

**UNIVERZA V LJUBLJANI**  
**EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**  
**VZAJEMNI SKLADI IN**  
**ODNOS SLOVENCEV DO NJIH**

**Ljubljana, junij 2006**

**MARKO SMRTNIK**



## **IZJAVA**

Študent/ka \_\_\_\_\_ izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom \_\_\_\_\_ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis: \_\_\_\_\_



# KAZALO

1. UVOD .....	1
2.1. DELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV .....	2
3.1. PREDNOSTI IN SLABOSTI VZAJEMNIH SKLADOV .....	3
3.1.1. PREDNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV .....	3
3.1.2. SLABOSTI VZAJEMNIH SKLADOV .....	4
4. KLJUČNE SPREMEMBE ZAKONOV POVEZANIH Z VZAJEMNIMI SKLADI.....	5
4.1. SPREMEMBE ZAKONA O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE.....	6
4.1.1. DOVOLJENE NALOŽBE SKLADOV .....	6
4.1.2. STROŠKI VLAGATELJA .....	7
4.2. SKRBNIŠKE STORITVE.....	10
4.3. NOVI ZAKON O DOHODNINI .....	12
5. SLOVENSKI IN TUJI VZAJEMNI SKLADI .....	14
5.1. VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI IN DRUŽBE, KI JIH UPRAVLJAJO.....	14
5.2. ANALIZA USPEŠNOSTI SKLADOV V SLOVENIJI.....	19
5.3. PRIMERJAVA VARČEVANJA V SKLADU Z VARČEVANJEM V BANKI.....	20
5.4. ZNAČILNOSTI TUJIH SKLADOV.....	24
6. PRAVILNA IZBIRA NALOŽBE KOT KLJUČ DO USPEHA .....	27
6.1. KLJUČNI DEJAVNIKI PRI INVESTIRANJU V VZAJEMNE SKLADE .....	27
6.1.1. DRUGI DEJAVNIKI PRI IZBIRI VZAJEMNEGA SKLADA.....	28
6.2. METODA POVPREČNEGA STROŠKA.....	29
7. ANALIZA ANKETE O ODNOSU SLOVENCEV DO SKLADOV .....	31
7.1. NAMEN, DOLOČILA IN HIPOTEZE ANKETE.....	31
7.2. ANALIZA ANKETE .....	32
8. SKLEP .....	41
LITERATURA .....	42
VIRI .....	43
PRILOGE	



## 1. UVOD

Slovenija je leta 1991 postala samostojna in suverena država. Od takrat je v Sloveniji moč opaziti mnoge spremembe in novosti, ki sledijo evropskim smernicam. V maju 2004 je Slovenija namreč postala polnopravna članica Evropske unije. V tem obdobju je bilo veliko sprememb na finančnem področju, kamor se uvrščajo tudi vzajemni skladi. Obdobje vzajemnih skladov se je začelo leta 1992 z ustanovitvijo prvega slovenskega vzajemnega sklada, pravno ureditvijo tega področja in s sprejetjem prvega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Zakoni s tega področja so se v naslednjih letih spreminjali in dopolnjevali, v letu 2002 je bil sprejet Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje ter v letu 2004 Zakon o dohodnini, oba zakona pa sta v veliki meri posegla na področje trga vzajemnih skladov.

Namen diplomskega dela je predstaviti vzajemne sklade, njihove prednosti in slabosti, analizirati osnovne značilnosti trga vzajemnih skladov v Sloveniji in tujini ter predstaviti ključne spremembe na tem področju. Varčevanje v skladih sem primerjal z varčevanjem v bankah, ki je še vedno najpogostejša oblika varčevanja v Sloveniji. Cilj diplomskega dela je analizirati razvoj skladov v Sloveniji in stanje v tujini, predstaviti pomembnost varčevanja v skladih ter, na podlagi ankete, predstaviti odnos Slovencev do varčevanja v vzajemnih skladih in bankah.

V drugem in tretjem poglavju sem predstavil vzajemne sklade ter njihove prednosti in slabosti, v četrtem poglavju sem se osredotočil na predstavitev večjih sprememb zakonov s tega področja. V petem poglavju sem analiziral sklade v Sloveniji in tujini ter predstavil njihov način poslovanja, šesto poglavje pa je namenjeno predstavitvi ključnih dejavnikov pri izbiri vzajemnega sklada ter načinu vlaganja v sklade. V sedmem poglavju sem analiziral podatke pridobljene iz ankete v kateri sem anketiral naključno izbrane Slovence, ki že prejemajo redni dohodek. Z anketo sem želel pridobiti splošne informacije o varčevanju Slovencev v bankah in skladih, informacije o prevladujočih vrstah varčevanja, o njihovem odnosu varčevalcev do tujih skladov ter njihovi naklonjenosti k tveganju. Zanimalo me je tudi kaj Slovence odvrča od takšnega načina varčevanja oziroma kaj jih privlači, da varčujejo v skladih in podobno.

## 2. OPREDELITEV IN POMEN INVESTICIJSKIH SKLADOV

Investicijsko podjetje je posebna finančna institucija, ki vodi ali ustanavlja sklade, ki so ločeni od njenega premoženja (Ribnikar, 1999, str. 218). Investicijski skladi so finančne institucije, ki zbirajo denarna sredstva z izdajanjem lastniških vrednostnih papirjev (investicijske družbe) oziroma investicijskih kuponov (vzajemni skladi) ter zbrana sredstva investirajo v različne vrste naložb, ki tvorijo portfelj sklada. Namenjeni so predvsem malim investitorjem, ki zaradi

pomanjkanja časa, informacij, denarja ali znanja ne želijo sami investirati v vrednostne papirje, ampak to prepuščajo strokovnjakom (Prohaska, 1999, str. 7). V sklade torej pritekajo denarna sredstva varčevalcev, z njimi pa upravljajo, v zameno za ustrezno plačilo, strokovnjaki v analitičnih oddelkih, ki spremljajo celoten razvoj gospodarstva, panog, večjih podjetij ter na podlagi analiz tudi več ali manj uspešno investirajo. Varnost premoženja se dosega s čim večjo razpršitvijo zbranega kapitala v gospodarstvo. Na ta način investitorji posredno postanejo solastniki sorazmernega deleža vseh vrednostnih papirjev, ki jih ima sklad v lasti.

## 2.1. DELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV

Osnovna delitev investicijskih skladov je delitev na vzajemne sklade (odprti skladi) in investicijske družbe (zaprti skladi). Najpomembnejša razlika med tema vrstama skladov je, da, za razliko od investicijske družbe, vzajemni sklad ni pravna oseba (premoženje vzajemnega sklada je ločeno od ostalega premoženja investicijskega podjetja, torej ni predmet stečajne mase v primeru propada družbe za upravljanje) ter v likvidnosti oziroma možnosti unovčitve deležev.

### 2.1.1. ODPRTI IN ZAPRTI INVESTICIJSKI SKLADI

Vlagatelj v investicijske družbe lahko unovči vrednostne papirje investicijske družbe s prodajo na sekundarnem trgu kapitala, torej mora dobiti kupca teh delnic, medtem ko se deleže vzajemnih skladov, s katerimi se na borzi ne trguje, lahko proda imetniku kupona vzajemnega sklada. To pomeni, da lahko investitor kupi ali proda posamezne enote premoženja sklada (npr. investicijski kupon) ob vsakem času. Cena teh kuponov se določa dnevno in sicer tako, da se tržna vrednost vseh vrednostnih papirjev v aktivih deli s številom izdanih certifikatov enot sklada. Oblika zaprtega sklada je, predvsem zaradi omenjenih razlik, manj pogosta (Dimovski, Gregorič, str. 165). Vrednost vzajemnega sklada se redno objavlja v dnevem časopisju in na internetu. Temeljne razlike so prikazane v Prilogi 1.

## 3. VZAJEMNI SKLADI

Vzajemni skladi so skladi, katerih velikost ob ustanovitvi ni določena. Vanj vlagajo investitorji in s tem nastaja združeno premoženje sklada. To pomeni, da so vlagatelji solastniki sklada v katerega vlagajo. V sklad se lahko kadarkoli vplačuje in tudi izplačuje ob pisni zahtevi vlagatelja. Z investiranjem v sklad se kupi investicijske kupone, ki se glasijo na določeno število točk oziroma enot premoženja sklada po vrednosti enote premoženja na dan nakupa.

V sklad lahko vlagajo tako fizične kot tudi pravne osebe. Z zbranim denarjem se na trgu kapitala kupujejo različni vrednostni papirji s katerimi se ustvarja strategiji sklada primeren



portfelj. Naložbe v portfelju sklada predstavljajo aktivo, točke vzajemnega sklada pa pasivo bilance sklada. V nadaljevanju so predstavljene prednosti in slabosti skladov, ki jih je dobro upoštevati pri varčevanju v skladih.

### 3.1. PREDNOSTI IN SLABOSTI VZAJEMNIH SKLADOV

Moč je opaziti, da povprečni varčevalec v večji meri izbira sklad glede na prednosti sklada in predvsem pretekle rezultate sklada, pogosto pa se ne zaveda slabosti in tveganj, ki jih ob izbiri sklada sploh ne upošteva. V očeh povprečnega potencialnega varčevalca namreč prednosti prevladujejo nad slabostmi. Res pa je, da obstaja bistveno več prednosti kot slabosti, ki so opisane v nadaljevanju.

#### 3.1.1. PREDNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV

##### **Razpršitev premoženja**

Tveganje premoženja se zmanjša z investiranjem v večje število vrednostnih papirjev. Ta prednost omogoča predvsem manjšim investitorjem, da z manjšim, omejenim obsegom sredstev dosegajo veliko razpršitev naložb, ki jih sklad z zbiranjem teh sredstev lahko doseže. S tem sklad posledično zmanjšuje tveganje.

##### **Strokovno upravljanje**

Premoženje sklada upravljajo posebej usposobljeni in izkušeni posamezniki oziroma skupine, ki so strokovnjaki s področja financ, računovodstva in investicij. Le-ti morajo slediti vnaprej določeni strategiji in politiki sklada ter zastavljenim ciljem.

##### **Prihranek časa**

To je pomembna prednost za tiste investitorje, ki sami nimajo znanja, časa, sredstev in izkušenj s področja financ, da bi sami upravljali s svojim premoženjem. Namesto neposrednega investiranja investitor kupi točke sklada, vse ostalo pa prepusti upravljalcem sklada.

##### **Likvidnost naložbe**

Naložba v takšen sklad je razmeroma bolj likvidna kot neposredna naložba v vrednostne papirje. Investitor v sklad lahko kadarkoli unovči svoje kupone, prodaja ostalih vrednostnih papirjev, ki kotirajo na borzi oziroma organiziranih trgih, je odvisna od ponudbe in povpraševanja na trgu.

##### **Nizki transakcijski stroški**

Skladi zagotavljajo relativno nizke transakcijske stroške, saj upravljalci skladov večinoma kupujejo večje število vrednostnih papirjev in s tem izkoriščajo določene popuste, ki pa jih posamezniki pri samostojnem nastopu na kapitalnem trgu niso deležni.

### **Široka paleta storitev za investitorje**

Upravljalci skladov nudijo strankam različne dodatne storitve, ki tudi vplivajo na odločitev izbire sklada. Mednje sodijo takojšnje reinvestiranje dividend in kapitalskih dobičkov, pokojninski načrt vezan na sklade, investicijski načrt, prenos sredstev med skladi iste družbe za upravljanje, informacije preko telefona, priprava poročila za davčno službo in podobno.

### **Preprosto poslovanje**

Investitorju se ni potrebno odločati o investicijah, točke sklada lahko kupi in proda kadarkoli, poljubno nakazuje sredstva v sklad ter spremlja vrednost premoženja vsak dan.

### **Nadzor nad poslovanjem sklada**

Poslovanje sklada je pod strogim nadzorom raznih državnih institucij (številni zakoni in predpisi), in sicer predvsem Agencije za trg vrednostnih papirjev, ki zagotavlja varnost investitorjev.

### **Zasebnost podatkov o lastništvu**

Investicijski kuponi, za razliko od delnic, niso vodeni pri Klirinški depotni družbi (v nadaljevanju tudi KDD) pri kateri lako vsak pridobi podatke o delničarjih posameznega podjetja.

### **Lombardni krediti z zastavo točk vzajemnih skladov**

Stranka si lahko pri banki uredi kredit iz naslova lastništva točk sklada. Ta način se na slovenskem trgu skladov vse bolj uporabljajo tako banke kot tudi varčevalci v skladih (Mikuž, 2004, str. 27-28).

## 3.1.2. SLABOSTI VZAJEMNIH SKLADOV

### **Podrejenost interesov investitorja investicijski politiki sklada**

Varčevalci v skladu niso delničarji družbe, ki upravlja sklad, temveč so le delničarji sklada in kot taki nimajo glasovalnih pravic oziroma pravice upravljanja s premoženjem sklada. Investitor torej, ne more vplivati na sestavo portfelja sklada in na spreminjanje donosnosti (Fredman, Wiles, 1993, str. 5-37).

### **Provizije in stroški**

Govorimo o plačevanju provizije za upravljanje ter o vstopnih in izstopnih stroških. Le-ti so odvisni od vrste sklada ter zakonov in predpisov v posameznih državah. Vstopne provizije se v tujini gibljejo od 2% do 8% (odstotek je odvisen od višine investiranega zneska), izstopne provizije pa od 1% do 5% čiste vrednosti investiranega premoženja. Izražene so lahko tudi v fiksnem znesku, a je v praksi to manj pogosto (Statistical facts and figures, 2005). V Sloveniji izstopna provizija, po novem zakonu, ne sme presegati 3% povprečne čiste vrednosti upravljanega premoženja. Večina skladov v Sloveniji uporablja 3% vstopnih stroškov, medtem ko izstopne stroške mnogo skladov ne zaračunava (Provizije v slovenskih skladih,

2005). Upravljalna provizija se v Evropi giblje od 1% do 2% na letni ravni (Fefsi international statistical release, 2005), podobno tudi v Sloveniji (od 1% do 3%). Omeniti velja, da borza pri individualnem upravljanju premoženja zaračuna še določen odstotek od doseženega dobička in s tem zmanjša realno vrednost donosa.

### **Izbor investicijskega sklada**

Investitor sam izbere sklad, kar pa ob vse večjem številu skladov v Sloveniji še zdaleč ni lahko. Opozoriti je potrebno, da sama višina provizije ni dobro merilo za uspešnost upravljanja sklada, saj upravljalci, ki zaračunavajo visoke provizije niso vedno tudi najboljši upravljalci.

### **Tveganje**

Sklad ne zagotavlja povrnitve naložbe, saj so donosi odvisni od razmer na trgu in od sposobnosti ter odločitev upravljalcev. V tem primeru gre za pomanjkanje nadzora nad kapitalskimi dobički, ki pa je v nekaterih drugih naložbah večji (npr. banke).

### **Zasledovanje pretežno kratkoročnih ciljev**

Nekateri skladi sledijo predvsem kratkoročnim ciljem in želijo na hitro izboljšati poslovne rezultate z namenom, da pridobijo čim več investitorjev in njihovih naložb.

### **Stik med investitorjem in upravljalcem**

Neposrednega stika med investitorjem in upravljalcem v tem primeru ni, zato investitor ne more pridobiti nobenih neposrednih informacij (razen osnovnih informacij iz poročil družbe za upravljanje) ter tako ne more pridobiti nekega zaupanja v upravljalca njegovega premoženja (psihološki vidik).

## **4. KLJUČNE SPREMEMBE ZAKONOV POVEZANIH Z VZAJEMNIMI SKLADI**

Nastanek in začetek vzajemnih skladov v Sloveniji sega v januar 1992, ko so bili ustanovljeni prvi vzajemni skladi v okviru posameznih borznoposredniških hiš. Večji razvoj in pravno regulativo so skladi, podobno kot v drugih državah v tranziciji, doživeli z začetkom privatizacije. V začetku so bili skladi ustrojeni kot subjekti privatizacije v Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij<sup>1</sup>, leta 1994 pa je pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in načinov njihovega delovanja uredil Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (v nadaljevanju tudi ZISDU<sup>2</sup>). Z začetkom leta 2003 pa je začel veljati novi zakon, in sicer ZISDU-1 (Uradni list RS, št. 110/2002). Ta zakon je bil eden zadnjih v seriji

---

<sup>1</sup> Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij je bil sprejet novembra 1992 (Uradni list RS, št. 55/1992).

<sup>2</sup> Stari Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje je začel veljati marca 1994 (Uradni list RS, št. 6/1994).

velikih finančnih sistemskih zakonov<sup>3</sup>, ki ga je Slovenija morala sprejeti za uskladitev svoje finančne ureditve z ureditvijo v Evropski uniji (v nadaljevanju tudi EU). Na vlaganje v sklade je vplival tudi novi dohodninski zakon, ki je začel veljati v začetku leta 2005.

#### 4.1. SPREMEMBE ZAKONA O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE

2.1.2003 je prišlo do večjih sprememb zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje iz leta 1994. Sprejetih je bilo veliko novih podzakonskih aktov, ki jih je sprejela Agencija za trg vrednostnih papirjev, da je lahko stopil v veljavo ZISDU-1 (2002). Novi zakon je precej bolj obširen od predhodnega, večina sprememb pa je usmerjena k učinkovitemu vstopu v EU. Novi zakon je takrat preimenoval vse vzajemne sklade v posebne<sup>4</sup> sklade. Za njih je veljalo, da lahko delujejo še po starem ZISDU iz leta 1994, v prehodnem obdobju dveh let, najkasneje do začetka leta 2005, pa so se morali posebni vzajemni skladi uskladiti z novim zakonom in postati vzajemni skladi (Grilanc, 2004, str. 27). Z zakonom se je omogočilo integracijo obstoječih skladov na trge EU.

Novi zakon prinaša mnogo sprememb, ključni, gledano z vidika varčevalcev, pa sta dve, in sicer dovoljene naložbe ter stroški sklada.

##### 4.1.1. DOVOLJENE NALOŽBE SKLADOV

Najpomembnejša sprememba, ki je definirana v novem zakonu (ZISDU-1, 2002), je zagotovo liberalizacija pri naložbah skladov. Stari zakon je namreč omejeval delež tujih naložb na 10% sredstev v skladu (ZISDU, 1994). Novi zakon od 64. do 76. člena določa naložbe v katere lahko sklad investira svoja sredstva in s tem odpravlja omejitev obsega tujih naložb. Sedaj lahko sklad investira vse svoje naložbe na tuje trge, a mora trg, v katerega investira, ustrezati pravilom, ki so določena v zakonu in podzakonskih aktih (gre predvsem za omejitve vlaganja v nestabilne države, predvsem s finančnega vidika) ter določilom glede strategije posameznega sklada. Vzajemni skladi lahko po novem investirajo svoja sredstva v: dodatna likvidna sredstva (npr. denarna sredstva), depozite (npr. depozite v bankah), delnice, obveznice, instrumente denarnega trga (npr. zakladne menice in blagajniške zapise), enote vzajemnih skladov, delnice investicijskih družb, izvedene finančne instrumente (npr. opcije, termenske posle), druge vrednostne papirje in instrumente denarnega trga.

Vsak vzajemni sklad mora imeti v prospektu točno določeno naložbeno politiko. Le-ta je lahko po novem zakonu manj fleksibilna. Gre predvsem za zaščito vlagateljev, ki imajo lahko

<sup>3</sup> V letu 1999 sta bila sprejeta Zakon o bančništvu (Uradni list RS, št. 7/1999) in Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/1999), leta 2000 pa Zakon o zavarovalništvu (Uradni list RS, št. 13/2000).

<sup>4</sup> 235. in 236. člen ZISDU-1 (2002) predpisujeta, da morajo vzajemni skladi, do uskladitve z novim zakonom nositi oznako posebni investicijski skladi. Ta oznaka se uporablja tudi v vseh javnih objavah in promocijski literaturi, prospektih in pravilih upravljanja.

sedaj boljšo predstavo o skladu v katerega želijo investirati. Primeri, kot so bili, na primer, da je bil mešani sklad Galileo po strukturi portfelja sklada zelo podoben delniškemu skladu Rastko ali pa velika sprememba razmerja med delnicami in obveznicami v naložbeni strukturi sklada Modra kombinacija (razpon od 20% do 60% obveznic v portfelju), sedaj niso več mogoči (Delež delnic v skladih, 2005).

Z novim zakonom so poleg obvezniških, mešanih in delniških skladov dovoljeni tudi indeksni skladi, skladi denarnega trga, skladi skladov (t.i. krovni skladi) ter namenski skladi.

V letu 2005 so že nastali prvi skladi denarnega trga, ki bodo, po mojem predvidevanju, zanimivi predvsem za podjetja, ki si ne morejo privoščiti prevelikih tveganj pri naložbah v sklade. Konec leta 2004 je bil ustanovljen prvi sklad skladov, ki ga upravlja največja slovenska družba za upravljanje, to je družba KD Investments d.o.o. s sedežem v Ljubljani. To je sklad KD Delux, ki deluje v eni izmed držav z najnižjimi davčnimi stopnjami, to je Luksemburgu. Aprila 2004 je bil ustanovljen prvi namenski sklad, to je sklad Klas (sklad je v lasti Krekove družbe DZU d.o.o.). Poleg finančnih meril sklad upošteva še družbene, ekološke in etične standarde. Sklad torej ne vloga v tobačno in jedrsko industrijo, podjetja s proizvodnjo alkoholnih pijač, podjetja, ki prirejajo igre na srečo in podobno. Poleg tega lahko s posebnim sklepom družba za upravljanje oprosti plačila vstopne provizije razne invalidske, človekoljubne, okoljevarstvene, nevladne, športne in podobne organizacije ter verske skupnosti in pravne subjekte, katerih ustanovitelj so verske skupnosti. Cilj teh subjektov mora biti družbeno, okoljevarstveno, etično in podobno delovanje. Glede na dejstvo, da se Slovenija na področju skladov šele dobro razvija, menim, da se bodo zgoraj omenjeni skladi ustanavljali in uveljavljali pri nas bolj počasi. Večji izbor takšnih skladov je za pričakovati šele z ustanovitvijo skladov s strani tujih družb za upravljanje. Moč je opaziti predvsem s strani novo ustanovljenih skladov, da se v veliki meri poslužujejo neomejene možnosti vlaganja v tuje naložbe oziroma globalnega investiranja. Zanimivo je, da z novim zakonom ZISDU-1 ni dovoljeno ustanavljati nepremičninskih skladov, ki so običajno pomemben del ponudbe skladov. Predvsem se to kaže v državah v tranziciji, tudi na Hrvaškem, kjer so takšni skladi trenutno zelo uspešni (Kodrič, 2004, str. 35). Dogaja se tudi, da slovenski varčevalci, ki želijo vlagati v takšne sklade, svoj kapital enostavno prenesejo v sklade v tujini. Iz analize ankete sem namreč opazil, da Slovenci vendarle ne dajejo večje prednosti slovenskim skladom, vsaj ne v takšni meri kot sem sprva pričakoval, saj bi kar 60% potencialnih varčevalcev, v primeru varčevanja v skladih, v svojem portfelju skladov imelo tudi tuj sklad (glej analizo hipoteze H5, na str. 38). To pomeni, da se upravičeno lahko pričakuje uspešen razvoj tujih skladov v Sloveniji.

#### 4.1.2. STROŠKI VLAGATELJA

Po starem ZISDU (1994) vsota vstopne in izstopne provizije ni smela presegati 3%, upravljalna provizija pa ne 2% od povprečne letne čiste vrednosti sklada. Po novem, veljavnem ZISDU-1 (2002) pa je omejena samo še izstopna provizija, in sicer na največ 3%,

medtem ko sta vstopna in upravljalna provizija prepuščeni tržni konkurenci (Provizije v slovenskih skladih, 2005).

Zakon ZISDU-1 (2002) dopušča možnost plačevanja vstopnih provizij vnaprej, in sicer v primeru, ko se vlagatelj pisno zaveže vplačevati v vzajemni sklad za določeno obdobje. S tem načinom obračunavanja provizije pridobita oba subjekta, saj si upravljalna družba zagotovi varčevalca za omenjeno obdobje in s tem upravljalno provizijo vnaprej, varčevalec pa nižjo vstopno provizijo, v kolikor predviden način varčevanja tudi zares izpolnjuje.

Višina stroškov vlaganja v tuje sklade je, glede na precejšnjo usklajenost slovenske zakonodaje z evropsko, zelo podobna kot v Sloveniji. Opaziti je, da so vstopne provizije v tujini, pri prevladujočih mešanih in delniških skladih za približno 2% višje kot trenutno v Sloveniji pri slovenskih skladih, saj v tujini prevladuje 5% vstopna provizija (The organization and operation of a mutual fund, 2004). Razlog za višjo vstopno provizijo v tujini je bistveno večja konkurenca na trgu finančnih produktov, iz tega pa sledijo bistveno večji stroški trženja kot v Sloveniji. Za ravnovesje višine provizije na trgu vzajemnih skladov pa prav tako poskrbi večja konkurenca, ki deluje tudi v obratni smeri (nižje provizije družb za upravljanje privabijo več zanimanja strank za njihove sklade). Razmere v Sloveniji postajajo vse bolj podobne razmeram v tujini, saj so na slovenskem trgu skladov že nastali skladi, ki imajo 5% vstopno provizijo. Veliko vzajemnih skladov v tujini, glede na čas, uporablja padajočo lestvico izstopnih provizij, ki vzpodbudi vlagatelje, da bi svoj denar čim več časa pustili v upravljanje sklada in si s tem zmanjšali izstopno provizijo. V tujini se za vloge v skladih pogosto uporablja padajoča lestvica vstopnih provizij, ki deluje po principu več vložiš, manjšo vstopno provizijo plačaš. V Sloveniji se je takšne lestvice prvo poslužilo podjetje NLB Skladi d.o.o., prav tako pa uporabi takšnih lestvic sledijo tudi drugi vzajemni skladi v Sloveniji.

Upravljalna provizija je namenjena kritju stroškov, ki jih ima upravljalnik s svojim delovanjem in delovanjem sklada. Te se v Sloveniji gibljejo od 1% do 3%, višina je odvisna predvsem od naložbene politike sklada (Zorman, 2004, str. 1-6). Manj tvegani, obvezniški skladi, imajo praviloma nižje provizije, delniški pa višje. Vpliv na višino provizije ima tudi način upravljanja sklada. Če je ta upravljan pasivno, so provizije nižje, če je upravljan aktivno, torej tako, da se pogosteje menja struktura naložb in se s tem išče čim boljše naložbene možnosti, pa so provizije višje (Lubej, 2002, str. 7-12).

V tujini so provizije, po podatkih družb za upravljanje, v povprečju nekaj nižje kot v Sloveniji, saj se gibljejo od 1% do 2% (The organization and operation of a mutual fund, 2004). Tako je, po mojem mnenju zato, ker skladi v tujini običajno upravljajo z bistveno večjim obsegom kapitala kot v Sloveniji in s tem izkoriščajo ekonomijo obsega.

Menim, da tuja konkurenca in večji obseg kapitala v skladih sprva ne bosta pripomogla k znižanju upravljalnih provizij predvsem zaradi povečanja obsega stroškov, ki po novem

zakonu ZISDU-1 (2002) lahko bremenijo premoženje sklada. Z vidika investitorja je kljub temu odveč skrb, da bi si upravljalci obračunali previsoke stroške, predvsem zaradi varovalnih mehanizmov, seveda pa bi s pretiravanjem dosegli znižanje donosnosti sklada (najpomembnejši kriterij investitorja pri izbiri sklada) in s tem izgubili investitorje (Kleindienst, 2001, str. 10-12).

Po starem zakonu (ZISDU, 1994) lahko sklad, poleg upravljalke provizije, bremenijo naslednji stroški: stroški posredovanja pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev, zmanjšani za strošek borznoposredniške družbe oziroma banke, izplačila iz naslova davka na dobiček, obresti za kredite, ki jih najema družba za upravljanje v svojem imenu in za račun vzajemnega sklada, izplačila po pogodbi sklenjeni z depozitarjem, nadomestilo nadzora Agencije za trg vrednostnih papirjev za opravljanje nadzora.

Po novem zakonu (ZISDU-1, 2002) premoženje sklada lahko bremenijo naslednji stroški: stroški posredovanja pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev na organiziranih trgih (provizije in drugi stroški, ki jih je treba v zvezi z nakupom oz. prodajo plačati organizatorju trga vrednostnih papirjev, klirinški depotni družbi in borznemu posredniku), drugi stroški in provizije, stroški plačilnega prometa, stroški revidiranja letnega poročila vzajemnega sklada, stroški obveščanja imetnikov investicijskih kuponov, stroški v zvezi s postopki v primeru tožbe proti skrbniku in v primeru tožbe proti tretjim osebam, davki in druge davščine v zvezi s premoženjem sklada oziroma s prometom s tem premoženjem, stroški skrbniških storitev skrbnika<sup>5</sup> (npr. banka). Večina teh stroškov je prepuščena tržni konkurenci. V interesu upravitelja sklada je, da stroške minimizira, saj le-ti vplivajo na donosnost sklada. Vsi stroški morajo biti zapisani v prospektu vzajemnega sklada.

Pričakovati je, da bodo stroški brez vstopnih in izstopnih provizij skupno za vlagatelja predstavljali 2 do 3% od sredstev v upravljanju na letnem nivoju, torej je sprva pričakovati rahel dvig višine provizij (Grilanc, 2004, str. 16). V prihodnosti pa se bo, po mojem mnenju, višina provizij skladov v Sloveniji verjetno gibala na ravni evropskega povprečja.

Stroški, ki bremenijo vlagatelje se bodo, po moji oceni, sprva zvišali (ravnovesje s stroški v tujini), ocene za koliko pa ni mogoče podati, saj je višina v veliki meri odvisna od odločitev upravljalcev in konkurence na trgu. Poleg tega bo, kot kaže, potrebno spremeniti tudi nov dohodninski zakon (v celoti in ne samo del, ki govori o vzajemnih skladih), ki je naletel na veliko neodobranje davkoplačevalcev, slabosti pa se že kažejo tudi v znižanju višine denarnih prilivov v sklade v letu 2005 in 2006. Spremembe zakona so, s strani slovenske vlade, neuradno, že napovedane.

---

<sup>5</sup> Skrbniška banka je, v skladu z Zakonom o bančništvu (Uradni list RS, št. 59/01 in 55/03), banka oziroma podružnica banke države članice, ustanovljena na območju Republike Slovenije, ki je pridobila dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje skrbniških storitev, po Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 110/02, 73/03 in 32/04).

## 4.2. SKRBNIŠKE STORITVE

V tujini, sedaj pa deloma tudi že v Sloveniji, so večinoma prisotni naslednji akterji na trgu vzajemnih skladov: investitor, ki je ključnega pomena, transferna banka, depotna banka ter management sklada. Za Luksemburg je značilno, da ima najbolj strogo zakonodajo glede vzajemnih skladov in investiranja v vrednostne papirje. Zakon določa, da sta v samem sistemu vključeni transferna (opravlja plačilni promet med investitorjem in depotno banko) in depotna banka. Pomembna je predvsem slednja, ki odpre za stranko depo, osnova za hrambo in upravljanje z vrednostnimi papirji pa je zakon o depozitu, ki vsebuje vrsto predpisov za zaščito imetnika depozita, predvsem v primeru stečaja depotne banke (Lamont, 2004, str. 16-17). V Sloveniji, po ZISDU-1 (2002), podobno vlogo opravlja banka skrbnica. Z vidika investitorja, se je, zaradi večje varnosti skladov, izvrševanje poslov v zvezi s premoženjem in denarjem, preneslo iz družbe za upravljanje na skrbnika, ki mora biti ločena pravna oseba.

Skrbnik je lahko banka ali druga finančna institucija. Skrbnikovo poslovanje ureja Zakon o trgu vrednostnih papirjev iz leta 1999 (Uradni list RS, št. 56/1999). Zakon uvaja nov institut skrbnika tudi za kritno premoženje pokojninskih družb. Posamezen sklad ima lahko le enega skrbnika, ki je za opravljanje skrbniških storitev upravičen do provizije, ki pa mora biti izražena v odstotku od čiste vrednosti premoženja sklada (ZISDU-1, 2002, 53. člen).

Zakon prenaša na skrbnika naslednje dejavnosti: hrambo in vodenje računov vrednostnih papirjev sklada, vodenje denarnih računov sklada, zagotavljanje izpolnitev obveznosti investicijskega sklada ter izračunavanje vrednosti enote premoženja sklada. Družbam za upravljanje tako v glavnem ostaja odločanje o premoženju sklada (upravljanje z njim), operativne posle (npr. prodaje, nakupe, izplačila, vplačila) pa izvršuje skrbnik, ki mora tudi skrbeti za zakonitost teh poslov.

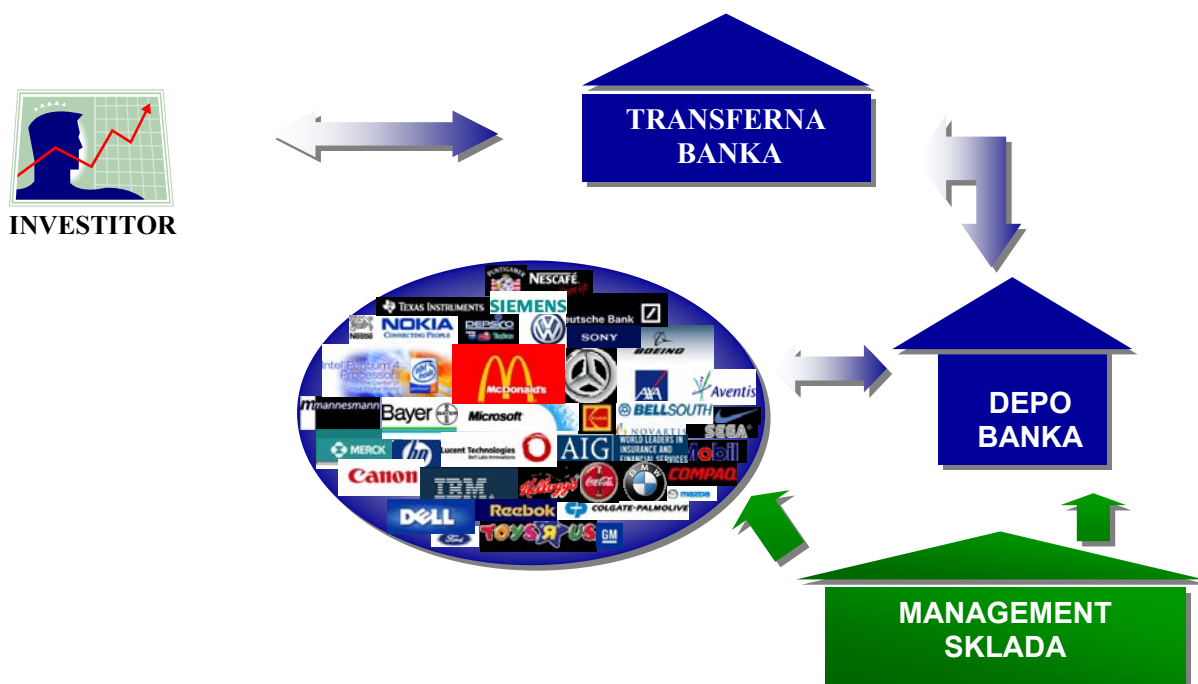
Veliko evropskih skladov ima svoj sedež v Luksemburgu ali na Irskem. Razlog je seveda v davkih, ki so v teh državah bistveno nižji kot drugje. V teh državah, le-te imajo pogosto zelo razvit finančni in kapitalski trg, je pri investicijskih družbah, ki upravljajo z njimi opaziti, da so banke precej bolj dejavne na trgu in opravljajo več funkcij kot banke v Sloveniji.

Od septembra 2004, ko so na našem ozemlju začeli poslovati prvi tuji vzajemni skladi, skladi Raiffeisen Capital Management, sta v strukturi poslovanja skladov začeli delovati dve različni banki. Prva je depotna banka skladov, ki je običajno iz matične države investicijske družbe. Druga je domicilna banka v Sloveniji oziroma plačilni agent. V primeru skladov Raiffeisen Capital Management je depotna banka avstrijska banka Raiffeisen Zentralbank Österreich AG, plačilni agent pa slovenska banka Raiffeisen Krekova banka. Depotna banka v tujini običajno opravlja za sklad več dejavnosti, kot sedaj velja za slovenske skrbniške banke. Opravlja izdajo in umik enot premoženja, vodi celotno knjigovodstvo sklada, dnevno ocenjuje vrednost premoženja sklada, vodi račune in depozite sklada, vodi evidence o imetnikih enot premoženja sklada, objavlja ceno enot premoženja in podobno. Za opravljanje teh nalog



skladu zaračunava provizijo (en del od vrednosti sredstev in en del od vrednosti naložb). Ravno tako bremeni račun sklada za stroške pri transakcijah z vrednostnimi papirji.

Slika 1: Subjekti pri poslovanju vzajemnega sklada



Vir: Lasten prikaz, 2005.

Glavna vloga domicilne banke je, da preko nje poteka nakazovanje in izplačevanje denarja. To pomeni, da vlagatelji denarja ne nakazujejo neposredno v tujino. Plačilnega agenta upravljaec pooblasti za vodenje evidence vlagateljev in ta vlagatelju izda potrdilo o lastništvu točk sklada. Pri njem je možno preveriti kakšno je stanje premoženja. Običajno vlagatelji ne dobijo dejanskega materializiranega vrednostnega papirja (investicijskega kupona na svoje ime), ampak ima plačilni agent za vse vlagatelje iz Slovenije odprt zbirni depo pri tuji depotni banki. To tudi pomeni, da tuja družba za upravljanje oziroma tuja depotna banka ne ve, kdo so njeni posamični vlagatelji v Sloveniji, saj ima samo zbirne podatke. Pogosto domicilna banka opravlja vlogo trženja sklada, torej izvaja trženjske aktivnosti za pridobivanje novih vlagateljev in je pri njej moč dobiti podatke in gradivo o skladih.

Menim, da je z uvedbo banke skrbnice pričakovati podražitev poslovanja skladov in s tem posledično povečanje stroškov vlagateljev (Žavcar, 2004, str. 12), hkrati pa bodo investitorji imeli za seboj več zaščite s strani neodvisnih institucij, drugih bistvenih sprememb pa ni za pričakovati.

### 4.3. NOVI ZAKON O DOHODNINI

1.1.2005 je začel veljati novi Zakon o dohodnini (Zdoh-1, 2004), ki je bil sprejet 6.5.2004 ter objavljen 20.5.2004 (Uradni list RS, št. 54/2004). Novi zakon postavlja varčevalce, s finančnega vidika, v precej slabši položaj. Največja sprememba za varčevalce v skladih je, da ni več triletnega roka po katerem je ves dobiček pridobljen v skladih ob dvigu sredstev, neobdavčen. Odslej je dobiček pridobljen iz vzajemnih skladov, obdavčen po viru dobička pri dohodnini v tistem letu, v katerem varčevalec svoje točke proda (Petrovčič, 2004, str. 29-33). Novost je tudi, da se skladi delijo na kvalificirane in nekvalificirane. Vsi slovenski skladi so kvalificirani, od tujih pa imajo lahko ta status le tisti, ki izpolnjujejo pogoje za kvalificiran sklad. Novi zakon pravi, da je kvalificiran vzajemni sklad tisti, ki ga upravlja družba za upravljanje s sedežem v Republiki Sloveniji, in sicer na podlagi dovoljenja Agencije Republike Slovenije za trg vrednostnih papirjev za upravljanje vzajemnega sklada. To je lahko tudi sklad, ki ga upravlja družba za upravljanje druge članice EU in katerega poslovanje je usklajeno z direktivo o investicijskih skladih. Pogoj je, da se sklad v roku in na način, ki je določen z zakonom, opredeli kot kvalificirani sklad in izpolnjuje vse pogoje, predvsem glede poročanja imetnikom investicijskih kuponov o vrsti razdeljenega ali doseženega dobička in glede poročanja davčni upravi, kakor je predpisano z zakonom, ki ureja davčni postopek.

Po novem zakonu o dohodnini ločimo 4 vrste virov dohodka, ki prispevajo k rasti točke in s tem posledično tudi na plačilo davkov. Nove vrste virov dohodka so (Zdoh-1, 2004):

- prejete dividende, ki se prištejejo k davčni osnovi, zmanjšane za 35%,
- prejete obresti, ki se vključijo v davčno osnovo v znesku, ki presega letno neobdavčeno kvoto,
- realizirani in nerealizirani kapitalski dobički od naložb sklada, ki se vključijo v davčno osnovo,
- drugi prihodki (zakon jih ne opredeljuje) gredo v davčno osnovo v celoti.

Sprva je bilo v novem Zakonu o dohodnini določeno, da so kapitalski dobički neobdavčeni po treh letih lastništva, za obresti pa je bilo določeno 4 letno prehodno obdobje v katerem bi se davek na obresti postopoma večal za obresti nad 300.000 tolarjev. Z reformo, ki je sledila, se je določilo naslednje (Zdoh-1, 2004):

- stopnja davka od kapitalskega dobička znaša 20% in se vsakih dopoljenih 5 let imetništva kapitala zmanjša za 5%, po 20-ih letih je torej kapitalski dobiček neobdavčen,
- v letu 2006 in 2007 so obresti obdavčene s stopnjo 15%, v letu 2006 se za obresti prizna 300.000 tolarjev olajšave, v letu 2007 pa 150.000 tolarjev olajšave, pozneje se obdavči celotni znesek obresti. Davka so oproščene le obresti od obveznic Slovenske odškodninske družbe, če so bile obveznice prejete v postopku denacionalizacije.

V Tabeli 1, na str. 13 so prikazane ključne razlike med starim Zakonom o dohodnini (1993) ter trenutno veljavnim Zakonom o dohodnini (2004).

Tabela 1: Primerjava obdavčevanja po starem ZDoh (1993) in novem ZDoh-1 (2004)

Stari ZDoh	Novi ZDoh-1
Dobiček pri domačih skladih po treh letih neobdavčen.	Dobiček pri kvalificiranih skladih delno obdavčen glede na vir dohodka (4 viri).
Dobiček pri tujih skladih v celoti neobdavčen.	Dobiček pri nekvalificiranih skladih v celoti obdavčen.
Revalorizacija nabavne cene upoštevana pri izračunu dobička.	Prodajna vrednost zmanjšana za 2% normiranih stroškov provizij, revalorizacije ni.
30% akontacije davka po dohodninski napovedi.	Akontacija davka že odtegnjena ob prodaji točk.
Dokončna obdavčitev odvisna od zavezančevega dohodninskega razreda.	Enako kot doslej.

Vir: Lasten prikaz, 2005.

Na tem mestu je potrebno opozoriti, da se ob prenosu sredstev iz enega v drug sklad znotraj iste družbe za upravljanje (nižji stroški), z davčnega vidika to šteje, da so bile točke prodane in ponovno kupljene. Nekvalificirani skladi so v celoti obdavčeni ne glede na dobo varčevanja in so glede na kvalificirane sklade, s finančnega vidika, v neenakopravnem položaju. Če vzamemo za primer ameriške sklade, le-ti po novem zakonu praktično sploh ne morejo postati kvalificirani skladi. V težkem položaju so se tako znašli tudi skladi slovenskih družb za upravljanje, ki zadnje čase vse več vlagajo v tuje vrednostne papirje ter ustanavljajo in registrirajo svoje sklade v tujini. Gre za sklade kot so sklad KD Victorio, ki deluje na Hrvaškem ter prvi sklad skladov slovenske družbe za upravljanje, to je sklad KD Delux SICAV Luxembourg s sedežem v Luksemburgu.

Po starem zakonu je bil dobiček slovenskih rezidentov, pridobljen v tujih skladih, v Sloveniji neobdavčen in opaziti je bilo vse večje odlive kapitala iz Slovenije v tujino. Zato je nov zakon dobičke nekvalificiranih skladov obdavčil, in to kar v celoti ne glede na dobo varčevanja. Pred tem je bilo to odvisno predvsem od sporazuma o izogibanju dvojnemu obdavčevanju. Kapitalski dobički, denimo v Avstriji, so bili zato obdavčeni le v državi pogodbenici, kjer je imel rezident Slovenije investirana svoja sredstva. V Sloveniji ta dobiček ni bil obdavčen, ker zakon tega ni določal. Po novem zakonu pa velja načelo svetovnega dohodka, kar pomeni, da so kapitalski dobički ustvarjeni v drugih državah, vedno obdavčeni tudi v Sloveniji. Vendar se lahko upravičeno vprašam ali je dopustno plačevati davek v dveh državah (svoj delež bo zagotovo zahtevala tudi država, kjer je nerezident pridobil dobiček), če med državama obstaja sporazum o izogibanju dvojnemu obdavčevanju ter kdo bo nadzoroval slovenske rezidente (vprašanje je tudi kako bi se lahko nadzorovalo rezidente), ki vlagajo v tuje sklade v tujini, če dejansko plačujejo davek.

Sklenem lahko, da so varčevalci v skladih, predvsem v tujih, v bistveno slabšem položaju kot so bili pred uveljavitvijo novega Zakona o dohodnini. Veliki davčni pritiski na vzajemne sklade se kažejo predvsem pri velikem porastu tolarških vpoglednih vlog nedenarnih sektorjev v letu 2004 (predvsem v zadnjih mesecih), katerih rast je bila v tem letu bistveno višja kot v predhodnih letih (Bilten banke Slovenije, 2005). Veliko varčevalcev se je takrat odločilo, da

svoje vloge iz skladov dvignejo in se izognejo posledicam, ki jih je prinesla nova davčna zakonodaja. Kljub temu kaže, da se bo, predvsem zaradi visokih donosnosti skladov, rast obsega sredstev v skladih nadaljevala (glej Tab. 4, na str. 20).

## 5. SLOVENSKI IN TUJI VZAJEMNI SKLADI

V začetku leta 2004 je v Sloveniji delovalo le 20 skladov, od takrat pa število le-teh skokovito narašča. Že septembra istega leta je poslovalo 29 skladov, ki jih je upravljalo 14 družb za upravljanje, število vzajemnih skladov pa se je do konca aprila 2006 povzpelo že na 185, od tega je kar 115 skladov tujih (Letni in mesečni pregledi skladov, 2005).

### 5.1. VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI IN DRUŽBE, KI JIH UPRAVLJAJO

Tabela 2: Čiste vrednosti in deleži premoženja po vzajemnih skladih in družbah za upravljanje po posameznih dnevih (zajeti so le slovenski skladi, ustanovljeni do 31.12.2005)

DZU	Čista vrednost premoženja po DZU (v mio SIT) na izbran dan		Delež DZU (v %) na izbran dan			Ime, vrsta sklada: d-delniški m-mešani o-obvezniški ss-sklad skladov n-namenski dn-denarni	Čista vrednost premoženja po skladih (v mio SIT) na izbran dan		Delež po skladih (v %) na izbran dan		
	6.8. 2004	25.5. 2005	6.8. 2004	25.5. 2005	27.10. 2005		6.8. 2004	25.5. 2005	6.8. 2004	25.5. 2005	27.10. 2005
KD Investments d.o.o.	81.315	98.713	48,8	44,30	32,17	KD Galileo-m	53.558	59.075	32,16	26,51	18,66
						KD Rastko-d	23.538	31.108	14,13	13,96	9,63
						KD Bond-o	4.219	5.884	2,53	2,64	2,06
						KD Prvi izbor-ss	-	257	-	0,12	1,50
						KD MM-dn	-	2.389	-	1,07	0,32
NLB Skladi d.o.o.	6.864	22.827	4,12	10,24	9,77	Sklad slo. delnic-d	563	2.515	0,34	1,13	0,67
						Svet. sklad delnic-d	1.529	4.430	0,92	1,99	2,00
						Kombi. sklad-m	3.836	11.155	2,30	5,01	4,43
						Sklad obveznic-o	936	3.739	0,56	1,68	1,49
						Slo. kom.Pirami.-o	784	702	0,47	0,31	0,22
						Din. sklad delnic-d	-	286	-	0,13	0,80
						Sklad evr. delnic-d	-	-	-	-	0,13
Probanka DZU d.o.o.	14.634	18.412	8,79	8,26	6,54	Alfa-m	14.634	16.167	8,79	7,26	5,04
						Beta-d	-	2.245	-	1,01	1,49
Ilirika DZU d.o.o.	9.075	14.804	5,45	6,64	5,08	Modra kombin.-m	9.075	14.766	5,45	6,63	5,04
						Modri kapital-o	-	38	-	0,02	0,04
Publikum PDU d.d.	12.173	12.462	7,31	5,59	4,26	Primus-m	12.173	11.998	7,31	5,38	3,95
						Primus Bond-o	-	110	-	0,05	0,04
						Primus Internat.-d	-	354	-	0,16	0,27

Nadaljevanje Tabele 2:

DZU	Čista vrednost premoženja po DZU (v mio SIT) na izbran dan		Delež DZU (v %) na izbran dan			Ime, vrsta sklada: d-delniški m-mešani o-obvezniški ss-sklad skladov n-namenski dn-denarni	Čista vrednost premoženja po skladih (v mio SIT) na izbran dan		Delež po skladih (v %) na izbran dan		
	6.8. 2004	25.5. 2005	6.8. 2004	25.5. 2005	27.10. 2005		6.8. 2004	25.5. 2005	6.8. 2004	25.5. 2005	27.10. 2005
KBM Infond d.o.o.	10.940	12.418	6,57	5,57	4,57	Infond Delniški-d	6.567	7.153	3,94	3,21	2,32
						Infond Hrast-m	2.831	3.492	1,70	1,57	1,21
						Infond Uravnot.-m	1.543	1.582	0,93	0,71	0,52
						Infond Europa-d	-	191	-	0,09	0,23
						Infond BRIC-d	-	-	-	-	0,17
						Infond Energy-d	-	-	-	-	0,12
Abančna DZU d.o.o.	9.124	12.352	5,48	5,54	4,03	Delniški Zajček-d	4.406	6.110	2,65	2,74	1,94
						Uravnot. Polžek-m	2.310	3.252	1,39	1,46	1,08
						Mešani Vipek-m	1.494	1.751	0,90	0,79	0,54
						Obvezniški Sova-o	922	1.239	0,55	0,56	0,46
						Delniški svet-d	-	-	-	-	0,02
Krekova družba DZU d.o.o.	5.925	7.057	3,56	3,17	2,29	Skala-m	5.925	6.947	3,56	3,12	2,10
						Klas-n	-	110	-	0,05	0,19
Perspektiva DZU d.o.o.	6.340	7.005	3,81	3,14	2,45	Vizija-m	6.340	7.005	3,81	3,14	2,45
Medvešek Pušnik DZU d.o.o.	5.585	6.508	3,35	2,92	3,49	MP-Plus.si-d	2.280	2.196	1,37	0,99	0,78
						MP-Global.si-d	3.305	3.953	1,98	1,77	1,66
						MP-Asia.si-d	-	360	-	0,16	1,04
						MP-Tech.si-d	-	-	-	-	0,01
						MP-Energy.si-d	-	-	-	-	0,01
Triglav DZU d.o.o.	1.204	5.762	0,72	2,59	23,78	Triglav Renta-m	1.204	5.099	0,72	2,29	1,70
						Triglav Obvezn.-o	-	59	-	0,03	0,02
						Triglav Evropa-m	-	604	-	0,27	0,41
						Triglav Steber I	-	-	-	-	21,65
Primorski skladi d.d.	2.246	2.477	1,35	1,11	0,82	Živa-d	1.431	1.454	0,86	0,65	0,47
						Pika-o	815	1.024	0,49	0,46	0,35
NFD d.o.o.	342	2.028	0,21	0,91	0,75	NFD Delniški-d	265	1.811	0,16	0,81	0,68
						NFD Obvezniški-o	77	217	0,05	0,10	0,07
<b>Skupaj</b>	<b>166.561</b>	<b>222.827</b>					<b>166.561</b>	<b>222.827</b>			

Opombe: Družba LB Maksima d.o.o. je do leta 2004 upravljal sklad LB Piramida, zdaj ga upravlja družba NLB Skladi. Sklad Infond Uravnoteženi družbe KBM Infond d.o.o. je imel do leta 2005 ime S.P.D. Vir: Čiste vrednosti premoženja v skladih, 2005.

Prvi vzajemni sklad v Sloveniji, sklad Galileo, je pričel poslovati v začetku leta 1992, njegova ustanoviteljica Kmečka družba, danes znana pod imenom KD Investments d.o.o., je trenutno

največja investicijska družba v Sloveniji s tržnim deležem 32%, ki pa, kot je razvidno iz Tabele 2, na str. 14-15, strmo pada. V aprilu 2006 se je delež gibal le še okoli 29% (Mesečni pregled, 2006), pada pa predvsem na račun vse večjega števila novih, zanimivih skladov. Druga največja družba je Triglav DZU d.o.o., sicer izključno zaradi tega, ker se je največja pooblaščenca investicijska družba, Triglav Steber I, leta 2005 preoblikovala v vzajemni sklad. Tretja največja družba je, glede na tržni delež, družba NLB Skladi d.o.o., in sicer s tržnim deležem okoli 10%. A z veljavnim zakonom (ZISDU-1, 2004) ter z vstopom Slovenije v EU, so začeli nastajati novi skladi, ki utegnejo, po podatkih in anketi sodeč, dobro konkurirati največji družbi za upravljanje oziroma celo prevzeti vodilno vlogo. Sprva je kazalo, da bo največji konkurent vodilni družbi za upravljanje družba Medvešek Pušnik DZU d.d., ki je bila ustanovljena konec avgusta 2003. Ta družba je ustanovila prva sklada, ki sta bila usklajena z novim ZISDU-1 in sta lahko vlagala več kot 10% sredstev v tuje naložbe. Vendar je opaziti, da tržni delež skladov te družbe bistveno ne narašča, v aprilu 2006 je znašal 4,3% (Mesečni pregled, 2006). Kljub temu je opaziti, da je ta družba ena redkih slovenskih družb, ki v zadnjem obdobju pridobiva na tržnem deležu.

V začetku maja 2004 je svoje sklade začela tržiti družba NLB Skladi d.o.o. in že v treh mesecih dosegla izjemne rezultate. S pravim pristopom in, po mojem mnenju, tudi s tradicijo ter z zaupanjem večine Slovencev v ime NLB, je družba s svojimi skladi (ob ustanovitvi 4 skladi, sedaj že več kot 10 skladov), v treh mesecih delovanja dosegla tržni delež preko 4%, danes znaša tržni delež skoraj 10%. Hkrati ima ta družba med vsemi družbami v Sloveniji tudi najvišji denarni tok sredstev v letošnjem letu (Mesečni pregled, 2006). Če bi ji uspelo nadaljevati v takem ritmu, bi lahko v nekaj letih prevzela vodilni položaj v Sloveniji. Glede na to, da je družba KD Investments d.o.o. v zadnjih dveh letih izgubila že več kot 15% tržnega deleža, je le vprašanje časa, kdaj bo neka druga družba za upravljanje prevzela vodilni položaj ali pa se vsaj približala vodilnemu na trgu. Omeniti velja tudi preoblikovanje pooblaščenca investicijske družbe Triglav Steber I v vzajemni sklad, ki je tako postal največji sklad v Sloveniji (pred tem je bil to sklad Galileo), in sicer s tržnim deležem 21,7% (maj 2006: delež 20,1%). Na podlagi ankete je moč opaziti, da se veliko Slovencev zanima za tuje sklade, zato je pričakovati, da bodo tuji skladi, kmalu konkurenčni slovenskim skladom, še posebej, če bodo dosegali takšne donosnosti kot do sedaj. Menim, da bodo bolj uspešni tisti tuji skladi, ki bodo postali kvalificirani skladi, le-tem bodo Slovenci namreč bolj zaupali (psihološki vidik). Na tem mestu velja opozoriti tudi na rezultate ankete, ki kažejo, da Slovenci vendarle niso več tako zadržani za investicije v tuje sklade kot sem pričakoval, torej lahko zaključim, da se finančna osveščenost Slovencev veča.

Med upravljalci, ki imajo v letu 2006 najvišji priliv sredstev, so družbe NLB Skladi d.o.o. (denarni tok 5,9 milijard SIT), Medvešek Pušnik DZU d.d. (denarni tok 4,9 milijard SIT) ter KBM Infond d.o.o. (denarni tok 3,2 milijard SIT). Največji odliv sredstev ima družba KD Investments d.o.o., in sicer kar 5,3 milijard tolarjev. Omeniti velja tudi družbo Primorski skladi d.d., ki je v zadnje pol leta povečala svoj tržni delež iz 0,82% na 3,76% (Pregled trga,

tržni delež, 2005). V omenjenih družbah za upravljanje prevladujejo delniški in mešani vzajemni skladi.

Že iz Tabele 2, na str. 14-15 se opazi, da na slovenskem trgu skladov prevladujejo mešani skladi, torej skladi, ki so po tveganosti nekje med obvezniškimi in delniškimi. Na slovenskem trgu pa so se pojavili tudi že skladi skladov, denarni in indeksni skladi. Deleži omenjenih skladov so prikazani v Tabeli 3, ki sledi.

Tabela 3: Stanje sredstev glede na vrsto vzajemnega sklada konec posameznega leta (v milijonih SIT in v %) ter stopnja rasti posamezne vrste sklada glede na predhodno leto v % (verižni indeks)

Leto Vrsta sklada	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Delniški skladi</b>	2.188 (20,6%)	2.929 (20,0%)	12.506 (22,6%)	22.899 (24,7%)	58.300 (28,0%)	166.178 (50,4%)
<b>Mešani skladi</b>	8.056 (75,9%)	10.821 (74,0%)	40.979 (74,0%)	65.304 (70,3%)	138.945 (66,9%)	142.157 (43,1%)
<b>Obvezniški skladi</b>	376 (3,5%)	879 (6,0%)	1.891 (3,4%)	4.580 (5,0%)	10.546 (5,1%)	13.626 (4,1%)
<b>Skladi skladov</b>	-	-	-	-	-	6.112 (1,9%)
<b>Denarni skladi</b>	-	-	-	-	-	1.047 (0,3%)
<b>Indeksni skladi</b>	-	-	-	-	-	517 (0,2%)
<b>Skupaj vsi skladi</b>	10.620 (100%)	14.629 (100%)	55.376 (100%)	92.783 (100%)	207.791 (100%)	329.637 (100%)
<b>Stopnja rasti – delniški skladi</b>	-	33,9	327,0	83,1	154,6	185,0
<b>Stopnja rasti – mešani skladi</b>	-	34,3	278,7	59,4	112,8	2,3
<b>Stopnja rasti – obvezniški skladi</b>	-	133,8	115,1	142,2	130,3	29,2
<b>Stopnja rasti – vsi skladi</b>	-	37,7	215,2	67,6	124,0	58,6

Vir: Čiste vrednosti premoženja v skladih, 2005.

V Sloveniji je bilo leta 2004 dve tretjini mešanih skladov (66,9%), v letu 2005 se je ta delež zmanjšal na 43,1%, verjetno tudi zaradi povečanja vlaganj v delniške sklade, katerih rast, glede na predhodnje leto, je bila kar 185%. Vloge v mešane sklade so se povečale zgolj za dobra 2 odstotka. V zadnjem desetletju se je izkazalo, da se v Sloveniji najboljše tržijo mešani skladi in posledično je nastalo največ takšnih skladov. Veliko zanimanje je v zadnjem času

tudi za delniške sklade, katerih vrednosti točke ponovno dobivajo trend rasti navzgor. Opaziti je stagniranje deleža obvezniških skladov. V letu 2004 v bilo v teh skladih le 5,1% vseh sredstev v skladih, v letu 2005 samo še dobre 4%. Tu pa je tudi največja razlika, če deleže v Sloveniji primerjamo z deleži v svetu, kjer je vlog v obvezniške sklade celo več kot vlog v mešane sklade (glej Tab. 8, na str. 25). Delež delniških skladov že tri leta narašča in znaša preko 50%, medtem ko se je delež mešanih skladov v zadnjih petih letih zmanjšal kar za tretjino. Zaključim lahko z oceno, da mešani skladi v Sloveniji izgubljajo svoj prvotni položaj in so v zadnjem času na podobni ravni kot delniški skladi. Razumljivo je, da ob vse večji informiranosti vlagateljev in vse večjemu številu različnih skladov, vlagatelji vse več vlagajo v druge vrste skladov in ne samo v klasične, mešane sklade. V Sloveniji so že ustanovljeni prvi denarni in namenski skladi ter skladi skladov. Zanimivo je, da so na deležu veliko pridobili delniški skladi, ki so med bolj tveganimi skladi, ljudje, še posebej Slovenci, pa so bolj znani kot vlagatelji, ki so v povprečju, tveganju nenaklonjeni (Mramor, 2002, str. 49). Kaže, da se navade povprečnega slovenskega vlagatelja spreminjajo ali pa so jih k tem spodbudile visoke donosnosti teh skladov.

V Sloveniji smo v zadnjem času priča ustanavljanju vse večjega števila globalno usmerjenih skladov, skladov, ki veliko vlagajo v tujino. K temu jih usmerja tudi dejstvo, da je okoli četrtno vseh evropskih skladov globalno usmerjenih (Kodrič, 2003, str. 10). Upravljalci skladov se za tak način investiranja odločajo tudi na ocenah prihodnjih gibanj cen vrednostnih papirjev. Vrednostni papirji na Ljubljanski borzi postajajo vse bolj nezanimivi za naložbe, saj naj bi bili le-ti, po navedbah večine upravljalcev skladov, večinoma precenjeni (Ivanović, 2004, str. 34). Z globalnim investiranjem skladi izkoriščajo prednosti kot so: večje število trgov in večja izbira vrednostnih papirjev (to bistveno zmanjšuje naložbeno tveganje), večja likvidnost tujih naložb (poleg tega pa nakup ali prodaja ne vplivata na ceno delnice, kar se lahko zgodi na manjšem borznem trgu). Poleg naštetega, razviti kapitalski trgi (Zahodna Evropa, ZDA, Japonska) in razvijajoči se trgi (Azija, Vzhodna Evropa) zaradi svoje velikosti omogočajo veliko izbiro potencialno donosnih naložb (število zanimivih naložb na slovenskem trgu je precej omejeno). Na najpomembnejših tujih borzah deluje veliko število vlagateljev z vsega sveta, zato je na takšnih trgih možnost pridobiti veliko finančnih informacij. Poleg tega imajo vsi vlagatelji dostop do enakih informacij, kar zmanjšuje možnost zlorabe notranjih informacij. Za razliko od skladov, ki vlagajo pretežno na domači kapitalski trg in za kriterij uspešnosti uporabljajo gibanje domačega borznega indeksa, se globalno usmerjeni skladi poslužujejo svetovnih globalnih indeksov, kot je npr. MSCI World Index (indeks vključuje kar 1.375 vrednostnih papirjev iz devetnajstih držav). Ta indeks je v Sloveniji, kot kriterij uspešnosti upravljalca, prva začela uporabljati družba Medvešek Pušnik. Če sklad dosega ali presega tak indeks je sklad uspešen (Referenčni indeksi v Sloveniji, 2005). Med najbolj znanimi indeksi so še Dow Jones, Standard & Poors in Morningstar (Lamont, 2004, str. 16-17). Menim, da bo uporaba teh meril v Sloveniji vse pogostejša predvsem zaradi takšnega trenda v tujini.



Pri naložbah v tuje vrednostne papirje je opaziti, da imajo slovenski skladi, ki poslujejo manj kot dve leti, bistveno več tujih naložb v portfelju sklada, saj so se lažje uskladili z novim zakonom ali pa so že ob nastanku morali upoštevati ZISDU-1 (2004). Prva sklada z več kot 10% tujih naložb v skladu, sta bila sklada družbe Medvešek Pušnik, in sicer z deležem 75% do 85% tujih naložb v portfelju sklada (Vlaganje v tuje sklade, 2005). Seveda je pri vseh tistih, ki imajo relativno majhen delež tujih naložb ali vlagajo le v eno regijo, dejavnost ipd., potreben razmislek oz. opravljena ustrezna analiza preden se vlaga v takšne sklade. Poglejmo si namreč teoretični, vendar tudi v praksi povsem mogoč primer. Če bi v Sloveniji pred leti prišlo do kakšne večje naravne nesreče kot je potres, nesreča npr. v jedrski elektrarni ali pa do kakšnega večjega terorističnega napada, bi se cene vrednostnih papirjev na finančnem trgu verjetno zelo znižale. Vlagatelj, ki vlaga v tak regijski sklad bi, ob dvigu sredstev iz sklada, utrpel precej višjo finančno izgubo kot nekdo, ki bi imel naložbe v skladu, ki vlaga globalno. Še vedno obstajajo skladi, ki so zato izredno tvegani, seveda pa lahko dejansko dosegajo tudi izredno visoke donosnosti (Lubej, 2001, str. 12-13). V zagovor takšnim skladom je vsekakor potrebno povedati, da upravljalci takšnih skladov vendarle zelo dobro poznajo razmere na kapitalskem trgu. Res pa je, da s tem ne izpolnjujejo načel o razpršenosti tveganja in zmanjševanju sistematičnega tveganja, ki ga je mogoče z ustrezno razpršitvijo naložb zmanjšati (Berk, Lončarski, Zajc, 2001, str. 64). Seveda pa obstajajo skladi s strategijo naložb, ki namenoma dovoljuje le tuje naložbe, naložbe v določene regije, dejavnosti ipd. Na tem mestu velja tudi opozoriti, da je razpršitev naložb v večje število podjetij iste ali sorodne panoge mnogo bolj tvegana kot naložba v manjše število podjetij iz različnih panog (Razvoj vzajemcev v letu 2004, 2004, str. 24-25).

## 5.2. ANALIZA USPEŠNOSTI SKLADOV V SLOVENIJI

Slovenski skladi so v razmeroma kratki zgodovini Slovenije zelo uspešni (glej Prilogo 2). Še danes dosegajo visoke donose, ki pa so bili v preteklosti visoki predvsem na račun večjega tveganja (investiranje v sklade s prevladujočimi slovenskimi vrednostnimi papirji). Predvsem za leto 2002 je bilo značilno obdobje bikovskega trenda, in sicer zaradi velikih prevzemov slovenskih podjetij ter zniževanja obrestnih mer, kar je povzročilo večje investicije, večji izvoz in podobno. Znano je, da je bil večji del sveta v letu 2001 zaradi odmevnega terorističnega napada v New Yorku ter napada ZDA na Irak leta 2002, v recesiji, hkrati pa so slovenski skladi takrat dosegali visoke dobičke. To priča o tem kako majhno razpršenost naložb so v tistem času imeli skladi v Sloveniji, saj svetovna recesija na donosnost slovenskih skladov ni imela nobenega večjega vpliva (Kranjc, 2002, str. 4). V tem času je namreč večina skladov izgubljala na vrednosti točke. To seveda ni pomenilo propad skladov in vlagateljev v sklade, ampak le alarm, da je potrebno biti pozoren in čakati na obdobje, ko bo vrednost točke dosegla najnižjo raven in ponovno začela rasti (čas za nakup točk skladov).

Tabela 4: Čiste vrednosti premoženja vzajemnih skladov po posameznih letih (v milijonih SIT) ter stopnje rasti (v %)

Datum	Čista vrednost premoženja v milijonih SIT	Stopnja rasti (verižni indeks)
31.12.1997	2.747	-
31.12.1998	4.419	+ 60,8
31.12.1999	8.672	+ 96,2
31.12.2000	10.620	+ 22,5
31.12.2001	14.629	+ 37,7
31.12.2002	55.375	+ 278,5
31.12.2003	92.783	+ 67,6
31.12.2004	207.791	+ 123,9
31.12.2005	329.637	+ 58,6

Vir: Čiste vrednosti premoženja v skladih, 2005.

Stopnje rasti premoženja skladov so v Sloveniji dosegale rekordne številke. Samo v letu 2002 je stopnja rasti dosegla rekordnih 278,5%, saj je od konca leta 2001 (v slovenskih skladih 14,5 milijarde tolarjev vlog) do konca leta 2002 vrednost vlog v sklade narasla kar na 55 milijard tolarjev. Konec leta 2004 je bilo v skladih že skoraj 208 milijard slovenskih tolarjev, v letu 2005 pa že preko 300 milijard. Trend hitre rasti vlaganj v sklade se nadaljuje, vendar pa je bil tak porast pričakovan, saj je v Sloveniji v sklade vloženih bistveno manj sredstev na prebivalca kot pa v drugih razvitih evropskih državah (glej Prilogo 4).

Tabela 5: Skupno število vlagateljev v slovenskih skladih konec posameznega leta

Leto	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Skupno število vlagateljev	5.481	8.813	11.986	14.148	37.965	58.781	126.547

Vir: Število vlagateljev v skladih, 2005.

Ob vse hitrejšem nastajanju novih skladov ter vse večjih količinah denarnih sredstev v skladih je razumljivo tudi naraščanje števila vlagateljev. Danes je razlika v številu vlagateljev, v primerjavi z letom 1998, ko je v skladih varčevalo le 5.481 vlagateljev, izredno velika. V letu 2004 je bilo že kar 126.547 vlagateljev oziroma je bila rast števila vlagateljev glede na predhodno leto kar 115,3%.

### 5.3. PRIMERJAVA VARČEVANJA V SKLADU Z VARČEVANJEM V BANKI

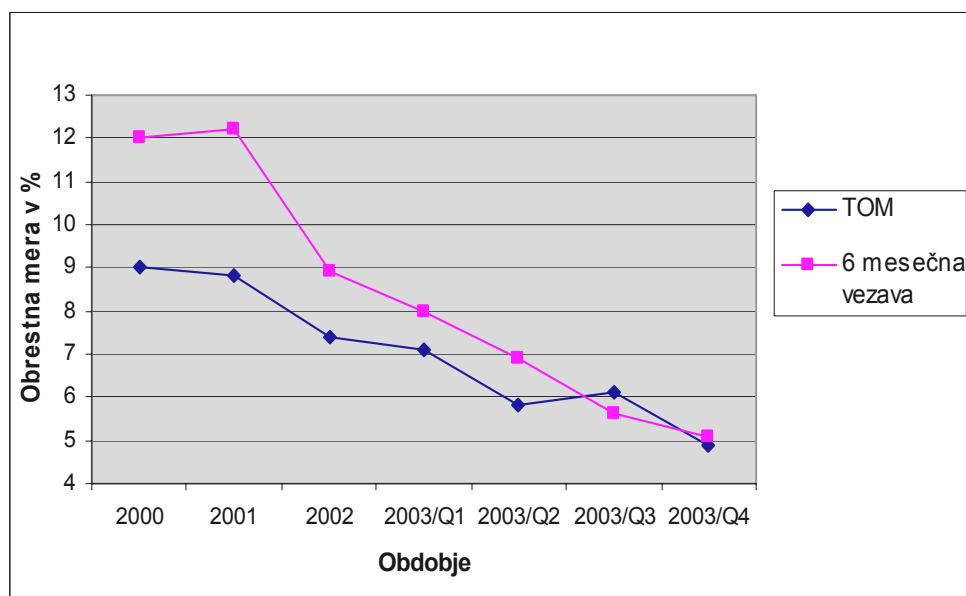
Glede na dejstvo, da so varčevalne navade slovenskega prebivalstva še vedno usmerjene v varčevanje v bankah, se bom na tem mestu osredotočil na to alternativo varčevanja in jo primerjal z varčevanjem v vzajemnih skladih.

Varčevalec z naložbo v banko želi za nagrado čim večje obresti, ko pa jemlje posojilo v banki, pa si želi plačati čim nižje obresti. Banke si želijo ravno obratno, in sicer, da posojajo finančna sredstva po čim večji obrestni meri, ko sredstva dobijo v upravljanje pa želijo plačati čim manjšo obrestno mero. V tem primeru govorimo o klasičnem homo economicus načelu (Tajnikar, 1996, str. 7). Slovenske banke so do nedavnega zelo udobno služile na račun velikega razkoraka med aktivnimi in pasivnimi obrestnimi merami. Kljub temu imajo banke veliko varčevalcev, saj je bančno varčevanje pri mnogih varčevalcih še vedno edina, varna naložba denarja.

Po podatkih Banke Slovenije so se obrestne mere za vloge nad enim letom v letu 2003, glede na predhodno leto, zmanjšale iz 10,52% na 5,64%. Prav tako so se skoraj prepolovile tudi obrestne mere za ostale kratkoročne vloge (Bilten Banke Slovenije, 2004, str. 17-33).

Iz Slike 2, na str. 21 je razvidno, kako se razmik med obrestno mero za 6 mesečno vezavo in temeljno obrestno mero (v nadaljevanju tudi TOM) od leta 2000 naprej nenehno znižuje (Tolarski depoziti, 2005). To pomeni, da so realne obresti varčevalcev v bankah vedno nižje. V tretjem četrtletju leta 2003 in tudi v začetku leta 2004 je krivulja celo presekala »psihološko mejo« temeljne obrestne mere. To pomeni, da so v tem obdobju banke varčevalcem za vezavo ponujale celo manj, kot je bila tedaj veljavna temeljna obrestna mera, ki je bila splošno uveljavljeno merilo za ohranjanje vrednosti slovenskega tolarja.

Slika 2: Grafični prikaz padanja obrestnih mer v določenem obdobju



Vir: Bilten Banke Slovenije, 2004; Lasten prikaz.

Časi se torej spreminjajo. Obrestne mere v splošnem padajo, znižuje pa se tudi razlika med posojilnimi in depozitnimi obrestnimi merami. Ta padajoči trend so v praksi doživeli predvsem tisti, ki podaljšujejo svoje bančne vezave za enako obdobje ter pri tem običajno

vsakič dobijo manj obresti. V njihov minus govori tudi dejstvo, da z začetkom leta 2005 velja novi Zakon o dohodnini, ki obdavčuje tudi obresti (Obrestne mere v Sloveniji, 2005).

V današnjih časih se zdi povsem zgrešeno vlagati vse prihranke v banko, če se nam vsako leto ponuja vse več alternativnih naložb, ki so lahko tudi precej bolj donosne. Varčevalec lahko sedaj preko vzajemnih skladov, neposredno vlaga v gospodarstvo, namesto da denar veže v banki, za približno 2-5% letne obresti (tolarska vezana vloga). Banka seveda tudi investira zbrane vloge v gospodarstvo, kjer realizira bistveno večje dobičke, kot jih potem izplača varčevalcu. Ob tem moramo seveda upoštevati še inflacijo, ki trenutno v Sloveniji znaša približno 2% na letni ravni (Inflacija v Sloveniji, 2005) ter morebitni davek na obresti. Inflacija se giblje na podobnem nivoju kot povprečna inflacija v EU (Inflacija v tujini, 2005). Pri vzajemnih skladih pa je potrebno upoštevati še vstopne in izstopne stroške, upravljalško provizijo ter dejstvo, da pretekli donosi niso garancija za bodoče donose. Razlika med varčevanjem v banki in varčevanjem v slovenskih skladih je bila v preteklosti še bistveno večja kot pa, če za primerjavo vzamemo tuje sklade<sup>6</sup>, saj so slovenski vodilni skladi dosegali višje donosnosti kot tuji skladi.

Zniževanje inflacije je zaradi vstopa Slovenije v EU nujno zaradi vključitve v evropski mehanizem za prilagajanje tečajev ERM2, ki je neke vrste izpit pred uvedbo evra kot plačilnega sredstva (Slovenija bo uvedla evro za plačilno sredstvo v začetku leta 2007) ter izpolnitve Maastrichtskih kriterijev<sup>7</sup>. Navkljub nižji inflaciji, se vloge sredstev prebivalstva v banke znižujejo.

V Sloveniji, tudi zaradi razvoja trga vzajemnih skladov, prihaja do vidnega upada zanimanja za varčevanje v bankah, zmanjšale so se predvsem dolgoročne vezane tolarske vloge prebivalstva. Več o tem v Tabeli 6, na naslednji strani.

---

<sup>6</sup> Dva izmed najuspešnejših in najbolj znanih skladov v Evropi sta Pioneer Fund in Templeton Growth Fund, ki od svojega nastanka v povprečju dosegata približno 14 odstotno letno rast. Prvi sklad je nastal že leta 1928, kar pomeni, da je uspešno preстал praktično vse največje gospodarske krize 20. stoletja, slednji pa je nastal leta 1954 (Mayo, 2000).

<sup>7</sup> V protokolu o konvergenčnih merilih iz člena 109, Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti, so določena štiri merila in ustrezna obdobja, v katerih se morajo merila spoštovati. Merilo stabilnosti cen pomeni, da ima država članica trajno stabilne cene in povprečno stopnjo inflacije, zabeleženo v obdobju enega leta pred konvergenčno oceno, ki ne presega 1,5 odstotne točke stopnje inflacije v največ treh državah članicah z najboljšimi doseženimi rezultati glede stabilnosti cen. Merilo proračunskega stanja pomeni, da, v času pregleda, država članica ni predmet odločbe Sveta čezmernega primankljaja oziroma, da proračunski primankljaj ne presega treh odstotkov BDP. Ob tem mora biti javni dolg članice manjši od 60 odstotkov BDP. Merilo sodelovanja v mehanizmu deviznega tečaja evropskega monetarnega sistema pomeni, da je država članica, vsaj zadnji dve leti pred pregledom, brez večjih napetosti upoštevala normalne meje nihanja, predvidene z mehanizmom deviznega tečaja evropskega monetarnega sistema. Država članica v tem času zlasti ne sme na lastno pobudo devalvirati dvostranskega osrednjega tečaja svoje valute glede na valuto druge države članice. Merilo konvergence obrestnih mer pomeni, da ima država članica v obdobju enega leta pred pregledom povprečno dolgoročno nominalno obrestno mero, ki ne presega več kot dve odstotni točki dolgoročne obrestne mere v največ treh državah članicah z najboljšimi doseženimi rezultati glede stabilnosti cen. Obrestne mere se izračunajo na podlagi dolgoročnih državnih obveznic ali primerljivih vrednostnih papirjev.

Tabela 6: Dolgoročne vezane tolarске vloge domačih nedenarnih sektorjev v poslovnih bankah konec posameznega leta (v milijonih SIT) in stopnje rasti (verižni indeks)

Vloge Leto	Dolgoročne tolarске vloge prebivalstva (v mio SIT)	Stopnja rasti vlog prebivalstva (v %)	Dolgoročne tolarске vloge podjetij (v mio SIT)	Stopnja rasti tolarških vlog podjetij (v %)	Celotne dolgoročne tolarске vloge (v mio SIT)	Stopnja rasti vseh tolarških vlog (v %)
2000	78.357	-	78.942	-	288.343	-
2001	125.285	+ 59,9	90.676	+ 14,9	385.496	+ 33,7
2002	205.890	+ 64,3	102.190	+ 12,7	487.734	+ 26,5
2003	218.276	+ 6,0	72.214	- 29,3	443.234	- 9,1
2004	146.238	- 33,0	46.818	- 35,2	315.576	- 28,8
2005	129.354	- 13,1	34.678	- 35,0	267.771	- 17,9

Vir: Bilten Banke Slovenije, 2005.

V Tabeli 6 je moč opaziti, da se že od leta 2000 zanimanje za dolgoročne tolarске vloge zmanjšuje. V zadnjih treh letih so imele te vloge negativno stopnjo rasti, v letu 2004 je takšno varčevanje upadlo za približno 29%, v letu 2005 pa še za skoraj 18%. Če pogledamo stanje še bolj razčlenjeno, je isto moč opaziti tudi pri dolgoročnih tolarških vlogah podjetij in prebivalstva. V letu 2004 je bil pri prebivalstvu padec obsega omenjenih vlog kar 33%, v naslednjem letu 13%, pri podjetjih je v zadnjih dveh letih bila zabeležena letna negativna rast v višini 35%.

Tabela 7: Dolgoročne vezane vloge v tuji valuti domačih nedenarnih sektorjev v poslovnih bankah konec posameznega leta (v milijonih SIT) in stopnje rasti (verižni indeks)

Vloge Leto	Dolgoročne vloge prebivalstva v tuji valuti (v mio SIT)	Stopnja rasti vlog prebivalstva v tuji valuti (v %)	Dolgoročne vloge podjetij v tuji valuti (v mio SIT)	Stopnja rasti vlog podjetij v tuji valuti (v %)	Celotne dolgoročne tolarске vloge v tuji valuti (v mio SIT)	Stopnja rasti vseh dolgoročnih vlog v tuji valuti (v %)
2000	78.120	-	47	-	79.360	-
2001	95.829	+ 22,7	275	+ 485,1	104.659	+ 31,9
2002	96.787	+ 1,0	697	+ 153,5	118.803	+ 13,5
2003	78.893	- 18,5	874	+ 25,4	116.446	- 2,0
2004	89.391	+ 13,3	14.855	+ 1.599,7	161.632	+ 38,8
2005	96.964	+ 8,5	15.568	+ 4,8	196.452	+21,5

Vir: Bilten Banke Slovenije, 2005.

Pri dolgoročnih vlogah v tuji valuti je opaziti bistveno velik porast predvsem pri podjetjih (v letu 2004 kar 1.600% rast), in pri vseh dolgoročnih vlogah v tuji valuti (skoraj 40% rast glede na predhodnje leto). Razlog je predvsem ta, da se bliža dan, ko bo Slovenija slovenski tolar zamenjala z evropsko valuto evro. Vloge prebivalstva v tuji valuti se skozi vsa leta gibljejo na

približno enakem nivoju, v opazovanem obdobju je, z izjemo leta 2003, opaziti trend rasti dolgoročnih vlog v tuji valuti.

Bančno varčevanje je še vedno zelo pomemben del varčevalskih navad Slovencev, a v zadnjih letih izgublja na pomenu, predvsem zaradi razvoja vzajemnih skladov in ostalih finančnih produktov. To je potrdila tudi analiza ankete, kjer je očitno, da se veliko denarnih sredstev namenjenih varčevanju, prenese iz bank v sklade. Iz tega vidika je upad bančnih dolgoročnih vlog prebivalstva povsem razumljiv. V prid bančnemu varčevanju pa priča dejstvo, da ima vlagatelj, v primeru propada banke, zajamčeno vračilo vloženi sredstev do zneska, ki ne presega 5,1 milijonov SIT (Tolarski depoziti, 2005). Vendar pa v tujini že obstajajo skladi, ki garantirajo vračilo glavnice v primeru negativne donosnosti sklada v določenem obdobju. Poudariti je potrebno, da se kljub prednostim in slabostim posameznih oblik varčevanja, vsak posameznik odloča sam in s tem tudi sam odgovarja za posledice svoje odločitve.

#### 5.4. ZNAČILNOSTI TUJIH SKLADOV

Vstop Slovenije v Evropsko unijo je pripomogel k razvijanju trga vzajemnih skladov. V tujini se je razcvet, v smislu povečanja števila skladov in zbranih sredstev, začel v osemdesetih letih, v devetdesetih letih pa so se skladi že uveljavili kot najpogostejša oblika posrednega investiranja na trg kapitala. Glede na to, da se je v Sloveniji pravi razcvet šele dobro začel, bi lahko rekli, da za razvitimi tujimi državami zaostajamo za več kot desetletje (Pust, 2004, str. 23), a so pred nami tudi nekatere države, ki so po bruto domačem proizvodu na prebivalca še za Slovenijo. Tu mislim predvsem na Poljsko, Češko in Madžarsko, ki so prav tako že vstopile v EU, pa tudi Hrvaško. Te države imajo bistveno bolj tujcem prijazno zakonodajo kot pa Slovenija ter s tem privabljajo v državo tuje investicije (Mihajlovič, 2004, str. 3).

Za Slovenijo je bistvenega pomena slediti razvoju evropskih držav, ki veljajo za najuspešnejše države na področju skladov. To so večinoma države, ki imajo razvit finančni in kapitalski trg.

V Evropi, glede na količino denarnih sredstev v skladih, prevladujejo Francija (preko tisoč milijard evrov), Luksemburg in Nemčija, ki imajo skupaj kar okoli 60 odstotni delež v Evropi glede na čisto vrednost premoženja skladov (Statistical facts and figures, 2005). Sledijo jim Velika Britanija, Italija, Irska in Španija (glej Prilogo 4). Iz Priloge 4 je razvidno, da skoraj vse države dosegajo pozitivne stopnje rasti vrednosti premoženja skladov. Izjema sta le Madžarska in Švica. To sta državi, ki imata svojo denarno valuto in je zato na višino sredstev v skladih, pri teh državah bil zajet tudi vpliv spremembe deviznega tečaja med evrom in valuto te države. Tako je negativna stopnja rasti premoženja skladov na Madžarskem, predvsem posledica nezaupanja v lastno denarno valuto forint, ki je bistveno izgubljal na vrednosti, deloma pa tudi zaradi splošnega manjšega poznavanja takih finančnih produktov v razvijajočih se državah. Švica ima zelo razvit kapitalski trg. Zaradi velikega števila skladov se nekateri skladi, ki imajo enako strategijo, med seboj združujejo. Poleg tega je Švica ena izmed

redkih evropskih držav, ki ni želela vstopiti v Evropsko unijo in še vedno uporablja svojo denarno valuto, švicarski frank.

Pri primerjavi višine čistih vrednosti premoženja skladov je na prvem mestu Luksemburg, ki ima najbolj razvit kapitalski in finančni trg. V tej državi znaša čista vrednost v skladu na prebivalca preko 238 tisoč evrov. Seveda je razlogov za to več. Najpomembnejši je, poleg že omenjene razvitosti trga, izredno nizka stopnja davka na kapitalski dobiček, ki privablja nove investitorje iz cele Evrope, tudi iz Slovenije. Slovenija je po tem kriteriju med državami z najslabše razvitim trgom vzajemnih skladov, saj je vrednost sredstev na prebivalca v slovenskih skladih, v letu 2003, znašala le 196 evrov (Fefsi international statistical release, 2005). V primerjavi z razvitimi evropskimi državami smo, če primerjamo število skladov s številom prebivalcev posamezne države, konkurenčni. V zadnjih dveh letih je Slovenija zelo napredovala. Število vzajemnih skladov se je povzpelo na 185, Slovenec pa ima danes v skladu povprečno že približno 688 evrov.

Tabela 8: Delež skladov v svetu glede na vrsto sklada konec leta 2003

Vrsta sklada	Delež (v %)
Delniški	41
Obvezniški	25
Mešani	21
Skladi denarnega trga	6
Ostali	6

Vir: Fefsi international statistical release, 2005.

Glede na deleže posameznih vrst skladov je moč opaziti, da je v svetu mnogo več obvezniških skladov (25%) kot pa v Sloveniji (le 4%). V tujini je obvezniških skladov celo več kot mešanih skladov, katerih je bilo v letu 2003 samo 21%. Tu se pokaže tudi največje razhajanje, ko podatke primerjamo z deleži posameznih vrst skladov v Sloveniji. Zaenkrat v Sloveniji za svetovnim trendom zaostaja le delež obvezniških skladov, ki je v svetu veliko višji (svet 25%, Slovenija 4%), manjši je tudi delež ostalih, specializiranih skladov, katerih nastanek in s tem večje deleže vlog v skladih, zaenkrat v Sloveniji omejuje predvsem veljavna zakonodaja.

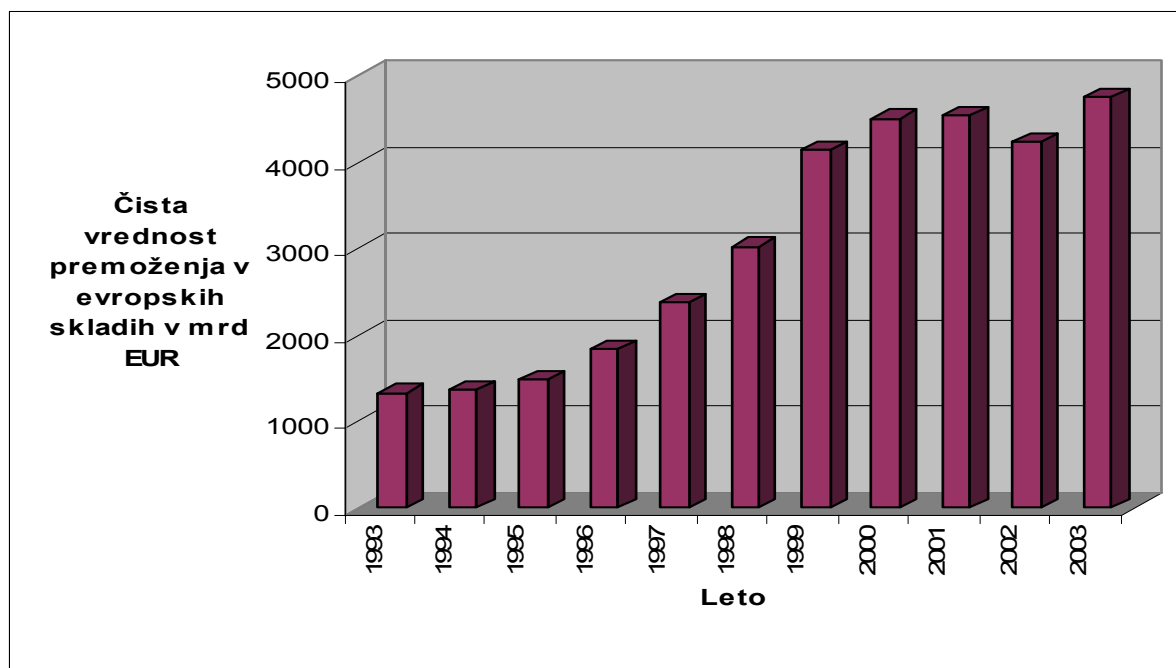
Tabela 9: Tržni deleži v svetu glede na čisto vrednost premoženja v vzjemnih skladih konec leta 2003 po posameznih državah oziroma celinah

Države	ZDA	Evropa	Avstralija	Japonska	Kanada	Hong-Kong	Braziliya	Ostalo
Delež (v %)	53,1	33,5	3,7	2,5	2,4	1,8	1,2	1,7

Vir: The structure of investments, 2004.

Med najuspešnejšimi državami po obsegu sredstev v skladih je ZDA, ki je imela, v primerjavi z ostalim svetom, kar 53,1 odstoten delež vseh sredstev v skladih na svetu. Sledi jim Evropa s 33,5%.

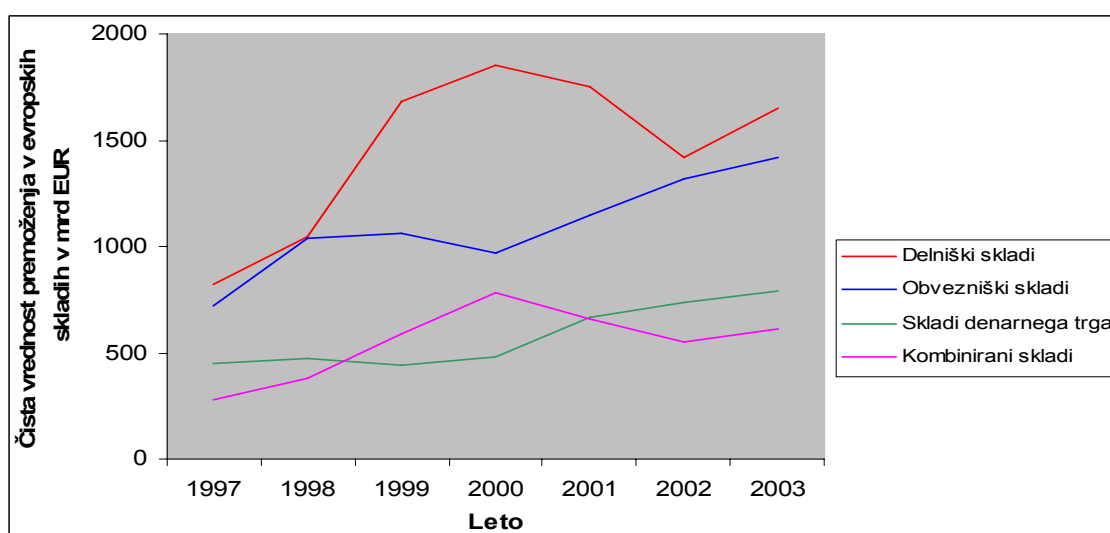
Slika 3: Prikaz rasti čiste vrednosti premoženja evropskih vzajemnih skladov po letih (v milijardah EUR)



Vir: Fefsi international statistical release, 2005.

V Evropi se je trend rasti čiste vrednosti premoženja skladov po letu 1999 rahlo umiril, a kljub temu počasi dosega mejo 5.000 milijard evrov. V naslednjih letih je pričakovati večjo rast vrednosti premoženja skladov, saj se obdobje svetovne recesije počasi izteka in bodo tečajji vrednostnih papirjev začeli dolgoročno rasti.

Slika 4: Gibanje čiste vrednosti premoženja evropskih vzajemnih skladov po letih za štiri najpogostejše tipe vzajemnih skladov (v milijardah EUR)



Vir: Fefsi international statistical release, 2005.



Iz Slike 4, na str. 26 je razvidno, da se je v letu 2001 in 2002 v evropskih skladih, bistveno zmanjšala vrednost sredstev v delniških in kombiniranih skladih, ki imajo v svojem portfelju velik delež delnic, ki so zelo občutljive na večje svetovne dogodke. V takšnih obdobjih so bistveno bolj zanimivi skladi obveznic, denarni skladi ipd., ki so precej manj tvegani. Kot zanimivost naj omenim, da je samo objava prenizke rasti števila zaposlenih v ZDA v avgustu leta 2004, povzročila padec indeksov na vseh večjih svetovnih borzah (Brdnik, 2004, str. 6). Hkrati je bil v teh letih opazen porast vrednosti premoženja v skladih, ki so manj občutljivi na svetovne dogodke in zato so ti skladi tudi bistveno manj tvegani v obdobju svetovne gospodarske recesije.

## 6. PRAVILNA IZBIRA NALOŽBE KOT KLJUČ DO USPEHA

V prvem koraku je zelo pomembno, da se posameznik odloči kam bo investiral svoja sredstva. V tem primeru se je dobro poslužiti t.i. PSPN<sup>8</sup> analize (v nadaljevanju tudi PSPN) v kateri se predvidi prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti posameznih naložb. Le-te sem predstavil v Prilogi 3. Takšno analizo bi moral opraviti vsak, ki se odloča o investiranju svojih sredstev v določene naložbe.

### 6.1. KLJUČNI DEJAVNIKI PRI INVESTIRANJU V VZAJEMNE SKLADE

V primeru, da se investitor odloči za naložbo v vzajemni sklad, je potrebno dobro razmisliti o izbiri sklada, le-ta pa je odvisna od več dejavnikov. Najprej je potrebno ločiti med strategijo in politiko vzajemnih skladov. Ta dva pojma se med seboj pogosto zamenjujeta ali celo enačita.

Kadar govorimo o strategiji sklada, mislimo na vrsto naložb v katere je kapital vzajemnega sklada naložen. Različne strategije skladov izhajajo iz različnih ciljev, ki jih družbe za upravljanje zasledujejo. Torej kadar govorimo o strategiji sklada, imamo v mislih vrsto naložb v katere je kapital sklada naložen. Sklad lahko vlaga samo v delnice, kar je precej agresivna strategija. Druga skrajnost so skladi obveznic, ki nalagajo predvsem v obveznice. Za delniško strategijo velja, da je dolgoročno (5 let in več) praviloma najdonosnejša. Seveda so naložbe v delnice tudi zelo tvegane, saj je vrednost delnic močno odvisna od uspešnosti poslovanja podjetij, gospodarskih gibanj na posameznih področjih in podobno. Za strategijo naložb v obveznice velja, da so donosi precej bolj enakomerni, saj imajo obveznice večinoma fiksen, v naprej znan donos. Prav zaradi višje varnosti so donosi skromnejši. Zelo pogosta strategija, predvsem v Sloveniji, je kombinacija delnic in obveznic, pa tudi drugih kapitalskih naložb, kot so nepremičnine ali naložbe na denarnem trgu. S kombiniranjem naložb želijo upravljalci doseči čim bolj konstantno donosnost (Koritnik, 2004, str. 23-24).

---

<sup>8</sup> Kratica PSPN pomeni prednosti, slabosti, priložnosti, nevarnosti. Uporablja se tudi angleška kratica SWOT, ki pomeni strengths, weaknesses, opportunities, threats.

Pri politiki vzajemnega sklada je govora o načinu upravljanja sklada, ki je lahko pasiven (struktura portfelja sklada se bistveno ne spreminja) ali pa aktiven (struktura portfelja sklada se stalno spreminja).

Ugotoviti je tudi potrebno kakšen tip vlagatelja je investitor. Kot prvo je potrebno ugotoviti investitorjev odnos do tveganja. Za investitorja, ki ne more spati ob padajočih tečajih, ni smiselno investiranje v vzajemne sklade, razen v manj tvegane, obvezniške. V tem primeru ter v primeru varčevanja v banki, mora investitor sprejeti pričakovan donos, ki ob pričakovani inflaciji ne prinaša omembe vrednih dobičkov oziroma se investitor sprijazni zgolj z ohranjanjem vrednosti svojih prihrankov (npr. varčevanje v bankah).

Pomembno se je pravilno odločiti tudi na podlagi cilja za katerega se varčuje. Za varčevanje za avtomobil se npr. priporočajo zmerno tvegani skladi, na primer mešani, saj se obdobje varčevanja v tem primeru giblje okoli 5 let. Gradnja ali nakup nepremičnine, hiše ali stanovanja zahteva načrtno in dolgoročno varčevanje vsaj 10 let in več. Ker gre v tem primeru za dolgoročno varčevanje, je priporočljivo varčevati na način metode povprečnega stroška ter vlagati v sklade z relativno visokim deležem delnic v portfelju. Daljše kot bo varčevanje, večje tveganje se lahko prevzame in s tem tudi pričakuje višjo končno donosnost. Varčevanje za otrokovo šolanje v Sloveniji še ni uveljavljeno. Drugače je v tujini, kjer je potrebno plačevati visoke šolnine za šolanje na univerzah. Zato starši že ob rojstvu otroka odprejo varčevalni račun pri izbrani družbi za upravljanje. Varčevanje za dodatno pokojnino je aktualna tema varčevanja tudi že pri nas. Ker je varčevanje za pokojnino večinoma dolgoročno varčevanje, je investiranje v sklad lahko dobra odločitev.

Zelo pomembno je tudi investitorjevo poznavanje področja trga kapitala. Na tem področju razgledan investitor lažje sprejema nihanja tečajev in se na dogajanje odziva bolj razumsko kot čustveno (psihološki vidik).

Pomemben dejavnik so tudi finančne razmere investitorja. Višja kot so razpoložljiva finančna sredstva in redni mesečni prihodki, več tveganja si lahko investitor privošči. V to skupino spada tudi vprašanje o starosti, kjer se investitorjem, ki so blizu upokojitve ali pa so že upokojeni, odsvetuje, da bi v delnice oziroma delniške sklade vlagali veliko svojih prihrankov.

#### 6.1.1. DRUGI DEJAVNIKI PRI IZBIRI VZAJEMNEGA SKLADA

Pretekli donosi so in bodo, verjetno za večino varčevalcev, pogosto prvo merilo, ki ga potencialni vlagatelji upoštevajo pri izbiri sklada. Vendar pa je potrebno razumeti, da pretekli donosi niso garancija za prihodnost.

Izkušeni vlagatelji pri izbiranju med skladi, ki so na voljo, upoštevajo tudi kvantitativne in kvalitativne dejavnike.

Med kvantitativne dejavnike pri izbiri sklada štejemo:

- starost oz. število let delovanja sklada (nekateri bolj zaupajo skladom z daljšo tradicijo kot pa novejšim skladom),
- dosledno zaporedje dobrih donosov v daljšem časovnem obdobju,
- stroški sklada (zelo pomemben dejavnik zaradi velikih razlik med skladi),
- velikost sklada in število obstoječih vlagateljev (nekaterim se zdi primernejši velik sklad z veliko vlagatelji, nekaterim pa manjši, bolj fleksibilen sklad).

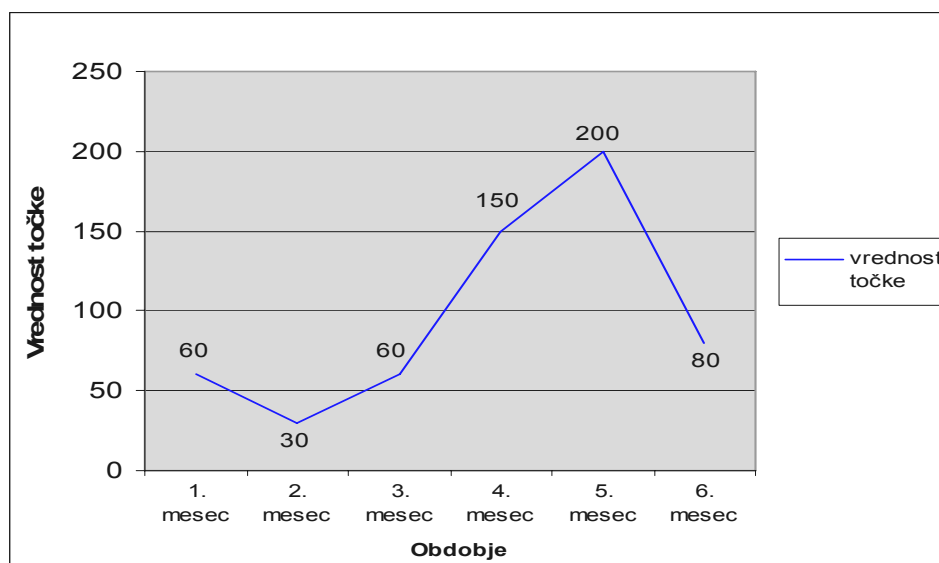
Kvalitativni dejavniki vključujejo:

- preglednost poslovanja (dostop do dokumentacije sklada in ostalih podatkov, prospekt sklada,...),
- priporočila prijateljev in znancev,
- ugled upravljalca, družbe za upravljanje in njenih lastnikov v javnosti.

## 6.2. METODA POVPREČNEGA STROŠKA

Ena izmed osnovnih značilnosti trga kapitala je stalno nihanje cen vrednostnih papirjev kot posledica ponudbe in povpraševanja. To nihanje se, glede na sestavo portfelja vzajemnih skladov, odraža tudi v nihanju vrednosti enote premoženja skladov. Zaradi tega se precej vlagateljev znajde v dilemi, kdaj je pravi trenutek za investiranje. Večina čaka na t.i. pravi trenutek, vendar se običajno izkaže, da se tega trenutka nikoli ne dočaka. A odgovor na vprašanje, kdaj je ta trenutek, vseeno obstaja. Odgovor je takoj (Kiyosaki, 2005, str. 12-25). Prej kot se začne investirati, prej so doseženi rezultati. Ker lahko investitorja odlašanje precej stane, poleg tega pa večina nima ustreznega znanja za špekulativne nakupe, se je v svetu razvil poseben način vlaganja. Gre za t.i. Dollar-cost averaging oz. Cost-average effect, pri nas znan kot Metoda povprečnega stroška (v nadaljevanju tudi MPS). MPS izbriše negotovost, ki jo občuti investitor ob nakupu točk sklada, hkrati pa izkoristi nihanja v gibanju vrednosti točke sklada. Vlaganje po tej metodi je preprosto vplačevanje enakih zneskov v enakih časovnih obdobjih. Ko je vrednost točke nižja, se kupi za isti znesek več točk kot takrat, ko je vrednost točke višja.

Slika 5: Hipotetično gibanje vrednosti točke v določenem obdobju



Vir: Lasten prikaz (hipotetični podatki), 2005.

Ob predpostavki, da Slika 5 prikazuje dejansko gibanje vrednosti enote premoženja (v nadaljevanju tudi VEP) nekega vzajemnega sklada v obdobju pol leta, investitor prvih 5 mesecev vsak isti dan v mesecu vloži po 100 EUR.

Tabela 10: Izračun števila kupljenih točk ter povprečnega stroška nakupa ene točke

Mesec	Mesečni vložek v EUR	Vrednost točke v EUR	Število kupljenih točk	Povprečni strošek nakupa ene točke v EUR
1	100	60	1,6667	60
2	100	30	3,3333	40
3	100	60	1,6667	45
4	100	150	0,6667	54,54
5	100	200	0,5000	63,83
<b>Skupaj</b>	<b>500</b>	-	<b>7,8334</b>	-
<b>Povprečna vrednost</b>		<b>100</b>		<b>63,83</b>

Vir: Lasten prikaz (hipotetični podatki), 2005.

Kot je iz Tabele 10 razvidno, v petih mesecih investitor kupi 7,8334 točke. Povprečna cena, ki jo plača za točko, znaša 63,83 EUR, povprečna vrednost točke v petmesečnem obdobju pa 100 EUR. Vlagatelj je, zaradi upoštevanja MPS, s 500 evri kupil več točk, kot pa bi jih lahko kupil, če bi te točke kupoval po povprečni vrednosti točke v omenjenem obdobju. Vlagatelj je torej kupil več točk, ko so bile vrednosti nižje in manj točk, ko so bile vrednosti točk višje. Strošek nakupa za eno točko je bil nižji od povprečne vrednosti točke v obdobju petih mesecev. V primeru, da bi vlagatelj vse točke prodal v šestem mesecu, ko bi bila VEP enaka 80 evrov, bi vseeno ustvaril dobiček v višini 126,67 evrov (80 EUR x 7,8334 točk – 500

EUR). Če bi kupoval točke po povprečni vrednosti omenjenega obdobja, ki je znašala 100 EUR, bi imel investitor že 100 evrov izgube (80 EUR x 5 točk – 500 EUR).

Opozoriti velja, da MPS ne zagotavlja večjega dobička, kot če bi vsa sredstva vložili v sklad v enkratnem znesku. MPS bo večinoma, zaradi nihajočih tečajev VEP, še dodatno povečal dobiček v času rastočih tečajev in zmanjšal ali pa celo izničil izgubo v času negativnih dogajanj na borzi. To se lahko vidi tudi na omenjenem primeru, saj, če smo pravi strokovnjak za špekulacije ali pa smo le imeli srečo, lahko z enkratnim vložkom ob pravem času zaslužimo mnogo več kot z metodo MPS. Če smo namreč vložili v sklad vseh 500 evrov v drugem mesecu, ko je bila točka vredna 30 EUR (najnižja vrednost točke v obdobju), smo torej pridobili 16,667 točk sklada. Če pa smo točke prodali, ko je bila vrednost točke v tem obdobju najvišja (5. mesec; VEP = 200 EUR), pa bi imeli dobiček v višini 2.833,4 evrov (200 EUR x 16,667 točk – 500 EUR), torej bi investitor premoženje povečal kar za 567 %, kar pa seveda ni realno, saj takšnih razlik v nihanjih v praksi ni. Vendar pa bi v tem primeru že, če bi prodali vseh 16,667 točk za 40 evrov za točko, imeli večji dobiček kot pa v primeru uporabe MPS (166,68 EUR > 126,67 EUR), torej nam špekulacije lahko hitro prinesejo izredno visoke dobičke, a tudi visoke izgube.

## 7. ANALIZA ANKETE O ODNOSU SLOVENCEV DO SKLADOV

Z anketo sem želel pridobiti določene informacije od tistih, ki že vlagajo svoja denarna sredstva v vzajemne sklade, kot tudi od tistih, ki ne vlagajo v takšne naložbe. Anketa je predstavljena v Prilogi 5.

### 7.1. NAMEN, DOLOČILA IN HIPOTEZE ANKETE

Zanimalo me je, kaj je Slovence, ki že varčujejo v skladih prepričalo, da so se odločili za takšne naložbe oziroma kaj odvrta od takšnih naložb tiste, ki ne varčujejo v skladih. Analiziral sem tudi kakšen vpliv pripisujejo Slovenci posameznim prednostim in slabostim investiranja v vzajemne sklade, ki jih posledično privabljajo k nadaljnemu vlaganju v sklade ali odvrta od takšnih oblik naložb. Raziskal sem kateri mediji oziroma osebe so največ prispevali k temu, da se je vlagatelj odločil za varčevanje skladih. Glede na dejstvo, da se obseg bančnih vlog prebivalstva vztrajno niža, me je zanimalo, ali so investitorji v sklade, preusmerili svoja sredstva iz bank v sklade. Odločil sem se tudi preveriti hipotezo, da med investitorji v sklade prevladujejo tisti z višjo izobrazbo. Preveril sem tudi, koliko Slovenci vlagajo v tuje sklade, ali se zanimajo za vlaganje v tuje sklade, koliko so naklonjeni tveganjem in še kaj. Več o tem v nadaljevanju.

Zbiranje primarnih in sekundarnih podatkov: interni podatki KD Investments d.o.o. ter Medvešek Pušnik DZU d.d., internetne strani, pogovor s strokovnimi sodelavci iz omenjenih družb za upravljanje.

Pogoj za vključitev anketiranca v vzorec je, da je fizična oseba stara več kot 18 let, prejema redni (mesečni) dohodek in je državljan Slovenije. Anketiranci, ki imajo sklenjeno življenjsko zavarovanje vezano na vzajemne sklade in ne vlagajo neposredno v vzajemni sklad, so v anketi uvrščeni kot osebe, ki ne vlagajo v vzajemne sklade.

Anketa je bila izvedena neposredno na terenu v trgovskih centrih Mercator (Ljubljana, Novo mesto, Gorica, Kranj, Maribor, Murska Sobota) in sicer v drugi polovici leta 2005. V vsakem mestu sem anketiral približno enako število anketirancev. Pri testiranju ankete ter pogovorih z anketiranci sem postavil naslednje hipoteze:

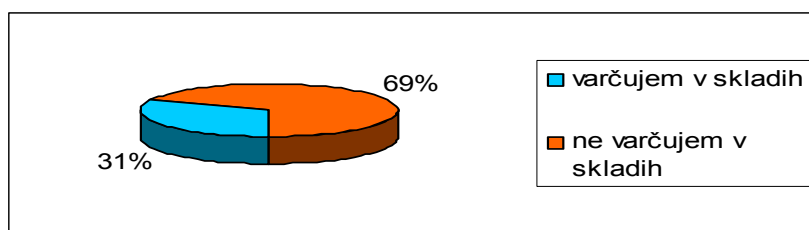
- H1 - Več kot tri četrtine ljudi je o skladih seznanjeno malo ali nič.
- H2 - Predpostavlja se, da je anketiranec pred enim letom vložil sredstva v sklad, sklad pa je imel v tem letu negativno donosnost. V tem primeru bi jih več kot četrtina dvignila vsa sredstva iz sklada, ker ne bi želeli izgubiti še več.
- H3 - Več kot polovica ljudi, ki ne varčuje v skladih, ima več kot polovico svojih prihrankov v bankah.
- H4 - Na ljudi, ki ne varčujejo v vzajemnih skladih, najmočneje vpliva slabost, ki pravi, da ni garancije za bodoče donose.
- H5 - Med tistimi, ki bi se prvič odločili za takšno varčevanje, bi jih več kot tri četrtine vlagalo v domače vzajemne sklade in ne v tuje.
- H6 - Največji vpliv na varčevalce v skladih, da so se odločili za takšno varčevanje, so imeli znanci in prijatelji.
- H7 - Več kot polovico varčevalcev v skladih je, v korist takšnega varčevanja, zmanjšalo obseg varčevanja v bankah ali pa so v teh oblikah celo prenehali varčevati.
- H8 - Med tistimi, ki varčujejo v skladih, je največji vpliv pri odločitvi za takšno varčevanje, imelo strokovno upravljanje s premoženjem sklada.
- H9 - Več kot polovica anketirancev ima o vzajemnih skladih negativno mnenje.

## 7.2. ANALIZA ANKETE

Anketa obsega 200 anketirancev iz Slovenije, ki prejema redni dohodek in so starejši od 18 let. Vprašalnik je predstavljen v Prilogi 5, tabele in izračuni za posamezna vprašanja pa so prikazani v Prilogi 6 in so izdelani s pomočjo statističnega programa za obdelavo podatkov SPSS. Na tem mestu moram poudariti, da gre za vzorčne podatke manjšega vzorca, katerih namen je pridobiti neko okvirno sliko potencialnega in dejanskega vlagatelja v sklade.

S pomočjo frekvenčne porazdelitve, sem prišel do rezultata, da kar 31% Slovencev, ki prejema redne dohodke, varčuje v vzajemnih skladih (vprašanje št. 1), kar je več kot sem pričakoval, a glede na porast števila varčevalcev v skladih ta podatek niti ne preseneča.

Slika 6: Prikaz deleža varčevalcev v skladih in deleža tistih, ki ne varčujejo v skladih

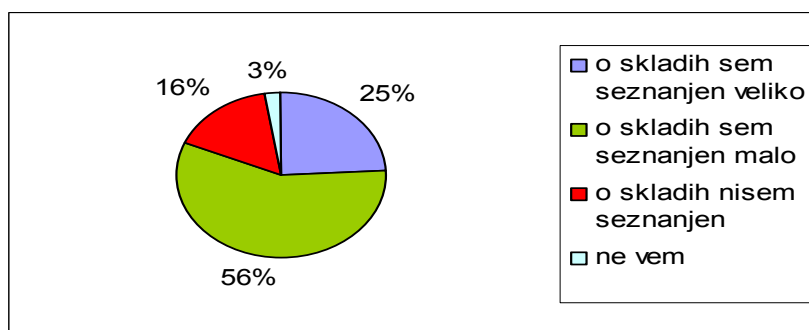


Vir: Analiza podatkov iz ankete, 2005.

### **Hipoteza H1 - Več kot tri četrtine ljudi je o skladih seznanjeno malo ali nič.**

Da bi ta hipoteza obveljala, bi moralo več kot tri četrtine anketirancev pri tem vprašanju obkrožiti odgovor b ali c. Iz frekvenčne porazdelitve je razvidno, da je največ anketirancev pri tem vprašanju odgovorilo, da so o skladih seznanjeni malo (57%), precej manj (16%) pa je tistih, ki o skladih sploh niso seznanjeni. Seštevek anketiranih, ki so obkrožili bodisi malo bodisi nič, znaša kar 73%. To je zelo blizu mojemu predhodnemu predvidevanju (postavljena hipoteza). Iz tega razloga je potrebno opraviti še en preizkus, hipotezo se preveri še s pomočjo preizkusa deleža enot (več v Prilogi 6).

Slika 7: Prikaz deležev o seznanjenosti anketirancev o varčevanju v skladih in poslovanju skladov

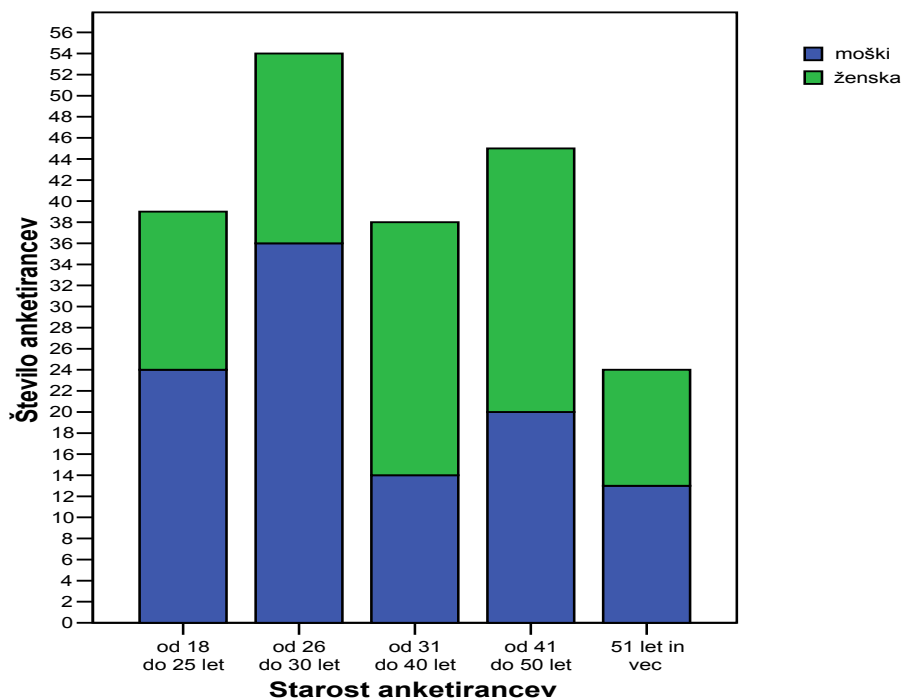


Vir: Analiza podatkov iz ankete, 2005.

Na podlagi izračuna, ničelne domneve ne moremo zavrnila. To pomeni, da ne morem trditi, da je delež tistih, ki so s skladi seznanjeni malo ali nič, manjši od 75%. Takšna končna ugotovitev govori v prid prvotno postavljeni hipotezi. Menim, da so Slovenci, kljub hitrem razvoju trga skladov slabo informirani o skladih in sicer predvsem tisti, ki v skladih ne varčujejo. Da bi družbe za upravljanje pridobile čim več novih varčevalcev, menim, da je potrebno ljudem finančne produkte predstaviti čimbolj osebno (finančne točke podjetij, kamor lahko pridejo vsi po finančne nasvete strokovnjakov, predstavitve na domu,...). Priporočljivi so tudi organizirani predstavitveni seminarji, ki se v Sloveniji še niso uveljavili v taki meri kot v tujini. Potrebno pa je tudi veliko vlagati v kasične trženjske pristope (oglaševanje skladov

na televiziji, v časopisu, pošiljanje brošur na dom,...), da potencialni varčevalec že prej dobi neko predstavo o skladu oz. družbi za upravljanje.

Slika 8: Prikaz števila anketirancev po spolu in starostni porazdelitvi



Vir: Analiza podatkov iz ankete, 2005.

Na podlagi analize ankete (vprašanje 1 in 4), lahko razberem več ugotovitev. Prva je nedvomno ta, da je med 138 anketiranimi, ki ne varčujejo v vzajemnih skladih, 73 oseb moškega spola (oz. 52,9%) in 65 oseb ženskega spola (oz. 47,1%). Vendar pa je potrebno pri tem upoštevati, da je bilo z opravljeno anketo zajetih več moških kot žensk (med vsemi 200 anketiranimi je bilo namreč 107 moških in 93 žensk). Zato je morebiti bolj smiselno rezultate asociacije razlagati po stolpcih. Z upoštevanjem tega pridem do ugotovitve, da je med 107 anketiranimi moškimi 31,8% takih, ki varčujejo v vzajemnih skladih in 68,2% takih, ki tega ne počno. Pri ženskah je situacija zelo podobna, in sicer med 93 anketiranimi ženskami jih v skladih varčuje 30,1%, medtem ko 69,9% žensk ne varčuje v skladih. Za varčevanje v vzajemnih skladih se odloči približno enak odstotek moških in žensk. Zaključim lahko, da spol nima vpliva na odločitev za varčevanje v skladih (upoštevati je potrebno, da gre za vzorčne podatke).

Iz odgovorov na vprašanje številka 5 je razvidno, da kar 70% ljudi še vedno varčuje v bankah, kar pomeni, da je v Sloveniji to še vedno prevladujoča oblika varčevanja, ki pa funkcijo varčevanja dejansko iz leta v leto izgublja (nizke obresti, inflacija, davek na obresti). Sledi varčevanje v skladih (31%), sklenitev dodatnega pokojninskega zavarovanja (30,5%), varčevanje v nacionalni varčevalni shemi (22,5%), rentno varčevanje (11,5%), investiranje v



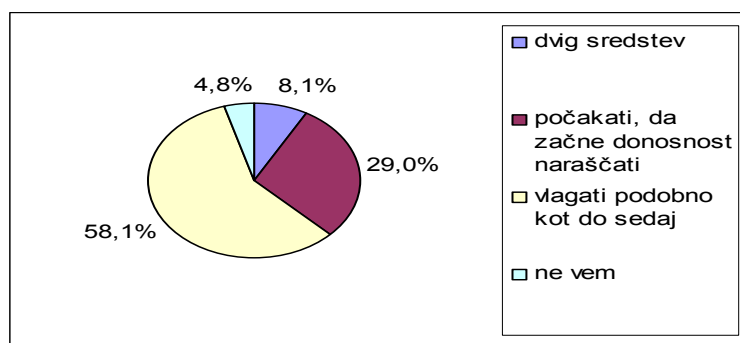
nepremičnine in zemljišča (10%), ostale oblike varčevanja ne presegajo 10%. Zanimivo je, da kar 12% ljudi sploh ne varčuje. V Prilogi 6 (vprašanje št. 5) je tudi grafični prikaz oblik varčevanja glede na starost, kjer je razvidno, da v skladih varčujejo predvsem Slovenci stari med 26 in 50 let.

**Hipoteza H2** - Predpostavlja se, da je anketiranec pred enim letom vložil sredstva v sklad, sklad pa je imel v tem letu negativno donosnost. V tem primeru bi jih več kot četrtnina dvignila vsa sredstva iz sklada, ker ne bi želeli izgubiti še več.

V okviru te hipoteze je smiselno proučiti, ali se odgovori na 6. vprašanje statistično značilno razlikujejo pri tistih, ki v skladih dejansko varčujejo od tistih, ki tega ne počno. Pomagal sem si s prikazom v kontingenčni tabeli.

Če se najprej osredotočim le na anketirance, ki dejansko varčujejo v vzajemnih skladih, lahko ugotovim, da je med njimi 8,1% takih, ki bi v primeru negativne donosnosti sklada dvignili vse kar so vložili, ker ne bi želeli izgubiti še več. 29,0% vprašanih bi v dani situaciji počakalo, da začne donosnost spet naraščati in bi šele nato nadaljevali z vlaganjem. 58,1% vprašanih bi v sklad vlagalo podobno kot do sedaj. Ti rezultati ponujajo logično razlago obnašanja varčevalcev v skladih, in sicer da se ljudje, ki v določeni meri poznajo delovanje vzajemnih skladov, zavedajo cikličnega gibanja donosnosti.

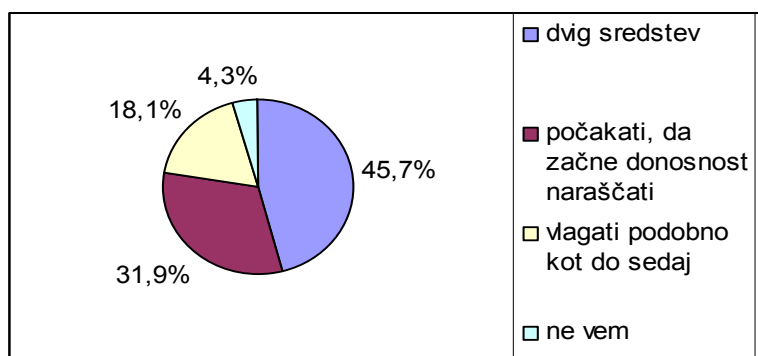
Slika 9: Deleži odgovorov na 6. vprašanje v anketi (vključeni so le odgovori varčevalcev v skladih)



Vir: Analiza podatkov iz ankete, 2005.

Ravno obratni rezultati se pokažejo pri tistih, ki v vzajemnih skladih ne varčujejo. Med temi anketiranci (138) bi jih kar 45,7% v primeru negativne donosnosti sklada dvignilo vse kar so vložili, ker ne bi želeli izgubiti še več. 31,9% vprašanih bi v dani situaciji počakalo, da začne donosnost spet naraščati in bi kasneje nadaljevali z vlaganjem. 18,1% je takih, ki bi v sklad vlagali podobno kot do sedaj. Pri razlagi kontingenčne tabele sem namenoma izpustil razlago odgovora »ne vem«, ker ima v obeh primerih podoben delež (4,8% oz. 4,3%) in ne vpliva na rezultate.

Slika 10: Deleži odgovorov na 6. vprašanje v anketi (vključeni so le odgovori tistih, ki ne varčujejo v skladih)



Vir: Analiza podatkov iz ankete, 2005.

Končna ugotovitev je tako naslednja: odgovor na 6. vprašanje je zelo povezan s tem ali oseba varčuje v vzajemnih skladih ali ne. Pri tem bi lahko podal tudi bolj splošno ugotovitev, in sicer da gre za vprašanje poznavanja delovanja vzajemnih skladov. Vendar pa tega nikakor ne morem z gotovostjo trditi, saj gre za vzorčne podatke. Na podlagi vzorčnih podatkov se je teza potrdila. To ponovno potrjuje prvo hipotezo, da tisti, ki ne vlagajo v sklade, večinoma niso seznanjeni s takšnim načinom varčevanja.

### **Hipoteza H3 - Več kot polovica ljudi, ki ne varčuje v vzajemnih skladih, ima več kot polovico svojih prihrankov v bankah.**

To hipotezo sem preveril na podlagi vprašanja št. 1 v anketi (Ali varčujete v vzajemnih skladih?) in vprašanja št. 7 (Kolikšen delež denarnih sredstev, ki jih namenite za varčevanje, imate naloženih v bankah?). Dobil sem naslednje podatke (analiza med vlagatelji v sklade):

- v banki nima sredstev za varčevanje.....24,6%
- v banki ima do 25% sredstev namenjenih za varčevanje.....7,2%
- v banki ima od 26% do 50% sredstev namenjenih za varčevanje.....17,4%
- v banki ima od 51% do 75% sredstev namenjenih za varčevanje.....10,9%
- v banki ima več kot 75% sredstev namenjenih za varčevanje.....18,8%
- vsa sredstva ima naložena v banki.....21,0%

Skupni delež tistih, ki ne varčujejo v vzajemnih skladih in imajo v bankah naloženih več kot polovico svojih prihrankov znaša 50,7%, torej več kot polovica.

Na enak način sem analiziral tudi odgovore varčevalcev v skladih. Dobil sem naslednje podatke (analiza med tistimi, ki ne vlagajo v sklade):

- v banki nima sredstev za varčevanje.....22,6%
- v banki ima do 25% sredstev namenjenih za varčevanje.....25,8%

- v banki ima od 26% do 50% sredstev namenjenih za varčevanje.....25,8%
- v banki ima od 51% do 75% sredstev namenjenih za varčevanje.....9,7%
- v banki ima več kot 75% sredstev namenjenih za varčevanje.....16,1%
- vsa sredstva ima naložena v banki.....0,0%

Izkaže se, da osebe, ki varčujejo v skladih, bistveno manj varčujejo v bankah. Kar 25,8% varčevalcev v skladih ima manj kot četrtno sredstev v bankah, kar 22,6% pa jih v bankah sploh ne varčuje. Možnost pridobivanja novih vlagateljev v sklade je torej, predvsem med tistimi, ki še vedno v večji meri varčujejo v bankah, velika.

Iz odgovorov na vprašanje št. 8 iz ankete je mogoče razbrati, da Slovenci dajejo prednost skladom, ki imajo stabilno donosnost, saj bi jih kar 70% vlagalo v takšne sklade. Le 10% jih ima raje sklade z nestabilno donosnostjo kar pomeni, da radi več tvegajo, s tem pa imajo možnost višjih zaslužkov. 20% vprašanih je neopredeljenih. Zaključim lahko, da imajo v Sloveniji več možnosti za uspeh tisti skladi, ki bodo imeli v svojem portfelju stabilne naložbe z relativno stabilnimi stopnjami donosa.

**Hipoteza H4 - Na ljudi, ki ne varčujejo v vzajemnih skladih, najmočneje vpliva slabost, ki pravi, da ni garancije za bodoče donose.**

Domnevo sem preveril na podlagi vprašanja št. 9 na katerega so odgovarjali le anketiranci, ki ne varčujejo v vzajemnih skladih (to pomeni, da je nanj odgovarjalo 138 izmed 200 anketiranih). Vsakega izmed dejavnikov sem meril na 4-stopenjski merski lestvici (1-veliko vpliva; 2-srednje vpliva; 3-malo vpliva; 4-ne vpliva), kar pomeni, da lahko hipotezo potrdim v primeru, če se ocena aritmetične sredine spremenljivke, da »ni garancije za bodoče donose«, giblje nekje med vrednostjo 1 in 2 (One-Sample Test).

Ocena vrednosti aritmetične sredine znaša 1,42 (za spremenljivko »ni garancije za bodoče donose«), kar je nekje med vrednostima »veliko vpliva« in »srednje vpliva«. Hkrati je to spremenljivka z najnižjo oceno vrednosti aritmetične sredine (če primerjamo še ocene aritmetičnih sredin za ostalih 6 spremenljivk) oziroma je njena vrednost najbližje oceni 1, kar ponazarja veliko pomembnost tega dejavnika pri odločanju o varčevanju v skladih. Za omenjeni dejavnik lahko tako s 95% verjetnostjo trdim, da so mu anketiranci v povprečju prisodili pomembnost med 1,30 in 1,54. Ker se ta interval zaupanja ne prekriva z intervalom zaupanja katerekoli druge spremenljivke in je hkrati tudi najbližje vrednosti 1, lahko zaključim, da nezmožnost garantiranja bodočih donosov najmočneje vpliva na anketirane, da se ne odločijo za varčevanje v vzajemnih skladih. Postavljeno hipotezo torej lahko potrdim. Potencialne varčevalce v sklade je potrebno informirati, da so nihanja v donosnostih vzajemnih skladov povsem običajna in pogosto tudi koristna, z ustreznim vlaganjem sredstev ne pomenijo izgube vloženih sredstev (metoda povprečnega stroška, vlaganje, ko se točka zniža, vlaganje v sklade s stabilno donosnostjo, vlaganje v sklade z garantiranim vračilom glavnice).

Še kratek komentar vpliva ostalih dejavnikov: Nekoliko manjšo pomembnost so anketiranci pripisali dejavnikoma »spreminjanje vrednosti enote premoženja sklada« in »stroški povezani z vlaganjem v sklade«, katerih intervala zaupanja se prekrivata (1,57 do 1,86 in 1,75 do 2,06). S tega vidika oba dejavnika približno enako vplivata na odločanje za tovrstno varčevanje. Preostali štirje dejavniki, ki sem jih vključil v anketo, prav tako (zaradi medsebojnega prekrivanja intervalov zaupanja) predstavljajo podobno oviro pri odločanju anketirancev za varčevanje v vzajemnih skladih (vendar pa manjšo od vseh prvih treh navedenih). Seveda moram v zvezi s preverjanjem te domneve opozoriti, da lahko na odločanje o varčevanju v vzajemnih skladih vplivajo tudi drugi dejavniki, ki pa jih nisem vključili v raziskavo.

**Hipoteza H5 - Med tistimi, ki bi se prvič odločili za takšno varčevanje, bi jih več kot 75% vlagalo v domače sklade in ne v tuje.**

Med tistimi, ki bi se sedaj odločili za varčevanje v vzajemnih skladih, bi jih:

- 39,9% vlagalo v slovenski sklad,
- 21,7% vlagalo v tuj sklad,
- 38,4% vlagalo v slovenski in tuj sklad.

Na podlagi teh podatkov lahko sklepam, da so tuji vzajemni skladi pri Slovencih bolj zanimivi kot sem sprva pričakoval. Ker bi se za varčevanje v domačih skladih odločilo zgolj 39,9% potencialnih vlagateljev, lahko postavljeno hipotezo zavrnem. Zaključim lahko, da potencialni varčevalci ne dajejo kakšne bistvene prednosti domačim skladom pred tujimi. Torej imajo tudi tuji skladi možnost uspešnega razvoja na slovenskem trgu skladov.

**Hipoteza H6 - Največji vpliv na varčevalce v skladih, da so se odločili za takšno varčevanje, so imeli znanci in prijatelji.**

V anketnem vprašanju št. 13 je bilo izoblikovanih 5 spremenljivk (strokovna literatura, internet, svetovalec, tisk, znanci in prijatelji), ki vplivajo na odločitev posameznika o varčevanju v vzajemnih skladih (4-stopenjska merska lestvica).

Ocena vrednosti aritmetične sredine za spremenljivko »znanci in prijatelji« znaša 1,50 (med vrednostima »velik vpliv« in »srednji vpliv«). Ta spremenljivka ima tudi najnižjo ocenjeno vrednost aritmetične sredine v primerjavi z ostalimi štirimi spremenljivkami, ki sem jih v okviru tega vprašanja preizkušal. Za dejavnik »znanci in prijatelji« lahko s 95% verjetnostjo trdim, da so mu anketirani v povprečju prisodili pomembnost med 1,30 in 1,70. Ta interval zaupanja pa se deloma prekriva z intervalom zaupanja pri spremenljivki »svetovalec« (anketiranci so mu v povprečju prisodili pomembnost med 1,50 in 2,08). Zaradi tega ne morem trditi, da znanci in prijatelji pomembneje vplivajo na odločitev posameznika za varčevanje v vzajemnih skladih kot nanjo vpliva svetovalec za naložbe (imata približno enak vpliv). Omenjena dejavnika pa imata večji vpliv na odločitev za varčevanje v vzajemnih

skladih od ostalih treh dejavnikov. Najmanjši vpliv ima dejavnik »strokovna literatura«, medtem ko imata dejavnika »internet« in »tisk« precej podoben vpliv.

Na podlagi ugotovitev hipoteze ne morem potrditi, saj ne morem trditi, da je dejavnik »znanci in prijatelji« najpomembnejši oziroma, da ima največji vpliv. Je pa nedvomno eden izmed pomembnejših.

Na vprašanje št. 15 sem dobil naslednje odgovore: 51,6% vlagateljev ima sredstva v slovenskih skladih, kar 30,6% pa v tujih skladih. Prav tako je zanimiv tudi podatek, da kar 17,7% vprašanih svoja sredstva nameni tako domačim kot tujim skladom. Opaziti je veliko zanimanje za tuje sklade, morda zaradi dejstva, ker so se donosnosti slovenskih skladov v zadnjih dveh letih znižale in so nekateri vlagatelji že izgubili zaupanje v te sklade.

**Hipoteza H7 – Več kot polovico varčevalcev v skladih je, v korist takšnega varčevanja, zmanjšalo obseg varčevanja v bankah ali pa so v banki celo prenehali varčevati.**

Zopet si pomagam s frekvenčno porazdelitvijo, iz katere so razvidne frekvence in deleži za posamezen odgovor (glej Prilogo 6, vprašanje 16).

Tabela 11: Delež varčevalcev, ki so/niso zmanjšali obseg sredstev v bankah v korist vlaganja v sklade

<b>Odziv varčevalcev</b>	<b>Delež varčevalcev v %</b>
Zmanjšali obseg sredstev v bankah za več kot polovico zaradi varčevanja v skladih	38,7
Zmanjšali obseg sredstev v bankah za manj kot polovico zaradi varčevanja v skladih	40,3
V banki že takrat ni varčeval	14,5
Ne	6,5

Vir: Analiza podatkov iz ankete, 2005.

Iz analize je razvidno, da je kar 79% vprašanih, zaradi varčevanja v vzajemnih skladih, zmanjšalo obseg varčevanja v bankah (bodisi za manj bodisi za več kot polovico) ali pa v banki sploh ne varčujejo. Ta delež pove, da brez zadržkov lahko sprejem postavljeno hipotezo. Takšen odgovor je bil deloma pričakovan tudi zato, ker lahko (pri omejeni količini sredstev namenjenih varčevanju) vsak nameni večjo količino sredstev eni obliki varčevanja le tako, da zmanjša količino sredstev namenjenih drugim oblikam varčevanja (Paretovo načelo učinkovitosti).

Zaključim lahko, da je pričakovati nadaljni upad zanimanja za bančno varčevanje, predvsem zaradi nizkih obrestnih mer in veliki izbiri ostalih finančnih produktov.

### **Hipoteza H8 - Med tistimi, ki varčujejo v skladih, je največji vpliv pri odločitvi za takšno varčevanje, imelo strokovno upravljanje s premoženjem sklada.**

Hipoteze ne morem potrditi, saj je z vidika analize, po moči vpliva, enakovrednih kar 6 od skupaj desetih obravnavanih spremenljivk, ki vse v podobni meri vplivajo na odločitev o varčevanju v vzajemnih skladih. Intervali zaupanja teh spremenljivk se med seboj prekrivajo (glej Prilogo 6, vprašanje št. 17). Ena izmed teh spremenljivk je tudi »strokovno upravljanje s premoženjem« (anketiranci so ji v povprečju prisodili pomembnost med 1,20 in 1,51, sklep je podan pri stopnji tveganja  $\alpha = 0,05$ ). To pomeni, da te spremenljivke ne moremo imenovati za najpomembnejšo pri odločanju za varčevanje v skladih. Skoraj tri četrtine vlagateljev v sklad se je za takšno varčevanje odločilo zaradi strokovnega upravljanja sklada, enostavnosti vlaganja in prihranka časa (s sredstvi upravlja družba za upravljanje). Presenetljivo velik vpliv je pri odločitvi za vlaganje v sklade imela tudi visoka likvidnost ter zasebnost podatkov o obsegu vlog v skladih, menil pa sem, da bosta ti spremenljivki med manj pomembnimi.

Iz odgovorov na vprašanje št. 18 iz ankete je razvidno, da imajo vsi, ki so v vzajemne sklade vlagali že do sedaj, namen vlagati v sklade tudi v prihodnjem letu. Pravzaprav je bilo podoben rezultat moč pričakovati že vnaprej, saj varčevanje v skladih predstavlja neko dolgoročnojšo obliko varčevanja (z več ali manj rednimi pologi sredstev), kjer hitri prenosi sredstev v druge finančne produkte niso značilni oziroma pogosti.

Zanimalo me je tudi ali v vzajemnih skladih varčujejo predvsem tisti z visoko oz. višjo izobrazbo. Analiziral sem, če je kakšna povezava med varčevanjem v skladih in izobrazbo posameznika. Za potrditev domneve je pomemben predvsem odgovor, kjer je navedena izobrazba višja od srednje šole (odgovor d in e).

Razlaga rezultatov po stolpcih pove, da jih ima izmed 62 anketiranih, ki varčujejo v vzajemnih skladih:

- 12,9% (8 varčevalcev) opravljeno srednjo poklicno šolo,
- 45,2% (28 varčevalcev) opravljeno srednjo šolo/gimnazijo,
- 37,1% (23 varčevalcev) opravljeno višjo ali visoko šolo,
- 4,8% (3 varčevalci) opravljen magisterij ali doktorat.

Največ varčevalcev v skladih (skoraj polovica) ima opravljeno le srednjo šolo oz. gimnazijo. To pomeni, da v vzajemne sklade ne vlagajo zgolj bolj izobraženi, ki imajo opravljeno več kot srednjo šolo in zato ne morem trditi, da stopnja izobrazbe vpliva na odločitev posameznika za varčevanje v vzajemnih skladih.

### **Hipoteza H9 - Več kot polovica ljudi ima o vzajemnih skladih negativno mnenje.**

Zadnje izmed hipotez sem preverjal na podlagi vprašanja št. 20 iz ankete, kjer sem anketirance spraševal kakšno mnenje imajo o varčevanju v vzajemnih skladih. Kot možni

odgovor so bile ponujene 3 različice (»predvsem pozitivno«, »predvsem negativno« ter »ne vem«). Z izpisom frekvenčne porazdelitve (glej Prilogo 6, vprašanje št. 20) sem ugotovil, da je negativno mnenje do varčevanja v vzajemnih skladih izrazilo 46 izmed 200 anketiranih, kar predstavlja 23%. Ker sem predhodno predvideval, da ima negativno mnenje o tovrstni obliki varčevanja več kot polovica vprašanih (izkaže pa se, da ima negativno mnenje le slaba četrtnina), ugotovim, da hipoteze ne morem potrditi oz. jo moram zavrnilo.

V povezavi z odgovori na vprašanje št. 1 iz ankete, lahko predvidevam, da je kar nekaj tistih, ki ne varčujejo v skladih, odgovorilo, da imajo pozitivno mnenje o vzajemnih skladih (ob tem predpostavljam, da so tisti, ki varčujejo v skladih, odgovorili, da imajo pozitivno mnenje o skladih). Kljub pozitivnemu mnenju o varčevanju v skladih kaže, da nekateri nimajo predvsem dovolj poguma in znanja, da bi začeli vlagati v sklade (v povezavi z anketo, gre za razloge, ki izhajajo iz vprašanja št. 9 v anketi).

Če primerjamo podatke o mnenju Slovencev o skladih (vprašanje št. 20) ter podatke o njihovi seznanjenosti o varčevanju v skladih (vprašanje št. 2), dobimo še bolj presenetljive podatke. Kar 73% anketirancev je odgovorilo, da so o skladih seznanjeni malo ali nič, hkrati pa ima kar 46,5% anketirancev o skladih predvsem pozitivno mnenje. Očitno je, da imajo nekateri pozitiven odnos do skladov, čeprav o skladih, po njihovem mnenju, ne vedo veliko.

## 8. SKLEP

Slovenija je na področju vzajemnih skladov še v razvojni fazi, a je, vsaj po rasti obsega sredstev v skladih, rasti števila vzajemnih skladov in splošnem zanimanju, napredek viden.

Z vstopom Slovenije v EU se pojavlja vse več tujih skladov, ki bodo v prihodnosti pomemben del ponudbe skladov v Sloveniji. To je pokazala tudi opravljena anketa iz katere je razvidno, da visok delež varčevalcev že varčuje oziroma namerava varčevati v tujih skladih.

V zadnjem času smo bili deležni velikih sprememb zakona o vzajemnih skladih, pa tudi sprememb dohodninskega zakona. To lahko v prihodnosti negativno vpliva na obnašanje finančnih subjektov, a več bo pokazal čas. Menim, da je slovenska zakonodaja na tem področju, v primerjavi z drugimi državami, precej omejujoča, predvsem z vidika visokih davkov na kapitalski dobiček ter omejitev pri ustanavljanju določenih vrst skladov, ki bi lahko bili za slovenski trg skladov zelo zanimivi (npr. nepremičninski skladi). Prav tako so sedaj obdavčene obresti, ki so predvsem iz naslova varčevanja v bankah, že na zelo nizki ravni. Poleg tega veliko Slovencev svoja sredstva, sodeč po anketi, pogosto prenaša iz bank v slovenske kot tudi tuje vzajemne sklade. Zoper odlivu slovenskega kapitala v tujino, je vlada uzakonila plačevanje davka na dobiček, ki obdavčuje kapitalski dobiček po načelu svetovnega dohodka.

Pri analizi ankete me je presenetilo predvsem dejstvo, da skoraj tri četrtine anketirancev o skladih ne ve prav nič oziroma zelo malo. Kljub temu jih ima skoraj polovica pozitivno mnenje o skladih. Menim, da Slovencem primanjkuje predvsem splošnega znanja o načinu varčevanja v skladih in njihovem delovanju. V medijih in raznih reklamnih prospektih vzajemni skladi poudarjajo predvsem visoke pretekle donosnosti svojih skladov, o tveganju naložb sklada pa običajno ni govora. Znano je, da za izkušenega varčevalca donosnost ni edino in najpomembnejše merilo. Odnos povprečnega Slovenca do vzajemnih skladov bi verjetno najbolje lahko opisal z naslednjimi besedami: povprečni Slovenec želi doseči visoko donosnost ob nizkem tveganju. Z ekonomskega vidika to seveda ni mogoče.

Navkljub nekaterim dejstvom, ki zagotovo odvrčajo varčevalce kot tudi potencialne varčevalce od vlaganja sredstev v sklade, menim, da bo varčevanje v skladih, tudi v prihodnje, eden izmed pomembnejših finančnih produktov. V prid temu priča tudi hitra rast obsega vloženih sredstev v skladih na slovenskem trgu vzajemnih skladov.

Zaključim lahko z mislijo, da je v Sloveniji vse več zanimivih finančnih produktov, ki so dostopni vsem, vendar pa mora vsak posameznik čimbolje spoznati te produkte in izbrati tiste, ki mu, glede na časovno obdobje in okoliščine v katerih živi, najbolje odgovarjajo.

## LITERATURA

1. Berk Aleš, Lončarski Igor, Zajc Peter: Gradivo za poslovne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 296 str.
2. Brdnik Jasna: Dražja nafta ni vzela optimizma. Dnevnik, Ljubljana, 2004, 228, str. 6.
3. Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra: Temelji bančništva. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
4. Fredman Albert J., Wiles Russ: How mutual fund work. New York : Institute of finance, 1993. 334 str.
5. Grilanc Valter: Razlika med posebnim VS in VS. Denar in svet nepremičnin, Ljubljana, 2004, 12, str. 27.
6. Grilanc Valter: Vzajemni skladi. Denar in svet nepremičnin, Ljubljana, 2004a, 14, str. 16.
7. Ivanović Sašo: Donosi se počasi umirjajo. Družinski delničar, Ljubljana, 2004, 80, str. 34.
8. Juvan Boštjan: Razvoj vzajemcev v letu 2004. Denar in svet nepremičnin, Ljubljana, 2004, 8, str. 24-25.
9. Kiyosaki T. Robert: Bogati očka, revni očka. Ljubljana : Lisac&Lisac, 2005. 221 str.
10. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana : GV, 2001. 42 str.
11. Kodrič Sandi: Zahtevnejši kukajo na tuje. Družinski delničar, Ljubljana, 2004, 88, str. 35.
12. Kodrič Sandi: Leto presežnikov in kontrastov. Tolar na tolar, Ljubljana, 2003, 316, str. 10.



13. Koritnik Andreja: Ni vedno slabo, če so puščice obrnjene navzdol. Denar in svet nepremičnin, Ljubljana, 2004, 12, str. 23-24.
14. Kranjc Gregor: Vzajemci: Tveganje in donosnost. Delničar, Ljubljana, 2002, 64, str. 4.
15. Lamont Tom: News and market intelligence for the international mutual fund industry. Global found news, New York, 7(2004), 5, str. 16-17.
16. Lubej Samo: Vzajemni skladi za vsakogar. Maribor : Kapital, 2002. 78 str.
17. Lubej Samo: Kako izbrati vzajemni sklad. Premoženje, Ljubljana, 2001, 9, str. 12-13.
18. Mayo B. Herbert: Investments. An introduction. Sixth edition. Orlando : The Dryden press, 2000. 909 str.
19. Mihajlović Novica: Češke sklade mikajo naši »blue chipi«. Finance, Ljubljana, 2004, 78, str. 3.
20. Mikuš Jure: Zastava točk pri kreditiranju. Družinski delničar, Ljubljana, 2004, 87, str. 27-28.
21. Mramor Dušan: Poslovne finance. Poslovne finance, Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 176. str.
22. Petrovčič Vida: Drugo leto bodo obdavčili vse. Družinski delničar, Ljubljana, 2004, 81, str. 29-33.
23. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
24. Pust Borut: Selitev denarja. Denar in svet nepremičnin, Ljubljana, 2004, 5, str. 23.
25. Ribnikar Ivan: Denarni sistem in denarna teorija. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999, 336 str.
26. Tajnikar Maks: Mikroekonomija s poglavji iz teorije cen. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 461 str.
27. Zorman Gašper: Zniževanje obrestnih mer in prihajajoča davčna reforma. Finančne novice, Ljubljana, 2004, 1, str. 1-6.
28. Žavcar Maja: Letos bo še zelo zanimivo. Denar in svet nepremičnin, Ljubljana, 2004, 2, str. 12.

## VIRI

1. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 15(2006), 1, 142 str.
2. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 14(2004), 6, 159 str.
3. Čiste vrednosti premoženja v skladih.  
[URL: [http://www.vzajemci.com/Sredstva\\_VS/Slovenija/NAV\\_chart\\_MF\\_SLO.htm](http://www.vzajemci.com/Sredstva_VS/Slovenija/NAV_chart_MF_SLO.htm)], 2.11.2005.
4. Delež delnic v skladih. [URL: [http://www.vzajemci.com/vsi\\_vrste\\_nalozb.php](http://www.vzajemci.com/vsi_vrste_nalozb.php)], 5.2.2005.
5. Donosnosti skladov. [URL: [http://www.vzajemci.com/vsi\\_zmagovalci.php](http://www.vzajemci.com/vsi_zmagovalci.php)], 30.1.2005.
6. Fefsi international statistical release. [URL: [http://www.fefsi.org/ucits/stats\\_web.html](http://www.fefsi.org/ucits/stats_web.html)], 1.6.2005.
7. Inflacija v Sloveniji. [URL: <http://www.stat.si/indikatorji.asp?id=1>], 5.2.2005.
8. Inflacija v tujini. [URL: <http://www.library.uu.nl/wesp/populstat/europe.html>], 5.2.2005.

9. Interno gradivo E & S d.o.o., 2004.
10. Letni in mesečni pregledi skladov. [URL: [http://www.vzajemci.com/vsi\\_mesecni.php](http://www.vzajemci.com/vsi_mesecni.php)], 30.1.2005.
11. Mesečni pregled. [URL: [http://www.vzajemci.com/vsi\\_mesecni.php](http://www.vzajemci.com/vsi_mesecni.php)], 19.4.2006.
12. Obrestne mere v Sloveniji. Ljubljana : Finančne novice, 2004. 6 str.
13. Pregled trga, tržni delež. [URL: [http://www.vzajemci.com/vsi\\_trzni\\_delez.php](http://www.vzajemci.com/vsi_trzni_delez.php)], 2.9.2005.
14. Provizije v slovenskih skladih. [URL: [http://www.vzajemci.com/vsi\\_provizije.php](http://www.vzajemci.com/vsi_provizije.php)], 27.5.2005.
15. Referenčni indeksi. [URL: [http://www.rcm.com/html/products/global\\_web.html](http://www.rcm.com/html/products/global_web.html)], 27.5.2005.
16. Statistical facts and figures.  
[URL: [http://www.ici.org/facts\\_figures/intl\\_survey\\_3\\_01.html](http://www.ici.org/facts_figures/intl_survey_3_01.html)], 5.1.2005.
17. Število vlagateljev v skladih. [URL: [http://www.vzajemci.com/stevilo\\_vlagateljev.php](http://www.vzajemci.com/stevilo_vlagateljev.php)], 1.9.2005.
18. The organization and operation of a mutual fund.  
[URL: [http://www.ici.org/newsroom/faq/ref\\_97mforgan\\_operat.html](http://www.ici.org/newsroom/faq/ref_97mforgan_operat.html)], 15.12.2004.
19. The structure of investments.  
[URL: [http://www.ici.org/stats/latest/mf/trends\\_12\\_02.html](http://www.ici.org/stats/latest/mf/trends_12_02.html)], 10.8.2004.
20. Tolarski depoziti. [URL: <http://www.nlb.si/cgi-bin/nlbweb.exe>], 5.1.2005.
21. Vlaganje v tuje sklade. [URL: <http://www.vzajemci.com/text.php?id=1619>], 27.5.2005.
22. Zakon o dohodnini (Uradni list RS, št. 71/1993, 54/2004).
23. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/1994, 110/2002).

## PRILOGE

Priloga 1: Temeljne razlike med vzajemnim in investicijskim sklodom

<b>Vzajemni (odprti) sklad</b>	<b>Investicijski (zaprti) sklad</b>
Z delnicami se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev.	Vlagatelj, ki želi prodati oz. kupiti delnico sklada mora »najti« osebo, ki jo želi kupiti oziroma prodati. To stori s prodajo/nakupom na borzi.
Nakupna in prodajna cena delnic sklada sta vedno enaki čisti vrednosti sredstev sklada na delnico (od tega zneska se odšteje provizija, ki jo upravitelj sklada običajno zaračunava za vstop v sklad ali izstop iz njega).	Tečaji delnic teh skladov se vsakodnevno spreminjajo na osnovi ponudbe in povpraševanja tržnih subjektov. Posledica tega je, da lahko odstopajo od čiste vrednosti sredstev sklada na delnico.
Število izdanih enot premoženja v skladu se spreminja vsak dan na osnovi povpraševanja in ponudbe vlagateljev. Investitorji namreč enote premoženja vzajemnih skladov kupujejo in prodajajo neposredno od družb za upravljanje oz. njihovih prodajnih agentov.	Število delnic, ki jih izdajo ti skladi je stalno, poveča pa se lahko le občasno, če se upravitelj sklada odloči za izvedbo nadaljne javne ponudbe delnic. S tega vidika so ti skladi podobni ostalim delniškim družbam.
Z naložbami, ki jih imajo ti skladi v svojem portfelju se večinoma trguje na organiziranem trgu.	Zaprti skladi imajo lahko v svojem portfelju tudi pomemben del naložb s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu kapitala.
Vlagatelj ob nakupu točk sklada plača vstopno provizijo, ob prodaji točk pa izstopno provizijo (zelo redka).	Vlagatelj ob nakupu in prodaji delnic plača provizijo borznemu posredniku, ta pa je običajno nižja od provizije, ki nastane ob nakupu/prodaji točk vzajemnega sklada.
Upravitelji vzajemnih skladov so močno motivirani za doseganje uspešnosti pri upravljanju premoženja, saj tako lažje pridobijo nove stranke.	Motivacija upraviteljev zaprtih skladov za uspešno upravljanje premoženja je nekoliko manjša kot v primeru vzajemnih skladov.
Tveganje investiranja v zaprt investicijski sklad je večje kot pri investiranju v vzajemni sklad z enako sestavo premoženja.	

Vir: Interno gradivo E & S d.o.o., 2004.

Priloga 2: Prvi trije najuspešnejši skladi po donosnostih v posameznih letih (v %)

Leto	Uvrstitev sklada in DZU, ki ga upravlja	Vrsta in donosnost sklada v %
1995	1. mesto: Modra kombinacija (Ilirika DZU) 2. mesto: Zajček (Abančna DZU) 3. mesto: Polžek (Abančna DZU)	mešani – 31,24 delniški – 28,94 mešani – 28,35
1996	1. mesto: Galileo (KD Investments) 2. mesto: Vipek (Abančna DZU) 3. mesto: Alfa (Probanka)	mešani – 21,76 mešani – 18,52 mešani – 16,78
1997	1. mesto: Galileo (KD Investments) 2. mesto: Rastko (KD Investments) 3. mesto: Zajček (Abančna DZU)	mešani – 28,46 delniški – 27,64 delniški – 25,58
1998	1. mesto: Galileo (KD Investments) 2. mesto: Hrast (KBM Infond) 3. mesto: Rastko (KD Investments)	mešani – 32,26 delniški – 31,57 delniški – 28,51
1999	1. mesto: Rastko (KD Investments) 2. mesto: SPD (KBM Infond) 3. mesto: Delniški (KBM Infond)	delniški – 32,26 delniški – 28,27 delniški – 23,62
2000	1. mesto: Alfa (Probanka) 2. mesto: KD Bond (KD Investments) 3. mesto: Triglav renta (Triglav DZU)	mešani – 24,23 obvezniški – 13,25 mešani – 12,28
2001	1. mesto: Delniški (KBM Infond) 2. mesto: Galileo (KD Investments) 3. mesto: Živa (Primorski skladi)	delniški – 29,19 mešani – 27,19 delniški – 25,19
2002	1. mesto: Rastko (KD Investments) 2. mesto: Galileo (KD Investments) 3. mesto: Modra kombinacija (Ilirika DZU)	delniški – 60,52 mešani – 58,84 mešani – 56,05
2003	1. mesto: Vizija (Vizija) 2. mesto: Modra kombinacija (Ilirika DZU) 3. mesto: Delniški (KBM Infond)	mešani – 23,59 mešani – 21,12 delniški – 20,08
2004	1. mesto: Raiffeisen Osteuropa-Aktien (Raiffeisen) 2. mesto: Rastko (KD Investments) 3. mesto: Modra kombinacija (Ilirika DZU)	delniški – 38,10 delniški – 21,54 mešani – 21,29
2005	1. mesto: Raiffeisen Eurasien-Aktien (Raiffeisen) 2. mesto: Raiffeisen Osteuropa-Aktien (Raiffeisen) 3. mesto: SGAM fund-Equities Japan Small Cap (SGAM)	delniški – 62,32 delniški – 60,68 mešani – 60,42

Vir: Donosnosti skladov, 2005.

### Priloga 3: PSPN analiza potencialnih naložb investitorja (izbrane naložbe)

#### **VZAJEMNI SKLADI**

##### **Prednosti:**

- visoka razpršenost tveganja
- strokovno upravljanje
- relativno visoki donosi
- visoki donosi iz preteklosti dajejo občutek varne naložbe

##### **Slabosti:**

- odvisnost od nepredvidljivega finančnega trga
- davek na kapitalski dobiček

##### **Priložnosti:**

- večji pritek denarja v sklade
- koncentracija lastništva na kapitalskem trgu
- možnost doseganja visokih donosnosti

##### **Nevarnosti:**

- naravne katastrofe, bolezni večjih razsežnosti
- teroristični napadi

#### **OBVEZNICE**

##### **Prednosti:**

- relativno varna naložba
- za državne obveznice jamči država

##### **Slabosti:**

- nizki donosi

##### **Priložnosti:**

- vse več obveznic, ki prinašajo tudi večje donose

##### **Nevarnosti:**

- večanje tveganja tudi pri obveznicah

#### **PIDI**

##### **Prednosti:**

- velika podcenjenost naložb
- preoblikovanje pidov v holdinge ali investicijske družbe

##### **Slabosti:**

- slabo premoženje, ki so ga dobili ob zapolnitvi privatizacijske vrzeli

##### **Priložnosti:**

- ob preoblikovanju se pričakuje rast pidovskih vrednostnih papirjev

##### **Nevarnosti:**

- tveganost ocen o donosnostih ob preoblikovanju pidov

## **NEPREMIČNINE**

### **Prednosti:**

- relativno varna naložba
- vrednost ni odvisna od gibanj na trgu vrednostnih papirjev
- prihodek od oddajanja nepremičnine
- stranski učinki naložbe (npr. reševanje stanovanjskega problema za potomce)
- redni prihodek – najemnina (predpostavka, da so najemniki redni plačniki)

### **Slabosti:**

- visoke cene v mestnih središčih naj bi upadle
- visoki zneski naložbe
- visoki stroški upravljanja nepremičnine (zavarovanje, vzdrževanje,...)
- davek na nepremičnine
- nelikvidnost (najprej je potrebno najti kupca)

### **Priložnosti:**

- nakup nepremičnin v mestih, ki jih bo povezala avtocesta ter v turističnih krajih
- možnost kapitalskega dobička ob prodaji

### **Nevarnosti:**

- naravne katastrofe, potresi, teroristični napadi
- tveganje pri izbiri lokacije
- vrednost lahko močno pade (npr. zaradi izgradnje ekološko spornega objekta v bližini)
- tveganje pri izbiri najemnikov (neplačevanje stanarine, uničevanje inventarja ipd.)

## **UMETNINE**

### **Prednosti:**

- uživanje v lepoti umetniškega dela

### **Slabosti:**

- visoke cene in majhno zanimanje za umetnine, neznana donosnost

### **Priložnosti:**

- nakupi umetnin mladih, še neveljavljenih avtorjev

### **Nevarnosti:**

- tveganje pri izbiri avtorja oziroma njegovih del

## **DELNICE**

### **Prednosti:**

- prevzemi podjetij dvigujejo cene delnic teh podjetij, predhodna proučitev plana podjetja
- sestava portfelja po lastni izbiri

### **Slabosti:**

- visoka tveganost naložb
- potrebni so relativno visoki zneski za nakup delnic
- davek na kapitalski dobiček

### **Priložnosti:**

- lastniški prevzemi podjetij

- možnost večjih dobičkov zaradi manjše razpršenosti

**Nevarnosti:**

- stečaji podjetij
- zavajajoče informacije o podjetjih
- vse večja nestabilnost kapitalskega trga
- možnost večjih izgub zaradi manjše razpršenosti

**BANKE**

**Prednosti:**

- vnaprej znane obresti pri kratkoročnih vezavah
- jamstvo države za vloge fizičnih oseb do 5,1 mio SIT
- široka mreža poslovalnic
- »tradicija« varčevanja v bankah v Sloveniji

**Slabosti:**

- nizke obrestne mere
- nelikvidnost vezanih sredstev oziroma izguba obresti ob prekinitvi vezave

**Priložnosti:**

- bančno zavarovalniški produkti

**Nevarnosti:**

- stečaji bank
- nizke obrestne mere ter spremenljive dolgoročne obrestne mere
- obdavčitev obrestnih mer

**NALOŽBENO ŽIVLJENJSKO ZAVAROVANJE**

**Prednosti:**

- zjamčena zavarovalna vsota za primer smrti ves čas trajanja zavarovanja oziroma po plačilu prvega obroka premije
- možnost zastave police (npr. za varovanje posojila pri banki)
- možnost predujma (delnega dviga sredstev v primeru, da denar nujno potrebujete)

**Slabosti:**

- zavezujoča pogodba (obvezno redno odplačevanje fiksnega, vnaprej določenega zneska)
- visoki stroški v primeru prekinitve pogodbe
- nepreglednost (ni sprotnega vpogleda v vrednost sredstev na zavarovančevi polici)
- zavarovanec ne ve kolikšen del njegovega nakazila se vloži v varčevanje
- visoki stroški

**Priložnosti:**

- /

**Nevarnosti:**

- možnost zakonskih sprememb na slabše v času do izteka zavarovalne dobe (npr. obdavčitev zavarovalne vsote)

Priloga 4: Čiste vrednosti premoženja po posameznih evropskih državah in na prebivalca ter število vzajemnih skladov konec leta 2002 in 2003 (v milijonih EUR)

Država	Število skladov		Čista vrednost premoženja skladov (v mio EUR)		Stopnja rasti v letu 2003 glede na leto 2002 (v %)	Čista vrednost premoženja skladov na prebivalca v letu 2003
	2002	2003	2002	2003		
Avstrija	1.155	1.191	85.821	92.115	+ 7,3	11.372
Belgija	1.175	1.261	77.181	83.503	+ 8,1	8.186
Češka	83	62	3.304	3.338	+ 1,0	324
Danska	485	494	38.289	48.934	+ 27,8	9.233
Finska	312	329	15.749	23.727	+ 50,7	4.652
Francija	11.656	11.742	889.330	1.008.000	+ 13,3	16.689
Nemčija	6.446	6.403	750.964	822.099	+ 9,5	10.026
Grčija	285	287	27.096	31.813	+ 17,4	3.030
Madžarska	92	113	3.573	3.467	- 12,8	347
Irska	3.300	3.507	303.881	361.760	+ 19,1	9.777
Italija	1.135	1.124	371.0321	393.428	+ 6,0	6.830
Liechtenstein	114	142	3.675	7.137	+ 94,2	23.790
Luksemburg	7.806	7.509	844.508	953.302	+ 12,9	238.325
Nizozemska	527*	680**	ni podatka	ni podatka	ni podatka	ni podatka
Norveška	419	375	14.753	17.414	+ 18,1	4.050
Poljska	114	128	5.528	7.068	+ 27,9	183
Portugalska	228	224	24.509	27.763	+ 13,3	2.571
Španija	2.469	2.476	172.913	204.989	+ 18,6	5.203
Švedska	523	498	56.065	70.713	+ 26,1	7.945
Švica	532	458	86.462	79.637	- 7,9	11.216
Velika Britanija	2.237	2.123	370.235	418.861	+ 13,1	7.148
<b>Slovenija</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>240</b>	<b>392</b>	<b>+ 63,3</b>	<b>196</b>

Opombe: \* Za Nizozemsko se število skladov nanaša na dan 30.06.2002.

\*\*Za Nizozemsko se število skladov nanaša na dan 31.12.2002.

Vir: Fefsi international statistical release, 2005.



## Priloga 5: Anketa

### 1. ALI VARČUJETE V VZAJEMNIH SKLADIH?

- a) da
- b) ne

### 2. KOLIKO MENITE, DA STE SEZNANJENI O NAČINU VARČEVANJA IN POSLOVANJA VZAJEMNIH SKLADOV?

- a) veliko
- b) malo
- c) nič
- d) ne vem

### 3. KOLIKO STE STARI?

- a) od 18 do 25 let
- b) od 26 do 30 let
- c) od 31 do 40 let
- d) od 41 do 50 let
- e) 51 let in več

### 4. KATEREGA SPOLA STE?

- a) moški
- b) ženski

### 5. KATERIH OBLIK VARČEVANJA OZIROMA INVESTIRANJA SE POSLUŽUJETE? MOŽNIH JE VEČ ODGOVOROV!

- a) varčevanje v bankah in hranilnicah
- b) vlaganje v investicijske sklade (vzajemne sklade)
- c) neposredni nakupi in prodaje vrednostnih papirjev
- d) investiranje v nepremičnine, zemljišča
- e) varčevanje v nacionalni varčevalni shemi
- f) sklenitev dodatnega pokojninskega zavarovanja
- g) rentno varčevanje
- h) nakup vrednostnih predmetov, zlata, srebra
- i) sklenitev življenjskega zavarovanja vezanega na vzajemne sklade
- j) kreditiranje fizičnih/pravnih oseb
- k) ne varčujem
- l) drugo: \_\_\_\_\_

6. PREDPOSTAVLJAJTE, DA STE PRED ENIM LETOM VLOŽILI VAŠE PRIHRANKE V VZAJEMNI SKLAD, TA SKLAD PA JE V ZADNJEM LETU IMEL NEGATIVNO DONOSNOST. KAJ BI STORILI V TEM PRIMERU?

- a) dvignil/a bi vse kar sem vložil/a, ker ne bi želel/a izgubiti še več
- b) počakal/a bi, da začne donosnost spet naraščati in potem nadaljeval/a z vlaganjem
- c) v sklad bi vlagal/a podobno kot do sedaj
- d) ne vem

7. KOLIKŠEN DELEŽ DENARNIH SREDSTEV, KI JIH NAMENITE ZA VARČEVANJE, IMATE NALOŽENIH V BANKAH ALI HRANILNICAH?

- a) do 25 % sredstev
- b) od 26 % do 50 %
- c) od 51 % do 75 %
- d) več kot 75 %, a ne vse
- e) vse
- f) nič

8. ZA KATEREGA IZMED SPODAJ NAVEDENIH SKLADOV BI SE ODLOČILI V TEM TRENUTKU?

- a) za vzajemni sklad z razmeroma stabilno donosnostjo
- b) za vzajemni sklad z zelo spreminjajočo, nestabilno donosnostjo (padci in rasti)
- c) ne vem

**Na naslednja 3 vprašanja (vprašanja od 9 do 11) odgovarjate samo tisti, ki ne vlagate v vzajemne sklade.**

9. OZNAČITE KOLIKO NA VAS VPLIVA VSAKA OD NAŠTETIH SLABOSTI, DA SE NE ODLOČITE ZA VLAGANJE V VZAJEMNI SKLAD. JAKOST VPLIVA OZNAČITE S KRIŽCEM (X).

	Veliko vpliva	Srednje vpliva	Malo vpliva	Ne vpliva
Stalno spreminjanje vrednosti enote premoženja sklada				
Bodoči donosi niso znani (možne so tudi izgube)				
Stalno naraščanje števila vzajemnih skladov in s tem večja nepreglednost na trgu skladov, težja izbira ipd.				
Brezoseben odnos med vlagateljem in upravljavci vlagateljevega premoženja				
Stroški v zvezi z vlaganjem v vzajemne sklade (vstopni, izstopni, upravljalski)				
Onemogočenost sodelovanja vlagatelja pri upravljanju vzajemnih skladov				
Pomanjkanje nadzora nad kapitalskimi dobički				

10. V KATERI SKLAD BI VLAGALI VAŠE PRIHRANKE, ČE BI SE ODLOČILI ZA TAKŠNO NALOŽBO?

- a) v slovenski sklad
- b) v tuj sklad
- c) v slovenski in tuj sklad

11. ALI BOSTE V ROKU ENEGA LETA ZAČELI VLAGATI V VZAJEMNE SKLADE?

- a) da
- b) ne
- c) razmišljam o tem

**Na naslednjih 7 vprašanj (vprašanja od 12 do 18) odgovarjate samo tisti, ki vlagate v vzajemne sklade.**

12. KAKO DOLGO ŽE VARČUJETE V VZAJEMNIH SKLADIH?

- a) manj kot 1 leto
- b) več kot 1 leto, a manj kot 3 leta
- c) več kot 3 leta, a manj kot 5 let
- d) več kot 5 let, a manj kot 10 let
- e) več kot 10 let

13. KAKO VELIK VPLIV SO IMELI SPODAJ NAVEDENI MEDIJI/OSEBE PRI VAŠI ODLOČITVI O NALOŽBI V VZAJEMNE SKLADE? JAKOST VPLIVA OZNAČITE S KRIŽCEM (X).

	Velik vpliv	Srednji vpliv	Majhen vpliv	Brez vpliva
Strokovna literatura				
Internet				
Svetovalec				
Tisk (časopisi, revije...)				
Znanci in prijatelji				

14. V KOLIKO VZAJEMNIH SKLADOV VLAGATE?

- a) 1
- b) 2
- c) 3 ali več

15. V KATERE VZAJEMNE SKLADE VLAGATE?

- a) slovenske
- b) tuje
- c) slovenske in tuje

16. ALI STE ZARADI VARČEVANJA V VZAJEMNIH SKLADIH ZMANJŠALI OBSEG VARČEVANJA V BANKAH IN HRANILNICAH?

- a) da, za več kot polovico
- b) da, a za manj kot polovico
- c) v banki takrat nisem varčeval
- d) ne

17. SPODAJ IMATE NAŠTETE GLAVNE PREDNOSTI VLAGANJA V VZAJEMNE SKLADE. KAKO VELIK VPLIV NA VAS JE IMELA VSAKA IZMED NJIH, DA STE SE ODLOČILI VLAGATI V SKLAD? JAKOST VPLIVA OZNAČITE S KRIŽCEM (X).

	Veliko vpliva	Srednje vpliva	Malo vpliva	Ne vpliva
Široka razpršenost tveganja				
Strokovno upravljanje s premoženjem vzajemnega sklada				
Visoka likvidnost vloženih sredstev				
Enostavnost vlaganja v vzajemni sklad				
Prihranek časa (vaš denar investirajo upravljalci sklada)				
Transakcijski stroški				
Velik nadzor nad poslovanjem vzajemnega sklada				
Vse širša paleta skladov in storitev vzajemnih skladov				
Zasebnost podatkov o višini vlog oziroma lastništvu investicijskih kuponov				
Naraščanje števila vzajemnih skladov in s tem večja konkurenca				

18. ALI BOSTE TUDI V NASLEDNJEM LETU VLAGALI V VZAJEMNE SKLADE?

- a) da
- b) ne

19. PROSIM, NAVEDITE VAŠO TRENUTNO DOKONČANO IZOBRAZBO?

- a) osnovna šola ali manj
- b) srednja poklicna šola
- c) srednja šola, gimnazija
- d) višja ali visoka šola
- e) magisterij, doktorat

20. KAKŠNO JE VAŠE MNENJE O VARČEVANJU V VZAJEMNIH SKLADIH?

- a) predvsem pozitivno
- b) predvsem negativno
- c) ne vem

Priloga 6: Povzetki tabel in izračunov, ki temeljijo na podlagi vprašanj iz ankete (uporabljen je program za statistično obdelavo podatkov SPSS, prav tako za tabele in grafe v tej prilogi)

Vprašanje št. 1

Ali varčujete v vzajemnih skladih?

	Frequency	Valid Percent
Valid Da	62	31,0
Ne	138	69,0
Total	200	100,0

Vprašanje št. 2

Koliko menite, da ste seznanjeni o načinu varčevanja in poslovanja vzajemnih skladov?

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Veliko	49	24,5	24,5	24,5
Malo	114	57,0	57,0	81,5
Nic	32	16,0	16,0	97,5
Ne vem	5	2,5	2,5	100,0
Total	200	100,0	100,0	

Izračun deleža enot:

$H_0: \Pi \geq 0,75$  (ničelna domneva = naša hipoteza);  $\Pi$  – delež enot z določeno lastnostjo

$H_1: \Pi < 0,75$  (alternativna domneva = domneva, ki izpodbija osnovno hipotezo)

$$z = \frac{p - \Pi_0}{SE(p)} = \frac{0,73 - 0,75}{0,03062} = -0,65$$

$$p = \frac{n_a}{n} = \frac{114 + 32}{200} = 0,73 \quad \begin{array}{l} n_a - \text{število anketirancev, ki so na vprašanje 2 odgovorili z b) in c)} \\ n - \text{število vseh anketirancev, ki so odgovorili na to vprašanje} \end{array}$$

$$SE(p) = \sqrt{\frac{\Pi_0 \cdot (1 - \Pi_0)}{n}} = \sqrt{\frac{0,75 \cdot (1 - 0,75)}{200}} = 0,03062$$

$H_0$  zavrnemo, če velja:  $z \leq -z_\alpha$  (pogoj postavljen glede na statistične obrazce)

$z = -0,65 > -z_{\alpha(0,1)} = -1,2816$  (vrednost 1,2816 je vzeta iz statističnih tabel)

Vprašanje št. 3  
Koliko ste stari?

		Frequency	Valid Percent
Valid	Od 18 do 25 let	39	19,5
	Od 26 do 30 let	54	27,0
	Od 31 do 40 let	38	19,0
	Od 41 do 50 let	45	22,5
	51 let in vec	24	12,0
	Total	200	100,0

Vprašanje št. 4  
Katerega spola ste?

		Frequency	Valid Percent
Valid	Moski	107	53,5
	Zenska	93	46,5
	Total	200	100,0

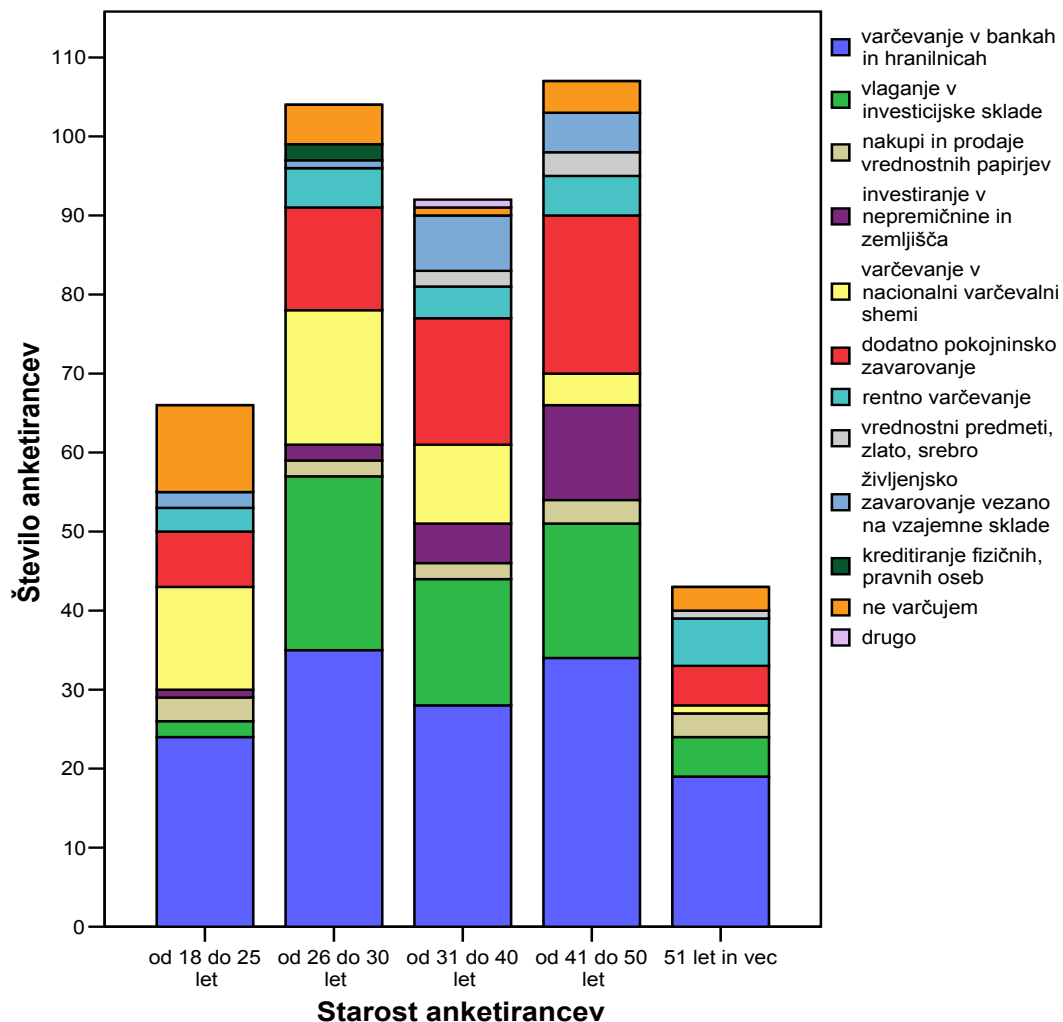
Vprasanje 01 \* vprasanje 04 Crosstabulation

		vprasanje 04		Total	
		moski	zenska		
Vprasanje 01	da	Count	34	28	62
		% within vprasanje 01	54,8%	45,2%	100,0%
		% within vprasanje 04	31,8%	30,1%	31,0%
	ne	Count	73	65	138
		% within vprasanje 01	52,9%	47,1%	100,0%
		% within vprasanje 04	68,2%	69,9%	69,0%
Total	Count	107	93	200	
	% within vprasanje 01	53,5%	46,5%	100,0%	
	% within vprasanje 04	100,0%	100,0%	100,0%	

Vprašanje št. 5

Katerih oblik varčevanja oziroma investiranja se poslužujete? Možnih je več odgovorov!

Odgovori so povzeti v analizi ankete, na spodnji sliki je prikaz posameznih oblik naložb, ki se jih poslužujejo anketiranci, in sicer glede na njihovo starost.



Vprašanje št. 6

Predpostavljajte, da ste pred enim letom vložili vaše prihranke v vzajemni sklad, le-ta pa je imel v zadnjem letu negativno donosnost. Kaj bi storili v tem primeru?

	Frequency	Valid Percent
Valid Dvig vsega, ker ne zelim izgubiti se več	68	34,0
Pocakati na rast donosnosti in nadaljevati z vlaganjem	62	31,0
Vlaganje podobno kot do sedaj	61	30,5
Ne vem	9	4,5
Total	200	100,0



Vprasanje 01 \* vprasanje 06 Crosstabulation

		vprasanje 06				Total	
		Dvig vsega, ne zelim izgubiti se vec	Pocakati na rast donosnosti in nadaljevati z vlaganjem	Vlaganje podobno kot do sedaj	Ne vem		
vprasanje 01	da	Count	5	18	36	3	62
		% within vprasanje 01	8,1%	29,0%	58,1%	4,8%	100,0%
		% within vprasanje 06	7,4%	29,0%	59,0%	33,3%	31,0%
	ne	Count	63	44	25	6	138
		% within vprasanje 01	45,7%	31,9%	18,1%	4,3%	100,0%
		% within vprasanje 06	92,6%	71,0%	41,0%	66,7%	69,0%
Total		Count	68	62	61	9	200
		% within vprasanje 01	34,0%	31,0%	30,5%	4,5%	100,0%
		% within vprasanje 06	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Vprašanje št. 7

Kolikšen delež denarnih sredstev, ki jih namenite za varčevanje, imate naloženih v bankah in hranilnicah?

		Frequency	Valid Percent
Valid	Do 25% sredstev	26	13,0
	Od 26% do 50% sredstev	40	20,0
	Od 51% do 75% sredstev	21	10,5
	Vec kot 75% sredstev, a ne vse	36	14,5
	Vse	36	14,5
	Nic	48	24,0
	Total	200	100,0

Vprašanje 01 \* vprašanje 07 Crosstabulation

		vprašanje 07						Total	
		Do 25% sredstev	Od 26% do 50% sredstev	Od 51% do 75% sredstev	Vec kot 75% sredstev a ne vse	Vse	Nic		
vpr. 01	da	Count	16	16	6	10	0	14	62
		% within vpr. 01	25,8%	25,8%	9,7%	16,1%	,0%	22,6%	100,0%
		% within vpr. 07	61,5%	40,0%	28,6%	27,8%	,0%	29,2%	31,0%
ne		Count	10	24	15	26	29	34	138
		% within vpr. 01	7,2%	17,4%	10,9%	18,8%	21,0%	24,6%	100,0%
		% within vpr. 07	38,5%	60,0%	71,4%	72,2%	100,0%	70,8%	69,0%
Total		Count	26	40	21	36	29	48	200
		% within vpr. 01	13,0%	20,0%	10,5%	18,0%	14,5%	24,0%	100,0%
		% within vpr. 07	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Vprašanje št. 8

Za katerega izmed spodaj navedenih skladov bi se odločili v tem trenutku?

		Frequency	Valid Percent
Valid	Vzajemni sklad s stabilno donosnostjo	140	70,0
	Vzajemni sklad z nestabilno donosnostjo	20	10,0
	Ne vem	40	20,0
Total		200	100,0

Vprašanje št. 9

Označite koliko na vas vpliva vsaka od naštetih slabosti, da se ne odločite za vlaganje v vzajemni sklad.

#### One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Spreminjanje vrednosti enote premoženja	138	1,72	,854	,073
Bodoci donosi niso znani	138	1,42	,713	,061
Narascanje stevila skladov in nepreglednost	138	2,57	,936	,080
Brezoseben odnos vlagatelj-upravljalca	138	2,73	,932	,079
Stroski povezani z vlaganjem v sklade	138	1,91	,919	,078
Onemogocenost sodelovanja pri upravljanju	138	2,71	,898	,076
Pomanjkanje nadzora nad dobicki	138	2,39	1,007	,086

#### One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Diff.	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Spreminjanje vrednosti enote premoženja sklada	23,617	137	,000	1,717	1,57	1,86
Bodoci donosi niso znani	23,405	137	,000	1,420	1,30	1,54
Narascanje stevila skladov in nepreglednost	32,210	137	,000	2,565	2,41	2,72
Brezoseben odnos vlagatelj-upravljalca	34,423	137	,000	2,732	2,57	2,89
Stroski povezani z vlaganjem v sklade	24,354	137	,000	1,906	1,75	2,06
Onemogocenost sodelovanja pri upravljanju	35,465	137	,000	2,710	2,56	2,86
Pomanjkanje nadzora nad dobicki	27,902	137	,000	2,391	2,22	2,56

Vprašanje št. 10

V kateri sklad bi vlagali vaše prihranke, če bi se odločili za takšno naložbo?

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid V slovenski sklad	55	27,5	39,9	39,9
V tuj sklad	30	15,0	21,7	61,6
V slovenski in tuj sklad	53	26,5	38,4	100,0
Total	138	69,0	100,0	
Missing Ni odgovarjal	62	31,0		
Total	200	100,0		

Vprašanje št. 11

Ali boste v roku enega leta začeli vlagati v vzajemne sklade?

	Frequency	Valid Percent
Valid Da	5	3,6
Ne	82	59,4
Razmislim o tem	51	37,0
Total	138	100,0

Vprašanje št. 12

Kako dolgo že varčujete v vzajemnih skladih?

	Frequency	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Manj kot 1 leto	10	16,1	16,1
Vec kot 1, a manj kot 3 leta	28	45,2	61,3
Vec kot 3, a manj kot 5 let	15	24,2	85,5
Vec kot 5, a manj kot 10 let	5	8,1	93,6
več kot 10 let	4	6,4	100,0
Total	62	100,0	
Missing Ni odgovarjal	138		

Vprašanje št. 13

Kako velik vpliv so imeli spodaj navedeni mediji/osebe pri vaši odločitvi o naložbi v vzajemne sklade?

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Strokovna literatura	62	3,31	,968	,123
Internet	62	2,73	,853	,108
Svetovalec	62	1,79	1,147	,146
Tiskani mediji	62	2,52	,971	,123
Znanci in prijatelji	62	1,50	,805	,102

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Strokovna literatura	26,891	61	,000	3,306	3,06	3,55
Internet	25,175	61	,000	2,726	2,51	2,94
Svetovalec	12,289	61	,000	1,790	1,50	2,08
Tiskani mediji	20,409	61	,000	2,516	2,27	2,76
Znanci in prijatelji	14,678	61	,000	1,500	1,30	1,70

Vprašanje št. 14

V koliko vzajemnih skladov vlagate?

	Frequency	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	V enega	40	64,5
	V dva	20	32,3
	V tri ali vec	2	3,2
	Total	62	100,0
Missing	Ni odgovarjal	138	

Vprašanje št. 15

V katere vzajemne sklade vlagate?

		Frequency	Valid Percent
Valid	V slovenske	32	51,6
	V tuje	19	30,6
	V slovenske in tuje	11	17,7
	Total	62	100,0
Missing	Ni odgovarjal	138	

Vprašanje št. 16

Ali ste zaradi varčevanja v vzajemnih skladih zmanjšali obseg varčevanja v bankah in hranilnicah?

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Da, za več kot polovico	24	12,0	38,7	38,7
	Da, a za manj kot polovico	25	12,5	40,3	79,0
	V banki takrat nisem varčeval	9	4,5	14,5	93,5
	Ne	4	2,0	6,5	100,0
	Total	62	31,0	100,0	
Missing	Ni odgovarjal	138	69,0		
Total		200	100,0		

Vprašanje št. 17

Spodaj imate naštetih glavne prednosti vlaganja v vzajemne sklade. Kako velik vpliv na vas je imela vsaka izmed njih, da ste se odločili vlagati v sklade?

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Široka razpršenost tveganja	62	1,87	,778	,099
Strokovno upravljanje s premoženjem	62	1,35	,603	,077
Visoka likvidnost vloženih sredstev	62	1,65	,851	,108
Enostavnost vlaganja v sklade	62	1,31	,531	,067
Prihranek časa	62	1,27	,450	,057
Transakcijski stroški	62	2,18	1,064	,135
Velik nadzor nad poslovanjem skladov	62	1,68	,696	,088
Vec skladov in vec ponujenih storitev	62	2,76	1,035	,131
Zasebnost podatkov	62	1,61	,875	,111
Vec skladov in vecja konkurenca	62	2,90	,987	,125

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Diff.	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Široka razprsenost tveganja	18,924	6	,000	1,871	1,67	2,07
Strokovno upravljanje s	17,686	6	,000	1,355	1,20	1,51
Visoka likvidnost vloženih sredstev	15,219	6	,000	1,645	1,43	1,86
Enostavnost vlaganja v sklade	19,385	6	,000	1,306	1,17	1,44
Prihranek časa	22,308	6	,000	1,274	1,16	1,39
Transakcijski stroški	16,115	6	,000	2,177	1,91	2,45
Velik nadzor nad poslovanjem	18,977	6	,000	1,677	1,50	1,85
Vec skladov in vec ponujenih storitev	20,978	6	,000	2,758	2,50	3,02
Zasebnost podatkov	14,513	6	,000	1,613	1,39	1,84
Vec skladov in vecja konkurenca	23,162	6	,000	2,903	2,65	3,15

Vprašanje št. 18

Ali boste v naslednjem letu vlagali v vzajemne sklade?

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Da	62	31,0	100,0	100,0
Missing	Ni odgovarjal	138	69,0		
Total		200	100,0		

Vprašanje št. 19

Prosim, navedite vašo trenutno dokončano izobrazbo?

Vprašanje 19 \* vprašanje 01 Crosstabulation

		vprašanje 01		Total	
		Da	Ne		
vprašanje 19	Osnovna sola ali manj	Count	0	4	4
		% within vprašanje 19	,0%	100,0%	100,0%
		% within vprašanje 01	,0%	2,9%	2,0%
	Srednja poklicna sola	Count	8	36	44
		% within vprašanje 19	18,2%	81,8%	100,0%
		% within vprašanje 01	12,9%	26,1%	22,0%
	Srednja sola, gimnazija	Count	28	61	89
		% within vprašanje 19	31,5%	68,5%	100,0%
		% within vprašanje 01	45,2%	44,2%	44,5%
	Visja ali visoka sola	Count	23	31	54
		% within vprašanje 19	42,6%	57,4%	100,0%
		% within vprašanje 01	37,1%	22,5%	27,0%
Magisterij, doktorat	Count	3	6	9	
	% within vprašanje 19	33,3%	66,7%	100,0%	
	% within vprašanje 01	4,8%	4,3%	4,5%	
Total	Count	62	138	200	
	% within vprašanje 19	31,0%	69,0%	100,0%	
	% within vprašanje 01	100,0%	100,0%	100,0%	

Vprašanje št. 20

Kakšno je vaše mnenje o varčevanju v vzajemnih skladih?

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Predvsem pozitivno	93	46,5	46,5	46,5
	Predvsem negativno	46	23,0	23,0	69,5
	Ne vem	61	30,5	30,5	100,0
	Total	200	100,0	100,0	