržni delež. Natančnejši podatki so prikazani v Tabeli 15 (na str. 29). Kljub izgubi 16,04% v letu 2005, ostaja vodila družba KD Investments s 30,13% tržnim deležem. Znižanje tržnega deleža je relativno in ne odraža dejanskega stanja, saj družba v opazovanem obdobju praktično ni spremenila obsega sredstev

²⁶ Podatki o natančnih tržnih deležih so s prihodom tujih vzajemnih skladov postali bolj nepregledni, saj tujim DZU ni potrebno javno objavljati neto prilivov, po katerih bi nato lahko izračunali njihov tržni delež. Ne gre pa spregledati, da se v Sloveniji že nekaj let tržijo tudi nekateri skladi, ki za to nimajo dovoljenja in kot taki tudi ne objavljajo prilivov v sklade (Tifengraber, 2004, str. 22).

²⁷ S trženjem skladov so sicer pričeli že 1.9.2004.

v upravljanju. So pa bili nekateri starejši KD-jevi skladi v preučevanem letu deležni največjih odlivov, razloge pa gre iskati v stagnirajočih tečajih na slovenskem trgu in prevelikem obsegu slovenskih delnic v porfeliu teh skladov, ki so jih le stežka prodajali.

Tabela 15: Tržni deleži slovenskih in tujih upravljavcev VS in njihove spremembe

Upravljavlec	Tržni deleži (v %)			Razlika (v %)	
	31.12.2003	31.12.2004	okt. 2005	04-03	okt. 05-04
KD Investmensts	57,08	46,17	30,13	-10,91	-16,04
Triglav DZU	0,24	2,08	22,31	1,84	20,23
NLB Skladi	0,00	7,58	9,11	7,58	1,53
Probanka DZU	11,00	8,12	6,11	-3,87	-2,01
Iilirika DZU	4,27	6,36	4,76	2,09	-1,60
Raiffeisen KAG	0,00	0,00	4,57	0,00	4,57
KBM Infond	6,49	5,95	4,31	-0,54	-1,64
PDU	0,00	6,19	3,99	6,19	-2,20
Abančna DZU	5,95	5,72	3,77	-0,23	-1,95
Medvešček Pušnik	2,46	3,09	3,29	0,63	0,20
Perspektiva DZU	4,07	3,15	2,30	-0,92	-0,85
Krekova DZU	4,92	3,29	2,13	-1,63	-1,16
Capital Invest	0,00	0,00	1,42	0,00	1,42
Primorski skladi	1,79	1,23	0,77	-0,56	-0,46
NDF	0,00	0,71	0,71	0,71	0,00
KD De Lux	0,00	0,00	0,31	0,00	0,31
LB Maxima	0,24	0,37	0,00	0,13	-0,37

Opomba: S krepkim tiskom so označeni tuji upravljavci.

Vir: Lubej, 2005b.

Med slovenskimi upravljavci se je v letu 2005 najbolj povečal tržni delež Triglav DZU, ki je z dobrimi 61 mrd. SIT zajetnim Triglav Steber 1 postal čez noč upravljavlec največjega vzajemnega sklada v Sloveniji in se s tem krepko prebil po velikostni lestvici upravljavcev kapitala na drugo mesto s 22,31 % deležem. Na tretje mesto so se prebili NLB Skladi s 1,53 % povečanjem tržnega deleža na 9,11% ter tako prehiteli Probanko DZU, ki je izgubila 2,01% tržnega deleža in je imela 6,11% tržni delež.

Pri tujcih, ki so z izjemo Raiffeisen KAG in Capital Investa vstopili na slovenski trg v letu 2005, je bilo opaziti, da so se šele organizirali in privajali na novo tržišče, vsi pa so najavljali, da resnejše akcije za pridobivanje novih vlagateljev v Sloveniji še sledijo. Kljub temu so imeli tuji upravljavci skupaj 6,30 % delež na slovenskem trgu. Največji delež, 4,56 % je pripadal Raiffeisen KAG, 1,42 % pa Capital Investu²⁸. Da gre pri tujcih dejansko šele za previdno

²⁸ Tukaj je potrebno pripomniti, da v analizo niso zajeti tržni deleži SKB banke za sklade SGAM in Banke Koper za sklade SPI, ker se po navedbah Lubeja (2005b) niso odzvali na oddajo podatkov, so pa v obeh bankah povedali, da so bili s prodajo skladov zares še povsem na začetku, zato se lahko sklepa, da so bila zbrana sredstva do takrat res majhna in zanemarljiva.

tipanje trga sledi iz dejstva, da praktično vsi najavljajo še dodatne, nove sklade iz praviloma obsežnih arzenalov, ki jih imajo na voljo (Lubej, 2005b).

Tržni delež, ki si ga bodo dolgoročno zagotovili slovenski in tuji upravljavci na slovenskem trgu, je in bo odvisen predvsem od preteklih donosov, uspešnosti marketinga in prodajne mreže.²⁹ Glede na številke in napovedi upravljavcev je v naslednjih letih pričakovati močnejšo tržno in produktno agresijo tujih ponudnikov, ki imajo precejšnje apetite po tržnih deležih tudi na malem slovenskem trgu. Tujci bodo tržni delež povečevali, tako s pridobivanjem svežega kapitala, kot tudi (morda) z nakupom ali pripojitvijo katerega od slovenskih upravljavcev. Faktor sprememb bodo tudi v prihodnje post-PID-ovski skladi, ki se bodo preoblikovali v vzajemne sklade³⁰.

5.2.3. Dobri pretekli rezultati starejših skladov

Tabela 16: Petletni (tolarski) donosi za izbrane vzajemne sklade na slovenskem trgu (od 31.5.2001)

Delniški (27)	%	Mešani (12)	%	Obvezniški (12)	%
RCM Osteuropa Aktien	283,24	KD Galileo	215,69	Obvezniški Pika	86,43
Infond Delniški	216,94	Modra kombinacija	198,17	RCM Konvergenz Rent	56,96
SGAM Eq Gold Mines	207,84	Infond Uravnoreženi	194,03	KD Bond	52,77
KD Rastko	203,54	Infond Hrast	186,04	SGAM Bd Eu Hi Yield	49,97
SGAM Eq East Europe	190,53	Alfa - uravnoreženi	173,71	Obvezniški Sova	47,61
RCM US Aktien	-21,22	Vizija - uravnoreženi	133,04	RCM Global Rent	23,39
SGAM Eq Global	-23,17	Uravnoreženi Polžek	129,25	SGAM Bd CHF	21,92
SGAM Eq Asian E-business	-24,63	Triglav Renta	127,12	SGAM Bd World	10,38
SGAM Eq Global Tech	-48,18	NLBS Nova Evropa	85,36	SGAM Bd Emerging	1,68
SGAM Eq US Lg Cap Gwth	-50,56	RCM Global Mix	3,51	SGAM Bd USD	-12,49
Povprečje	56,93	Povprečje	145,78	Povprečje	34,54

Opomba: Starejši slovenski skladi so zaradi boljše preglednosti poudarjeni.

Vir: Statistika, 2006.

Prednost slovenskih upravljavcev so tudi dobri pretekli rezultati starejših skladov, zlasti za pet letno obdobje. V Tabeli 16, ki prikazuje petletne donosnosti za posamezne slovenske in tuje vzajemne sklade³¹, se vidi, da po posameznih vrstah med prvimi petimi po uspešnosti prevladujejo starejši slovenski skladi, predvsem pri mešanih, ki v Sloveniji za enkrat nimajo prave konkurence, saj jih tuji upravljavci praktično ne ponujajo. Prav tako pa so imeli omenjeni skladi v preučevanem obdobju izjemno visoke donose v primerjavi s povprečjem, v katerega so vključeni tudi tuji skladi. Ti so bili posledica množične certifikatske privatizacije,

²⁹ Znano je, da imajo na razvitejših trgih stabilnejše prilive tisti upravljavci, ki imajo dobre in različne prodajne poti.

³⁰ Veliko povečanje sredstev v domačih vzajemnih skladih v zadnjem letu (obdobje do konec marca 2006) je bilo predvsem posledica preoblikovanja treh investicijskih družb v vzajemne sklade. Konec junija 2005 se je v vzajemni sklad preoblikoval že omenjeni id Triglav Steber 1, v začetku leta 2006 pa sta se preoblikovala še investicijski družbi Modra linija in Vipa Invest. Skupaj obvladujejo, na dan 18.5.2006, predvsem na račun Triglav Steber 1, 25% tržni delež slovenskih skladov.

³¹ Zaradi njihovega velikega števila je navedenih le prvih in zadnjih pet, povprečje pa velja za vse sklade.

ko so bili tečajji slovenskih delnic nerealno nizki oziroma podcenjeni, nato pa so začeli zaradi čedalje povečanega povpraševanja naraščati³².

Prednost dobrih preteklih rezultatov pa pri slovenskih vzajemnih skladih počasi usiha, kar je razvidno iz Tabele 17, ki nam pokaže, da so povprečne donosnosti za tri kot tudi eno letno obdobje pri tujih skladih že višje.

Tabela 17: Povprečna donosnost slovenskih in tujih vzajemnih skladov v Sloveniji

Skladi	6 mes (v %)	12 mes (v %)	36 mes (v %)
Tuji	2,17	14,02	50,05
Slovenski	2,64	9,54	44,92

Vir: Skladi, 2006.

Prav tako se dobi povsem drugačna slika, če se pogleda enoletne donosnosti slovenskih in tujih vzajemnih skladov, prikazane v Tabeli 18. Tako med delniškimi kot tudi obvezniškimi skladi med prvimi petimi krepko prednjačijo tuji. Čeprav so pri obeh vrstah med zadnjimi petimi po donosnosti prav tako vsi skladi tuji, in od istih upravljavcev, pa so nadpovprečni donosi še vedno boljši magnet za potencialne vlagatelje. Izjema so ponovno mešani skladi, kjer prevladujejo slovenski skladi.

Tabela 18: Enoletni (tolarski) donosi za izbrane vzajemne sklade na slovenskem trgu (od 31.05.2005)

Delniški (92)	%	Mešani (15)	%	Obvezniški (36)	%
SGAM Eq Gold Mines	92,01	Infond Hrast	14,00	SGAM Bd Eu Hi Yield	8,56
RCM Eurasien Aktien	55,62	Modra kombinacija	13,35	SGAM Bd Convergenz Eu	6,86
CI Eastern Eu Stock	50,39	Infond Uravnoreženi	13,32	Obvezniški Pika	5,25
RCM Osteuropa Aktien	47,99	KD Galileo	12,62	RCM Konvergenz Rent	5,17
SGAM Eq East Europe	46,32	Primus	12,15	Triglav Obvezniški	4,38
SPI Alta Tecnologia [R]	0,74	Uravnoreženi Polžek	6,46	SGAM Bd US Mortgage	-3,44
SGAM Eq Global Energy	0,47	RCM Global Mix	6,35	CI Dollar Bond	-3,88
SPIF Farma [R]	0,02	NLBS kombinirani	6,11	SGAM Bd CHF	-4,32
SGAM Eq US Lg Cap Gwth	-2,20	Krekov sklad Skala	3,84	SGAM Bd USD	-4,47
SGAM Eq US Conc Core	-3,54	NLBS Nova Evropa	-1,87	KD DeLux Global Bonds	-4,78
Povprečje	18,96	Povprečje	8,81	Povprečje	0,25

Opomba: Slovenski skladi so zaradi boljše preglednosti poudarjeni.

Vir: Statistika, 2006.

³² Zaradi zakonodaje, ki je delež tujih naložb omejevala na 10%, so bili upravljavci skladov prisiljeni večino sredstev investirati na domačem kapitalskem trgu. Sicer pa je delno prispeval k rasti tečajev delnic tudi SBI20.

5.3. Slabosti tujih upravljavcev

5.3.1. Slovenske zakonske ovire

5.3.1.1. Zakonske omejitve in počasnost ATVP pri potrditvi prospektov

Investicijski skladi, ki delujejo na območju Republike Slovenije, se pri svojem investiranju srečujejo z določenimi zakonskimi omejitvami, ki jih predpisuje Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje ter Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Lovšin, 2003, str. 43). Nadzor nad poslovanjem vzajemnih skladov in DZU pa izvaja Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP).

Največja ovira, s katero se tuji upravljavci srečujejo ob vstopu na slovenski trg, je slovenska zakonodaja in počasnost ATVP pri potrditvi prospektov. Delno je tukaj problem tudi na strani tujcev, saj praviloma ne poznajo razmer na slovenskem trgu, prav tako pa so njihovi vzajemni skladi zgolj slovenskim razmeram prilagojeni skladi, registrirani v tujini³³. Tako so imeli po starejši zakonodaji velike probleme zagotoviti podatke, potrebne za priznavanje kvalificiranosti skladov (Lubej, 2005b).

5.3.1.2. Nedavni davčni privilegij slovenskih upravljavcev

V zadnjih letih so bili lahko Slovenci priča pogostim menjavam davčne zakonodaje na področju vzajemnih skladov. En zakon je veljal do vključno 2004 (Zdoh), v letu 2005 pa je prišel v veljavo bolj zapleten zakon (Zdoh-1), ki je bil edinstven, evropsko neprimerljiv in relativno zapleten. Že pred začetkom njegove veljavnosti s 1.1.2005, in tudi kasneje, je bil opazen odliv kapitala iz Slovenije v tujino, v davčno optimalnejša zatočišča.

ZDoh-1 je vzajemne sklade razdelil na kvalificirane in nekvalificirane (druge) vzajemne sklade. Kvalificiran sklad je bil definiran kot (Kodrič, 2004a):

- sklad, ki ga je upravljal družba za upravljanje s sedežem v Republiki Sloveniji ali sklad, ki ga je upravljal DZU iz države članice EU in katerega poslovanje je bilo usklajeno z Direktivo o investicijskih skladih³⁴;
- je poročalo vlagateljem in davčni upravi sestavine oziroma komponente, iz katerih je sestavljen dobiček vzajemnega sklada.

³³ To je bil predvsem v preteklih letih eden od razlogov za dajanje prednosti slovenskim DZU-jem v primerjavi s tujimi, ki v Sloveniji nastopajo le prek svojih prodajnih poti, upravljanje skladov pa poteka na primer v Avstriji, Londonu ali New Yorku. Zagovorniki te prednosti pravijo, da želijo biti vlagatelji v stiku z upravljavci (Gostiša, 2003, str. 10). Pogled na denarne tokove v obdobju 1.1.2005 do 18.5.2006 pa pokaže, da so za vlagatelja bolj kot lokacija upravljavca, važni donosi skladov. Analiza denarnih tokov je predstavljena v podpoglavju 4.3., na str. 18.

³⁴ Evropska unija je področje vzajemnih skladov uredila z UCITS Direktivo o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, sprejeto leta 1985. Z njo je predpisala pogoje, ki jih morajo DZU izpolnjevati, da lahko tržijo enote premoženja svojih skladov znotraj držav Evropske unije. Direktiva naj bi omogočala konkurenčne pogoje in zagotavljala učinkovit nadzor nad delovanjem vzajemnih skladov (Lubej, 2005, str. 49-55).

Vsi ostali skladi so spadali med nekvalificirane. Glede na to, da je slovenski trg kapitala majhen, postopek za kvalifikacijo skladov pa je bil dokaj zapleten in povezan z visokimi stroški, naj bi se tuji upravljavci odločali za kvalifikacijo v omejenem številu.

Za kvalificirane sklade je veljalo, da je bil v davčno osnovo vključen le del dohodka, in sicer v odvisnosti od tega, kako je sklad dosegel rast enote premoženja, torej s katerimi prihodki in v kakšnih deležih. Dobiček iz nekvalificiranih skladov pa je šel v davčno osnovo v celoti, ne glede na obdobje držanja enot premoženja (Kodrič, 2004a). Tako so bili tuji nekvalificirani skladi davčno v veliko slabšem položaju in manj privlačni, saj so kvalificiranim vlagateljem omogočali davčne prednosti, dejstvo pa je, da obdavčenje donosov vzajemnega sklada pomembno vpliva na investitorjevo odločitev.

S 1.1.2006 je pričel veljati bistveno bolj preprost Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o dohodnini (ZDoh-1D) nove vlade, ki med drugim ukinja status kvalificiranih vzajemnih skladov, s prodajo enot premoženja pa se ustvari kapitalski dobiček, ki se ne šteje več v letno dohodnino in je obdavčen po enotni davčni stopnji 20%, ki se zmanjšuje vsakih 5 let posedovanja enot premoženja.

5.3.2. Višje vstopne provizije in najmanjši zneski vplačil

Slabost tujih vzajemnih skladov bi lahko bile njihove, praviloma malenkost višje, vstopne provizije, ki lahko znašajo tudi do pet odstotkov ali več, prav tako pa imajo nekateri tuji skladi za naše razmere relativno visoke najmanjše možne zneske vplačila. Tako znaša ta na primer v družbi Raiffeisen KAG visokih 1000 evrov, v primerjavi z bistveno nižjimi primerljivimi slovenskimi skladi, kar je razvidno iz Tabele 19. Obe pomanjkljivosti lahko tako nekatere slovenske vlagatelje odženeta od vlaganja v njihove sklade.

Tabela 19: Primerjava vzajemnih skladov, ki vlagajo na področje Azije

Sklad	MP-ASIA.SI	Infond BRIC	Publikum Azijski tigri	RCM Pazific Aktien
DZU	Medvešek Pušnik	KBM Infond	Publikum PDU	Raiffeisen KAG
Najmanjši možni nakup	1.522 SIT	3.000 SIT	321 SIT	1.000 EUR
Vstopni stroški	max. 3 %	max. 3 %	max. 3	max. 4 %
Upravljavska provizija	3 %	1,85 %	2,75 %	1,5 %

Vir: Azija na enem mestu, 2006.

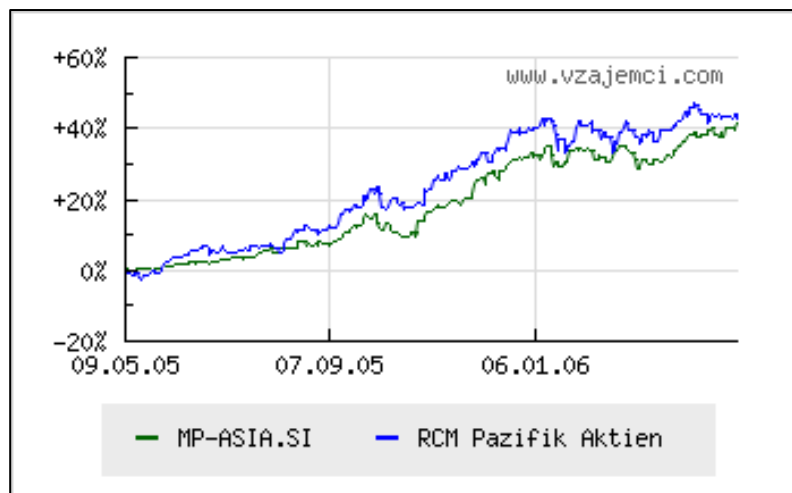
V primerjavi z vstopnimi provizijami so sicer dolgoročno pomembnejši upravljavski stroški³⁵, ki si jih upravljavec obračunava sproti in zato odločilno vplivajo na dolgoročno donosnost vzajemnih skladov, medtem ko so vstopni stroški enkratni. Vstopne in upravljavske provizije

³⁵ Upravljavski stroški (provizija) so na kratko omenjeni v podglavju 2.3.2., na str. 10, podrobneje pa v Prilogi 1, na str. 1.

tujih upravljavcev so posledica močnih konkurenčnih razmer na razvitih trgih, kjer je najprej težje pridobiti vlagatelja (zato višja vstopna provizija, ki pokrije stroške marketinga in tržnikov) in nato ostati konkurenčen z rezultati, kar pomeni, da morajo biti upravljavske provizije in drugi stroški, kolikor je možno, nizki, da ne »pojedo« preveč dobička (Lubej, 2005a, str. 13).

V Tabeli 19 (na str. 33) so predstavljeni štiri visoko tvegani delniški skladi treh slovenskih in enega tujega upravljavca, ki vsi geografsko vlagajo na področje Azije. Iz tabele so razvidne bistvene razlike med slovenskimi in tujim skladom glede najmanjšega možnega nakupa, vstopnih stroškov in upravljavske provizije. Slednja pa dolgoročno, kljub praktično enakemu gibanju VEP, vpliva na manjšo dolgoročno donosnost slovenskega sklada, kar je razvidno iz Slike 6, ki primerja slovenski sklad MP-ASIA.SI in tuji RCM Pazifik Aktien.

Slika 6: Primerjava gibanja VEP slovenskega sklada MP-ASIA.SI in tujega sklada RCM Pazifik Aktien



Vir: ISA Raiffeisen-Pazifik-Aktien, 2006.

5.3.3. Negativne posledice mednarodne razpršitve tujih skladov

Mednarodna razpršitev kapitala ima tudi nekaj slabosti, ki pa niso dovolj tehten razlog, da ne bi investirali na tuje trge, zlasti na razvite trge kapitala. V nadaljevanju so predstavljene te slabosti, poseben poudarek pa je namenjen točki 5.4.2.5., ki govori o dodatnih tveganjih na porajajočih se trgih kapitala³⁶.

5.3.3.1. Tržno tveganje

Gre za tveganje sprememb tečajev na borzi. Trgovanje v tujini bistveno bolj niha kot na slovenski borzi. K veliki nihajnosti mnogo doprinesejo grožnje terorizma, visoka cena nafte, pa tudi ameriške predsedniške volitve. Z večjo nihajnostjo pa so trgi tudi bolj tvegani (Huber, 2004, str. 56-57).

³⁶ Za podrobnejšo primerjavo med razvitimi in porajajočimi se trgi kapitala glej Prilogo 6, na str. 9 in 10.

5.3.3.2. Valutno tveganje

Gre za tveganje spremembe tečaja slovenske valute v primerjavi z valutami dežel, kjer investitor vlaga finančne presežke. Čeprav valutno tveganje obstaja, je zlasti pri investiranju na razvite trge kapitala precej manjše (Kleindienst, 2001, str. 405), z daljšanjem investicijskega horizonta pa se valutno tveganje zmanjšuje (Solnik, 2000, str. 128-129).

5.3.3.3. Dodatni stroški

Trgovanje z vrednostnimi papirji v tujini vključuje določene stroške, s katerimi se investitorji ne srečujejo pri investiranju na slovenskem trgu. Gre predvsem za stroške, povezane s prenosom denarja v tujino, s spremembo valut, ter tujih izpolnitvenih pomočnikov in skrbnikov (Grum, 2005, str. 24).

5.3.3.4. Korelacijsko tveganje

Lahko bi se zgodilo, da bi se začeli tečaji tujih naložb gibati v enaki smeri kot na slovenskem trgu. V tem primeru bi bila učinkovitost mednarodne razpršitve manjša.

5.3.3.5. Dodatna tveganja na porajajočih se trgih kapitala

Investiranje v vrednostne papirje na porajajočih se trgih kapitala je zlasti za tuje investitorje, ki so z njimi slabše seznanjeni, iz vrste razlogov precej bolj tvegano kot investiranje na razvite trge. Ob tem se srečujejo s številnimi potencialnimi tveganji (Kleindienst, 2001, str. 410-411):

- **Politično in/ali deželno tveganje držav.** Vlaganje v delnice na porajajočih se trgih kapitala s seboj prinaša tveganje, ki jih na razvitih trgih skorajda ne poznamo. Investitor je namreč izpostavljen tveganju razlastitve premoženja, nacionalizacije, neugodnih večjih sprememb zakonodaje, ki ureja trg vrednostnih papirjev, sprememb v davčni politiki, omejitev pri zamenjavi valut in ostalih sprememb poslovnega okolja – v skrajnem primeru celo vojni.
- **Večje valutno tveganje.** Zaradi večje nestabilnosti teh gospodarstev je v povprečju večja tudi nestabilnost tečajev tamkajšnjih valut. Eden največjih povzročiteljev valutnega tveganja na razvijajočih se trgih kapitala je visoka stopnja inflacije, ki lahko doseže več kot tisoč odstotkov letno.
- **Informacije** o izdajateljih vrednostnih papirjev in trgu kapitala nasploh so bistveno težje dosegljive in manj zanesljive kot na razvitih trgih kapitala.
- **Nižja likvidnost delnic.** Investitor lahko sprejema precejšnje tveganje, da delnic ne bo mogel hitro prodati ali pa bo to lahko storil le s precejšnjimi stroški, kar pomeni, da bo delnice prodal po nižji ceni.
- **Ostala tveganja.** K nadpovprečnemu tveganju na porajajočih se trgih kapitala pripomorejo tudi pomanjkljiv nadzor in zakonodaja, nezadostna preglednost trgov, pomanjkljiv nadzor računovodskih standardov, slabo razvita praksa obvladovanja podjetij, čezmerno vmešavanje politike v podjetja in delovanje trga, neustrezno obveščanje investitorjev s strani izdajateljev delnic, šibkejša zaščita pravic malih delničarjev. Porajajoči se trgi kapitala so v zadnjih letih izpostavljeni tudi vplivom

pretoka kratkoročnega špekulativnega kapitala, ki lahko tečaje delnic pomembno zaniha v razmeroma kratkem času.

Negativne posledice mednarodne razpršitve novih skladov se lahko ponazori z meriloma »največji nihaj navzdol« in »nihajnost donosov skladov«³⁷. V Tabeli 11 (glej Priloga 7, str. 12-13), se vidi, da imajo modni skladi³⁸, tako tujih kot tudi novih slovenskih skladov, bistveno večja odstopanja od povprečnega tolarskega donosa zadnjih 12 mesecev gledano od 16.6.2005. Prav tako imajo omenjeni skladi večje največje nihaje tolarskih donosov navzdol zadnjih 12 mesecev, gledano od 14.06.05, kar prikazuje Tabela 12 (glej Priloga 7, str. 14).

5.3.3.6. Možno dvojno obdavčevanje v nekaterih državah³⁹

Obstoj in rast mednarodnih korporacij ter vedno večji razmah globalizacije je privedel do različnih oblik vlaganja kapitala gospodarskih subjektov iz ene države v drugo, katerih cilj je večanje kapitala. Pri tem pa se lahko posamezniki in podjetja srečujejo z določenimi administrativnimi omejitvami. Dogaja se, da so ustvarjeni prihodki in premoženje dvakratno obdavčeni, kar pomeni, da lahko ista davčna osnova postane predmet davčne obremenitve v dveh ali več državah (Luin, 2005, str. 22-23), to pa posledično znižuje vlagateljev donos.

Rešitev za preprečevanje te problematike posamezne države iščejo v okviru dvostranskih sporazumov o izogibanju dvojnemu obdavčevanju. Mednarodne konvencije so pomembne, ker se države z njimi dogovorijo, kako si bodo delile davščine in hkrati obvarovale davčne zavezanke pred dvojno obdavčitvijo. Večina sodobnih davčnih sporazumov med evropskimi državami se zgleduje po vzorčnem sporazumu, ki ga je izdelala Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj (OECD), kar velja tudi za vse slovenske sporazume z drugimi državami in tudi vse tiste, ki jih je sklenila prejšnja SFRJ, Slovenija pa jih je prevzela in jih uporablja do sklenitve novih (Grum, 2005, str. 16-20).

Slovenija je imela na dan, 1.1.2006, sklenjenih 37 takih sporazumov⁴⁰, nekateri pa bodo pričeli veljati šele s 1.1.2007, ali pa še ne veljajo, ker še niso bili potrjeni s strani druge države. Po Grumu (2006, str. 20) velja za vse ostale države, s katerimi nimamo sklenjenih sporazumov, da je treba, ko se izplačujejo tovrstni dohodki, spoštovati notranjo davčno

³⁷ Tveganje posameznega vzajemnega sklada se lahko meri na različne načine. Od kvantitativnih meril sta merili »največji nihaj navzdol« in »nihajnost donosov skladov« preprosti in praktični in spadata v skupino meril celotnega tveganja. Poleg omenjene skupine obstajata še »merila tržnega tveganja« in »tveganju prilagojena merila uspešnosti poslovanja vzajemnih skladov«. Za podrobnejšo predstavitev glej Investicijsko poslovanje vzajemnih skladov (Zobovnik, 1997, str. 12-15). V Prilogi 7, na str. 11, sta merili podrobneje predstavljena.

³⁸ Skladi so omenjeni že v podpoglavju 4.3., na str. 18.

³⁹ Glede na kratko zgodovino Slovenije, ter s tem manjšim številom dvostranskih sporazumov med državami, je problematika dvojnega obdavčevanja aktualnejša zlasti pri novih slovenskih skladih, ki pretežno vlagajo na tujih, bolj tveganih trgih. Zaradi boljše preglednosti je problematika navedena na tem mestu, velja pa tudi za tuje sklade.

⁴⁰ Seznam veljavnih konvencij o izogibanju dvojnega obdavčevanja dohodka in premoženja je mogoče najti na internetni strani Davčne uprave Republike Slovenije (<http://www.gov.si/durs>).

zakonodajo posamezne države. Ko prejme slovenski rezident dohodek iz države, s katero Slovenija nima sklenjenega sporazuma, je od zakonodaje te države odvisno, ali in kakšen davek bo treba plačati od dohodka v tej tuji državi. V Sloveniji se zavezanec nato ravna po slovenski zakonodaji, ki pa deloma omogoča izognitev dvojnemu obdavčevanju.

5.4. Slabosti slovenskih upravljavcev

5.4.1. Ujetost v slovenske naložbe starejših skladov

Slabost slovenskih upravljavcev je trenutno njihova ujetost v slovenske naložbe, s katerimi so še vedno nad želeno ravniyo obremenjeni portfelji starejših vzajemnih skladov (Lubej, 2005b). Ker so ti nastali še po starem Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU), so bili na področju naložbenih možnosti investiranja v tujino omejeni na največ 10% svojega portfelja. Po Kleindienstu (2001, str. 473) je bila takšna omejitev nesmiselna, saj tako ni bilo mogoče doseči zadovoljive mednarodne razpršitve naložb teh skladov. Aktualen slovenski zakon (ZISDU-1), ki je pričel veljati 3.1.2003, je to omejitev odpravil⁴¹, vendar so se in se ob tem starejši skladi še srečujejo z določenimi omejitvami.

- **Omejenost s pravili upravljanja.** Posamezni starejši vzajemni skladi so kljub skoraj popolni liberalizaciji investiranja v tujino, omejeni predvsem s svojimi pravili upravljanja. V kolikor je bilo v njih zapisano, da je sklad vlagal na primer 30% v tujino, potem več kot to, v kolikor ni spremenil pravil, ni mogel imeti na tujem. Postopki uskladitve z novim ZISDU-jem, ki jih je nato potrdila Agencija za trg vrednostnih papirjev, pa so bili dolgotrajni⁴².
- **Nelikviden slovenski trg.** Druga omejitev je nizka likvidnost slovenskega borznega trga. To pomeni, da se velik sklad, kot je na primer KD Galileo, težje umakne iz določenih pozicij. Prehiter umik bi lahko imel za posledico povečano ponudbo vrednostnih papirjev na trgu, čemur pa bi lahko sledilo padanje enot premoženja. Zato se večina starejših vzajemnih skladov preusmerjanja portfelja na tuje loteva počasi in s pomočjo paketnih prodaj deležev portfelja.

Delež slovenskih vrednostnih papirjev, zlasti starejših slovenskih skladov, je bil na dan 31.10.2005 zaradi omenjenih omejitev še vedno visok in je znašal 54,1%, kar je razvidno iz Tabele 20 (na str. 38), sicer pa se počasi zmanjšuje, saj imajo skladi iz dneva v dan več sredstev vloženih izven Slovenije. Tako se je v obdobju 31.7. do 31.10.2005 zmanjšal za skoraj 5-odstotnih točk. Kljub temu pa se lahko trdi, da so imeli slovenski vlagatelji v preučevanem obdobju svoje prihranke v skladih neoptimalno razporejene, iz česar izhajajo določene slabosti, ki bodo predstavljene v naslednjih podpoglavjih.

⁴¹ Za nekatere trge omejitev vseeno obstaja.

⁴² V Tabeli 4 (glej Priloga 3, str. 5) so navedeni datumi uskladitve slovenskih skladov.

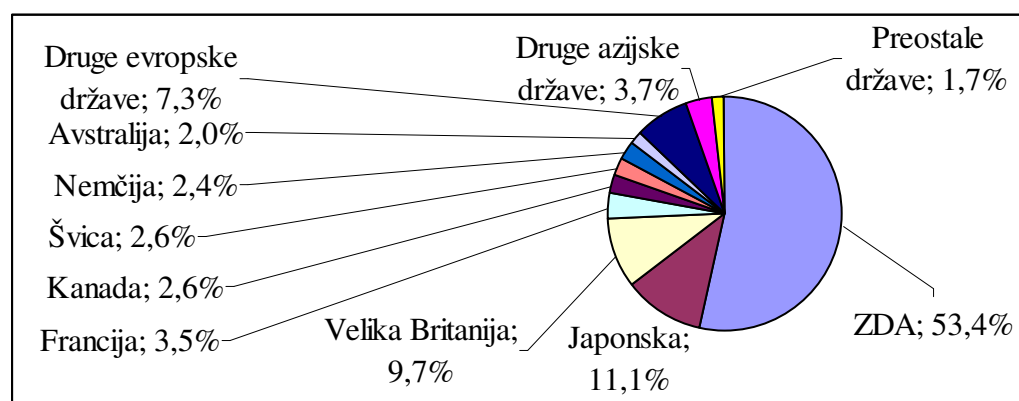
Tabela 20: Sestava naložb slovenskih vzajemnih skladov

Naložba	Vrednost (v mrd SIT)			Delež naložbe (v %)		
	31.7.05	31.8.05	31.10.05	31.7.05	31.8.05	31.10.05
Denar	3,8	4,3	5,7	1,3	1,5	1,9
Depoziti	13,2	10,7	7,1	4,5	3,6	2,4
Slovenske delnice	117,5	117,4	112,1	39,8	39,8	38,0
Slovenske obveznice	56,5	53,6	47,5	19,1	18,2	16,1
Tuje delnice	54,8	58,3	69,9	18,6	19,8	23,7
Tuje obveznice	13,3	13,7	14,7	4,5	4,6	5,0
Drugo	36	37	37,9	12,2	12,5	12,9
Skupaj	295,1	295	294,9	100,0	100,0	100,0

Vir: Nidorfer, 2005, str. 17; Nidorfer 2005a, str. 17.

5.4.1.1. Večje geografsko tveganje

Slika 7: Uteži posameznih regij v globalnem delniškem indeksu DJGI World⁴³



Vir: Kodrič, 2003

Svetovno tržišče kapitala je velikansko, kjer je celo velik nemški trg zastopan le z 2,4% (Kodrič, 2003), kar je razvidno iz Slike 7, medtem ko je velikost Slovenije popolnoma zanemarljiva in predstavlja v njem le kapljo v morje. Po navedbah Lubeja (2005, str. 47) znaša celotna tržna vrednost vseh vrednostnih papirjev na slovenski borzi po zelo grobih ocenah približno 1/10.000 celotne vrednosti vseh papirjev na vseh svetovnih borzah. Torej predstavlja slovenski trg kapitala malo naložbenih možnosti. V izogib regionalnemu tveganju bi bilo za starejše vzajemne sklade smotno, da bi imeli v slovenskih vrednostnih papirjih vloženih le 5 do 25% kapitala, namenjenega dolgoročnim naložbam, vse ostalo pa v tuje.

5.4.1.2. Večje likvidnostno tveganje⁴⁴

Starejši slovenski skladi so izpostavljeni večjemu likvidnostnemu tveganju, saj si zaradi slabe likvidnosti na slovenskem trgu ne morejo privoščiti prodaje celote pozicije v posameznem

⁴³ DJGI (Dow Jones GlobalWorld) indeks poskuša posnemati svetovni delniški trg glede na tržno kapitalizacijo delnic v prostem obtoku po posameznih državah in njihovih borzah.

⁴⁴ Likvidnostno tveganje je predstavljeno že v podpoglavju 5.4.1., na str. 37.

vrednostnem papirju, če podjetje objavi slabe rezultate poslovanja⁴⁵ (Grum, 2005, str. 13). Še naprej pa ostaja nevarnost velike razprodaje slovenskih delnic s strani slovenskih skladov ter s tem znižanje tečajev na slovenski borzi, vendar se ta počasi manjša (Lubej, 2005a, str. 13).

5.4.1.3. Manjša donosnost v zadnjem času

Zaradi poznega odpiranja na tuje trge, se je predvsem v letu 2005 pokazala slabost starejših slovenskih vzajemnih skladov, ko se je rast na Ljubljanski borzi ustavila in je nastopilo obdobje stagniranja⁴⁶, skladi pa so posledično beležili sorazmerno majhne polletne in enoletne donose, povečini le nekaj odstotkov. Po drugi strani pa je v istem letu večina tujih trgov imela visoko rast, tako da so z dobrimi rezultati prednjačili predvsem tuji skladi, s katerimi pa se slovenski niso mogli primerjati. To je bil tudi glavni razlog za večje odlive kot prilive med slovenskimi skladi, saj so vlagatelji zaradi želje po večji donosnosti svoje prihranke selili zlasti v tuje sklade, kjer so videli večje možnosti za povečanje svojega premoženja.

6. SKLEP

Primerjava domačih in tujih upravljavcev vzajemnih skladov v Sloveniji pokaže, da so njihove prednosti in slabosti porazdeljene. Nekatere so tudi bolj kratkoročne narave, kar pomeni, da je na primer kratkoročna slabost enega upravljavca avtomatična prednost drugega.

Ena trenutnih slabosti slovenskih upravljavcev je njihova naložbena ujetost, nekdam zelo uspešnih starejših skladov, v slovenske vrednostne papirje, ki je 31.10.2005 znašala kar 54,1%. Ta je posledica pretekle zakonodaje, ki je omejevala slovenske sklade na največ 10% tujih naložb, njen vpliv pa ti skladi občutijo še danes. Razlogi za to so med drugim velike težave pri spremembi naložbene politike, delno zaradi počasnosti postopkov, pa tudi zaradi slabo likvidnega slovenskega trga, zaradi česar se naložb ne da preusmeriti čez noč. Slabost se je pokazala v letu 2005, ko je slovenski trg stagniral, posledica pa so bili majhni donosi omenjenih skladov, ki so bili deležni visokih odlivov. Velja omeniti januar 2006, ko so bili leti največji v zgodovini slovenskih skladov. Zaradi navedenega razloga, kot tudi zaradi zmanjšanja deželnega in likvidnega tveganja, se bo visok delež slovenskih naložb v teh skladih dolgoročno zniževal.

Slovenski upravljavci dobro izkoriščajo prednost dolgoletne prisotnosti na slovenskem trgu. Tako se lahko pohvalijo z uveljavljenostjo, prepoznavnostjo in utečenimi tržnimi mrežami, iz

⁴⁵ Problem likvidnosti lahko razložimo na primeru VS Galileo. Ta sklad je imel 30.11.2005 v upravljanju 55.697 mio. SIT, od tega 35 % v slovenskih delnicah. Če bi jih želel prodati, bi upošteval povprečen dnevni promet na LJ borzi (ca 500 mio./dan) potreboval 40 delovnih dni oz. skoraj dva meseca. Podobno bi Triglav steber I potreboval 72 delovnih dni, Rastko bi potreboval 29 delovnih dni, Alfa 10 dni. Tukaj se tudi lepo vidi, da ni vedno nujno prednost velik obseg kapitala v skladu (Mastnak, 2005, str. 26-27).

⁴⁶ Na Sliki 1 (glej Priloga 3, str. 3) je prikazano gibanje slovenskega borznega indeksa SBI20.

katerih izvira tudi njihov visok tržni delež. Poleg tega so nekateri izkoristili tudi dobro poznavanje slovenskega trga in področja JV Evrope, kar se je pokazalo marca 2006 v visokih prilivih v nove slovenske sklade.

Tuji upravljavci imajo absolutno kratkoročno kot tudi dolgoročno prednost v večjem obsegu sredstev v upravljanju v njihovih skladih. Sicer je ta prednost nekoliko manjša glede na peščico slovenskih upravljavcev, ki so v oktobru 2005 obvladovali 62% tržni delež. Omenjena prednost omogoča večjo stopnjo razpršitve, nižje upravljavske stroške, nižje celotne stroške, večjo ponudbo skladov, večje marketinške proračune kot tudi večje upravljavske in analitske time. Tujci se lahko pohvalijo tudi z dolgoletno zgodovino upravljanja skladov, v kateri so si nabrali tudi izkušnje na globalnih trgih, kamor slovenski upravljavci šele vstopajo, prav tako pa so si nekateri v tem času pridobili ratinge priznanih analitskih organizacij, ki jih s pridom uporabljajo v tržne namene.

Prednost tujih upravljavcev je tudi njihova učinkovitejša mednarodna razpršitev naložb, zlasti v primerjavi s starejšimi slovenskimi vzajemnimi skladi. Mednarodna razpršitev omogoča zmanjšanje geografskega in likvidnostnega tveganja, v zadnjem času pa omogoča tudi doseganje višje donosnosti. Ima tudi nekaj pomanjkljivosti, ki pa ne odtehtajo prednosti. Slovenski upravljavci so na tujo konkurenco odgovorili s povečano ponudbo novih skladov, ki so prav tako usmerjeni pretežno v tujino in so globalno kot tudi geografsko specializirani. Kljub temu pa težko dohajajo tuje upravljavce, saj so na primer v letu 2005 slovenski upravljavci na slovenskem trgu ponudili 17 novih skladov, tuji pa kar 83.

Največja ovira, s katero se tuji upravljavci srečujejo ob vstopu na slovenski trg, je slovenska zakonodaja in počasnost ATVP-ja pri potrditvi prospektov. Delno prispevajo k temu tudi sami, saj praviloma ne poznajo razmer na slovenskem trgu, prav tako pa so njihovi vzajemni skladi slovenskim razmeram zgolj prilagojeni, saj so registrirani v tujini. Tako so imeli na primer velike probleme zagotoviti potrebne podatke za priznavanje kvalificiranosti skladov, zaradi katere so bili v letu 2005 privilegirani slovenski upravljavci. Nekatere slovenske varčevalce pa odvrtačajo od tujih skladov njihove višje vstopne provizije in najmanjši zneski vplačil.

Glede na kratko zgodovino tujih skladov v Sloveniji se sicer težko naredi natančnejša primerjava, so se pa omenjene karakteristike posameznih upravljavcev pokazale v letu 2005, posebej pa v letu 2006, z analizo denarnih tokov. V obdobju, 1.1.2005-18.5.2006, je opaziti visoke odlive iz starejših slovenskih skladov, na drugi strani pa visoke prilive v nove slovenske in zlasti tuje sklade. Tako so imeli tujci v letu 2005 43%, v januarju pa kar 122% prilivov glede na vse neto prilive v slovenske in tuje sklade. Opazno je tudi, da izgubljajo predvsem tisti slovenski upravljavci, ki svojim vlagateljem, v okviru lastne DZU, ne ponujajo primernih alternativnih modnih skladov.

Dejavnost upravljanja vzajemnih skladov ima v Sloveniji kratko zgodovino, a dobre možnosti za razvoj. Kratka prisotnost tujih upravljavcev je že pokazala, da bodo tudi v prihodnje konkurenčen igralec na tem področju. Slovenski upravljavci bodo morali v tekmi za nova vplačila in vlagatelje zniževati upravljavske provizije in stroške poslovanja, povečati izbiro skladov in trženjske aktivnosti, na tujo konkurenco bodo morali odgovoriti tudi s še kakovostnejšimi storitvami, saj so le-te lahko pomembnejše kot sami produkti.

LITERATURA

1. Berk Aleš: Naši skladi manj dejavni od tujih, a dražji. Finance, Ljubljana, 20.9.2005, str. 26.
2. Bogle John C.: Bogle on Mutual Funds: New Perspectives for the Intelligent Investor. New York : Richard D. Irwin, 1994. 320 str.
3. Fredman Albert J., Wiles Russ: How Mutual Funds Work. New York : New York Institute of Finance, 1993. 334 str.
4. Gostiša Jure: Tuji skladi bodo imeli v Sloveniji težave. Finance, Ljubljana, 25.11.2003, str. 10.
5. Gostiša Jure: Stroški vzajemcev, 1. del: Vstopne ali izstopne provizije – razlike so majhne, Finance, Ljubljana, 21.7.2004, str. 11.
6. Grmek Gregor: Slovenci po vlaganju zaostajamo. Finance, Ljubljana, 23.3.2006, str. 25.
7. Grmek Gregor: V Sloveniji vzajemci rastejo kot gobe po dežju. Finance, Ljubljana, 23.3.2006a, str. 27.
8. Grum Andraž et al.: Vodnik za globalno investiranje. Maribor : Kapital, 2005, 191 str.
9. Huber Rok: Selitev v tujino. Kapital, Ljubljana, 14(2004), 347, str. 56-57.
10. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana : GV založba, 2001. 542 str.
11. Kodrič Sandi: Zahtevnejši kukajo na tuje. Družinski delničar, Ljubljana, december 2002, str. 35.
12. Kodrič Sandi: Globalno investiranje. Vzajemci.com, Ljubljana.
[URL: http://www.vzajemci.com/files/SandiKodric_Vestnik_23102003-1077473888.pdf], 23.10.2003.
13. Kodrič Sandi: Korak čez mejo. Vzajemci.com, Ljubljana.
[URL: http://www.vzajemci.com/files/SandiKodric_Vestnik_november_2004-1100518171.pdf], 15.11.2004.
14. Kodrič Sandi: Davki po novem letu. Vzajemci.com, Ljubljana.
[URL: <http://www.vzajemci.com/text.php?id=5072>], 21.12.2004a.
15. Kodrič Sandi: Provizije vlagateljem poberejo milijone, Finance, Ljubljana, 21.12.2005, str. 21.
16. Lovšin Savo: Optimalno mednarodno razpršeno premoženje. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 48 str.
17. Lubej Samo: Izberite pravega. Ljubljana, Večer, 7.6.2004, str. 13.
18. Lubej Samo: Vzajemni skladi za vsakogar. Maribor : Kapital, 2005. 143 str.
19. Lubej Samo: Pomembna je upravljavška provizija. Večer, priloga Premoženje, Ljubljana, april 2005a, str. 13.
20. Lubej Samo: Analiza tržnih deležev in razmerja moči med ponudniki vzajemnih skladov, ki so trenutno na voljo v Sloveniji. Finančni center, Maribor.
[URL: http://www.financnicenter.si/kapitalskitrg_det.php?id=1], 21.11.2005b.
21. Lubej Samo: Prednosti in slabosti domačih in tujih upravljavcev vzajemnih skladov. Finančni center, Maribor.

- [URL: http://www.financnicenter.si/kapitalskitrg_det.php?id=2], 5.12.2005c.
22. Lubej Samo: Prednosti in slabosti domačih in tujih upravljalcev vzajemnih skladov II. Finančni center, Maribor.
[URL: http://www.financnicenter.si/kapitalskitrg_det.php?id=3], 20.12.2005d.
 23. Lubej Samo: Vzajemni skladi kot modno blago?. Finančni center, Maribor.
[URL: http://www.financnicenter.si/kapitalskitrg_det.php?id=4], 20.2.2006.
 24. Luin Ana: Mednarodno dvojno obdavčevanje. Profit, Ljubljana, 1(2005), 2, str. 22-23.
 25. Mastnak Simon: Vzajemni skladi so prerasli domači trg. Moje finance, Ljubljana, februar 2005, str. 26-27.
 26. Mramor Dušan: Poglavja iz poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 125 str.
 27. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000a. 471 str.
 28. Nidorfer Matjaž: Vzajemni skladi imajo za 3,5 milijarde več tujih delnic. Finance, Ljubljana, 20.9.2005, str. 17.
 29. Nidorfer Matjaž: Vzajemci spretno selijo naložbe v tujino. Finance, Ljubljana, 17.11.2005a, str. 17.
 30. Nidorfer Matjaž: Rekordni neto odliv iz domačih vzajemnih skladov. Finance, Ljubljana, 30.1.2006, str. 12.
 31. Nidorfer Matjaž: Tuji vzajemci so januarja pobrali več kot sedem milijard. Finance, Ljubljana, 9.2.2006a, str. 17.
 32. Nidorfer Matjaž: Napovedujejo se novi vzajemni skladi. Finance, Ljubljana, 16.2.2006b, str. 17.
 33. Nidorfer Matjaž: Balkanski skladi privabljajo največ denarja. Finance, Ljubljana, 5.4.2006c, str. 17.
 34. Pulko Andreja, Lubej Samo: Hiter razvoj. Kapital, Ljubljana, 14(2004), 347, str. 50-52.
 35. Rowland Mary: A commonsense Guide to Mutual Funds : Princeton. Bloomberg Press, 1996, 227 str.
 36. Sharpe William F., Alexander Gordon J.: Investments. Englewood Cliffs, New Jersey : Prentice – Hall Inc., 1990. 768 str.
 37. Solnik Bruno: International Investments, 4th Edition. Reading, Massachusetts: Addison Wesley Longman, Inc., 2000. 737 str.
 38. Statman Meir et al. Global diversification.
[URL: <http://lsb.scu.edu/finance/faculty/Statman/articles/global%20051904.pdf>], marec 2004.
 39. Špacapan Barbara: Majhna država z milijardami, Kapital, Ljubljana, 15(2005), 375, str. 36-37.
 40. Tifengraber Vlasta: Novi vzajemni skladi odžirajo posel starim. Dnevnik, Ljubljana, 21.4.2005, str. 22.
 41. Vrečko Renata: Prihodnost vzajemnih skladov v Sloveniji. Diplomsko delo. Maribor : Ekonomsko-poslovna fakulteta, 2005. 70 str.
 42. Zobavnik Igor: Investicijsko poslovanje vzajemnih skladov (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 46(1997), 11, str. 2-7.

43. Zorman Gašper: "Stari" vzajemci počasi, a vztrajno na tuje. Vzajemci.com, Ljubljana.
[URL: <http://www.vzajemci.com/text.php?id=6441>], 17.11.2005.

VIRI

1. ABC vzajemnih skladov.
[URL: <http://www.vzajemci.com/text.php?id=1670>], 20.1.2006.
2. Azija na enem mestu.
[URL: <http://www.vzajemci.com/text.php?id=7094>], 14.4.2006.
3. Borzni indeksi doma in po svetu.
[URL: <http://www.vzajemci.com/indeksi.php?mode=graf&valuta=SBI20>], 18.5.2006.
4. Diversification.
[URL: <http://www.investopedia.com/terms/d/diversification.asp>], 30.3.2006.
5. Dnevna tečajnica. Pregled trga.
[URL: <http://www.vzajemci.com/index.php>], 5.5.2006.
6. Graf gibanja za indeks: Nasdaq Composite.
[URL: <http://www.vzajemci.com/indeksi.php?mode=graf&valuta=NASC>], 16.6.2006.
7. International Investment and Diversification.
[URL: http://business.fiu.edu/finance/dupoyetb/Portfolio_Mgt/lectures/ch08.ppt], 17.3.2006.
8. ISA Raiffeisen-Pazifik-Aktien.
[URL: <http://www.vzajemci.com/primerjava.php>], 9.5.2006.
9. Letni in mesečni pregled. Pregled trga.
[URL: http://www.vzajemci.com/vsi_mesecni.php], 18.5.2006.
10. Največji nihaji navzdol. Pregled trga.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/statistika.php>], 16.6.2006.
11. O vzajemnih skladih.
[URL: <http://www.skladi.com/skladi.php>], 26.3.2006.
12. Obseg sredstev za DZU. Pregled trga.
[URL: http://www.vzajemci.com/vsi_cvs.php], 5.5.2006.
13. Obseg sredstev.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/statistika.php?mode=obseg&period=m1&tip=&valuta=SIT&sklad=&act=>], 16.6.2006.
14. Odstopanja od povprečnega donosa. Pregled trga.
[URL: http://www.vzajemci.com/vsi_volatility.php], 16.6.2006.
15. Osnove vzajemnih skladov.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/knjiznica.php>], 25.3.2006.
16. Posebnosti tujih skladov, ki se tržijo v Sloveniji.
[URL: <http://www.vzajemci.com/text.php?id=4716>], 21.1.2006.

17. Preglednica stroškov skladov.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/provizije.php>], 15.5.2006 .
18. Skladi.
[URL: <http://www.finance-on.net/skladi.php>], 2.6.2006.
19. Splošno o skladih.
[URL: <http://www.individa.si/skladi.php>], 22.1.2006.
20. Statistika.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/statistika.php>], 2.6.2006.
21. Število finančnih institucij.
[URL: <http://www.bsi.si/iskalniki/financni-sistem.asp?MapaId=232#>], 17.8.2006.
22. Število vlagateljev v skladih. Pregled trga.
[URL: http://www.vzajemci.com/stevilo_vlagateljev.php], 19.5.2006.
23. Trends in the European Investment Funds Industry in the First Quarter of 2006.
[URL: <http://www.efama.org/60Statistics/10Current>], 29.5.2006.
24. Tržni delež. Pregled trga.
[URL: http://www.vzajemci.com/vsi_trzni_delez.php?kaj=dzu], 1.4.2006.
25. Vrste naložb. Pregled trga.
[URL: http://www.vzajemci.com/vsi_vrste_nalozb.php?kaj=tujina], 16.6.2006.
26. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 26/2005).

PRILOGE

Priloga 1: Vpliv upravljaljske provizije in vstopnih stroškov

Upravljaljska provizija vzajemnega sklada ves čas po malem zmanjšuje premoženje sklada. Običajni ugovor dražjih ponudnikov se ponavadi glasi »brez nič ni nič«, vendar pa ob upravljaljskih stroških pri skladih statistični podatki kažejo drugače. Na razvitejših, kolikor toliko učinkovitih trgih z dovolj konkurence med ponudniki, ni mogoče potrditi domneve, da bi tisti, ki zaračunajo več in naj bi torej ponujali kakovostnejšo storitev, dosegali boljše rezultate. Edini statistično značilni dejavnik razlikovanja pri nadpovprečno donosnih skladih so nizki stroški. To pomeni, da je za neki sklad, ki je bil v preteklosti dolgoročno nadpovprečno donosen (med primerljivimi tekmeci), zelo verjetno, da je imel nizke (podpovprečne) upravljaljske stroške (Kodrič, 2005, str. 21).

Za ponazoritev pomena višine sprotnih stroškov upravljanja pri vzajemnih skladih je v nadaljevanju naveden povsem teoretičen simulacijski izračun. Če se opazuje štiri delniške sklade na istem tržišču, ki imajo podobne naložbe in bi imeli enake donose, vendar imajo različno visoke stroške upravljanja, ki jim nižajo donos. Predpostavlja se tudi, da je povprečna donosnost izbranih naložb, brez obremenitve s stroški, 12% na leto. Opazovala se bo simulacija, kjer bi se vlagatelj vsak dan v obdobju 30 let odpovedal enemu evru in zbran denar vsak konec meseca nakazal v upravljanje vzajemnemu skladu. Ob vplačilu bi plačal tudi 3% vstopne stroške, izstopnih pa ni. Za opazovanje se privzame, da ima prvi opazovani sklad 4,5% upravljaljskih stroškov glede na kapital v upravljanju na leto, drugi 3% tretji 1,6% in četrti 0% na leto. Slednje seveda ni realno, a je zanimiva dopolnitev simulacije (Lubej, 2005a, str. 13).

Tabela 1: Privarčevani zneski v delniških skladih z različnimi upravljaljskimi provizijami in 3% in 5% vstopnimi stroški v obdobju 30. let

	Letni stroški (v %)	Letna donosnost (v %)	Privarčevani znesek	
			3% vstopni stroški (v EUR)	5% vstopni stroški (v EUR)
Sklad 1	4,5	7,5	39.749	38.929
Sklad 2	3	9	54.004	52.891
Sklad 3	1,6	10,4	72.646	71.148
Sklad 4	0	12	103.089	100.964

Vir: Lubej, 2005a, str. 13.

Simulacijski izračun, prikazan v Tabeli 1, pokaže, da predstavlja v obdobju 30. let upravljaljska provizija, v primerjavi z vstopnimi stroški, bistveno večji vpliv na končne rezultate. Njen vpliv je s povečevanjem naložbenega horizonta čedalje večji, saj se zaračunava ves čas, medtem ko se vstopna provizija plača le enkrat.

Priloga 2: Primerjava naložb v vzajemne sklade po državah

Tabela 2: Sredstva na prebivalca (v EUR) po posameznih državah

Država	Sredstva na prebivalca (v EUR)
Luksemburg	2.197.957
Lichenstein	274.423
Irska	85.902
Avstralija	23.319
ZDA	20.222
Francija	16.673
Avstrija	9.347
Kanada	9.304
Švica	9.299
Danska	8.799
Švedska	8.774
Belgija	8.425
Italija	6.497
Velika Britanija	6.014
Španija	5.806
Finska	5.318
Norveška	4.803
Nizozemska	4.035
Grčija	2.981
Nemčija	2.649
Japonska	2.313
Portugalska	2.130
Slovenija	695
Madžarska	366
Češka	350
Slovaška	294
Poljska	229
Turčija	292
Rusija	7
Romunija	5

Opomba: Podatki se nanašajo na konec leta 2004, razen za Slovenijo, ko se le-ti nanašajo na 10. marec, 2006.

Vir: Grmek, 2006, str. 25.

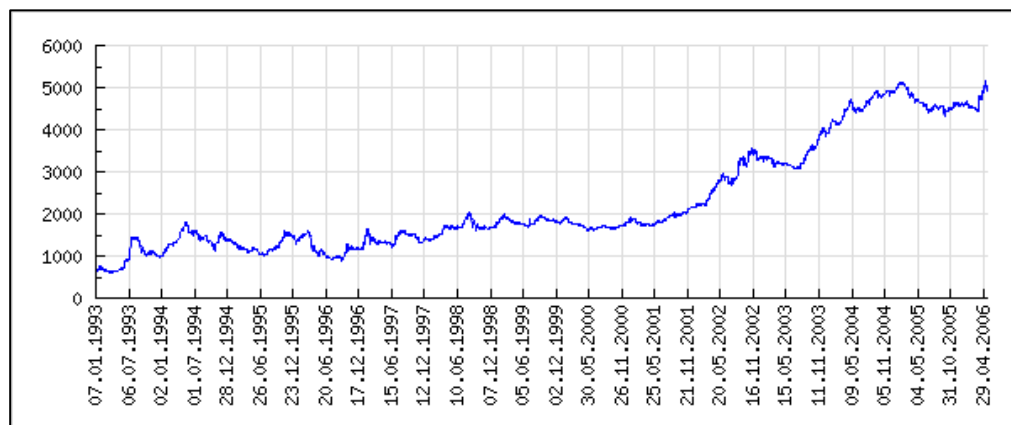
Priloga 3: Analiza slovenskih vzajemnih skladov

Tabela 3: Obseg sredstev DZU v mio SIT za vse slovenske DZU, na dan 5.5.2006

	Slovenske DZU	Obseg sredstev (v mio SIT)
1	KD Investments d.o.o.	98.973
2	Triglav DZU d.o.o.	81.338
3	NLB Skladi d.o.o.	38.637
4	Probanka DZU d.o.o.	23.988
5	Medvešek Pušnik DZU d.d.	20.665
6	KBM Infond d.o.o.	19.890
7	Ilirika DZU d.o.o.	18.334
8	Abančna DZU d.o.o.	18.089
9	Publikum PDU d.d.	15.652
10	Primorski skladi d.d., Koper	12.689
11	Perspektiva DZU d.o.o.	7.583
12	Krekova družba DZU d.o.o.	7.168
13	NFD d.o.o.	2.827
	Skupaj	365.833

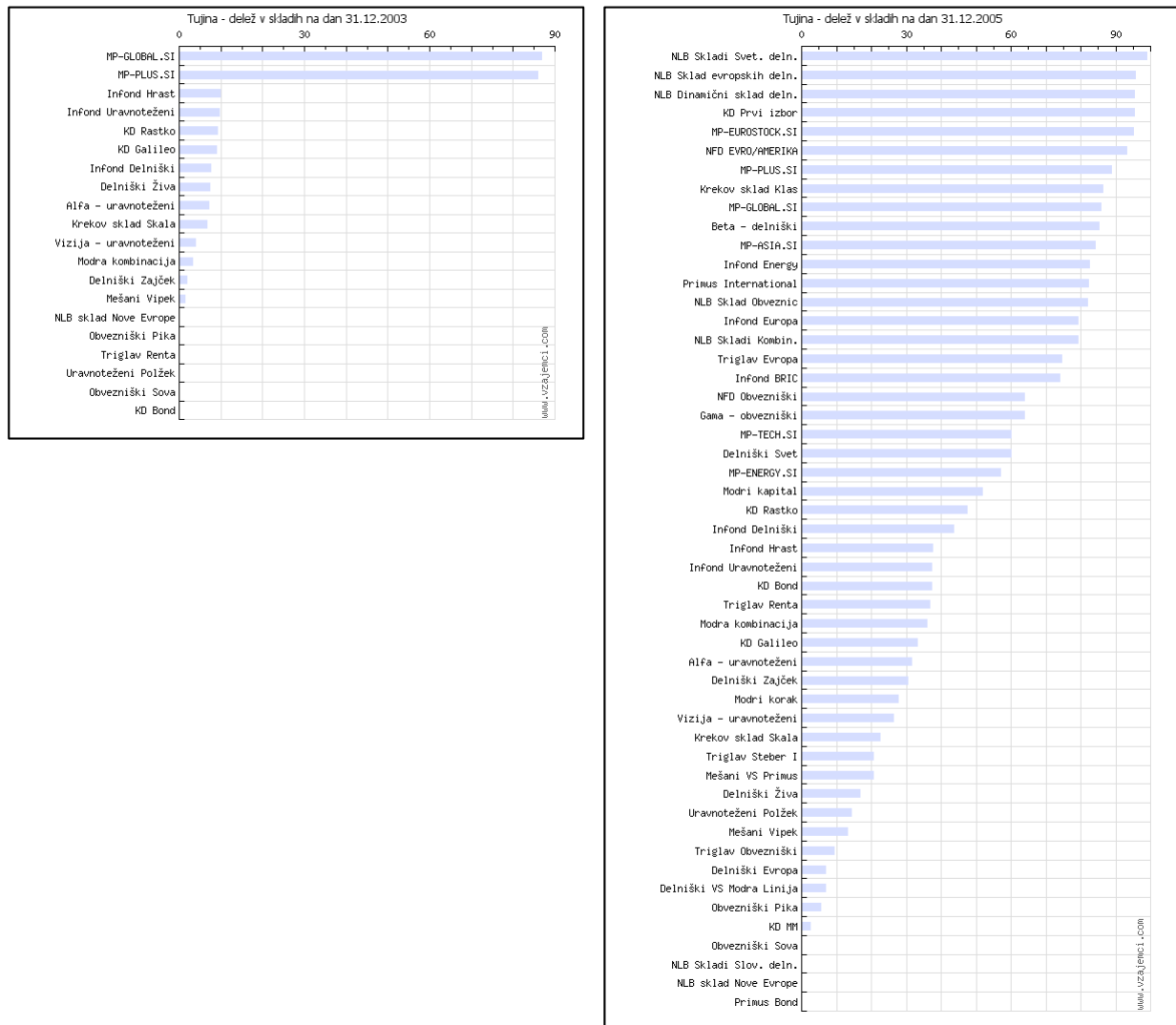
Vir: Obseg sredstev za DZU, 2006.

Slika 1: Gibanje indeksa SBI20



Vir: Borzni indeksi doma in po svetu, 2006.

Slika 2: Tujih vrednostnih papirjev v portfeljih slovenskih skladov



Vir: Vrste naložb, 2006.

Tabela 4: Seznam starejših slovenskih vzajemnih skladov

	Leto nastanka sklada	Datum uskladitve	Delež tujih vrednostnih papirjev slovenskih vzajemnih skladov (v %)				
			31.12. 2002	31.12. 2003	31.12. 2004	31.12. 2005	30.04. 2006
Delniški skladi							
KD Rastko	1996	16.2.2005	0,9	9,2	8,6	47,5	53,2
Infond Delniški	1994	24.5.2005	7,1	7,5	7,0	43,4	47,0
Delniški Živa	1999	23.6.2005	3,3	7,4	8,6	16,6	19,2
Delniški Zajček	1994	10.10.2005	0,0	1,9	7,5	30,4	42,8
Mešani skladi							
Triglav Renta	1999	29.12.2004	0,0	0,0	7,1	36,6	32,9
KD Galileo	1992	23.6.2005	0,4	8,9	9,7	33,2	46,5
Vizija - uravnoreženi	1994	26.2.2005	0,0	3,9	7,0	26,3	31,6
NLB Skladi – Komb. sklad Nove Evrope	1992	2.4.2005	0,0	0,0	0,0	0,0	50,9
Modra kombinacija	1993	20.4.2005	0,0	3,2	6,7	35,9	42,5
Krekov sklad Skala	2000	21.4.2005	0,0	6,6	9,1	22,5	34,5
Alfa - uravnoreženi	1994	8.5.2005	0,0	7,2	9,6	31,4	42,0
Infond Hrast	1995	24.5.2005	6,6	9,9	9,0	37,4	44,5
Infond Uravnoreženi	1994	24.5.2005	7,0	9,7	8,9	37,3	45,2
Uravnoreženi Polžek	1993	26.8.2005	0,0	0,0	1,6	14,1	21,0
Mešani Vipek	1994	10.10.2005	0,0	1,3	3,5	13,1	28,9
Obvezniški skladi							
KD Bond	1996	10.3.2005	0,0	0,0	0,0	37,2	46,9
Obvezniški Pika	1994	27.7.2005	0,0	0,0	2,6	5,4	6,3
Obvezniški Sova	2000	26.8.2005	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Vir: Vrste naložb, 2006; Obseg sredstev, 2006.

Tabela 5: Obseg sredstev in tržni delež starejših slovenskih vzajemnih skladov

	Obseg sredstev (v mio SIT) in tržni delež (v %)				Razlika tržnega deleža 03/06 (v odst. točkah)
	14.06. 2003	Tržni delež 18/18 (v %)	14.05. 2006	Tržni delež 18/74 (v %)	
Delniški skladi					
KD Rastko	9.536	15,2	25.958	7,2	-8,1
Infond Delniški	1.731	2,8	7.086	2,0	-0,8
Delniški Živa	814	1,3	1.384	0,4	-0,9
Delniški Zajček	1.820	2,9	5.078	1,4	-1,5
Mešani skladi					
Triglav Renta	164	0,3	5.176	1,4	1,2
KD Galileo	26.111	41,7	52.846	14,6	-27,2
Vizija - uravnoreženi	852	1,4	7.393	2,0	0,7
NLB Skladi – Komb. sklad Nove Evrope	589	0,9	591	0,2	-0,8
Modra kombinacija	1.780	2,8	15.250	4,2	1,4
Krekov sklad Skala	3.510	5,6	4.609	1,3	-4,3
Alfa - uravnoreženi	8.650	13,8	14.028	3,9	-10,0
Infond Hrast	1.176	1,9	3.385	0,9	-0,9
Infond Uravnoreženi	943	1,5	1.732	0,5	-1,0
Uravnoreženi Polžek	1.027	1,6	2.823	0,8	-0,9
Mešani Vipek	867	1,4	1.428	0,4	-1,0
Obvezniški skladi					
KD Bond	1.879	3,0	4.668	1,3	-1,7
Obvezniški Pika	522	0,8	956	0,3	-0,6
Obvezniški Sova	624	1,0	1.022	0,3	-0,7
Starejši skladi (18)	62.594	100	155.411	42,8	-57,2
Vsi skladi (74)	62.594	100	363.043	100	

Opomba: Oznaki 18/18 in 18/74 pomenita število starejših vzajemnih skladov v razmerju do celotnega števila slovenskih vzajemnih skladov v Sloveniji.

Vir: Vrste naložb, 2006; Obseg sredstev, 2006.

Tabela 6: Denarni tokovi po vrstah vzajemnih skladov za leto 2005 (v mrd SIT)

Vrsta VS	01/05	03/05	05/05	07/05	09/05	11/05	Skupaj 01-12/05
Delniški	2,87	1,10	0,70	0,93	1,44	2,38	26,97
Denarni	0,00	0,00	2,43	0,16	0,10	0,17	1,02
Indeksni	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,51
Mešani	3,44	0,89	-0,90	-0,66	-2,98	-1,10	-3,66
Obvezniški	0,31	0,39	0,20	0,13	-0,09	0,28	2,70
Sklad skladov	0,00	0,00	0,38	0,56	0,46	0,48	5,68

Vir: Letni in mesečni pregled, 2006.

Tabela 7: Denarni tokovi vzajemnih skladov slovenskih družb za upravljanje za leto 2005 (v mrd SIT)

Družna za upravljanje	01/05	03/05	05/05	07/05	09/05	11/05	Skupaj 01-12/05
NLB Skladi	1,70	1,38	0,76	1,02	0,96	0,84	12,72
Medvešek Pušnik DZU	0,08	-0,25	0,30	0,66	0,48	0,79	5,02
KBM Infond	0,16	-0,06	0,03	-0,01	0,00	0,32	1,35
Triglav DZU	0,40	0,29	0,09	0,11	0,31	0,49	10,60
Publikum PDU	0,17	-0,01	-0,22	-0,04	-0,16	0,10	-0,25
Probanka DZU	0,40	0,26	0,05	0,00	-0,08	0,37	2,21
Ilirika DZU	0,80	0,12	-0,09	-0,06	-0,20	-0,04	2,40
Krekova družba DZU	0,12	0,01	0,02	-0,05	-0,34	0,03	-0,12
NFD	0,06	0,34	0,02	0,03	0,02	0,34	1,11
Primorski skladi	0,04	0,00	-0,04	0,00	-0,04	-0,02	-0,10
Perspektiva DZU	0,02	0,19	0,00	0,04	0,18	0,00	0,74
Abančna DZU	0,44	0,06	-0,02	-0,11	-0,05	-0,13	-0,15
KD Investments	2,22	0,05	1,92	-0,46	-2,15	-0,86	-2,33
Skupaj	6,61	2,38	2,82	1,12	-1,06	2,21	33,22

Vir: Letni in mesečni pregled, 2006.

Tabela 8: Denarni tokovi po vrstah vzajemnih skladov za del leta 2006 (v mrd SIT)

Vrsta VS	01/06	02/06	03/06	04/06	05/06	Skupaj
Delniški	2,72	4,59	11,58	4,68	2,80	26,37
Denarni	0,19	-0,08	0,04	0,06	0,02	0,23
Indeksni	0,03	0,07	0,25	0,09	0,07	0,51
Mešani	-4,11	-1,27	-6,71	-1,14	-0,64	-13,87
Obvezniški	-0,87	-0,22	-0,71	-0,35	-0,16	-2,31
Sklad skladov	0,70	0,41	0,41	0,12	0,00	1,63

Vir: Letni in mesečni pregled, 2006.

Tabela 9: Denarni tokovi vzajemnih skladov slovenskih družb za upravljanje za del leta 2006 (v mrd SIT)

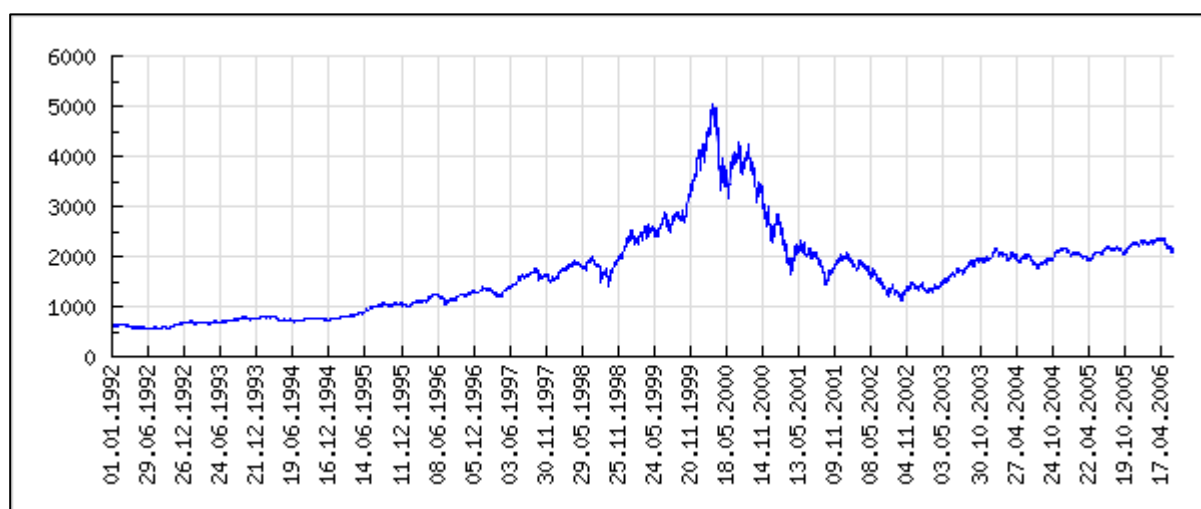
Družna za upravljanje	01/06	02/06	03/06	04/06	05/06	Skupaj
NLB Skladi	1,32	1,70	1,78	1,10	0,52	6,42
Medvešek Pušnik DZU	1,76	1,36	0,81	0,99	0,81	5,73
KBM Infond	0,06	1,75	1,05	0,43	0,65	3,95
Triglav DZU	0,49	0,63	0,48	0,38	0,00	1,99
Publikum PDU	0,15	0,06	1,03	0,16	0,08	1,49
Probanka DZU	-0,14	0,47	0,52	0,24	0,32	1,41
Ilirika DZU	0,17	0,15	0,26	-0,30	0,00	0,28
Krekova družba DZU	-0,24	-0,10	-0,10	0,29	0,07	-0,08
NFD	0,00	-0,01	-0,04	-0,03	0,00	-0,08
Primorski skladi	-0,18	-0,08	-0,12	-0,16	-0,01	-0,55
Perspektiva DZU	-0,19	0,02	-0,31	0,04	-0,19	-0,62
Abančna DZU	-0,36	-0,33	-0,92	-0,24	-0,03	-1,87
KD Investments	-4,19	-2,14	0,41	0,56	-0,15	-5,51
Skupaj	-1,33	3,49	4,85	3,46	2,09	12,56

Vir: Letni in mesečni pregled, 2006.

Priloga 4: Problematika modnih skladov

Modni skladi so bili v obdobju od 1995 do 2000 tehnološki in .com skladi, ki so takrat realizirali visoke donose, letne in tudi kumulativne petletne, nato pa je sledil silovit naskok, ki je trajal do konca leta 2003. V tem času so nekateri vzajemni skladi izgubili tudi 70 do 80% vrednosti glede na najvišje dosežene vrednosti. Mnogi od njih si še niso, in si tudi še kmalu ne bodo opomogli do nivojev, doseženih v začetku leta 2000. Za nazornejšo predstavitev padcev za 80% je na Sliki 3 prikazan tehnološki indeks Nasdaq Composite, katerega so posnemali mnogi tuji modni skladi v omenjenem obdobju. Indeks je iz vrednosti okoli 5000 točk v začetku leta 2000 padel na vrednosti okoli 1.000, točk konec leta 2002, v začetku februarja 2006, pa se je gibal okoli vrednosti 2.200 (Lubej, 2006).

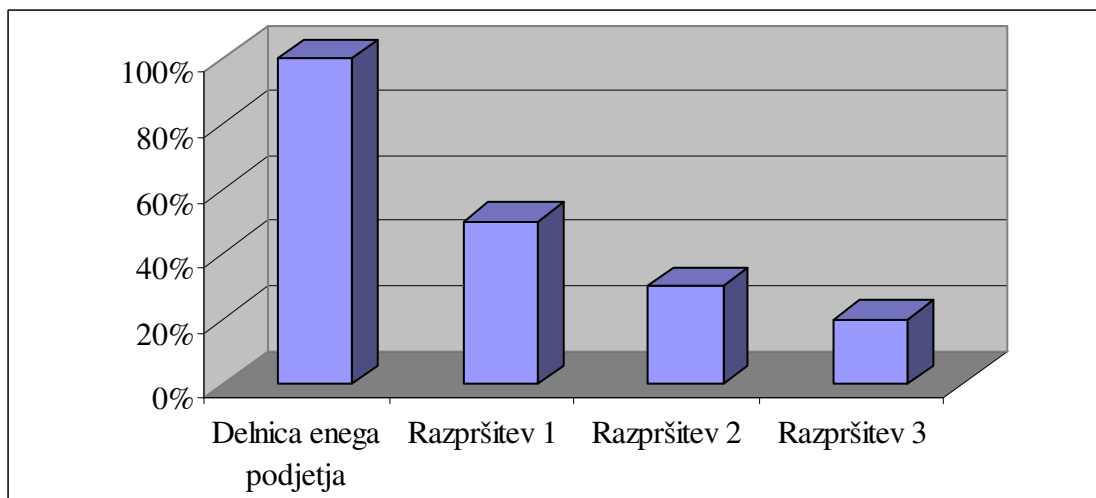
Slika 3: Gibanja indeksa Nasdaq Composite



Vir: Graf gibanja za indeks: Nasdaq Composite, 2006.

Priloga 5: Analiza tveganja z razpršitvijo premoženja

Slika 4: Zmanjšanje celotnega tveganja z razpršitvijo premoženja



Razpršitev 1	Delnice 10 do 15 podjetij iz različnih panog na enem trgu kapitala
Razpršitev 2	Delnice 10 do 15 podjetij na štirih trgih kapitala iz različnih svetovnih regij
Razpršitev 3	Delnice 10 do 15 podjetij na štirih trgih kapitala iz različnih svetovnih regij (pribl. 50%) in dolgoročne državne obveznice (pribl. 50%)

Vir: Kleindiesnt, 2001, str. 428.

Priloga 6: Razviti in porajajoči se trgi kapitala

Trgi kapitala se delijo na dve osnovni skupini: razvite in porajajoče se trge. Osnova za delitev sta njihova velikost in stopnja razvoja gospodarstva, v katerem ti trgi delujejo. Čeprav je število porajajočih se trgov kapitala precej večje od števila razvitih, je njihov pomen v svetovnem merilu precej manjši. Delež bruto domačega proizvoda gospodarstev, katerih trgi kapitala se uvrščajo v to skupino, je v svetovnem bruto proizvodu približno 20%, medtem ko je tržna kapitalizacija delnic, ki so uvrščene na porajajoče se trge kapitala, konec leta 1997 znašala le dobrih 7% svetovne tržne kapitalizacije delnic (Kleindiesnt, 408-409). V nadaljevanju so podrobneje predstavljene razlike med trgi, v Tabeli 10 (na str. 10, Priloga 6) pa so povzete bistvene značilnosti.

1) Razviti trgi kapitala

Ti se v marsičem razlikujejo od nerazvitih. V prvi vrsti je potrebno poudariti visoko likvidnost in tržno kapitalizacijo največjih podjetij. Za njih je značilno veliko število tržnih udeležencev (tako vlagateljev kot izdajateljev VP), odlično razvita tehnološka in regulativna infrastruktura trga, zelo dobra razpoložljivost in pretok informacij, kakor tudi visoka odprtost za tuje tržne udeležence (tako vlagatelje kot izdajatelje). Za te trge je značilno tudi to, da so vsaj zmerno učinkoviti, kar pomeni, da tečajji delnic na njih večino časa zadovoljivo odražajo njihove dejanske vrednosti. Kakršne koli nove informacije o tekočem in/ali prihodnjem

pričakovanem poslovanju podjetij se takoj odrazijo v ceni delnice oziroma obveznice. Dejansko je v tujini ob objavi novih informacij mogoče pogosto zaznati razlike (tudi do 10% skoke) tečajev v obeh smereh. V to skupino se uvrščajo predvsem ameriški trgi kapitala, večji zahodnoevropski trgi kapitala in nekateri azijski trgi (Japonska, Hongkong, Singapur, Avstralija in Nova Zelandija) (Kleindinest, 2001, str. 409; Grum, 2001, str. 13).

2) Porajajoči se trgi kapitala

Sem sodijo predvsem vzhodnoazijski, južnoameriški in srednjeevropski trgi kapitala (vključno s slovenskim). Medtem ko so naložbe na razvitih trgih kapitala investitorjem dostopne brez omejitev, za večino porajajočih se trgov to ne velja. Za te trge je na splošno značilna manjša operativna in tudi siceršnja učinkovitost. Sodijo med šibko učinkovite, kar pomeni, da lahko tečaj določene delnice ali skupine finančnih naložb na njih dlje časa občutneje odstopa od njihove dejanske vrednosti. Osnovni transakcijski stroški (provizije borz in borznih posrednikov) na trgih kot so Brazilija, Malezija, Indonezija in Filipini so lahko do petkrat višji od stroškov na razvitih. K večjim transakcijskim stroškom prispeva tudi manjša likvidnost teh trgov, zaradi česar se nakup in prodaja delnic neugodno odrazita v spremembi njihovega tečaja (Kleindinest, 2001, str. 409-410).

Med razvitimi in porajajočimi se trgi obstaja asimetrična odvisnost, kar pomeni, da so te nižje med bikovim trendom in višje med medvedjim trendom, kar pa zmanjšuje učinkovitost mednarodne razpršitve (International Investment and Diversification, 2006).

Tabela 10: Temeljne značilnosti razvitih in porajajočih se trgov kapitala

	Razviti trgi	Porajajoči se trgi
Trgi kapitala	<ul style="list-style-type: none"> • Ameriški • Večji zahodnoevropski • Nekateri azijski 	<ul style="list-style-type: none"> • Južnoameriški • Srednjeevropski • Vzhodnoazijski
Učinkovitost trgov	Zmerna	Šibka
Razpoložljivost in pretok informacij	Zelo dobra	Slabša
Likvidnost trgov	Visoka	Manjša
Osnovni transakcijski stroški	Nižji	Do petkrat višji
Odprtost za tuje tržne udeležence	Visoka, brez omejitev	Omejitve
Število tržnih udeležencev	Veliko	Manj

Vir: Kleindinest, 2001, str. 409-410; Grum, 2001, str. 13.

Priloga 7: Kvantitativni merili tveganja

1) Največji nihaj navzdol

Na kratko se lahko to mero opiše kot največji odstotni padec v preteklosti. Višji, ko je bil neki padec v preteklosti, bolj tvegan je sklad za vlagatelje. Izračun poteka tako, da se po grafu preteklega gibanja VEP v preučevanem obdobju poišče zaporedne nove vrhove – točke z dotlej najvišjo vrednostjo. Med trenutnim in naslednjim doseženim vrhom se tipično pojavijo obdobja, ko je vrednost VEP nižja. V vseh globelih se med dvema vrhovoma izmeri največji padec v odstotkih v primerjavi s prej doseženim vrhom in kot rezultat izračuna se vzame največjega od njih (ABC vzajemnih skladov, 2006).

Primer: Če ima nek sklad največji nihaj navzdol 30%, to pomeni, da če je neki vlagatelj vplačal v najneugodnejšem trenutku, je vrednost njegove vloge v enem trenutku (na zadnji dan obdobja) padla za 30%, preden je spet začela naraščati. Številka ima tudi praktičen pomen. Če bi nekdo vložil v najslabšem možnem trenutku in potem bil primoran dvigniti sredstva v najslabšem možnem trenutku, bi njegova izguba znašala 30%. Če se primerja dva sklada po tem kriteriju, je smiselno vzeti nihaje v enako dolgem obdobju, da je primerjava ustrezna (ABC vzajemnih skladov, 2006).

2) Nihajnost (volatilitnost) donosov sklada.

Meri predvidljivost donosov sklada in je izražena s statistično standardno deviacijo doseženih mesečnih donosov v daljšem obdobju. To pomeni, da se opazuje, kako močno doseženi donosi odstopajo od njihovega povprečja. Večja številka pomeni večje nihanje navzgor in navzdol, manjša številka pa manjše. Torej je pri majhni nihajnosti verjetnost, da bo mesečni donos blizu povprečja, večja, zato se lahko sklepa, da je donos »bolj predvidljiv. Če se predpostavi, da imajo mesečni donosi normalno (Gaussovo) porazdelitev (kar sicer nikakor ni trivialna predpostavka), teorija pravi, da se približno 68% točk nahaja v oddaljenosti največ enega standardnega odklona od povprečja in približno 95% točk v oddaljenosti dveh standardnih odklonov (ABC vzajemnih skladov, 2006).

Primer: Če ima vlagatelj sklad, katerega povprečni mesečni donos je 1% in nihajnost 2,5%, bi pričakoval, da se bo mesečni donos v približno dveh tretjinah mesecev gibal med -1,5% in 3,5%.

Tabela 11: Odstopanja slovenskih in tujih skladov od povprečnega tolarskega donosa zadnjih 12 mesecev (od 16.6.2005, v %)

CI Eastern Europe Stock	9,63
Raiffeisen-Osteuropa-Aktien	8,87
Sanpaolo International fund - America Latina	8,71
Raiffeisen-Eurasien-Aktien	8,46
SPI Paeso EU, Medio Oritente ed Africa	8,05
Sanpaolo International fund - China	7,08
Raiffeisen-Energie-Aktien	6,58
Sanpaolo International fund - Paesi Emergenti Asia	6,28
MP-GLOBAL.SI	5,41
KD DeLux - Central, Eastern & South Euro. Equities	5,38
Sanpaolo International fund - Giappone [R]	5,30
Sanpaolo Internatnational fund - Giappone [RH]	5,23
Raiffeisen-Pazifik-Aktien	5,20
Sanpaolo Intern. fund - Energia&materia prime [R]	5,07
CI Austria Stock	5,06
MP-ASIA.SI	5,03
SPI Internat. fund - Energia & materia prime [RH]	4,71
Sanpaolo International fund Oceania [R]	4,63
Sanpaolo International fund - Alta Tecnologia [R]	4,40
Raiffeisen-US-Aktien	4,19
KD DeLux - Global Equities	4,14
Raiffeisen-HealthCare-Aktien	4,13
CI America Stock	4,03
Primus International	4,01
NLB Skladi - Dinamični sklad delnic	4,01
Raiffeisen-Global-Aktien	3,92
NLB Skladi - Svetovni sklad delnic	3,90
Krekov sklad Klas	3,89
Sanpaolo International fund - Alta Tecnologia [RH]	3,85
Beta - delniški	3,81
CI Select Europe Stock	3,68
Raiffeisen-Europa-Aktien	3,54
KD Prvi izbor, VS delniških skladov	3,49
Infond Europa	3,48
Sanpaolo International fund - Small Cap	3,47
KD DeLux - Western European Equities	3,47
Sanpaolo International fund - Oceania [RH]	3,40
MP-PLUS.SI	3,40
Sanpaolo International fund - Industria [R]	3,39
Sanpaolo International fund - Euro	3,25
Sanpaolo International fund - Banche [R]	3,22
Sanpaolo International fund - Nord America [R]	3,14
NLB Skladi - Sklad slovenskih delnic	3,13
Sanpaolo International fund - Industria [RH]	2,99
Sanpaolo International fund - Europa [RH]	2,92
NFD EVRO/AMERIKA	2,88
Sanpaolo International fund - Europa [R]	2,71
Raiffeisen-Global-Mix	2,68
Sanpaolo International fund - Banche [RH]	2,64
Delniški Živa	2,63
CI Dollar Bond	2,52
Modra kombinacija	2,47
Sanpaolo International fund - Farma [R]	2,38
Sanpaolo International fund-Telecomunicazioni [R]	2,23
Mešani vzajemni sklad Triglav Evropa	2,21

Infond Delniški	2,15
CI Central Europe Bond	2,07
Sanpaolo Internarional fund-Telecomunicazioni [RH]	2,07
KD Rastko	2,05
Sanpaolo International fund - Liquidata Dollari	1,98
Infond Uravnoteženi	1,94
Raiffeisen-Konvergenz-Rent	1,92
Delniški Zajček	1,73
Alfa - uravnoteženi	1,73
Mešani vzjameni sklad Primus	1,72
Sanpaolo International fund - Farma [RH]	1,71
KD DeLux - Global Bonds	1,63
Mešani Vipek	1,62
Infond Hrast	1,61
CI Guarantee Basket 2010	1,60
NLB Skladi - Kombinirani sklad Nove Evrope	1,60
KD Galileo	1,57
NLB Skladi - Kombinirani sklad	1,56
Triglav Renta	1,55
Vizija - uravnoteženi	1,55
KD DeLux - Central, Eastern & South Euro. Bonds	1,43
Raiffeisen-Global-Rent	1,40
Sanpaolo International fund - Euro lungo termine	1,33
Krekov sklad Skala	1,31
Uravnoteženi Polžek	1,20
Raiffeisen-Euro-Plus-Rent	1,00
CI Euro Government Bond	0,80
Obvezniški Pika	0,71
Raiffeisen-Euro-Corporates	0,70
Modri kapital	0,66
CI Euro Corporate Bond	0,65
Primus Bond	0,50
Sanpaolo International fund - Euro medio termine	0,48
NLB Skladi - Sklad obveznic	0,48
NFD Obvezniški	0,40
Triglav Obvezniški	0,40
KD Bond	0,37
Sanpaolo International fund - Euro breve termine	0,22
Raiffeisen-Euro-Liquid	0,15
Obvezniški Sova	0,13
KD MM, VS denarnega trga	0,10
CI Euro Cash	0,05
Sanpaolo International fund - Valore Liquita	0,04

Opomba 1: Starejši slovenski skladi so zaradi boljše preglednosti osenčeni.

Opomba 2: V pregled niso vključeni vsi skladi, ker za preostale ni dostopnih podatkov.

Vir: Odstopanja od povprečnega donosa, 2006.

Tabela 12: Največji nihaji tolarških donosov navzdol slovenskih in tujih skladov zadnjih 12 mesecev (od 14.06.05)

Delniški (92)	%	Mešani (15)	%	Obvezniški (36)	%
Delniški Živa	-5,12	Uravnoreženi Polžek	-3,88	SGAM Bd Eu Asset Bkd	-0,02
NLBS slovenske delnice	-5,74	Mešani Vipek	-4,10	Obvezniški Sova	-0,27
Delniški Zajček	-5,84	Primus	-4,29	SGAM Bd Eu Evolutive	-0,59
SPIF Telecom [RH]	-6,63	NLBS kombinirani	-4,52	SGAM Bd Eu Hi Yield	-0,91
Infond Delniški	-7,61	Vizija - uravnoreženi	-5,10	Obvezniški Pika	-1,16
RCM Osteuropa Aktien	-26,64	RCM Global Mix	-7,55	SGAM Bd Emerging	-9,06
CI Eastern Eu Stock	-27,44	Alfa - uravnoreženi	-8,06	KD DeLux Global Bonds	-9,23
SPIF America Latina [R]	-27,96	NLBS Nova Evropa	-9,21	SGAM Bd USD	-10,35
SPIF PE EMEA [R]	-28,22	Modra kombinacija	-9,27	SGAM Bd US Mortgage	-10,66
SGAM Eq Jap Small Cap	-35,57	Triglav Evropa	-9,81	CI Dollar Bond	-10,89
Povprečje	18,96	Povprečje	8,81	Povprečje	0,25

Vir: Največji nihaji navzdol, 2006.