

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**HARMONIZACIJA ZAKONODAJE O VZAJEMNIH SKLADIH
IN ČLANSTVO V EU**

Ljubljana, julij 2003

MOJCA ŠTRUBELJ

IZJAVA

Študentka _____ izjavljam, da sem avtorica tega
diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom _____ in
dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis _____

KAZALO

UVOD.....	1
1 MEDNARODNI FINANČNI TRG	2
1.1 Splošno o finančnih trgih	6
1.2 Posebnosti v delovanju mednarodnih finančnih trgov	7
1.3 Teorija in praksa vzajemnih skladov.....	9
2 POSLOVANJE NA FINANČNIH TRGIH	11
2.1 Ustanove finančnega trga - upravljavci finančnih naložb.....	12
2.2 Vzajemni skladi in instrumenti trgovanja	14
2.3 Razvoj trgovanja	16
2.3.1 Obseg in struktura trgovanja na svetovnih trgih in trgih Evropske unije.....	17
2.3.2 Poslovanje na finančnih trgih v Sloveniji po osamosvojitvi	20
3 HARMONIZACIJA IN POSEBNOSTI POSLOVANJA VZAJEMNIH SKLADOV	24
3.1 Posebnosti ureditve vzajemnih skladov v zakonodaji Evropske unije.....	24
3.2 Harmonizacija predpisov o vzajemnih skladih v Sloveniji.....	26
3.3 Analiza poslovanja vzajemnih skladov v Sloveniji po letu 2001.....	31
4 EKONOMSKI UČINKI PRILAGAJANJA ZAKONODAJE	35
4.1 Obseg poslovanja vzajemnih skladov	35
4.2 Sprememba odgovornosti.....	37
4.3 Vpliv na donosnost.....	38
SKLEP.....	39
LITERATURA.....	41
VIRI	42

UVOD

Slovenija je formalno svoj prvi zunanjepolitični strateški cilj začela uresničevati takoj po osamosvojitvi, leta 1992. Takrat so jo države članice Evropske unije priznale kot samostojno in neodvisno državo. Tega leta je Slovenija tudi zaprosila za sklenitev Evropskega pridružitvenega sporazuma (Uradni list RS – Mednarodne pogodbe, št. 13/97). Leta 1996 je bil podpisan Sporazum o pridružitvi in takrat je vlada tudi formalno zaprosila za članstvo v Evropski uniji. Sporazum o sodelovanju je določil trgovinsko in gospodarsko obliko sodelovanja. Trud vlade je bil poplačan 23. marca 2003, ko smo državljani Slovenije potrdili odločitev vlade za vstop v Evropsko unijo. Polnopravna članica bo Slovenija postala 1. maja 2004 (Slovenija in Evropska unija, 2003, str. 8-9).

Proces usklajevanja zakonodaje se je v Sloveniji intenzivneje začel leta 1995, ko je Evropska komisija izdala Belo knjigo, v kateri je navedena zakonodaja, ki jo bodo morale države kandidatke za vstop v Evropsko unijo prenesti v svojo zakonodajo. Bela knjiga naj bi pridruženim državam pomagala pri prilagajanju njihove zakonodaje zahtevam notranjega trga Evropske unije, na katerem veljajo načela prostega pretoka oseb, kapitala, blaga in storitev.

Z usklajevanjem zakonodaje je treba odpraviti razlike, ki onemogočajo ali ovirajo doseg katerega od ciljev integracije in s tem ovirajo delovanje notranjega trga in njegov razvoj. Slovenija je s harmonizacijo zakonodaje o investicijskih skladih začela že leta 1997 in se je nadaljevala vse do letošnjega leta, ko je s 2.1.2003 začel veljati novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (2002; v nadaljevanju: ZISDU-1). Novi zakon je usklajen z Direktivo Evropske unije (85/611/EEC) in vnaša v zakonodajo o vzajemnih skladih marsikatero novost in spremembo. Predvsem pa deluje v smeri varnega in skrbnega poslovanja vzajemnega sklada, s čimer se zavaruje vlagatelj. Vzajemni skladi se bodo morali v celoti uskladiti z zakonom v dveh letih po uveljavitvi novega zakona, t.j. 2.1.2005 (ZISDU-1, 2002).

V diplomskem delu želim predstaviti splošne značilnosti mednarodnih finančnih trgov z vidika posebnosti instrumentov trgovanja glede na posebnosti delovanja vzajemnih skladov. Osrednji namen je prikazati pretekli in prihodnji razvoj vzajemnih skladov v Sloveniji in učinke njihovega razvoja na delovanje finančnih trgov v Sloveniji. Spremembe v pogojih delovanja vzajemnih skladov so povezane s pogoji in posebnostmi pri vključevanju Slovenije v Evropsko unijo. Skozi diplomsko nalogo bom analizirala obseg poslovanja vzajemnih skladov na svetovnih trgih in na slovenskem trgu, ter skušala ugotoviti spremembe, ki jih bo imela harmonizacija slovenske zakonodaje o vzajemnih skladih na njihov obseg poslovanja.

Delo sestavlja uvod, prvo poglavje v katerem predstavljam splošne značilnosti mednarodnih finančnih trgov, njihovo delitev in posebnosti ter s temi posebnostmi povezane vrste investicijskih skladov, ki sodelujejo na finančnih trgih. V drugem poglavju so opisane

ustanove, ki delujejo na finančnih trgih in instrumenti s katerimi te institucije upravljajo in trgujejo. Prikaz je usmerjen posebej v oceno posebnosti, ki so značilne za delovanje vzajemnih skladov. V tretjem poglavju so prikazane posebnosti zakonodaje o vzajemnih skladih v Evropski uniji in Sloveniji. Prikaz služi primerjavi značilnosti in delovanja vzajemnih skladov v Evropski uniji z vidika sprememb, ki jih v slovensko zakonodajo o vzajemnih skladih prinaša novi zakon, ki je harmoniziran z Direktivo EU (85/611/EEC) in njenimi dopolnitvami. V zadnjem poglavju presojam pričakovane ekonomske učinke harmonizacije zakonodaje o vzajemnih skladih v Sloveniji na obseg njihovega poslovanja in donosnost. Poleg tega v delu teksta ocenjujem pričakovane spremembe v oblikah odgovornosti upravljavcev (in manj o odgovornosti lastnikov) vzajemnih skladov. Sklepna misel bo povzetek napisanega v diplomski nalogi.

V analizi sem ugotovila, da je težko predvideti vse posledice sprememb (na delovanje finančnih trgov v Sloveniji, na odgovornosti in učinkovitost uprav vzajemnih skladov), zaradi harmonizacije, saj podatki, ki bi to omogočali še niso na voljo. Poleg tega trenutno še niso na voljo strokovni teksti in ocene, ki bi se posebej ukvarjali s temi vprašanji bodočega razvoja vzajemnih skladov v Sloveniji.

1 MEDNARODNI FINANČNI TRG

Pri opredelitvi finančnih trgov nastajajo težave v smislu jasnega opredeljevanja njihovih posebnosti in ločevanja finančnega trga na trg denarja in trg kapitala. Različni avtorji namreč finančne trge različno opredeljujejo. Fabozzi, Modigliani in Ferri jih opredeljujejo kot »trge kjer se izmenjujejo finačna sredstva« (Fabozzi, Modigliani, Ferri, 1994, str. 6). Mishkin in Eakins pravita, da so finančni trgi »trgi, na katerih se denarna sredstva prenašajo od tistih, ki imajo presežek prostih finančnih sredstev k tistim, ki imajo primanjkljaj teh sredstev« (Mishkin, Eakins, 1998, str. 3-4).

Če se omejimo na opredelitve samo finančnega trga, potem lahko trg delimo glede na vlogo denarja na tem trgu. V svojem učbeniku Mednarodne finance Mrak (Mrak, 2002, str. 517) opredeli vrste (mednarodnih) finančnih trgov glede na vlogo denarja v skladu z opredelitvami Dufeya in Gidyja. Finančni trg tako deli na:

- trg, kjer denar opravlja funkcijo plačilnega sredstva. »Ker je denar kot plačilno sredstvo strogo nacionalna kategorija, ga je za izvedbo plačila v drugi valuti treba zamenjati v to valuto, to pa se dogaja na deviznih trgih« (Mrak, 2002, str. 517-518). Z odprtjem finančnega trga za tuje subjekte postane pomembna tudi vloga deviznega trga, saj devizni tečaj vpliva na možnosti trgovanja na finančnih trgih.

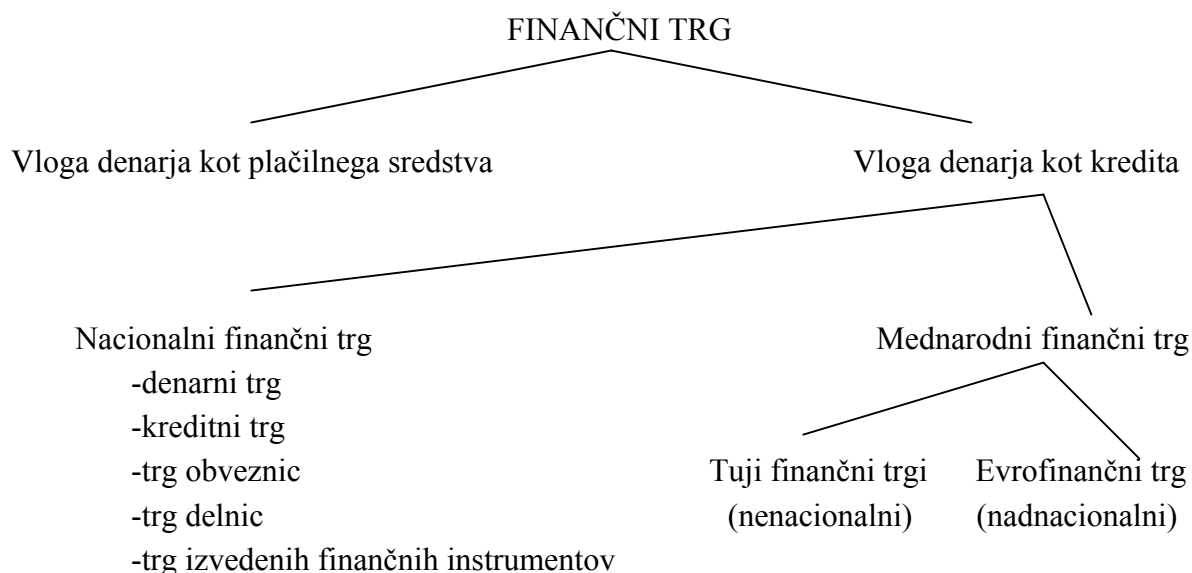
- trg, kjer ima denar vlogo kreditnega sredstva. »Na teh finančnih trgih se namreč srečujejo ekonomski subjekti, katerih dohodki presegajo njihove trenutne potrebe po finančnih izdatkih (neto varčevalci), in subjekti, katerih trenutne potrebe, bodisi za investicije bodisi za

potrošnja, presegajo obseg njihovih razpoložljivih dohodkov (neto investitorji)« (Mrak, 2002, str. 518).

Kadar imamo trg, kjer ima denar vlogo kreditnega sredstva lahko ta trg nadalje razdelimo po *vlogi, ki jo imajo finančni posredniki* na tem trgu. Torej ali ta trg deluje s pomočjo finančnih posrednikov ali ne. Trg, kjer ne delujejo finančni posredniki predstavljajo nakupi in prodaje vrednostnih papirjev, ki jih izdajajo tisti, ki rabijo dodatna sredstva. To so trgi obveznic, delnic in izvedenih finančnih instrumentov. Na drugi strani pa imamo trg, ki deluje s pomočjo finančnih posrednikov, finančnih institucij, ki poskrbijo, da se presežna sredstva prenesejo do subjektov, ki imajo primanjkljaj le teh. To skupino finančnih trgov predstavljata denarni trg in trg bančnih kreditov.

Druga delitev finančnega trga, kjer ima denar vlogo kredita pa je glede *na področje*, kjer se transakcija izvaja oziroma kot pravi Mrak »po jurisdikciji, v okviru katere je izvedena transakcija« (Mrak, 2002, str. 519). To pomeni, da je pomembno ali transakcije potekajo med rezidenti države in nerezidenti. Finančni trgi so razdeljeni na nacionalne in mednarodne finančne trge, slednje pa avtorji razdelijo še na tuje (nenacionalne) finančne trge in evrofinančne (nacionalne - oziroma trge kseno sredstev) trge. Razlika med slednjima dvema vrstama finančnih trgov je v valuti v kateri se instrumenti na tem trgu izdajajo - denominirajo in v predpisih pod okvir katerih so instrumenti in tisti, ki s temi instrumenti upravljajo, uvrščeni¹.

Slika 1: Delitev finančnega trga glede na vlogo denarja

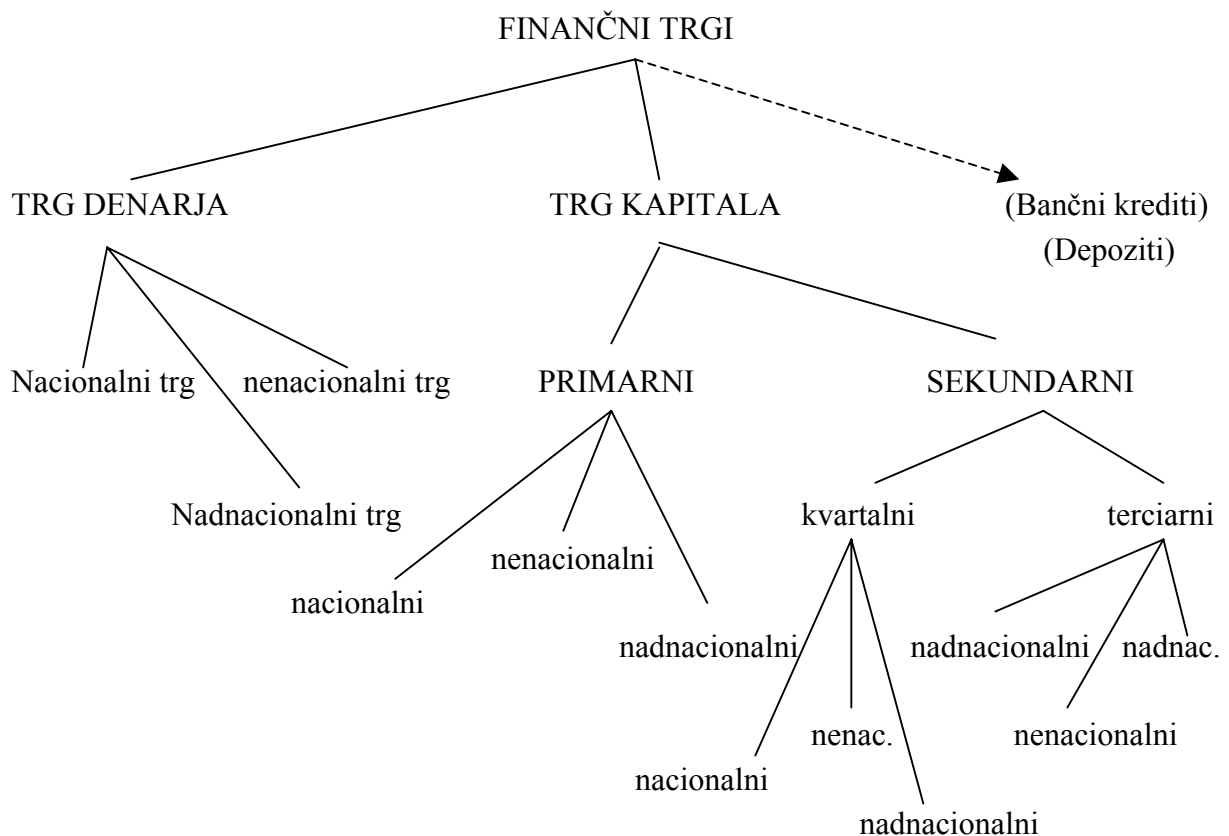


Vir: Prirejeno po Mraku (2002, str. 518).

¹ Značilnosti teh trgov podrobno predstavljam v razdelku 1.2. Posebnosti v delovanju mednarodnih finančnih trgov.

Glede na **ročnost** finančnih sredstev pa lahko finančne trge prav tako delimo na trg denarja in trg kapitala. Ta delitev je od prejšnje različna glede na razumevanje vloge denarja. Pri prvi je »denar« plačilno sredstvo, pri drugi delitvi je »denar« finančna naložba, ki je izrazito kratkoročna. Časovna meja pri tem ločevanju delov finančnega trga je lahko čas do enega leta. Zato sodijo na trg denarja transakcije s kratkoročnimi vrednostnimi papirji, na kapitalski trg pa transakcije z dolgoročnimi vrednostnimi papirji (Ribnikar, 1999, str. 155-156). Fabozzi, Modigliani in Ferri finančne trge delijo glede na naravo finančne terjatve na trg dolžniških instrumentov in trg lastniških instrumentov, glede na zapadlost terjatve na trg denarja in trg kapitala in glede na takojšen ali prihodnji prenos finančnega instrumenta na »spot« market² in trg izvedenih finančnih instrumentov (Fabozzi, Modigliani, Ferri, 1994, str. 8).

Slika 2: Delitev finančnega trga glede na ročnost finančnih sredstev



Vir: Prirejeno po Ribnikarju (1999, str. 157).

Posebnosti trga denarja so določene, ob ročnosti teh finančnih naložb, še s posebnostmi glavnih ustanov in subjektov, ki oblikujejo ponudbo in povpraševanje na tem trgu. Če pogledamo bolj podrobno na tem trgu nastopajo t.i. denarne finančne institucije, ki jih nekateri definirajo kot finančne institucije, ki izdajajo denar ter s tem ustvarjajo sektor

² S "spot market" se označuje trg, kjer gre za prenos finančnih sredstev v najkrajšem možnem času.

izdajanja denarja in so predvsem kreditne institucije. Med te denarne finančne institucije v prvi vrsti uvrščamo centralne banke in poslovne banke, kjer imamo medbančni denarni trg. Denar, ki ga izdajajo finančne institucije je pojmovan široko in zajema bančne vloge, posle začasnih prodaj³, kratkoročne papirje (papirje denarnega trga) in tiste dolžniške papirje, ki imajo dospelost krajšo od dveh let. Poleg centralne banke in poslovnih bank sem uvrščamo še odprte investicijske sklade denarnega trga. Vendar je potrebno na tem mestu poudariti, da je med tema dvema institucijama pomembna razlika. Banke imajo svoje račune pri centralni banki, investicijski skladi pa pri bankah. Ena izmed možnosti je zato, da jih poimenujemo sekundarne denarne finančne institucije, saj centralna banka prek njih ne vodi denarne politike, preko poslovnih bank pa. Poleg medbančnih transakcij potekajo na tem trgu še nakupi in prodaje kratkoročnih vrednostnih papirjev (Ribnikar, 2002, str. 45).

Poleg denarnih finančnih institucij pa na trgu denarja nastopajo še nedenarne finančne institucije kot so zavarovalnice, pokojninski skladi in tisti investicijski skladi, ki jih ne štejemo med denarne finančne institucije (Ribnikar, 2002, str. 45). Ti udeleženci na trgu denarja pretežno oblikujejo povpraševanje in ponudbo sekundarnih sredstev.

Do sedaj sem opisala značilnosti trga denarja in institucije, ki na njem delujejo. Oglejmo si še na kratko značilnosti delovanja trga kapitala. Nanj sodijo dolgoročni vrednostni papirji, ki bi jih lahko opredelili kot tista dolgoročna posojila, kjer je vse kar je pomembno za obe strani, napisano na vrednostnem papirju, ki ga lahko vsakdo kupi. Višina obresti ali donosnost papirja, ki jo mora obljubiti izdajatelj papirja, je odvisna od tveganja, ki ga potencialni upniki pripisujejo temu papirju (Ribnikar, 1999, str. 172). Torej se na trgu kapitala trguje z dolgoročnimi dolžniškimi (obveznice) in lastniškimi (delnice) vrednotnimi papirji, katerih izdajatelji so lahko podjetja, banke, država, občine in posamezniki.

Trg kapitala se deli na primarni trg, kjer se odvijajo prve izdaje vrednostnih papirjev in sekundarni trg, ki predstavlja nekakšno nadaljevanje primarnega trga, saj se ti novoizdani vrednostni papirji na sekundarnem trgu prodajajo. Prohaska trg kapitala deli na trg dolgoročnih posojil in na trg vrednostnih papirjev (Prohaska, 1999, str. 11). Borza je institucija sekundarnega trga kapitala in predstavlja organiziran trg, na katerem se trguje le z vrednostnimi papirji najboljših podjetij. Sekundarni trg naprej delimo na terciarni trg in kvartalni trg. Terciarni trg vključuje vse neformalne prodaje in nakupe vrednostnih papirjev, ki potekajo prek okenc⁴. Na kvartalnem trgu poteka trgovanje v neposrednih kontaktih med (velikimi) korporacijami (Veselinovič, 1991, str. 15).

K finančnemu trgu se šteje, poleg običajno pojmovanega trga kapitala in trga denarja lahko še trg za bančne kredite in vloge, ki se deli na tisti del, kjer je terjatev v obliki vrednostnega

³ T.i. repo posli, kjer se banka zaveže da bo začasno kupljeni vrednostni papir čez čas od komitenta tudi odkupila (Prohaska, 1999, str.22).

⁴ Ta trg imenujemo tudi "over the counter market", od koder izhaja kratica OTC za ta trg (Veselinovič, 1991, str. 15).

papirja in kjer terjatev ni v obliki vrednostnega papirja (Ribnikar, 1999, str. 161; glej Slika 2, na str. 4).

Finančni trgi so torej celota denarnega in kapitalskega trga ter po mnenju nekaterih še trg bančnih kreditov in depozitov. Denarni trg predstavljata ponudba in povpraševanje kratkoročnih (manj kot enoletnih) visoko kakovostnih vrednostnih papirjev kot so na primer zakladne menice⁵. Trg kapitala predstavljata ponudba in povpraševanje finančnih (potrdil) instrumentov o prenosu lastnine nad dolgoročnimi (več kot enoletnimi) vrednostnimi papirji. Po vsebini so to finančni instrumenti, ki temeljijo na dolžniško upniškem razmerju. Primer take oblike vrednostnega papirja je na primer obveznica.

Ker je namen moje diplomske naloge predstaviti vzajemne sklade kot vrsto investicijskega sklada, se bom v nadaljevanju naloge posvetila nekaterim značilnostim finančnih trgov in kasneje značilnostim in delovanju kapitalskih trgov, z namenom, da pojasnim tiste posebnosti, ki so pomembne za uspešno poslovanje vzajemnih skladov.

1.1 Splošno o finančnih trgih

Razvoj finančnih trgov je potekal in poteka še danes na podlagi odločitev posameznikov kam in na kakšen način bodo vložili svoja prosta denarna, finančna ali drugače opredeljena sredstva (premoženje). Pri svojih naložbenih odločitvah posamezniki upoštevajo oceno tveganosti izbire naložbenega posla in zasledujejo najvišjo možno donosnost naložbe za katero se odločijo. Na finančnih trgih torej udeleženci (ponudniki) delujejo z namenom doseganja čim višjega dobička na temelju vloženih sredstev.

Na tveganost poslovanja na finančnih trgih lahko vplivajo različni dejavniki, katere morajo posameznik in subjekti, ki (po nalogu) upravljajo z njegovim premoženjem, upoštevati pri sprejemanju odločitev o naložbi prostih sredstev. Dejavniki, ki lahko vplivajo na visoko tveganost na finančnih trgih so lahko različni. Eden takih so splošni ekonomski problemi kot je na primer razlika v ravni inflacije med državami. Na nestabilnost v delovanju finančnih trgov so vplivale tudi velike finančne krize v svetu po 2. svetovni vojni, zaradi prezadolženosti nekaterih držav. Tak primer je bila dolžniška kriza⁶ v začetku 80-ih let. Na visoko tveganost pa vplivajo tudi politične krize, kot so vojne (1. in 2. svetovna vojna, Iraška vojna) in drugi politični nemiri v državi in izven nje. Kot smo bili priča lahko tudi nepredvidljivi dogodki, kot so bili napadi 11. septembra 2001, močno zamajajo stabilnost mednarodnih ali drugih finančnih trgov.

⁵ Zakladne menice so instrumenti denarnega trga, ki jih države uporabljajo za pokrivanje proračunskih primanjkljajev (Prohaska, 1999, str. 19).

⁶ Pojem označuje zunanjo prezadolženost držav, predvsem držav v razvoju.

Zaradi možnosti različnih oblik naložb in možnosti odločanja o naložbah prostih sredstev v okolju različnih finančnih trgov, nastaja možnost razpršitve tveganj povezanih z naložbami posameznika. Zaradi splošnega interesa po zmanjšanju tveganja na finančnem trgu ter iskanja čim višjega dobička, so se razvili različni finančni instrumenti. Da bi čimbolj zmanjšali različne oblike tveganja so se razvili še izvedeni finančni instrumenti:

- instrument »obrestna zamenjava« se uporablja za zaščito pred škodljivimi obrestnimi gibanji
- instrument »valutna zamenjava« se uporablja za zaščito pred spremembami deviznih tečajev
- instrument »terminske pogodbe« ravno tako za omejevanje tveganja spremembe tečaja na finančnih trgih.

Na drugi strani so se v obdobjih, ko so nastajali proračunski primanjkljaji, države začele zadolževati z izdajajo zakladnih menic. Seveda z namenom pokritja tega proračunskega primanjkljaja. Za potrebe uravnavanja monetarne politike so države začele izdajati obveznice. Slednje izdajajo tudi podjetja, kot alternativo bančnim kreditom. Predvsem v obdobjih nizkih obrestnih mer. Komerčni zapisi so se pojavili predvsem kot nadomestek bančnim posojilom. Z njimi podjetja ceneje pridejo do finančnih sredstev na finančnih trgih⁷.

Ena od oblik finančne naložbe, ki lahko tudi bolj ali manj, glede na posebnosti vzajemnih skladov, znižuje tveganje naložb, so tudi naložbe v vzajemne sklade. Pri nas so se začeli razvijati šele v zadnjem desetletju (po letu 1992), v ZDA pa obstajajo že skoraj celo stoletje (od 1924). Zaradi politike nalaganja sredstev v različne finančne instrumente so vzajemni skladi nedvomno ena od oblik za uresničitev razpršenosti naložbenih tveganj. Prednost vzajemnih skladov v tem smislu je, da svoje naložbe glede na tveganje tudi razpršijo. Zaradi razpršenosti imajo zato vzajemni skladi, ob manjšem tveganju, mnogokrat celo višje donosnosti od na primer zelo varnega bančnega depozita, kjer donos predstavljajo bančne obresti.

Vlagatelji kot investitorji v vzajemne sklade, morajo vse ocene o tveganjih in razpršenosti, kot tudi oceno o donosnosti, vključiti v svoje odločanje o izbiri ustanove ali instrumenta za naložbo svojih prostih sredstev. Le tako bodo na trgu dosegali primerne donose ob sprejemljivem tveganju.

1.2 Posebnosti v delovanju mednarodnih finančnih trgov

Mednarodni finančni trgi, so opredeljeni kot skupek odnosov med ponudbo in povpraševanjem po številnih, pogosto standardiziranih, finančnih instrumentih, s katerimi se trguje na nacionalnih finančnih trgih, tujih (nenacionalnih) finančnih trgih ter evrofinančnem (nacionalnem) trgu (prilagojeno po Prohaska, 1999, str. 13).

⁷ Več o instrumentih finančnih trgov opisujem v poglavju 2.2 Vzajemni skladi in instrumenti trgovanja.

Zaradi velikosti in vpliva, ki ga imajo ti trgi na domače finančne trge, moramo mednarodne finančne trge pri naložbenih odločitvah gotovo upoštevati. To še posebno velja za majhno gospodarstvo (in investitorje tega gospodarstva), kakršno je tudi slovensko. Le to si ne more privoščiti zaprtosti na finančnem področju. Ribnikar razlaga mednarodnost kot nastop tujcev (tuje fizične in pravne osebe) na domačih finančnih trgih, tujci pri nas in mi v tujini (Ribnikar, 1999, str. 167). Vse članice EU imajo svoje nacionalne finančne trge⁸, ki skupaj lahko predstavljajo podlago oziroma izhodišče za mednarodni finančni trg. Za slovenske investitorje trg EU oziroma trg evro območja predstavlja mednarodni trg vse do maja 2004. Od tedaj oziroma od vstopa Slovenije v Evropsko monetarno unijo (EMU), bo tudi za slovenske investitorje trg evroobmočja postal domači trg.

Dosedanja zakonodaja v Sloveniji je bila precej toga pri urejanju pogojev naložbene politike za vzajemne sklade. Po novem Zakonu o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1, 2002) pa imajo vzajemni skladi precej bolj proste roke pri svojih naložbah, tako na domačem trgu kot na tujih trgih (41. in 45. člen ZISDU-1). Kar je ugodno z vidika sprememb, ki jih pričakujemo po maju 2004, ko bo Slovenija postala članica Evropske monetarne unije.

Po načinu delovanja in nadzora mednarodne finančne trge sestavljata dve obliki finančnih trgov:

- odprti nacionalni finančni trgi, ki delujejo nacionalno in internacionalno. To pomeni, da imajo dostop do teh finančnih trgov vsi subjekti, rezidenti in nerezidenti (Svilan, 1990, str. 148). Na nacionalnih finančnih trgih so transakcije omejene izključno na transakcije, ki se vršijo med rezidenti posamezne države. Na tujih trgih se opravljajo klasične oblike finančnega poslovanja s tujino. Ključna značilnost tujih trgov je, da transakcije potekajo pod zakonsko regulativo, ki velja na določenem nacionalnem trgu (Mrak, 2002, str. 519). Kot pravi Mrak, so te transakcije v vsebinskem smislu del nacionalnih finančnih trgov⁹.
- mednarodni eksteritorialni finančni trgi, ki niso pod nikakršno nacionalno ali drugačno regulativo. Ta eksteritorialnost je zgodovinsko začela nastajati v Evropi, zato je ostalo poimenovanje teh finančnih trgov - »evrotrgi« (Svilan, 1990, str. 148). Evrovalutni¹⁰ trg bi lahko opredelili kot medbančni trg, na katerem banke sprejemajo terminske depozite in dajejo kredite denominirane v valuti, ki je drugačna kot valuta države, v kateri banka posluje (Mrak, 2002, str. 528). Poglavitna značilnost »evrotrga« je, da se finančni instrumenti evrovalutnega

⁸ Uvedba evra je za članice evro območja nacionalne trge povezala v skupni »nacionalni« finančni trg. Vse države članice EU se namreč niso odločile za skupno evropsko valuto - evro, zato evro območje predstavlja tistih dvanajst (brez Velike Britanije, Danske in Švedske) od petnajstih, držav članic, ki so se odločile za skupno evropsko valuto - evro.

⁹ “ Če na primer nerezident izda obveznico na nacionalnem finančnem trgu določene države, torej v skladu z njeno zakonodajo, takšna transakcija formalno predstavlja transakcijo, realizirano na tujem finančnem trgu-gre preprosto za to, da je nerezident izdal obveznico v tujini. Ker pa se takšna izdaja obveznice po svojih značilnostih ne razlikuje od izdaje, ki bi jo izvedel rezident, je v vsebinskem smislu ta izdaja del nacionalnega finančnega trga” (Mrak, 2002, str. 519).

¹⁰ “Evrovaluta je vsaka konvertibilna valuta, ki je kot deposit vložena v banko, locirano v državi, v kateri ta valuta ni domača valuta” (Mrak, 2002, str. 528). Največ poslov na evrotrgu se opravi v evrodolarjih.

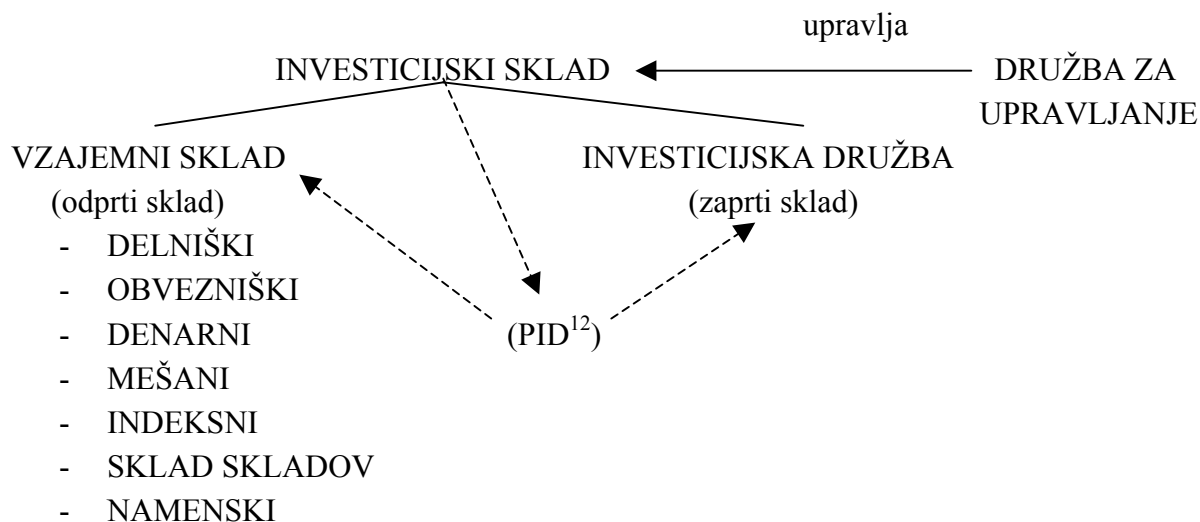
trga¹¹ izdajajo v valuti države, ki je drugačna od valute države v kateri je ta finančni instrument izdan. Na teh trgih je odsotna vsakršna regulativa, ki bi predpisovala oziroma urejala primarni ali sekundarni trg tega mednarodnega trga, kar pomeni, da ni omejitev pri nastajanju novih vrednostnih papirjev in zaradi tega ima ta trg prevladujoč pomen v mednarodnem prenosu finančnih presežkov (Svilan, 1990, str. 150-151).

Vzajemni skladi svoje naložbe lahko usmerjajo tako na nacionalne kot na tuje in evrofinančne trge. Odločitve o naložbah na ene ali druge trge so vezane na naravo vzajemnega sklada, na oceno tveganosti naložb in na ocenjeno donosnost načrtovanih naložb. Vzajemni skladi, ki obetajo investitorju višje donose praviloma iščejo bolj tvegane naložbe, doma in v tujini, s pričakovanim višjim donosom. Takšne možnosti odločanja o naložbah z vidika lokacije trga veljajo v razmerah nove zakonodaje in tudi za slovenske vzajemne sklade.

1.3 Teorija in praksa vzajemnih skladov

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (2002) opredeljuje investicijski sklad kot »podjem, katerega edini namen je javno zbiranje denarnih sredstev fizičnih in pravnih oseb in nalaganje teh sredstev v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelih razpršitve tveganj« (1. odstavek 2. člena ZISDU-1, 2002). Investicijski sklad se lahko oblikuje kot vzajemni sklad oziroma ustanovi kot investicijska družba (2. odstavek 2. člena ZISDU-1, 2002).

Slika 3: Delitev investicijskih skladov po ZISDU-1 (2002)



Vir: Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2002.

¹¹ Ti zajemajo tako instrumente s katerimi se zbirajo depoziti od subjektov s prostimi finančnimi sredstvi (terminski deposit, potrdilo o depozitu), kot tudi instrumente s katerimi kreditirajo subjekte, ki jim prostih finančnih sredstev primanjkuje (evrokrediti) (Mrak, 2002, str. 543-549).

¹² PID je oznaka za Pooblaščenno investicijsko družbo. Po novi zakonodaji (2002) se morajo preoblikovati v vzajemne sklade ali investicijsko družbo do leta 2005.

Investicijski skladi imajo, tako v svetu kot pri nas, dve organizacijski obliki:

- **odprti sklad**¹³; navadno ni delniška družba, torej ni pravna oseba; oblikuje in upravlja se izključno v korist vlagateljev oziroma imetnikov investicijskih kuponov. Prevladujoč tip odprtega investicijskega sklada je vzajemni sklad, ki je oblikovan na osnovi prihrankov prebivalstva kot ločeno premoženje od premoženja družbe za upravljanje in je razdeljeno na enote, katerih vrednost je, na zahtevo imetnika, izplačljiva iz tega premoženja. Vzajemni sklad upravlja družba za upravljanje in za to posredovanje ponavadi zaračunava provizijo, ki ne sme presegati 1,5 odstotka povprečne letne čiste vrednosti premoženja. Družba za upravljanje si praviloma zaračuna tudi vstopno in izstopno provizijo, ki skupaj znašata nekaj odstotkov (Svilan, 1990, str. 203).

Investitor lahko kupi ali proda enote oziroma kupone tega sklada ob vsakem času. Vrednost enote premoženja (VEP)¹⁴ se praviloma izračunava vsakodnevno in sicer tako, da se skupna čista vrednost sklada¹⁵ deli s številom enot vzajemnega sklada v obtoku in se dnevno objavlja v časopisju. Zaradi dnevne obveznosti odkupa se kuponi vzajemnih skladov ne prodajajo na sekundarnem trgu. Velikost kapitala oziroma število kuponov se dnevno spreminjata. Odprti sklad torej nima točno določene kapitalizacije (Svilan, 1990, str. 203).

Vzajemni skladi so torej odprti investicijski skladi. Vsak dan so pripravljene sprejeti nove investitorje, pa tudi odkupiti svoje enote premoženja po vrednosti, ki je enaka ali zelo blizu čiste vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada. Z gibanjem vrednosti enote premoženja se meri tudi uspešnost sklada. Če se je na primer vrednost enote premoženja od 1.1. do 31.12. povečala za 20 odstotkov, to pomeni, da se je varčevalcem, ki so imeli v tem obdobju vloge v vzajemnem skladu, vrednost njihovih vlog povečala za 20 odstotkov, torej je imel sklad 20 odstotno donosnost (Tuji vzajemni skladi, 2002).

- **zaprti sklad**¹⁶, investitor lahko kupi delnice sklada oziroma lastniške deleže le ob ustanovitvi te delniške družbe ali od drugega investitorja na sekundarnem trgu. Kapitalizacija je fiksno določena. Delnic ni mogoče kupiti po njihovi čiste vrednosti sredstev, temveč njihovo ceno določata ponudba in povpraševanje na sekundarnem trgu. Zaprti sklad je pravna oseba (Svilan, 1990, str. 204). Investicijska družba je zaprti sklad.

Naložba v zaprte sklade je po mnenju nekaterih avtorjev bolj rizična od tiste v odprte sklade. Kljub temu da tudi ta nudi možnost diverzifikacije naložb, zaradi nelikvidnosti, izgublja bitko z odprtimi skladi, pri katerih sta vedno možna vplačilo in izplačilo. Torej je likvidnost zelo velika. Posledica teh dejstev je, da v praksi v poslovanju investicijskih skladov prevladujejo odprti skladi (Svilan, 1990, str. 204).

¹³ "V Veliki Britaniji jih imenujejo Open-ended Investment Company (OIEC), v Evropi Undertaking for collective investments in transferable securities (UCITS), v ZDA tovrstne sklade imenujejo Mutual Funds" (Mastnak, 2002).

¹⁴ Angleško Unit Value

¹⁵ Angleško Net Asset Value

¹⁶ Angleško Close-end Fund

Takšna je delitev investicijskih skladov v teoriji. Ker so tema moje diplomske naloge vzajemni skladi, se bom v nadaljevanju osredotočila le nanje, kot posebno vrsto investicijskega sklada (glej Slika 3, na str. 9). Vzajemne sklade lahko delimo po sestavi naložb v njihovi aktivih na več vrst. Glede na to katera oblika finančnega instrumenta prevladuje v aktivih delimo vzajemne sklade na:

- delniške vzajemne sklade; v strukturi naložb prevladujejo delnice
- vzajemne sklade obveznic, ki so lahko skladi podjetniških in/ali državnih obveznic; v strukturi naložb prevladujejo obveznice
- denarne vzajemne sklade; v strukturi naložb prevladujejo denarna sredstva
- mešane vzajemne sklade, kjer ne prevladuje nobena od naložb

Med novostmi v novem zakonu (ZISDU-1, 2002) so tudi nove oblike vzajemnih skladov, ki do sedaj niso bili dovoljeni in se ravno tako nanašajo na aktivo vzajemnega sklada. Nove oblike so:

- indeksni sklad, je investicijski sklad, katerega cilj naložbene politike je natančno posnemanje sestave določenega indeksa, pri čemer mora imeti najmanj 90 odstotkov vrednosti sredstev v dopustnih naložbah, ki sestavljajo navedeni indeks (25. člen ZISDU-1, 2002)
- sklad denarnega trga, mora imeti najmanj 90 odstotkov vrednosti sredstev, naloženih skupaj v instrumente denarnega trga in denarne depozite (26. člen ZISDU-1, 2002)
- namenski sklad, namen osredotočenja oziroma specializiranja v naložbe določene gospodarske dejavnosti, panoge oziroma geografskega področja, vendar le, če dobi soglasje Agencije, ki oceni, ali namenska označba odgovarja naložbeni politiki tega investicijskega sklada (27. člen ZISDU-1, 2002)
- sklad skladov je tisti investicijski sklad, katerega cilj naložbene politike je vlaganje sredstev pretežno v enote premoženja oziroma delnice drugih investicijskih skladov (28. člen ZISDU-1, 2002)

2 POSLOVANJE NA FINANČNIH TRGIH

Na finančnih trgih poslujejo različne ustanove in posamezniki (v nadaljevanju: upravljavci finančnih naložb), ki nudijo storitve vsem subjektom s finančnimi presežki in sicer svetujejo oziroma izvajajo naložbe prostih sredstev v svojem imenu in za račun svojih komitentov. Torej upravljavci finančnih naložb opravljajo tako funkcijo svetovalca kot tudi upravljalca teh naložb. Pri tem upravljanje razumem kot skrb za ustrezno sestavo tega premoženja, glede na pričakovan donos in in ob sprejemljivem tveganju naložb. Vzajemni skladi so tako eden od subjektov finančnih trgov, ki opravljajo naložbene naloge za svoje komitente.

Z vidika naložbene politike vzajemnih skladov postaja vse bolj pomembno globalno delovanje finančnih trgov¹⁷, ker globalizacija prinaša nove naložbene možnosti. Kot pravi Veselinovič opažamo nov trend izginjanja finančnih mej in nastajanje velikih finančnih institucij s povezovanjem »igralcev primerljivih velikosti«, pri čemer se razvijajo novi finančni produkti in storitve (Veselinovič, 2003, str. 3). Združevanja finančnih ustanov poteka v več smereh. Finančne institucije se povezujejo tako znotraj določenega finančnega področja, vedno več pa je povezav tudi med institucijami različnimi finančnih področij. Namen povezovanja je predvsem obvladovanje čim večjega finančnega trga in zniževanje stroškov (Veselinovič, 2003, str. 3). Pomeni, da za uspešno poslovanje, tudi vzajemnih skladov, postaja vse pomembnejši element tudi upoštevanje ekonomij (notranjih in zunanjih) obsega poslovanja.

Globalizacija finančnih trgov, kjer delujejo tudi vzajemni skladi, bo prinesla spremembe tudi na finančne trge Evropske unije. Evropska unija kot združenje petnajstih držav¹⁸ predstavlja finančni trg z velikim potencialom, ki močno konkurira drugima dvema velikima svetovnima trgoma, ameriškemu in azijskemu. Po podatkih naj bi finančni trg Evropske unije prehitel Združene države Amerike (v nadaljevanju: ZDA) pri obsegu bančnih depozitov. ZDA pa še vedno držijo vodilno vlogo na trgu vrednostnih papirjev, predvsem na delniških trgih, uspešnejše pa so tudi pri različnih izvedenih finančnih instrumentih, kot so zamenjave¹⁹ in trgih investicijskih skladov (Veselinovič, 2003, str. 3).

Uvedba evra je dodatno pripomogla k hitrejšemu razvoju evropskega finančnega trga. Skupna valuta je investitorjem iz držav članic Evropske unije odpravila stroške konverzij valut, ki so bili mnogokrat vzrok težav pri presoji primernosti naložb zaradi neskladnosti in počasnosti objave podatkov, pomembnih za oceno tveganj in donosov na trgih Evropske unije. Nacionalne valute so finančne trge petnajstih držav izvedbeno »drobile«, zato je bila pogosto pri naložbah prisotna tudi težava sorazmerno majhne učinkovitosti posameznega nacionalnega trga znotraj petnajstih držav Evropske unije. Uvedba evra je te težave odpravila, obenem pa se je zaradi znižanja stroškov naložb (konverzijski in transakcijski stroški za evro območje so nič) bistveno povečala konkurenčnost naložbenih možnosti, ki jih nudi trg evro območja v primerjavi z na primer ameriškim ali azijskim trgom.

2.1 Ustanove finančnega trga - upravljavci finančnih naložb

Upravljavce finančnih naložb bom opisala z vidika njihovega finančnega posredništva oziroma z institucionalnega vidika, saj se v diplomskem delu posvečam vzajemnim skladom,

¹⁷ Globalizacijo opredeljuje rastoča odprtost nacionalnih finančnih trgov vse večjega števila držav v svetu, poleg tega pa tudi komunikacijske povezave, ki omogočajo da globalni finančni trg deluje nepretrgoma štiriindvajset ur dnevno.

¹⁸ Trg se bo razširil po maju 2004 na 25 držav. Ob tem njegov tržni obseg ne bo dramatično povečan, zaradi skromnosti finančnih potencialov in trgov bodočih novih članic Evropske unije.

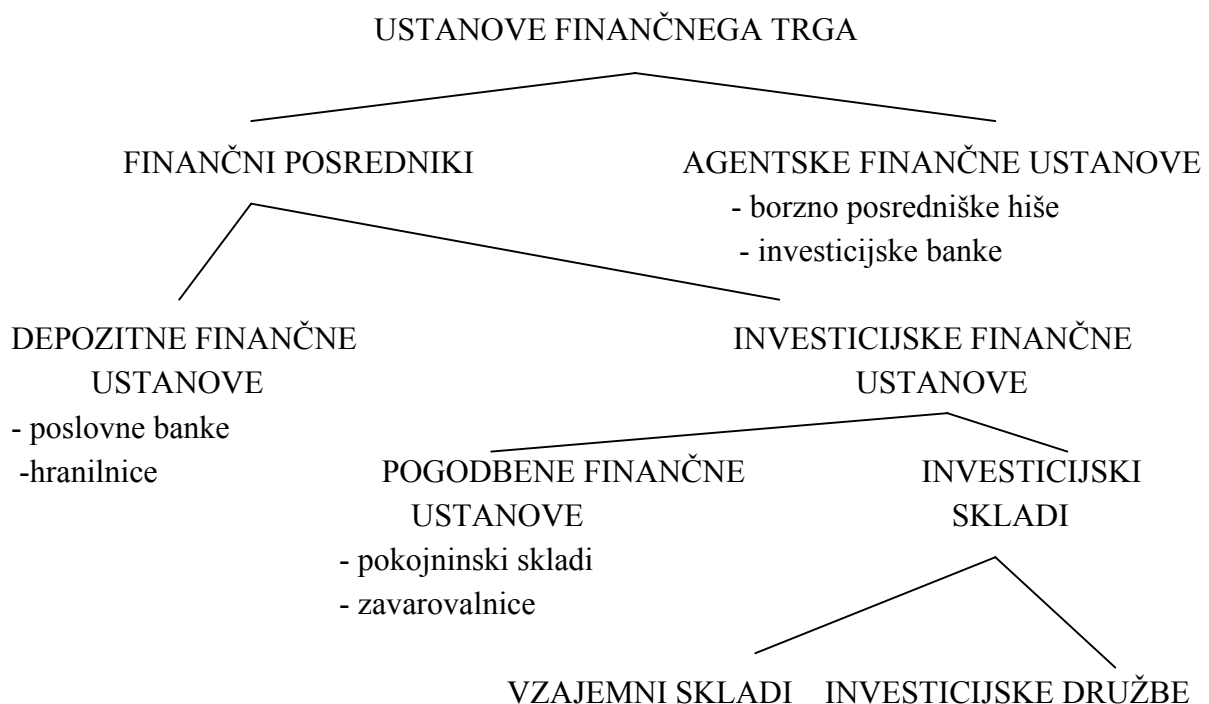
¹⁹ Angleško Swaps

ki jih uvrščamo pod institucionalne investitorje. Livingston opisuje finančne ustanove kot »pravne osebe oziroma subjekte na finančnem trgu, ki imajo pravno in poslovno sposobnost hitrega prenosa sredstev od suficitnih (tistih, ki imajo presežek) na deficitne (tisti, ki imajo primanjkljaj) sektorje« (Livingston, 1990, str.85).

Posrednike (upravljavce) na finančnem trgu lahko delimo glede na institucionalni kriterij, na finančne posrednike in agentske finančne ustanove²⁰. Med slednje uvrščamo posameznike, kot so borzno posredniške hiše, ki so specializirane za upravljanje z vrednostnimi papirji, in investicijske banke, ki pomagajo podjetjem pri emisiji vrednostnih papirjev (Prohaska, 1999, str. 7).

Finančne posrednike kot institucionalne posrednike pa delimo naprej še na depozitne finančne ustanove in investicijske finančne ustanove. Pri depozitnih finančnih ustanove varčevalci zbirajo prosta finančna sredstva na osnovi vlog oziroma depozitov. Ta zbrana finančna sredstva varčevalcev depozitne finančne ustanove največkrat prenesejo naprej do tistih posameznikov, ki nimajo zadosti prihrankov, da bi pokrili svoje tekoče potrebe oziroma financirali delež investicije. Primer depozitnih finančnih ustanov so poslovne banke in hranilnice (Prohaska, 1999, str. 7).

Slika 5: Delitev ustanov finančnega trga



Vir: Prirejeno po Prohaska (1999, str. 7-8).

²⁰ Izpuščena je delitev na denarne in nedendarne finančne institucije, ki deli finančne institucije glede na njihovo vlogo pri emisiji denarja.

Investicijske finančne ustanove ravno tako zbirajo prosta finančna sredstva posameznikov na finančnem trgu, le da jih ne posojajo naprej, temveč jih nalagajo v različne finančne instrumente. Usmerjene so predvsem v nakupe dolgoročnih vrednostnih papirjev podjetij in države. Investicijske finančne ustanove nadalje lahko delimo na podlagi tega, ali zbirajo prihranke na osnovi posebnih pogodbenih razmerij, ki jih sklenejo z varčevalci, ali ne. Na tej osnovi jih delimo na:

- pogodbene finančne ustanove, kamor uvrščamo pokojninske sklade in zavarovalnice, katerih primarna naloga je izpolnjevanje pogodbenih obveznosti, sekundarna pa opravljanje storitev finančnega posredništva, ter na
- investicijske sklade, ki jih upravljajo družbe za upravljanje. Ti na osnovi vložka, ki ga vlagatelj vloži v investicijski sklad, slednjemu dodelijo določeno število delnic oziroma kuponov, ki jih je možno prodati na organiziranem trgu vrednostnih papirjev oziroma vnovčiti pri upravljavcu. Torej je naložba v investicijski sklad zelo likvidna in zato predstavlja močnega konkurenta bančnim vlogam (Prohaska, 1999, str. 7-8). Pri tem so investicijski skladi razdeljeni na vzajemne sklade in investicijske družbe (glej Slika 2, na str. 9).

2.2 Vzajemni skladi in instrumenti trgovanja

Pregled instrumentov trgovanja na finančnih trgih (po opredelitvi vezani na ročnost denarnih sredstev) služi za razumevanje možnosti, ki jih ima vsak vzajemni sklad (če ni zakonskih omejitev), da izbere najprimernejšo vrsto in obliko naložbe. Kriteriji za izbiro vrste in oblike naložbe so v prospektih vzajemnih skladov opredeljeni s splošnimi pravili, ki določajo pričakovano donosnost in sprejemljivost sklada za tveganje.

»Finančni instrumenti so zakoniti dogovori ali pogodbe, ki določajo velikost transakcije ter plačilne pogoje in obveznosti« (Prohaska, 1999, str. 14). Prohaska deli instrumente trgovanja na finančnih trgih na dva dela. Na netržne in tržne finančne instrumente. Prvi niso predvideni za trgovanje pred zapadlostjo in jih imenujemo tudi neprenosljivi finančni instrumenti. Med tržne instrumente uvršča vrednostne papirje, s katerimi se trguje na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev in torej predstavljajo prenosljive finančne instrumente. Omogočajo spremembo lastnika pred dospelostjo terjatve (Prohaska, 1999, str. 14).

Glede na uvodno trditev ja razumljivo, da se pri predstavitvi instrumentov finančnega trga ne bom omejevala le na dolgoročne vrednostne papirje, temveč bom predstavila vse vrste instrumentov, tako nekatere instrumente denarnega trga kot instrumente kapitalskega trga. Vzajemni skladi namreč lahko dejansko nalagajo svoje premoženje v zelo širok krog različnih finančnih instrumentov. Kar je tudi novost v novem zakonu (ZISDU-1, 2002), ki je razširil dopustne naložbe vzajemnih skladov. Po novem lahko vzajemni skladi vlagajo svoja sredstva tudi v instrumente denarnega trga, izvedene finančne instrumente in druge sklade. Glede na

možnosti, ki jih ponujajo finančni instrumenti, je pozitivno, da je novi zakon razširil dopustne naložbe vzajemnih skladov.

Najprej pogledjmo instrumente denarnega trga, ki so po značilnostih finančne naložbe (denarne oblike, oblike kreditov in vrednostnih papirjev). Bistvo teh naložb je, da gre za prenos finančnih sredstev na zelo kratek rok. Med *instrumente trgovanja na denarnih trgih* tako sodijo:

- izrazito kratkoročni depoziti kot je na primer depozit čez noč
- posli začasni prodaj oziroma t.i. repo posli, kjer gre za začasno prodajo določene aktive z obveznostjo njenega ponovnega odkupa, torej vključuje istočasno prodajo in bodoči nakup; prodajalec odkupi vrednostne papirje po isti (prodajni) ceni, plača pa tudi obresti za kredit; zapadlost se giblje od enega dneva do več mesecev; predstavlja nizko tvegan in zelo likviden finančni instrument, zato je zelo priljubljen (Prohaska, 1999, str. 22)
- bančni akcepti; kratkoročni dolžniški vrednostni papirji, ki služijo za financiranje uvozne - izvoznih poslov in tranzitnega prometa (Prohaska, 1999, str. 22)
- komercialni zapisi v vlogi nadomestka za bančna posojila; podjetja se odločajo za to obliko finančnega instrumenta zaradi pridobivanja cenejših finančnih sredstev na trgu, za banke pa je interes večji zaradi zamenjave kredita s prenosljivim vrednostnim papirjem; med izdajatelji komercialnih zapisov so različni gospodarski subjekti, tudi podjetja, vendar predvsem tista z najvišjo boniteto (Prohaska, 1999, str. 20)
- prenosljiva potrdila o vezani vlogi (CD)²¹; gre za bančno potrdilo o deponiranju denarnih sredstev za določeno obdobje po določeni obrestni meri in se od navadne bančne vezane vloge razlikuje v tem, da so CD-ji prenosljivi (Prohaska, 1999, str. 21).

Instrumente kapitalnega trga predstavljajo dolgoročni vrednostni papirji:

- obveznice; predstavljajo vrednostne papirje s stalnim donosom, saj se izdajatelj ob izdaji obveznice obveže, da bo imetniku obveznice v določenem času, daljšem od enega leta, vrnil posojeni znesek, povečan za obresti. Poznamo klasične obveznice, ki se delijo glede na to kdo jih je izdal na: državne obveznice, občinske obveznice, hipotekarne obveznice, bančne obveznice in obveznice podjetij. Po tem vrstnem redu se zmanjšuje tudi jamstvo za izplačilo obresti in vračilo dolga, ki se kompenzira z naraščajočo obrestno mero, ki jo ponujajo izdajatelji. Poleg teh pa poznamo še obveznice s spremenljivo obrestno mero, brezkuponske obveznice in obveznice, ki se glasijo na dvojno valuto, ter tuje in evroobveznice (Prohaska, 1999, str. 55-57)
- delnice predstavljajo vrednostne papirje s spremenljivim donosom, saj se njihova cena določa na trgu in je odvisna od ponudbe in povpraševanja; so lastniški vrednostni papirji (Prohaska, 1999, str. 88)
- izvedeni finančni instrumenti - finančni derivati²², kot so terminske pogodbe, obrestne zamenjave in opcije; ti instrumenti niso namenjeni zbiranju sredstev, temveč skupaj s praviimi instrumenti denarnih in kapitalnih trgov omogočajo učinkovito upravljanje z že obstoječim kapitalom, znižujejo tveganje osnovnih instrumentov in znižujejo stroške

²¹ Angleško Certificates of Deposit

²² Angleško Financial Derivatives

financiranja. *Terminske pogodbe* so »pravno zavezujoči sporazumi o nakupu oziroma prodaji standardne količine in kakovosti natančno opisanega sredstva na določen dan v prihodnosti, dobavljenega na določeno mesto, po ceni, za katero so se dogovorili v sedanosti« (Prohaska, 1999, str. 160). Tudi Hull pravi, da je termimska pogodba »dogovor med dvema stranema o nakupu ali prodaji finančnega sredstva na določen dan v prihodnosti po določeni ceni« (Hull, 1997, str. 3). »*Opcija* je prenosljiva pogodba, v kateri prodajalec v zameno za opcijsko premijo daje kupcu oziroma imetniku pravico do nakupa ali prodaje določenega števila delnic v določenem obdobju ali na določen dan po vnaprej določeni ceni« (Prohaska, 1999, str. 169). Pri *zamenjavi* gre za dogovor med dvema strankama o zamenjavi dveh različnih načinov plačila v prihodnosti. Poznamo obrestne in valutne zamenjave, ki jih na finančnih trgih uporabljajo kot zaščito pred nezaželenimi obrestnimi in valutnimi nihanjem.

V različnih državah so se razvili različni instrumenti za trgovanje na finančnih trgih. Razlike so zaradi velikosti in značilnosti subjektov, ki delujejo na teh trgih. Zato je tudi naložba vzajemnih skladov po svoji sestavi uporabljenih instrumentov finančnih trgov lahko od države do države, od trga do trga, zelo različna. Te razlike so z vidika naložbene politike vzajemnega sklada važne takrat, ko vzajemni sklad išče in izvaja primerne naložbe v globalnem finančnem okolju.

V nadaljevanju predstavljam obseg in strukturo poslovanja na svetovnem finančnem trgu in na trgu držav članic Evropske unije, ki je za slovenski trg bolj relevanten zaradi bližine in prihajajočega vstopa Slovenije v Evropsko unijo.

2.3 Razvoj trgovanja

Na razvoj trgovanja na svetovnih, predvsem pa na evropskih finančnih trgih je imelo vpliv mnogo dejavnikov. Eden izmed novejših je kot smo že ugotovili nedvomno uvedba enotne valute evro za države članice Evropske unije. 1.1. 1999 je enajst držav članic Evropske unije, dve leti kasneje se jim je pridružila še Grčija, oblikovalo monetarno unijo in uvedlo skupno valuto evro (Lavrač, 2002, str. 385), ki je s 30. junijem 2002 dokončno zamenjala nacionalne valute držav članic Evropske unije. S tem je evro postal edino zakonito plačilno sredstvo v območju Evropske unije. Uvedba evra je vplivala na povečanje potenciala finančnega trga evro držav (nacionalni trgi so se združili v trg »evrolanda«). Zaradi evra je nastal velik nov »nacionalni« finančni trg, ki je pomemben (po obsegu in številu instrumentov) tudi v okviru celote svetovnih finančnih trgov oziroma v globalnem finančnem trgu.

Trg držav članic je torej s svojo monetarno integracijo postal močan konkurent drugim svetovnim trgov, tudi ameriškem. V nadaljevanju predstavljen pregled obsega in strukture poslovanja na svetovnih trgih omogoča primerjavo s trgom Evropske unije. Deloma pregled omogoča tudi primerjave z razvojem trga v Sloveniji, bodoči članici tega velikega finančnega

trga. Pregled je osredotočen na poslovanje na kapitalskih trgih v povezavi z naložbami vzajemnih skladov.

2.3.1 Obseg in struktura trgovanja na svetovnih trgih in trgih Evropske unije

Pred uvedbo evra je v mednarodnih finančnih krogih prevladovala ocena, da bi le ta lahko ustvaril razmere za oblikovanje največjega finančnega trga na svetu (Mrak, 1998, str. 2). Vendar pa je tudi po uvedbi skupne evropske valute držav članic ameriški trg ohranil vlogo največjega finančnega trga.

»Glede na to, da ne obstaja sumarni kazalnik velikosti finančnih trgov, je potencialno velikost evro finančnih trgov, v primerjavi z drugimi enovalutnimi trgi mogoče ocenili le z različnimi parcialnimi kazalniki« (Mrak, 1998, str. 3). Takšni kazalniki so tržna kapitalizacija ali skupna tržna vrednost delnic, vrednost izdanih obveznic in bančne aktive (Mrak, 1998, str. 3).

Tabela 1: Izbrani kazalniki posredne in neposredne velikosti trga kapitala za leto 1995 in 2001 (v milijardah dolarjev)

	Leto	1. BDP	2. Tržna kapitalizacija	3. Vrednost izdanih obveznic***	4. Bančna aktiva	5. 2+3+4=5	6. (6:2)*10 0
EU – 15	1995	8.427,0	3.778,5	8.673,2	14.818,0	27.269,5	323,6
	2001	7.906,9	6.763,0	11.843,4	32.939,7	51.546,2	651,9
Evro področje	1995	6.803,9	2.119,4	6.993,2	11.971,6	21.084,2	310,0
	2001	6.113,0	4.276,7	9.492,1	24.463,9	38.232,7	625,4
ZDA	1995	7.253,8	6.857,6	11.007,5	5.000,0	22.865,1	315,2
	2001	10.082,2	13.826,6	18.504,3	22.157,4	54.488,3	540,4
Japonska	1995	5.114,0	3.667,3	5.325,8	7.382	16.375,2	320,2
	2001	4.164,9	2.293,8	6.925,1	12.408,6	21.627,6	519,3

*države članice Evropske unije

**države članice Evropske monetarne unije

***vrednost izdanih obveznic predstavlja vsoto državnih in privatnih obveznic

Vir: World Economic Outlook, Statistical appendix, 2003.

Kot je razvidno iz zgornje tabele ostajajo bistvene razlike v strukturi kapitalskih trgov tudi po uvedbi evra. Mislim sicer, da je še prezgodaj za celovito oceno sprememb, ki jih je prinesla uvedba evra. Za ocene je potreben čas, ki bo pokazal ali se bo struktura kapitalskega trga potem v Evropi spremenila in tudi kako se bo spremenila.

Bančni krediti so predstavljali v ZDA v letu 1995 manj kot četrtno celotne finančne aktive, medtem ko je delež delnic in obveznic skupaj udeležen v celoti finančne aktive predstavljal preostale tri četrtine. Podatki za članice Evropske montarne unije pa kažejo, da so v istem

obdobju v teh državah krediti zavzemali kar polovico celotne finančne aktive. V letu 2001 se je v ZDA delež bančne aktive v celoti finančne aktive povečal, vendar so delnice in obveznice obdržale večinski delež. Ti podatki kažejo, da evropska in japonska podjetja za zadolževanje še zmeraj v veliki meri uporabljajo bančne kredite, in se le malo zadolžujejo preko trga vrednostnih papirjev. Enako velja tudi za Slovenijo, saj je klasično zadolževanje kot bančni del finančnega sistema, prevladujoče. Nasprotno ameriška podjetja dajejo prednost financiranju z vrednostnimi papirji, kot so obveznice in delnice.

Vendar pa se stanje zaradi povečanih potreb po kapitalu izboljšuje (Mrak, 1998a, str. 21). To potrjujejo tudi podatki iz Tabele 1, saj se je tržna kapitalizacija v obdobju 1995 - 2001 podvojila. Tržna kapitalizacija namreč prikazuje celotno vrednost delniškega trga vrednostnih papirjev.

Odraž dogajanja na trgu vrednostnih papirjev je tudi sestava naložb vzajemnih skladov, v katerih prevladujejo naložbe v delnice in obveznice. Kot sem že povedala vzajemne sklade delimo po kriteriju politike naložb vzajemnega sklada na delniške, obvezniške, denarne in mešane. Tako v Evropi kot v ZDA že nekaj let številke kažejo v prid delniškim in obvezniškim vzajemnim skladom. To je lepo videti tudi iz Tabele 2. Obvezniški skladi izgubljajo na račun delniških vzajemnih skladov (The State of the European Investment Funds Industry, 2003). Ta struktura se seveda spreminja sorazmerno z dogajanjem na finančnih trgih.

Tabela 2: Obseg naložb glede na vrsto vzajemnega sklada v letu 2002 za ZDA in EU (v milijonih dolarjev)

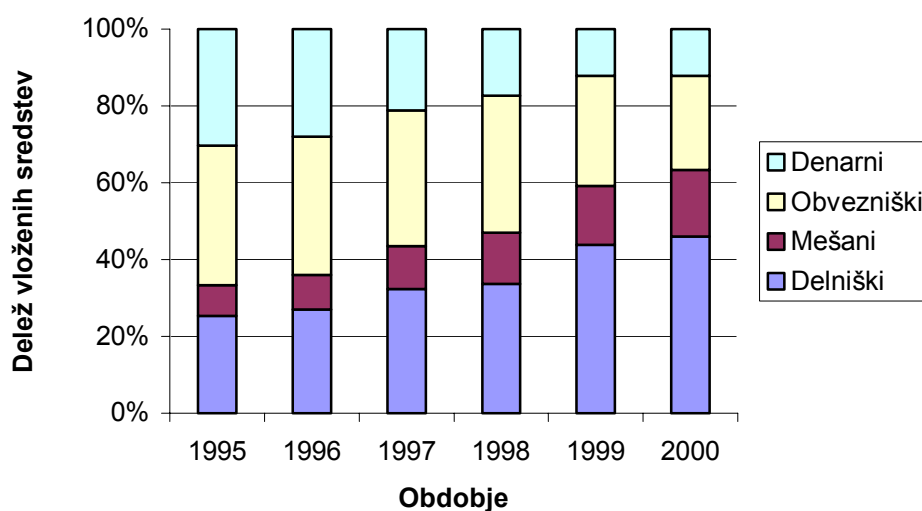
Vrsta vzajemnega sklada	ZDA	Države članice*
Delniški	2,543	990
Obvezniški	1,073	968
Denarni	2,167	614
Mešani	312	435

* Irska ni všteta

Vir: Worldwide Investment Fund Assets and Flows, 2002, str. 4.

Deleži posameznih vrst vzajemnih skladov v državah članicah EU glede na politiko naložb sredstev v različne instrumente finančnega trga kažejo, da se krepi pomen naložb v delnice (Graf 1 kaže rastoči delež delniških vzajemnih skladov) ob upadanju pomena naložb v denarne oblike in obveznice (Graf 1 kaže padajoče deleže vzajemnih skladov za denar in obveznice).

Graf 1: Deleži naložb vzajemnih skladov držav članic EU po vrstah vzajemnega sklada (1995-2000)



Vir: The State of the European Funds Industry, 2003.

Kljub krepitvi deleža delniških skladov in padanja deležev obvezniških skladov podatki kažejo, da absolutno tudi naložbe v obvezniške sklade še ne upadajo. Deleži naložb vzajemnih skladov v delnice in obveznice se kontinuirano povečujejo po letih v opazovanem razdobju. Delež delniških skladov se je tako v izbranem obdobju skoraj podvojil. Pri obvezniških skladih je sicer odstotek vloženih sredstev stagniral, pa ljub temu še vedno ostaja visok v primerjavi z mešanimi in denarnimi skladi.

Po podatkih ICI²³ organizacije za leto 2002, so skupna čista sredstva vložena v delniške sklade v primerjavi z letom 2001 padla za 18,7 odstotkov, na 4,173 milijarde dolarjev. Ti rezultati so bili odraz vsesplošne šibkosti trga vrednostnih papirjev oziroma delniškega trga in šibke vrednosti dolarja v letu 2002. V sklade obveznic pa je bilo leta 2001 vloženih 2,203 milijarde dolarjev in v letu 2002 2,499 milijarde dolarjev. Torej je bilo zabeležiti porast vloženih sredstev za 13,4 odstotka. Kljub temu porastu je videti, da je bilo v obvezniške sklade vloženo skoraj polovico manj kot v delniške sklade (Worldwide Mutual Funds Assets and Flows, 2003).

Opisan razvoj naložb vzajemnih skladov odseva tudi zaupanje in varčevalne navade posameznikov oziroma gospodinjstev do te vrste naložb. Po podatkih newyorške borze o sestavi naložb celotnih sredstev gospodinjstev, narašča delež naložb gospodinjstev v vzajemne sklade (Androjna, 2002, str. 27). Od začetkov, ko je bil v Bostonu leta 1924 ustanovljen prvi vzajemni sklad pa vse do danes, je tako število gospodinjstev, ki vlagajo v vzajemne sklade v ZDA močno naraslo in postalo ena najpomembnejših oblik dolgoročnega

²³ Investment Company Institute

varčevanja prebivalstva. To nam potrjuje tudi podatek, da je sredi leta 2002 kar 54,2 milijona gospodinjev varčevalo v vzajemnih skladih (Vzajemni skladi v EU in ZDA, 2003). Ni pa zanemarljiv tudi podatek, da imajo v ZDA v vzajemnih skladih vloženi 22.827 dolarjev sredstev na prebivalca, glede na višino ameriškega bruto domačega proizvoda na prebivalca (Vrednost vzajemnih skladov narasla, 2002). Vodilno vlogo ameriškega trga na trgih vzajemnih skladov kažejo tudi podatki, da je bilo kar 60 odstotkov celotnih svetovnih sredstev vzajemnih skladov v letu 2002 vloženi s strani ameriških vzajemnih skladov, 30 odstotkov so prispevali evropski vzajemni skladi in le 10 odstotkov japonski (Worldwide Mutual Fund Assets and Flows, 2003).

Tudi v Evropi je dejavnost investicijskih skladov vse bolj razširjena v finančnem sektorju. Najpomembnejšo vlogo imajo UCITS skladi²⁴. Sredstva v teh skladih so se v obdobju 1990 - 2002 povečevala s 16 odstotno povprečno letno stopnjo rasti, ter so konec septembra 2002 znašala 3.291 milijard evrov. V letu 2002 se je višina sredstev v vzajemnih skladih, glede na preteklo leto, zmanjšala za 7,4 odstotka. Zmanjšanje je posledica zmanjšanja vrednosti delniških skladov zaradi padanja vrednosti delnic na svetovnih finančnih trgih (Vzajemni skladi v EU in ZDA, 2003).

Slovenija po naložbah prebivalstva v vzajemne sklade z 29-imi dolarji na prebivalca zaostaja za vsemi državami članicami in tudi za večino kandidatki za članstvo v uniji. Za primerjavo navajam podatke za Grčijo in Portugalsko, ki sta po bruto domačem proizvodu najbližje Sloveniji. Bruto domači proizvod na prebivalca Slovenije je bil po podatkih za leto 2000 10.052 dolarjev. Grčija ima v svojih vzajemnih skladih naloženih 2.060 dolarjev ob 11.811 dolarjih bruto domačega proizvoda na prebivalca, Portugalska pa 1.579 dolarjev ob 11.229 dolarjih bruto domačega proizvoda na prebivalca (Vrednost vzajemnih skladov narasla, 2002).

2.3.2 Poslovanje na finančnih trgih v Sloveniji po osamosvojitvi

Razvoj poslovanja na finančnem trgu v Sloveniji po osamosvojitvi je bil opredeljen tako z majhnostjo, kot pogosto restriktivnostjo predpisov. Posebej glede na omejene možnosti dostopnosti trga za tuje investitorje, kot tudi glede na možnosti domačih investitorjev za naložbe v tujino. Tako so bile na primer dolgo časa vsebinsko omejevane možnosti naložb tujcev v obliki portfeljskih naložb. Banka Slovenije je uporabljala politiko obveznih časovnih depozitov, kar je destimuliralo tovrstne naložbe. Na drugi strani ob takšnih omejitvah v preteklosti niso bile dovolj učinkovito izpeljane rešitve poslovanja na domačem finančnem trgu. Dokaz tega so izkušnje oziroma skromen obseg poslovanja vzajemnih skladov v preteklosti.

²⁴ Odprti investicijski skladi z naložbeno politiko investiranja v prenosljive vrednostne papirje in druge finančne instrumente, ki so usklajeni z evropsko Direktivo o investicijskih skladih (85/611/EEC), ter ostalimi dopolnitvami te direktive.

Začetki vzajemnih skladov v Sloveniji segajo v leto 1992, ko so bili pri posameznih borznih hišah ustanovljeni prvi vzajemni skladi, precej podobni skladom, kot jih poznamo v svetu. Večji vzpon in pravno regulativo je dejavnost slovenskih vzajemnih skladov dosegla šele z začetkom privatizacije. Vzajemni skladi kot vrsta investicijskega sklada, so bili prvič uzakonjeni z Zakonom o lastninskem preoblikovanju podjetij (1992), v novembru 1992. Pogoje za ustanovitev vzajemnih skladov je določil Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (1994).

Od leta 1992, ko je bil ustanovljen prvi vzajemni sklad Galileo, pa do leta 1994, ko je bila ustanovljena Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju: Agencija), ni bilo nad poslovanjem skladov nobenega konkretnega nadzora. Skladi so sicer pripravili prospekte pred pričetkom poslovanja, tako kot jim to tudi sedaj narekuje zakon (ZISDU-1), vendar pa nadaljnega nadzora ni izvrševal nihče. Tudi po ustanovitvi Agencije je bil njen nadzor otežen, saj ni imela na voljo ustrezne informacijske opreme, ki naj bi bila najpomembnejši pogoj in osnova za učinkovit sistem nadzora (Letno poročilo Agencije 1994). Tako je v letu 1996 prišlo do manipulacije cene²⁵ vrednostnega papirja oziroma umetnega ustvarjanja donosov, kar je bila posledica visokega pritoka sredstev v vzajemne sklade Proficie Dadas (Letno poročilo Agencije 1996). V prvem trimesečju leta 1996 so tečaji določenih borznih delnic izredno hitro naraščali, kar lahko povežemo s povečanim povpraševanjem po delnicah s strani vzajemnih skladov Proficie Dadas. To povečano povpraševanje je temeljilo na izjemno visokem pritoku v vzajemne sklade Proficie Dadas. V obdobju od decembra 1995 do konca februarja 1996 so neto pritoki sredstev v vzajemne sklade proficie Dadas znašali 1.418 milijonov tolarjev, medtem ko so v istem obdobju neto pritoki v vse vzajemne sklade znašali 1.430 milijonov tolarjev. To pomeni, da so v omenjenem obdobju praktično samo vzajemni skladi Proficie Dadas beležili neto pritoke sredstev (Letno poročilo Agencije 1996).

To umetno dvigovanje vrednosti in s tem donosa vzajemnih skladov preko mehanizma medsebojnega trgovanja in manipulacije cen tržnih vrednostnih papirjev je sledilo vse do marca 1996, ko je Agencija omejila naložbe v vzajemne sklade in odvzela dovoljenje za upravljanje družbi Proficia Dadas ter s tem zavarovala nove vlagatelje v Dadasove sklade (Letno poročilo Agencije 1996).

Vlagatelji v vzajemne sklade so utrpeli velike izgube, izgubili pa so tudi zaupanje vanje. Vendar so zaradi urejene regulative na tem področju, odvzemov licenc s strani Agencije, raznih kazenskih ovadb itd. počasi začeli pridobivati izgubljeno zaupanje.

Če se vrnem nazaj v leto 1994 je bilo v tem letu vloženih 12 vlog za dovoljenje za poslovanje vzajemnih skladov, ki do konca leta 1995 niso uspeli v celoti zadostiti pogojem za pridobitev

²⁵ “Manipulacija cene je sklepanje borznih poslov z neposrednim namenom vplivanja na tržno ceno, torej z neposrednim namenom omejitve delovanja zakonitosti konkurenčnega trga na oblikovanje cene” (Letno poročilo Agencije 1996).

dovoljenja. Kljub temu je bilo v tem letu ugotovljeno bistveno izboljšanje poslovanja večine vzajemnih skladov (Letno poročilo Agencije 1995). V začetku leta 1996 je poslovalo 18 vzajemnih skladov, katerih število se je zaradi zgoraj omenjenih nepravilnosti in posledično odvzema licenc Proficii Dadas, zmanjšalo do konca leta na 15. Ob koncu leta 1996 je vrednost naložb petnajstih vzajemnih skladov znašala 2,3 milijarde tolarjev. V letu 1997 so družbe za upravljanje pridobile ustrezna dovoljenja za upravljanje vzajemnega sklada. K temu jim je pomagal tudi prihod novih vrednostnih papirjev na Ljubljansko borzo, saj so s tem lahko uskladili strukturo naložb (zlasti v tržne vrednostne papirje), ki jim je do sedaj preprečevala pridobiti ustrezno dovoljenje (Letno poročilo Agencije 1997).

Tabela 3: Agregatna sestava naložb vzajemnih skladov v različne instrumente v obdobju 1998-2001 (v tisoč tolarjih)

		31.12.1998		31.12.1999		31.12.2000		31.12.2001	
		Vrednost	Delež (v %)	Vrednost	Delež (v %)	Vrednost	Delež (v %)	Vrednost	Delež (v %)
1.	Denarna sredstva	97.634	2,15	223.252	2,53	133.830	1,25	235.731	1,61
2.	Terjatve	97.351	2,15	110.664	1,25	76.090	0,71	148.959	1,01
3.	Kratkoročni VP(skupaj)	35.611	0,79	410.493	4,65	359.413	3,35	105.549	0,72
4.	Dolgoročni VP(skupaj)	3.978.767	87,77	7.980.244	90,46	9.974.038	92,83	13.488.873	91,85
4.1.	Domači (skupaj)	3.978.767	87,77	7.980.244	90,46	9.781.992	91,04	13.299.825	90,56
4.1.1.	Obveznice (skupaj)	767.036	16,92	1.067.790	12,10	1.306.889	12,16	1.820.146	12,39
4.1.1.1.	Republike Slovenije	331.145	7,30	365.174	4,14	353.687	3,29	711.927	4,85
4.1.1.2.	Druge obveznice	435.891	9,62	702.616	7,96	953.203	8,87	1.108.219	7,55
4.1.2.	Delnice (skupaj)	3.211.731	70,85	6.912.454	78,36	8.475.104	78,88	11.479.679	78,17
4.1.2.1.	Na org. trgu VP	3.013.425	66,47	6.614.922	74,99	8.424.155	78,41	11.411.735	77,70
4.1.2.2.	Na zunaj org. trgu VP	198.307	4,37	297.532	3,37	50.950	0,47	67.944	0,46
4.2.	Tuji (skupaj)	0	0,00	0	0,00	192.046	1,79	189.048	1,29
4.2.1.	Obveznice (skupaj)	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
4.2.2.	Delnice (skupaj)	0	0,00	0	0,00	192.046	1,79	189.048	1,29
5.	Drugi VP	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
6.	Depoziti v banki in DFO	323.969	7,15	96.900	1,10	200.791	1,87	707.228	4,82
7.	Skupaj(1+2+3+4+5+6)	4.533.333	100,00	8.821.553	100,00	10.744.162	100,00	14686340	100,00

Vir: Letno poročilo Agencije 2001, 2002, str. 120.

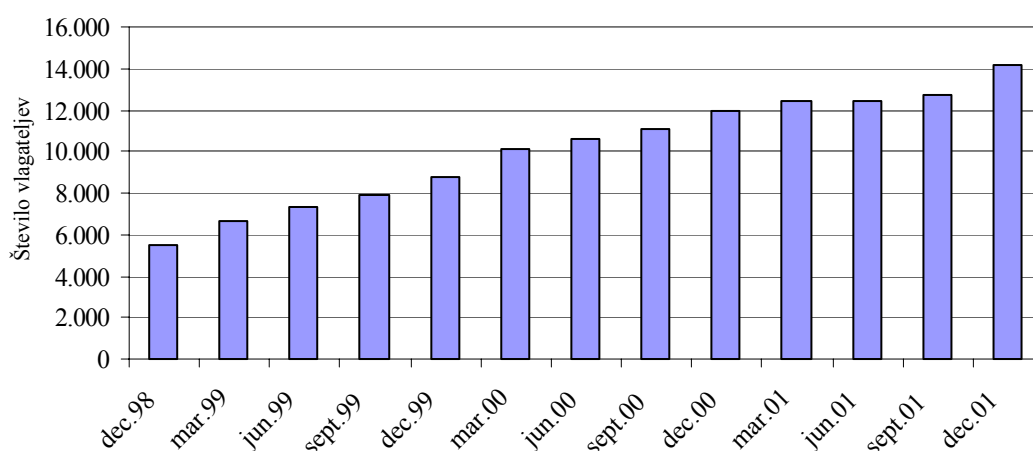
Kot je videti v Tabeli 3 se struktura naložb vzajemnih skladov po letih ni spreminjala. Najpomembnejši delež naložb so ostali dolgoročni vrednostni papirji, ki so predstavljali v letu 1997 83,4 odstotka, leta 1998 87,8 odstotka in v letu 1999 kar 90,5 odstotka, med katerimi prevladujejo naložbe v delnice na organiziranem trgu (Letno poročilo Agencije 1997, 1998, 1999). Delež naložb v obveznice se giblje okoli 12 odstotkov, medtem ko kratkoročni vrednostni papirji in druge postavke predstavljajo med 0 in 20 odstotki vseh sredstev.

Od leta 2000 vzajemni skladi nalagajo tudi v tuje vrednostne papirje. V prvem letu je bil njihov delež 1,79 odstotka vseh naložb, v naslednjem letu pa je ta delež rahlo padel, in sicer, na 1,29 odstotka (Letno poročilo Agencije 2001, 2002). Upoštevajoč spremembe, ki jih je

prinesel novi zakon glede dopustnih nalož, lahko pričakujemo, da se bo delež tujih vrednostnih papirjev med vsemi naložbami, v prihodnjih letih povečeval.

Zaradi preteklih dogodkov v sistemu Dadas in zaradi povezovanja vzajemnih skladov s pooblaščenimi investicijskimi družbami (PID), ki niso bile ravno priljubljene, se ljudje niso odločali za naložbe v vzajemne sklade, ampak so nekako še vedno bolj zaupali bankam. Po znižanju bančnih obresti na vezane vloge in zaradi večje seznanjenosti prebivalstva z vzajemnimi skladi pa se je precej prihrankov začelo seliti tudi v vzajemne sklade. To potrjujejo tudi številke o gibanju števila vlagateljev v vzajemne sklade.

Graf 2: Gibanje števila vlagateljev v vzajemne sklade v obdobju 1998-2001



Vir: Letno poročilo Agencije 2001, 2002.

V letu 1998 se je njihovo število povečalo za 41,6 odstotka v primerjavi z letom 1997, do konca leta 1999 je ta številka narasla za 60,8 odstotkov v primerjavi z letom 1998. V letu 2000 je bil le 36 odstoten dvig števila vlagateljev in leta 2001 je število vlagateljev naraslo za 18 odstotkov v primerjavi z letom poprej.

Stari zakon (ZISDU, 1994) je imel marsikatero pomanjkljivost, ki so je pokazala v letih njegovega delovanja in je vplivala na uspešnost in varnost poslovanja vzajemnih skladov. Ni spodbujal razvoja novih naložbenih produktov v smislu naložb vzajemnih skladov v različne nove finančne instrumente. Tako v Sloveniji še vedno ni pravih denarnih vzajemnih skladov v nasprotju z nekaterimi tranzicijskimi državami, kjer je ta oblika vzajemnega sklada že uveljavljena. Tudi indeksnih skladov nimamo, kar je posledica toge omejitve pri sestavi naložb. ZISDU je praktično tudi onemogočil udeležbo tujih finančnih institucij na področju vzajemnih skladov, kar je zaviralo konkurenco v dejavnosti in preprečilo hitrejši prenos znanja in izkušenj z razvitih trgov k nam. Dosedanji zakon tudi ni stimuliral čimprejšnje pretvorbe pooblaščenih investicijskih družb (PID) v vzajemne sklade, kar je tudi zaviralo razvoj te dejavnosti (Po dolgih sedmih letih, 2001). Iz teh razlogov je bila še kako pomembna

harmonizacija zakona (ZISDU, 1994), ki bo prinesla »svež veter« v poslovanje vzajemnih skladov v Sloveniji. Pravzaprav gre za zadnjo priložnost, da se ta veja finančnih storitev razširi tudi pri nas, predvsem da bi preživela po vstopu Slovenije v Evropsko unijo.

3 HARMONIZACIJA IN POSEBNOSTI POSLOVANJA VZAJEMNIH SKLADOV

Od 2.1.2003 velja v Sloveniji novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (2002), ki je v prostor poslovanja investicijskih skladov, kamor uvrščamo tudi vzajemne sklade, vnesel mnogo sprememb. Novi ZISDU-1 (2002) pomeni uskladitev s pravnim redom Evropske unije. V nasprotnem primeru, torej če Slovenije tega področja ne bi uredila, ne bi izpolnjevala obveznosti oziroma zaveze iz 45. člena Evropskega sporazuma o pridružitvi med Slovenijo in Evropsko unijo (Uradni list RS-Mednarodne pogodbe, št.13/97), ki se nanaša na pravico do ustanavljanja družb za upravljanje investicijskih skladov (Predlog ZISDU-1, 2002).

Z vstopom Slovenije v Evropsko unijo se bo slovenski finančni trg razširil, zato je cilj sprejetega zakona, da se v čim večji meri upošteva ureditev poslovanja vzajemnih skladov, ki jo poznajo države članice. Tako bo omogočeno investicijskim skladom Evropske unije v Sloveniji tako delovanje, ki ni manj ugodno od tistega, ki velja za investicijske sklade s sedežem v Sloveniji ter slednjim omogočilo povečanje vključevanja v nastajajoči enotni evropski finančni trg (Predlog ZISDU-1, 2002).

3.1 Posebnosti ureditve vzajemnih skladov v zakonodaji Evropske unije

Države članice Evropske unije uporabljajo za poslovanje in upravljanje investicijskih skladov oziroma vzajemnih skladov določbe Direktive UCITS²⁶ (85/611/EEC), ki je bila sprejeta 20. decembra 1985. Ta direktiva je bila novelirana potem še petkrat. V začetku leta 1988 z Direktivo 88/220/EEC, junija 1995 z Direktivo 95/26/EC, novembra 2000 z Direktivo 200/64/EC in v januarju lanskega leta sta bili sprejeti še dve direktivi, Direktiva 2001/107/EEC in 2001/108/EEC. Z sprejetjem ZISDU-1, je bil tudi naš zakon usklajen z vsemi direktivami.

Zadnji dve direktivi je Evropski parlament potrdil 4. decembra 2001 in s tem sprejel predlagane spremembe k UCITS Direktivi 85/611/EEC iz leta 1985. Direktivi sta dopolnjeni predvsem na področju dopustnih naložb vzajemnih skladov (2001/108/EEC) in pravil, ki zajemajo družbe za upravljanje ter prospekt (2001/107/EEC). Države članice ju morajo

²⁶ UCITS pomeni Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities.

prilagoditi do 13. avgusta 2003 in začeti izvrševati pred 13. februarjem 2004 (The New UCITS Directive explained, 2003).

Direktive Evropske unije so eno izmed orodij Sveta Evropske unije, ki kot pravni akti obvezne narave zavezujejo države članice, da ustrezno spremenijo lastne predpise in jih prilagodijo zahtevam v direktivah. Namen direktiv je doseganje čim večje harmonizacije nacionalnih zakonodaj in s tem možnost za uspešno delovanje notranjega trga EU.

Slovenija, kot bodoča polnopravna članica Evropske unije mora v svoji zakonodaji o investicijskih skladih upoštevati Direktivo UCITS (85/611/EEC) in njene dopolnitve. Do vstopa Slovenije v Evropsko unijo se tako vsi naši vzajemni skladi uvrščajo med non-UCITS sklade, torej tiste, ki še niso usklajeni z evropsko direktivo.

Direktiva o investicijskih skladih (UCITS 85/611/EEC, 1985) vsebuje:

- splošne določbe in obseg; opredeli, kaj je investicijski sklad, kateri investicijski sklad je lahko in kateri ne more biti predmet te direktive
- dovoljenja za družbe za upravljanje in vzajemne sklade; pod kakšnimi pogoji se lahko ustanovi družba za upravljanje in kako lahko pridobi dovoljenje za upravljanje vzajemnih skladov
- obveznosti glede družbe za upravljanje in vzajemnih skladov; razširjeno področje aktivnosti družbe za upravljanje – dopušča dejavnosti svetovanja in upravljanja finančnega premoženja fizičnih in pravnih oseb, tako poučenih kot nepoučenih vlagateljev, kar je posebnost, namreč slovenski zakon na primer dopušča le opravljanje storitev upravljanja premoženja dobro poučenih vlagateljev, ne pa tudi nepoučenih, s čimer je zagotovljena večja varnost investitorja
- obveznosti glede oblike investicijskega sklada in njegovega skrbnika
- obveznosti glede politike naložb, ki določa, da smejo naložbe vzajemnega sklada predstavljati samo prenosljive vrednostne papirje, ki kotirajo na borzi v državi članici in/ali prenosljive vrednostne papirje, s katerimi se trguje na drugem zakonsko urejenem trgu v državi članici in nečlanici, ki redno deluje ter je priznan in odprt za javnost. Za države nečlanice pod pogojem, da so izbiro borze ali trga odobrili pristojni organi ali je predvidena v zakonu ali pravilih upravljanja sklada. Zadnja dopolnjena Direktiva (2001/108/EEC) je manj restriktivna, saj skladom omogoča vlaganje v instrumente denarnega trga, depozite v kreditnih ustanovah, izvedene finančne instrumente, v enote drugih skladov, in indeksnih skladov, torej ne le v vrednostne papirje, ampak tudi v druge likvidne finančne oblike (The New UCITS Directive Explained, 2003)
- obveznosti glede informacij, ki jih morajo dobiti imetniki kuponov oziroma enot premoženja; določila o objavi prospekta in polletnih ter letnih poročil in o bistvenih sestavinah, ki jih morajo vsebovati poročila in prospekt. V dopoljnjeni Direktivi 2001/017/EEC so določena pravila za prospekt, ki je veliko bolj uporabniku prijazen, zajema pa podatke o vzajemnem skladu, investicijski politiki, podatke o izstopni/vstopni

proviziji, pogojih trženja vzajemnih skladov in druge informacije (The New UCITS Directive Explained, 2003)

- splošne obveznosti vzajemnih skladov, ki vsebujejo pravila upravljanja sklada, ki zajemajo vrednotenje sredstev, pravila za izračun vrednosti enot premoženja ob vplačilu in izplačilu
- Posebne določbe, ki se uporabljajo za investicijske sklade, ki tržijo enote premoženja v drugih državah članicah; pogoje za poslovanje družb za upravljanje v drugih državah članicah Evropske unije in nadzor nad njimi
- Določbe glede nadzornih organov, odgovornih za izdajo dovoljenja in nadzor nad skladi
- Kontaktni odbor, katerega naloga je olajšati izvajanje Direktive 85/611/EEC z rednimi posveti o vseh praktičnih težavah, ki nastopijo pri uporabi le te; v obravnavi je predlog, da se Kontaktni odbor ukine
- Prehodne določbe, odstopanja in končne določbe

Nekatera od načel teh direktiv predpostavljajo obstoj prenosljivih vrednostnih papirjev in urejenih trgov, da bi malim vlagateljem dali možnost izbire o nalaganju prihrankov. Usklajevanje nacionalnih zakonodaj s tega področja zahtevam teh direktiv bo omogočilo večjo zaščito investitorjev in lažje trženje enot premoženja v ostalih državah članicah, kar bo zagotavljalo red in preglednost v naraščajoči konkurenci.

3.2 Harmonizacija predpisov o vzajemnih skladih v Sloveniji

Razlog za sprejem novega zakona (ZISDU-1, 2002) je bila potreba po sistematsko zaokroženi ureditvi področja delovanja investicijskih skladov. Posebej je bilo treba urediti vprašanja prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov v Republiki Sloveniji tako, da bi bila slovenska ureditev v celoti usklajena z Direktivo Evropske unije o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (85/611/EEC, 1985) in njenimi dopolnitvami. Novi zakon v večji meri upošteva ureditev, ki jo poznajo države članice Evropske unije in s tem omogoča nadaljnji razvoj segmenta investicijskih skladov. Omogoča tudi delovanje investicijskim skladom držav članic v Republiki Sloveniji, ki ni manj ugodno od tistega, ki velja za investicijske sklade s sedežem v Republiki Sloveniji (Predlog ZISDU-1, 2002).

Temeljna načela zakona, katerih namen je zagotoviti pravne pogoje delovanja investicijskih skladov so (Predlog ZISDU-1, 2002):

- *načelo preglednosti delovanja investicijskih skladov*; vsakomur morajo biti dostopni vsi podatki o dejstvih in okoliščinah, ki so pomembni za oblikovanje odločitve v zvezi z naložbami investicijske sklade
- *načelo varnega in skrbnega poslovanja*; vse osebe, ki profesionalno opravljajo storitve v zvezi z upravljanjem investicijskih skladov (družbe za upravljanje in skrbnik) morajo te storitve opravljati v interesu vlagateljev, ki jim morajo biti vedno vodilo in pri tem ravnati s strokovno skrbnostjo dobrega strokovnjaka (profesionalca)

- *načelo nadzora*; nadzor nad ravnanji subjektov, ki profesionalno delujejo na področju delovanja investicijskih skladov, mora opravljati nadzorni organ z ustreznimi pristojnostmi, ki mu omogočajo učinkovito opravljanje nadzora z namenom zagotavljanja opisanih ciljev

Ob upoštevanju razlogov za sprejetje novega zakona, ciljev in temeljnih načel je bil 29.12.2002 v Državnem zboru sprejet **Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1, 2002)**. Veljati je začel 2.1.2003. Pomembnejše spremembe zakona predstavljam v nadaljevanju.

Z vzajemnimi skladi upravlja družba za upravljanje²⁷. Na tem področju prinaša zakon velike spremembe, ki se v enem delu nanašajo na samo družbo za upravljanje, pomembnejša pa je novost, da se zaradi večje varnosti skladov izvrševanje poslov v zvezi s premoženjem in denarjem skladov prenaša od družbe za upravljanje na *skrbnika*, ki mora biti ločena pravna oseba.

Posamezen investicijski sklad ima lahko le enega skrbnika svojega premoženja. Skrbniške storitve po zakonu lahko opravljajo:

- banke ali podružnice banke države članice, ki je dobila dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje skrbniških storitev
- finančna institucija ali podružnica finančne institucije, katere poslovanje ureja ZTVP-1 (1999) in je pridobila dovoljenje Agencije za opravljanje storitev in katere glavna dejavnost so storitve v zvezi s poslovanjem z vrednostnimi papirji in ter uveljavljanjem pravic iz teh vrednostnih papirjev

Zakon prenaša na skrbnika hrambo in vodenje računov vrednostnih papirjev in drugih naložb investicijskega sklada, vodenje posebnega denarnega računa investicijskih skladov, zagotavljanje izpolnitev obveznosti investicijskega sklada iz poslov, pravilnosti izračunavanja čiste vrednosti sredstev investicijskega sklada in vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada, ipd. Nadzor nad banko skrbnico opravljata Banka Slovenije in Agencija.

Uvajanje funkcije skrbnika bi lahko imelo tudi negativen vpliv na poslovanje vzajemnih skladov (Po dolgih sedmih letih, 2001). Skrbnik je namreč za opravljanje skrbniških storitev upravičen do provizije, ki mora biti izražena v odstotku od čiste vrednosti premoženja vzajemnega sklada (5. odstavek 53. člena ZISDU-1, 2002), kar lahko povzroči dodatne stroške za vlagatelje.

Spremembe, ki se nanašajo na samo *družbo za upravljanje*, so vidne predvsem pri določitvi najnižjega zneska osnovnega kapitala družbe, ki je po novem vezan na obseg premoženja, ki ga družba za upravljanje upravlja. Če namreč skupna vrednost vsega premoženja v upravljanju, ki ga družba za upravljanje upravlja za račun investicijskih skladov in dobro

²⁷ Družba za upravljanje je gospodarska družba s sedežem v Republiki Sloveniji, ki je pridobila dovoljenje Agencije za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov (4. člen ZISDU-1, 2002).

poučenih vlagateljev, presega 55 milijard tolarjev, mora družba za upravljanje najnižji znesek osnovnega kapitala (ta znaša 50 milijonov tolarjev) povečati najmanj v višini, ki je enaka 0,02 odstotka vrednosti razlike med celotnim premoženjem v upravljanju in zneskom 55 milijard tolarjev. Vendar družbi za upravljanje ni potrebno povečati osnovnega kapitala, če izračunani znesek potrebnega povečanja osnovnega kapitala ne presega zneska povečanega osnovnega kapitala v primeru, ko družba upravlja več investicijskih skladov. Takrat mora povečati najnižji znesek osnovnega kapitala, ki znaša 50 milijonov tolarjev, za 25 milijonov tolarjev za upravljanje vsakega nadaljnjega investicijskega sklada.

Poleg teh novosti je nova tudi sestava uprave družbe za upravljanje. V prejšnjem zakonu je bila enočlanska uprava, po novem pa naj bi jo sestavljala najmanj dva člana. Družba za upravljanje lahko prenese posamezne storitve upravljanja investicijskih skladov na druge pooblaščen osebe. Dopusča pa ji tudi možnost upravljanja individualnega premoženja dobro poučenih investitorjev. Po zakonu je dobro poučeni vlagatelj vsaka predvsem pravna oseba, ki nalaga svoje premoženje z namenom ohranjanja vrednosti tega premoženja in doseganja donosov iz takih naložb in ima ustrezna strokovna znanja.

Z vstopom Slovenije v Evropsko unijo se bodo odpravile preostale omejitve prostega pretoka kapitala. S tem bodo liberalizirani posli z vrednostnimi papirji med rezidenti in nerezidenti, kar bo omogočilo vzajemnim skladom, da poslujejo in ob tem razvijajo nove produkte skladno z možnostmi in razvojem globalnega finančnega trga.

ZISDU-1 (2002) odpravlja omejitve, določene v starem zakonu glede *ustanavljanja družb za upravljanje s strani nerezidentov* in glede njihove udeležbe v domačih družbah za upravljanje ter glede *naložb vzajemnih skladov v tuje vrednostne papirje*. Do uvedbe novega zakona so le ti lahko vlagali le 10 odstotkov svojega premoženja v tuje vrednostne papirje, po novem pa teh omejitev ni več. *Družbe za upravljanje iz držav članic*²⁸, ki so v državi članici upravičene upravljati posamezne investicijske sklade (v skladu z Direktivo o investicijskih skladih 85/611/EEC), lahko storitve samo za takšne sklade opravljajo tudi na območju Republike Slovenije. Storitve lahko opravljajo posredno preko podružnice ali pa kupone vzajemnih skladov in delnice investicijskih družb tržijo neposredno. Ta določba se začne uporabljati z dnem pristopa Slovenije v EU. Do vstopa v EU bodo družbe za upravljanje držav članic obravnavane kot tuje družbe za upravljanje, torej bodo lahko v Sloveniji tržile in prodajale investicijske sklade samo preko podružnic.

*Tuje družbe za upravljanje*²⁹ torej lahko opravljajo storitve upravljanja vzajemnih skladov na območju Republike Slovenije samo preko podružnice, če predhodno pridobijo dovoljenje Agencije. Zaradi večje varnosti investitorjev, je eden izmed pogojev za izdajo dovoljenja za ustanovitev podružnice, da mora tuja družba za upravljanje na denarni račun investicijskega

²⁸ Država članica je država, ki je članica Evropskih skupnosti, ki delujejo v okviru Evropske unije (1. odstavek 3. člena ZISDU-1, 2002).

²⁹ Tuja družba za upravljanje je družba, ki ima sedež v tuji državi, torej državi, ki ni članica Evropske unije.

sklada deponirati določen denarni znesek oziroma drugo ustrezno finančno premoženje kot jamstvo za poravnavo obveznosti do imetnikov investicijskih kuponov, katerih prodaja je bila opravljena na območju naše države (4. odstavek 51. člena ZISDU-1, 2002).

Pridružitvev Evropski uniji bo imela velik vpliv ne le na tuje upravljavce in upravljavce držav članic, ki bi želeli pri nas poslovati, temveč tudi na slovenske upravljavce, saj se bo njihov trg močno razširil in povečal. *Slovenske družbe za upravljanje* bodo imele možnost poslovati na trgih držav članic bodisi prek podružnic bodisi neposredno, ta določba se začne uporabljati šele z dnem pristopa Slovenije k Evropski uniji, vendar le, če bodo izpolnjevale pogoje določene s predpisi te države. Slovenska družba za upravljanje, ki namerava odpreti podružnico v državi članici, mora o tem obvestiti Agencijo, le ta pa mora najkasneje v roku treh mesecev po prejemu obvestila posredovati pristojnemu nadzornemu organu v državi članici. O tem mora obvestiti tudi družbo za upravljanje. Agencija lahko zahtevo za posredovanje obvestila tudi zavrne, v primeru, ko na podlagi podatkov s katerimi razpolaga, sklene, da obstaja utemeljen dvom o ustreznosti finančnega položaja družbe za upravljanje. Tudi kadar se družba za upravljanje odloči za neposredno opravljanje storitev v državi članici, mora o tem obvestiti Agencijo in navesti državo. V tem primeru mora Agencija najkasneje v roku enega meseca po prejemu obvestila posredovati obvestilo pristojnemu nadzornemu organu v državi članici.

Ravno tako kot velja za tuje družbe za upravljanje, torej družbe držav, ki niso članice EU, velja tudi za slovenske družbe za upravljanje, da lahko opravljajo storitve upravljanja investicijskih skladov v tuji državi le preko podružnice. Tuje družbe za upravljanje lahko storitve opravljajo le, če dobijo dovoljenje Agencije. Kadar obstaja verjetnost, da bo oteženo izvajanje nadzora nad podružnico v tuji državi, je zahteva za izdajo lahko tudi zavrnjena

Novi zakon je tudi razširil *dopustne naložbe vzajemnih skladov*. Poleg naložb, določenih v starem zakonu, ima lahko vzajemni sklad sredstva naložena v instrumente denarnega trga, druge sklade, izvedene finančne instrumente ipd. Če vzamem celoto dovoljenih naložb, ki jih dopušča novi zakon, lahko premoženje vzajemnih skladov predstavljajo naslednje vrste naložb:

- tržni vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga, ki so sprejeti ali s katerimi se trguje na organiziranem trgu³⁰
- tržni vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga, s katerimi se trguje na drugem organiziranem trgu vrednostnih papirjev v Republiki Sloveniji ali v državi članici, ki redno deluje in je priznan ter odprt za javnost
- tržni vrednostni papirji in instrumenti denarnega trga, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev tuje države

³⁰ “Organiziran trg vrednostnih papirjev je trg vrednostnih papirjev, ki je posredno ali neposredno dostopen javnosti, na katerem trgovanje poteka redno in je urejen in nadzorovan s strani pristojnih organov” (1. odstavek 9. člena ZTVP-1,1999).

- vrednostni papirji, ki jih pridobi družba za upravljanje za račun investicijskega sklada v postopku njihove prve prodaje

Vzajemni sklad ima lahko največ 5 odstotkov sredstev vloženih v vrednostne papirje ali instrumente denarnega trga, izdane s strani posameznega izdajatelja (3. odst. 68. člena ZISDU-1, 2002). Vendar lahko investicijski sklad na podlagi soglasja Agencije in v skladu z načelom rapršitve tveganja vложи do 100 odstotkov sredstev v različne tržne vrednostne papirje, v primeru, če so te naložbe usklajene z določenimi omejitvami³¹ (2. odst. 69. člena ZISDU-1, 2002).

- enote oziroma delnice drugih investicijskih skladov
- denarni depoziti pri kreditnih ustanovah; investicijski sklad ne sme imeti več kot 20 odstotkov svojih sredstev vloženih v depozite pri posamezni kreditni ustanovi (4. odst. 68. člena ZISDU-1, 2002)
- izvedeni finančni instrumenti³²; v tem primeru morajo pravila upravljanja in drugi dokumenti, namenjeni prodaji enot vzajemnega sklada vsebovati jasno opozorilo, da je naložbena politika investicijskega sklada nalaganje sredstev v izvedene finančne instrumente in da je naložba v enote takega investicijskega sklada primerna samo za izkušene vlagatelje in za vlagatelje, katerih premoženjski položaj dopušča prevzemanje večjih naložbenih tveganj, povezanih s takimi naložbami (72. člen ZISDU-1, 2002)
- instrumenti denarnega trga, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, oziroma s katerimi se običajno trguje na denarnem trgu

Vzajemni sklad ima lahko poleg vseh teh vrst naložb tudi dodatna likvidna sredstva, katerih vrsto in obseg predpiše Agencija. Največ 10 odstotkov svojih sredstev ima lahko naloženih tudi v druge prenosljive vrednostne papirje in instrumente denarnega trga. Prepovedane pa so naložbe vzajemnega sklada v plemenite kovine oziroma certifikate, ki predstavljajo plemenite kovine (2., 3., 4. odstavek 64. člena ZISDU-1, 2002).

Največja dopustna izpostavljenost naložb investicijskega sklada v zvezi z izvedenimi finančnimi instrumenti (67. člen ZISDU-1, 2002) ter do posamezne osebe (68. člen ZISDU-1, 2002) in do določenih oseb (69. člen ZISDU-1, 2002), je točno določena. Določene so tudi izjeme, ki dopuščajo odstopanja. Vendar se v podrobnosti pri tem nisem spuščala, saj presegajo obseg diplomskega dela.

Preoblikovanje Pooblaščenih investicijskih družb (PID) ni predmet tega zakona, saj se le to do sprejema posebnega zakona odvija po starem Zakonu o investicijskih skladih in družbah za

³¹ "Vzajemni sklad mora imeti takšne naložbe v najmanj šestih različnih izdajah tržnih vrednostnih papirjev in instrumentov denarnega trga, in vrednost takšnih naložb vzajemnega sklada v posamezni izdaji tržnih vrednostnih papirjev in instrumentov denarnega trga ne sme presegati 30 odstotkov vrednosti sredstev vzajemnega sklada" (2. odstavek 69. člena ZISDU-1, 2002).

³² "Izvedeni finančni instrumenti so pravice, katerih cena je posredno ali neposredno odvisna od cen vrednostnih papirjev, tujih valut oziroma blaga oziroma višine obrestnih mer" (6. člen ZTVP-1, 1999).

upravljanje (1994) in po Zakonu o prvem pokojninskem skladu RS in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (1999), ki določa, da se PID-i preoblikujejo v investicijsko družbo ali delniško družbo. Novi zakon (ZISDU-1, 2002) se PID-ov dotakne le v tistem delu, kjer dodaja možnost njihovega preoblikovanja v vzajemne sklade. Tega namreč prejšnji zakon ni dovoljeval. Preoblikovanje v vzajemne sklade zakon omogoča tudi investicijskim družbam (glej Slika 3, na str. 9), pri čemer pa lahko te zaradi likvidnosti in drugačne, zahtevnejše strukture naložb, ki jo morajo izpolnjevati vzajemni skladi, zaračunavajo v prvih dveh letih po preoblikovanju višjo izstopno provizijo. Le ta lahko dosega v prvem letu višino do 20 odstotkov in v drugem letu do 10 odstotkov (3. odstavek 238. člena ZISDU-1, 2002).

Vzajemni skladi se bodo morali v celoti uskladiti z zakonom v dveh letih po uveljavitvi zakona, t.j. do leta 2005. Te prehodne določbe veljajo tudi za uskladitev vzajemnih skladov, ki bodo do konca leta nastali s preoblikovanjem iz PID-ov. Le da jim bodo roki začeli teči od dneva preoblikovanja dalje. Vsi vzajemni skladi morajo dokler se ne prilagodijo določbam tega zakona nositi oznako »poseben« vzajemni sklad, po uskladitvi z vsemi določbami tega zakona pa oznako »vzajemni sklad« (13. odstavek 235. člena ZISDU-1, 2002).

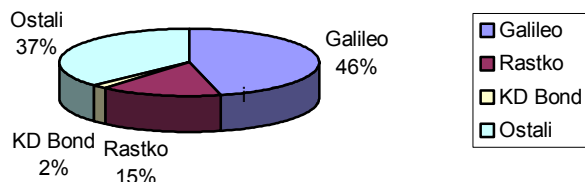
3.3 Analiza poslovanja vzajemnih skladov v Sloveniji po letu 2001

V razvitem svetu so vzajemni skladi hitro naraščajoča dejavnost. Po napovedih naj bi že v prihodnjih nekaj letih presegli obseg depozitov prebivalstva v komercialnih bankah.

Tudi v Sloveniji je zaradi sprememb v novi zakonodaji in z zniževanjem obrestnih mer pričakovati povečanje števila vlagateljev v vzajemne sklade, predvsem v delniške in mešane vzajemne sklade. Z znižanjem obrestnih mer namreč krediti ne bodo več tako ugodni. Vloga bank naj bi se pri prenosu finančnih prihrankov zmanjševala, pomembnejši naj bi postajali drugi finančni posredniki (Grum, 2002). Dodatno pa bo na to verjetno vplivala tudi napovedana obdavčitev bančnih vlog. Varčevanja na borzi so namreč obdavčena, obresti v bankah pa ne (Priljubljeni vzajemni skladi, 2003).

V Sloveniji je konec leta 2002 poslovalo 18 vzajemnih skladov: Polžek, Zajček, Sova, Vipek, Modra kombinacija, Hrast, SPD, Delniški, Galileo, Rastko, KD Bond, Skala, LBM Piramida, Pika, Živa, Alfa, Triglav renta ter VSV (Vzajemni Sklad Vizija). Že nekaj let je največji vzajemni sklad v Sloveniji Galileo, ki ga upravlja družba za upravljanje KD Investments (Finančni trgi, 2003, str. 10). Največji delež je imel tudi v lanskem letu, kar nam prikazuje Graf 3.

Graf 3: Delež premoženja vzajemnih skladov v upravljanju družbe »KD investments« (v letu 2002; vsi vzajemni skladi predstavljajo 100 odstotkov)

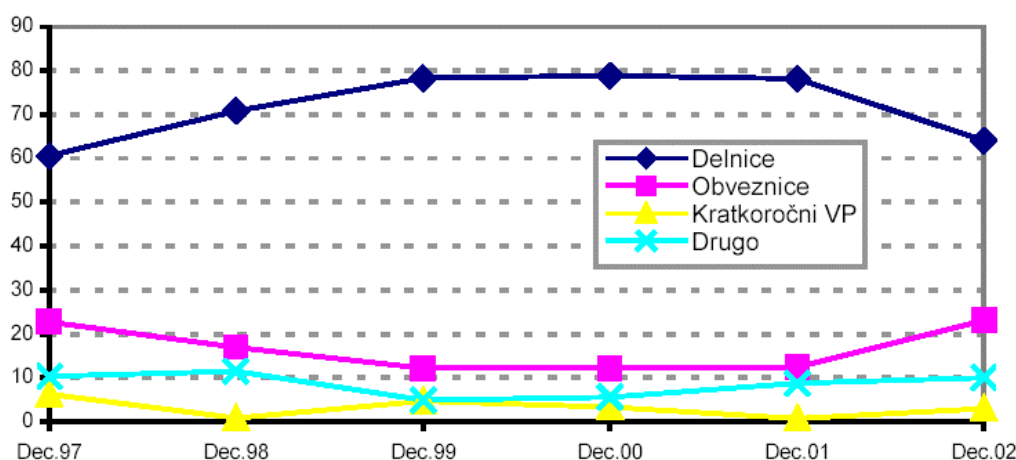


Vir: Vzajemni skladi, 2003.

Koncentracija upravljalcev vzajemnih skladov v Sloveniji je velika (2002), saj kar 63 odstotkov premoženja vseh vzajemnih skladov upravlja ena sama družba za upravljanje in sicer »KD Investments«.

V portfelju slovenskih vzajemnih skladov prevladujejo delnice, ki so uvrščene na domači organiziran trg vrednostnih papirjev, še vedno pa je razmeroma malo tujih vrednostnih papirjev v portfelju vzajemnih skladov. V letu 2000 sta se največja vzajemna sklada (Galileo in Rastko) sicer odločila za naložbe na tuje trge, vendar je delež naložb vzajemnih skladov v tujini zaenkrat še zanemarljiv (Finančni trgi, 2003, str. 10). Konec leta 2002 so imeli tako vzajemni skladi večino sredstev, t.j. 63 odstotkov celotnih sredstev, naloženih v delnice s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Sledile so jim naložbe v domače obveznice s 23 odstotki, preostanek pa so predstavljale naložbe v kratkoročne vrednostne papirje in druge oblike (Finančni trgi, 2003, str. 10).

Graf 4: Struktura naložb za slovenske vzajemne sklade (v %, 1997-2002)



Vir: Finančni trgi, 2003, str. 10.

Po zgoraj navedenih podatkih v Sloveniji prevledujejo naložbe vzajemnih skladov v delnice. Padec v letu 2002 je lahko kratkoročna narave in je posledica evropskega trenda v letih 2001 in 2002, ko je bilo tudi na tujih trgih v tem obdobju zaslediti zmanjšanje naložb v delnice. V tujini pripisujejo to zmanjšanje šibki vrednosti dolarja in vsesplošni šibkosti trga vrednostnih papirjev (Worldwide Mutual Funds Assets and Flows, 2003). Lahko pa je padanje naložb vzajemnih skladov v delnice v Sloveniji leta 2002 glede na leto 2001 kaže zmanjšanje števila primernih delnic na slovenskem finančnem trgu – na primer zaradi prodaje Leka tuji družbi, ki kot večinska lastnica ni več v borzni kotaciji.

Kot zanimivost na tem mestu v spodnji razpredelnici navajam pregled vrste vzajemnih skladov. Razporejeni so po odstotku, ki ga predstavljajo delnice v celotnih naložbah vzajemnega sklada.

Tabela 4: Vrste vzajemnih skladov v Sloveniji glede na njihovo naložbeno politiko v letu 2002

% delnic v vseh sredstvih sklada	Vrsta vzajemnega sklada	Vzajemni skladi
0 – 10 %	Skladi obveznic	Sova, KD Bond
10 – 60 %	Mešani skladi	Vizija, LBM Piramida, Pika, Renta, Vipek, Alfa
60 – 80 %	Skladi delnic in dohodka	Hrast, SPD, Zajček, Skala, Modra kombinacija, Delniški, Galileo, Vipek
80 – 100 %	Delniški skladi	Rastko, Živa

Vir: Mastnak, 2002, str. 40.

Razdelitev na vrste vzajemnih skladov v Tabeli 4 je povzeta po delitvi Mastnaka (2002, str. 40), pri čemer odstopa od običajne delitve, ki je znana v Evropski uniji in tudi pri nas. Prav omenjena razlika v delitvi kaže na nekatere praktične neusklajenosti med Slovenijo in Evropsko unijo na tem področju.

Skupno premoženje vzajemnih skladov je bilo v lanskem letu (2002) 55,4 milijarde tolarjev in se je glede na leto 2001 povečalo kar za 377 odstotkov. Visok porast lahko pripišemo rasti vrednosti delnic na Ljubljanski borzi in zniževanju obrestnih mer. Novembra 2002 se je zaradi kupnin iz prevzema Leka spremenila struktura naložb vzajemnih skladov. Predvsem je bilo zabeležiti povečanje denarnih sredstev. V januarju 2003 je tako skupno premoženje vzajemnih skladov doseglo 58,8 milijarde tolarjev (Finančni trgi, 2003, str. 10). Visok je bil tudi porast števila vlagateljev v vzajemne sklade. Konec leta 2002 jih je bilo 33.281, kar je 235 odstotkov več kot konec leta 2001 (Finančni trgi, 2003, str. 10).

Glede na gibanje neto prilivov v prvem četrtletju letos (2003), ki so dosegli 6,2 milijarde tolarjev in se v primerjavi z istim obdobjem lani podvojili, je pričakovati, da bodo vzajemni

skladi svoje naložbe usmerjali več tudi na tuje trge. »Ob tako visokih stopnjah rasti bo domači kapitalski trg kmalu premajhen, kar bo prisililo sklade, da bodo svoje naložbe usmerjali na tuje trge. Na to bo vplivala tudi napovedana obdavčitev obresti in spremembe obdavčitve kapitalskih dobičkov« (Pomladansko poročilo 2003, 2003, str. 124).

Ob opisu preteklega poslovanja vzajemnih skladov in glede na zakonodajno harmonizacijo z Evropsko unijo, je posredno mogoče zaznati nekatere prednosti pa tudi slabosti varčevanja v vzajemnih skladih v Sloveniji. Zato bom, predno preidem na obravnavo ekonomskega učinka vstopa Slovenije v Evropsko unijo na področju vzajemnih skladov, nekaj teh prednosti in slabosti predstavila v spodnji preglednici.

Tabela 5: Splošne prednosti in slabosti vzajemnih skladov z vidika investitorjev

PREDNOSTI	SLABOSTI
Velika razpršitev finančnega premoženja je bistvenega pomena za zmanjšanje investicijskega tveganja in je splošno sprejet investicijski cilj vzajemnih skladov, ki ne razpršujejo naložb le v posamezne naložbe, ampak tudi v različne skupine le teh	Ni neposrednega stika med investitorjem in investicijskim svetovalcem vzajemnega sklada
Strokovno upravljanje, ki zahteva precej znanja, časa, sredstev in izkušenj, ki jih posamezni investitorji praviloma nimajo	Vzajemni skladi imajo precejšen obseg neposrednih ³³ in posrednih ³⁴ stroškov
Dobra likvidnost, saj lahko investitor kupon vzajemnega sklada katerikoli dan proda (teoretično, v praksi postopek navadno traja nekaj dni) po čisti vrednosti sredstev (zmanjšani za morebitno izstopno provizijo)	Investitor izgubi nadzor nad realizacijo kapitalskih dobičkov
Udobnost investitorja – enostaven postopek nakupa in prodaje kupona vzajemnega sklada, možnost avtomatičnega reinvestiranja dividend in razdeljenih kapitalskih dobičkov, priprave poročila za davčno službo in drugih ugodnosti	Ker število vzajemnih skladov pogosto ni nič manjše od števila naložb (vrednostnih papirjev), s katerimi se trguje, odločitev za izbiro posameznega vzajemnega sklada ni nič lažja kot odločitev za izbiro posamezne naložbe (vrednostnega papirja)

Vir: Bogle, 1994, str. 50 - 55.

³³ Neposredni stroški obsegajo vstopne in izstopne provizije ter provizije, ki pripadajo upravljalcem vzajemnih skladov

³⁴ Posredni stroški so stroški transakcij finančnega premoženja (npr. stroški storitev borznoposredniške družbe)

4 EKONOMSKI UČINKI PRILAGAJANJA ZAKONODAJE

Po vstopu Slovenije v Evropsko unijo lahko pričakujemo rast tako velikosti kot števila vzajemnih skladov. Glavni dejavniki, ki bodo pozitivno vplivali na dejavnost vzajemnih skladov so:

- spremembe v demografski strukturi; staranje prebivalstva
- višja pričakovana donosnost vzajemnih skladov v primerjavi z nekaterimi drugimi naložbenimi oblikami na primer bančnimi krediti
- nova liberalnejša z EU harmonizirana zakonodaja upravljanja investicijskih skladov v smislu naložb; možnosti naložb v nove in globalnejše finančne instrumente

Razvoj vzajemnih skladov v Evropski uniji v preteklosti ob naštetih splošnih dejavnikih, ki kažejo možnosti poslovanja vzajemnih skladov v bodoče v Sloveniji, lahko služi kot dodaten dokaz pričakovane rasti obsega njihovega poslovanja.

4.1 Obseg poslovanja vzajemnih skladov

V Evropi vzajemnim skladom že od devetdesetih let, ko so bili vzajemni skladi ena izmed najhitreje rastočih finančnih sektorjev v Evropi, pomen in velikost zelo naraščata. Pomemben del prihrankov gospodinjstev v Evropi le ta nalagajo v vzajemne sklade. Zato le ti predstavljajo bankam in drugim finančnim institucijam, kot so na primer zavarovalnice, pomembnega konkurenta pri zbiranju sredstev (prihrankov) gospodinjstev. Tudi pri nas je obseg varčevanja prebivalstva v bankah v letu 2002 porasel precej manj kot v prejšnjih dveh letih. Realno za 7 odstotkov, medtem ko je bil ta porast v letu 2001 28.1 odstotkov in v letu 2000 14,8 odstotkov (Pomladansko poročilo 2003, 2003, str. 122). Eden od dveh najpomembnejših vzrokov za nizko rast je tudi zniževanje obrestnih mer za vezane tolarске vloge, ki je verjetno vplivalo na preusmeritev dela prihrankov iz bank na sekundarni kapitalni trg (Pomladansko poročilo 2003, 2003, str.123). Drugi vzrok pa pripisujejo analitiki Urada za makroekonomske analize in razvoj menjavi nacionalnih valut držav članic Evropske monetarne unije.

Najpomembnejši segment evropskih investicijskih skladov predstavljajo ravno vzajemni skladi. V letu 2000 je bilo vloženih vanje kar 3,6 milijarde evrov, kar predstavlja 79 odstotkov celotnega trga investicijskih skladov (The State of the European Investment Funds Industry, 2003).

Zaradi nove zakonodaje, ki je liberalizirala naložbeno politiko, bodo nekateri obstoječi vzajemni skladi povečali delež naložb v tujini, kupovali pa bodo tudi deleže drugih skladov. »Glede novih skladov, ki se bodo pojavili, pričakujemo predvsem dopolnitev obstoječe ponudbe nekaterih družb za upravljanje v smeri v tujino orientiranih skladov. S tem bodo

ponudili njihovim investitorjem samostojno izbiro, koliko bodo investirali doma in koliko v tujino« (Zorman, 2003, str. 21).

Harmonizacija slovenske zakonodaje z EU zakonodajo je bila potrebna. »Če se trenutni upravljavci vzajemnih skladov ne bodo prilagodili novim možnostim, ki jih ponuja zakon, bodo imeli resne težave pri zbiranju sredstev, saj ima tuja konkurenca že dolgoletne izkušnje in za naše razmere velikanske finančne, kadrovske, organizacijske in tehnične sposobnosti«, meni Gvido Jemenšek, vodja trgovanja z vrednostnimi papirji pri Raiffeisen Krekova banka (Jemenšek, 2003, str. 40). Nova zakonodaja je, kot že nekajkrat omenjeno, uzakonila tudi nove oblike vzajemnih skladov (glej točko 1.3. Teorija in praksa vzajemnih skladov).

Trg in ponudba tujih vzajemnih skladov se bosta torej močno povečala. Po pričakovanjih slovenskih poznavalcev razmer na trgu vzajemnih skladov, se bodo družbe za upravljanje držav članic verjetno odločale za »agresivno ponujanje uveljavljenih tujih vzajemnih skladov, manj pa za ustanavljanje novih slovenskih vzajemnih skladov« (Mastnak, 2002, str. 46). Število vzajemnih skladov v Sloveniji bo naraslo, s tem pa se bo povečala tudi konkurenca med njimi. Mednarodna konkurenca je za slovenske povpraševalce nedvomno pomembna, saj ponudnike neprestano sili k izboljšanju kakovosti storitev in zniževanju cen teh storitev (Slovenija in evropska unija, 2003, str. 24). Za ponudnike (upravljavce) pa lahko predstavlja tudi nevarnost. Slovenske družbe za upravljanje bodo zaradi relativne majhnosti, tako v kapitalnem kot kadrovskem smislu, v podrejenem položaju. Pričakovati je, da se bo zaradi ostrejših razmer zmanjševalo število domačih upravljavcev, ki bodo morali zaradi večje izbire med ponudniki na velikem notranjem trgu EU nuditi večji izbor finančnih instrumentov po konkurenčnejših cenah (Slovenija in Evropska unija, 2003, str. 27). Za manjše vzajemne sklade v Sloveniji je z vstopom Slovenije v Evropsko unijo in odpravljenimi še zadnjimi ovirami za nastop tujih skladov na slovenskem ozemlju velika nevarnost, da bodo propadli. Takih manjših upravljavcev, ki upravljajo po en vzajemni sklad, ki nima velikega tržnega deleža ni malo. Kar kaže tudi podatek, da ima družba za upravljanje KD Investments, ki upravlja tri vzajemne sklade, kar 63 odstotni delež. Preostanek tržnega deleža si delijo preostale družbe za upravljanje, med katerimi ima vsaka med 1 in 10 odstotki (Letno poročilo Agencije 2001, str. 118).

Tuji vzajemni skladi bodo verjetno začeli z napadalnimi trženjskimi akcijami, kar bo pripomoglo tudi k večjemu poznavanju te oblike varčevanja za prihodnost in k večjemu nalaganju presežnih sredstev v vzajemne sklade. Posledično je pričakovati naraščanje števila vlagateljev v vzajemne sklade.

Pomemben je tudi podatek, da so v Evropi vzajemni skladi, po sredstvih naloženih vanje, prehiteli banke, zavarovalnice in pokojninske sklade. V sredini devetdesetih let so bile banke in zavarovalnice na prvem mestu, vendar so potem vodilno vlogo začele izgubljati, ko so vzajemni skladi konec leta 1998 zabeležili rekorden sorazmerni porast vloženih sredstev. Vsota čistih sredstev vzajemnih skladov se je od leta 1995 do 2000 skoraj potrojila, kar

pomeni približno 28 odstotno letno rast (The State of the European Investment Funds Industry, 2003). V podobni smeri gre tudi razvoj v Sloveniji. Po podatkih Strategije gospodarskega razvoja Slovenije 2001-2006 (v nadaljevanju: Strategija), ki jo je pripravil Urad za makroekonomske analize in razvoj, se bodo varčevalci v večji meri začeli seliti k drugim segmentom finančnega trga. Tudi zaradi davčne reforme, s katero naj bi polno zaživel prostovoljno dodatno pokojninsko zavarovanje, pričakujejo, da bo prišlo do strukturnih sprememb, ki predstavljajo za vse segmente finančnega sektorja veliko poslovno priložnost. Torej lahko pričakujemo porast števila vlagateljev v vzajemne sklade tudi pri nas (Strategija gospodarskega razvoja Slovenije 2001-2006, 2003, str. 75-76).

V prihodnjih letih se bo krog vlagateljev v vzajemne sklade razširil tudi na širši del slovenskega prebivalstva. »Vlagatelji se bodo verjetno odločali tudi za dolgoročneje varčevanje z rednimi mesečnimi vplačili v vzajemne sklade. To naj bi bil glavni generator nadaljnje rasti vzajemnih skladov v Sloveniji, pomagala pa mu bosta še pričakovana spremenjena obdavčitev kapitalskega dobička s treh let na eno leto in obdavčitev obresti« (Jemenšek, 2003, str. 40).

4.2 Sprememba odgovornosti

Kot pravi Charles S. Sanford v svojem članku *Financial Markets in 2020*³⁵, je eden od elementov, ki se ne bo nikoli spremenil - človeška narava, katere osnovna značilnost je želja po varnosti (C. S. Sanford, 1999, str. 541).

Poenotenje slovenske pravne ureditve na področju finančnih storitev z ureditvijo v Evropski uniji omogoča vstop tujih finančnih institucij na slovenski trg in dostop slovenskih finančnih posrednikov in njihovih strank na tuje trge. Spremembe, ki jih to prinaša, se odražajo tudi pri regulatorjih in nadzornikih, katerih uspešno delovanje in sodelovanje omogoča posameznikom na teh trgih zagotoviti večjo varnost.

S finančno zakonodajo, sprejeto v letih 1999 in 2000, je bil narejen pozitiven premik pri zagotavljanju učinkovitega nadzora finančnih storitev v Sloveniji. S to zakonodajo je Slovenija dejansko zavrnila koncept ene nadzorne institucije. Odločila se je, da nadaljuje nadzor finančnega sektorja s koordinirano aktivnostjo treh nadzornih institucij: Banke Slovenije, Agencije za zavarovalni nadzor in Agencije za trg vrednostnih papirjev. Vse tri pa sodelujejo tudi z nadzornimi institucijami drugih držav, bodisi držav članic EU bodisi tretjih držav (Strategija gospodarskega razvoja Slovenije 2001-2006, 2003, str. 80).

Varnost je tudi ena izmed prednosti, ki jo poudarjajo družbe, ki upravljajo vzajemne sklade. Z razpršenostjo naložb namreč omogočajo zmanjšanje tveganja, da donosnost v prihodnosti ne

³⁵M K. Lewis: *The Globalization of Financial Services*, 1999; Charles S. Sanford, Jr. (1994), "Financial Markets in 2020", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 79 (1), First Quarter, 19-28

bi bila manjša od pričakovane. Vendar pa morajo za večjo varnost poskrbeti tudi ustrezne institucije nadzora v državi, ki preverjajo pravilnost poslovanja družb za upravljanje. Pri nas to funkcijo opravlja Agencija za trg vrednostnih papirjev. Agencija je že v preteklosti sodelovala z nekaterimi evropskimi in svetovnimi institucijami, ki delujejo na trgu vrednostnih papirjev (IOSCO³⁶, ameriški SEC³⁷), v prihodnosti pa bo morala to sodelovanje še poglobiti, predvsem z nadzornimi institucijami držav članic EU (Letno poročilo Agencije 2001, 2002, str. 50, 52).

S prostim pretokom storitev in kapitala pri transakcijah med državami članicami ne sme biti več omejitev, kar lahko spodbudi marsikatero nepravilnost in nepravno dejanje, zato morajo institucije nadzora držav članic Evropske unije sodelovati pri zagotavljanju varnosti predvsem malih vlagateljev in pri prevzemanju odgovornosti.

4.3 Vpliv na donosnost

Na donosnost vzajemnih skladov ima nedvomno vpliv tudi dogajanje na trgu vrednostnih papirjev, saj med naložbami vzajemnih skladov prevladujejo naložbe v dolgoročne vrednostne papirje, t.j. delnice in obveznice. Rast tečajev vrednostnih papirjev je namreč pomemben dejavnik donosnosti vzajemnih skladov. Kadar so cene delnic visoke, je tudi donosnost skladov, ki imajo večino zbranega kapitala investiranega v delnice, visoka in obratno.

Vendar je na tem mestu treba opozoriti, da se vrednost enote premoženja lahko napihuje, če vlagajo vzajemni skladi le v določene delnice, katerim vrednost zraste previsoko. V tem primeru enostavno prihaja do prelivanja denarja od tistih, ki vlagajo v sklade, k tistim, ki takrat prodajajo delnice. Zato je potrebno sprostiti naložbe skladov (kar novi zakon (ZISDU-1, 2002) tudi dopušča saj ni več omejitve desetih odstotkov, ki jih vzajemni sklad lahko naloži v tuje vrednostne papirje). Z večjimi možnostmi naložb ne bo prihajalo do tega, da bi skladi vlagali le v določene delnice in s tem napihovali vrednosti enot premoženja (Petavs, 2002, str. 37).

V skladu s splošnim trendom, ki smo mu priča v Evropi po uvedbi evra, je pričakovati, da bo izdaja vrednostnih papirjev, delnic in obveznic, postala pomembnejši vir financiranja podjetniškega sektorja tudi pri nas. Odvisno od pogojev na finančnih trgih, se bodo podjetja odločala za dodatno financiranje tako doma kot v tujini. To je načeloma koristno z vidika naložbenih možnosti vzajemnih skladov, ki se bodo s tem povečale. Do sedaj sekundarno trgovanje mnogokrat ni bilo v funkciji dodatnega financiranja slovenskih podjetij, ampak je služilo predvsem za preurejanje lastniške strukture v podjetjih. Pri lastniških vrednostnih papirjih Strategija predvideva segmentacijo (Strategija gospodarskega razvoja Slovenije 2001-2006, 2003, str. 78). Najkvalitetnejši slovenski gospodarski subjekti se bodo

³⁶ IOSCO je okrajšava za International Organization of Securities Commissions

³⁷ SEC je okrajšava za Securities Exchange Commission

najverjetneje odločili za uvrstitev svojih delnic na primerne borze v Evropi (Frankfurt, London). S tem bo postalo pomembno tudi dogajanje na tujih borzah, predvsem pa je pomembno, da se bo z odhodom delnic slovenskih podjetij na tuje borze ponudba vrednostnih papirjev na slovenskem trgu zmanjšala. Ljubljanska borza si bo morala svoje mesto med evropskimi borzami še izboriti (Strategija gospodarskega razvoja Slovenije 2001-2006, 2003, str. 78), verjetno predvsem v povezavi z drugimi srednjeevropskimi borzami. Vzajemni skladi pa bodo morali večji del svojih naložb usmerjati tudi v tujino.

Dolgoletne izkušnje vzajemnih skladov v tujini so pokazale, da so donosi vzajemnih skladov, na daljše obdobje, višji kot donosi pri vlogah. Povprečni dolgoročni donosi vzajemnih skladov se v svetu gibljejo med 8 in 15 odstotki, donosi pri bančnih vlogah pa med 4 in 6 odstotki (Lastnosti vzajemnih skladov, 2003). Podobna gibanja donosnosti lahko pričakujemo tudi v Sloveniji, saj se pogoji varčevanja pri bankah zaradi zniževanj obrestnih mer poslabšujejo. Zaradi pričakovanj, da se bodo tudi v Sloveniji donosnosti vzajemnih skladov gibale nad donosnostmi bančnih vlog, lahko pričakujemo, da se bo varčevanje v vzajemnih skladih v Sloveniji v prihodnjih letih povečevalo.

SKLEP

Harmonizacija zakonodaje na področju vzajemnih skladov napoveduje možnosti širitve poslovanja teh skladov tudi na domačem finančnem trgu. Zaradi opisanih znakov mogočega krčenja obsega razpoložljivih finančnih instrumentov na domačem finančnem trgu se lahko zgodi, da zakonodajne spremembe ne bodo bistveno okrepile obsega poslovanja na slovenskem finančnem trgu. Po vstopu Slovenije v Evropsko monetarno unijo pa bo dejanska ocena poslovanja samo na tem segmentu trga Evropske unije možna le omejeno. Pomembno bo kako se bodo slovenski vzajemni skladi uspeli poslovno razviti za naložbe na trgu Evropske unije (Evropske monetarne unije) in tudi na globalnem trgu.

Zaradi nedodelane zakonodaje na področju vzajemnih skladov in zaradi preteklih dogodkov je bilo poslovanje vzajemnih skladov v preteklosti po eni strani zelo burno, v smislu izredno nagle rasti, po drugi strani pa nekontrolirano tvegano, kar se je kazalo v propadu nekaterih vzajemnih skladov. Spremembe po letu 2002, tako v smislu odpiranja domačega trga in nadzora poslovanja vzajemnih skladov, obetajo bolj evropsko usklajeno poslovanje in tudi obseg poslovanja vzajemnih skladov

Vzajemni skladi so eden manjših udeležencev na slovenskem finančnem trgu. Kljub harmonizaciji s predpisi Evropske unije zaradi vstopanja Slovenije v evropsko unijo, ni pričakovati, da bi vzajemni skladi opazneje prispevali h krepitvi obsega poslovanja na slovenskem finančnem trgu. Posebej tudi zato, ker je možno pričakovati upadanje števila finančnih instrumentov, ki bodo neposredno ponujeni na slovenskem finančnem trgu.

Med posebnostmi razvoja vzajemnih skladov v Sloveniji v preteklosti je za prihodnost pomembna visoka upravljavska koncentracija premoženja vzajemnih skladov. Kot kažejo podatki namreč ena sama družba za upravljanje upravlja kar 63 odstotkov (2002) premoženja vseh delujočih vzajemnih skladov v Sloveniji. Visoka koncentracija upravljavcev na slovenskem finančnem trgu lahko v prihodnosti ogrozi delovanje manjših družb za upravljanje, ki upravljajo po en vzajemni sklad. Slednje ne bodo morale konkurirati velikim domačim in tujim tekmecem.

Velik del funkcij, ki jih ima finančni trg se bo prenesel iz slovenskega finančnega trga in ustanov na skupni trg evropske monetarne unije in ustanove. Tako se bo verjetno tudi veliko slovenskih podjetij odločilo, da svoje delnice ponudijo na tujih borzah. Z zmanjšano ponudbo delnic in ostalih vrednostnih papirjev bodo slovenski vzajemni skladi primorani usmeriti svoje naložbe tudi na tuje trge. Na spremembo v sestavi naložb vzajemnih skladov bo vplivalo tudi zniževanje obrestnih mer v prihodnosti. Več naj bi vlagali v delniške in mešane vzajemne sklade na katere sprememba obrestnih mer ne vpliva v tolikšni meri kot na primer na obvezniške sklade.

LITERATURA

1. Bogle C. John: Bogle on Mutual Funds: New Perspective for the Intelligent Investor. New York: Irwin Professional Publishing, 1994. 306 str.
2. Fabozzi Frank J., Modigliani Franco, Ferri Michael G.: Financial markets and Institutions. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1994. 666 str.
3. Grum Andraž: Gibanje slovenskega borznega indeksa in vloga vzajemnih skladov. Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (2002), 10, str. 5-8.
4. Hull John. C.: Options, futures, and other derivatives. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1997. 572 str.
5. Jemenšek Gvido: Zatišje pred novostmi. Kapital, Ljubljana, 13 (2003), 310, str. 40-41.
6. Lavrač Vladimir: Evropska monetarna integracija. Mednarodne finance, Ljubljana, 2002, str. 385 – 415; Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2002, 687 str.
7. Livingston Miles: Money and Capital Markets. New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1990. 429 str.
8. Mishkin Frederic S., Eakins Stanley G.: Financial Markets and Institutions. ZDA: Addison-Wesley, Inc., 1998. 668 str.
9. Mrak Mojmir: Evro in mednarodni finančni trgi (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 47 (1998), 4, str. 2-7.
10. Mrak Mojmir: Evro in mednarodni finančni trgi (2). Bančni vestnik, Ljubljana, 47 (1998a), 5, str. 18-22.
11. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2002, 687 str.
12. Petavs Stane: Male delničarje lahko zaščitimo. Kapital, Ljubljana, 11 (2002), 288, str. 36-38.
13. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
14. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
15. Ribnikar Ivan: Monetarne finančne institucije (IMF). Bančni vestnik, Ljubljana, 51 (2002), 4, str. 44-46.
16. Sanford S. Charles: Financial Markets in 2020. Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, 1994, 79 (1), First Quarter, 19-28; Lewis K. Merwin: The Globalization of Financial Services. Northhampton (USA): Edward Elgar Publishing, 1999, 637 str.
17. Svilan Sibil: Vrednostni papirji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1991. 213 str.
18. Veselinovič Draško: Borzni priročnik ljubljanske borze. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1991. 296 str.
19. Veselinovič Draško: Povezovanje nosilcev infrastrukture finančnih trgov v EU. Bančni vestnik, Ljubljana, 52 (2003), 6, str. 2-8.
20. Zorman Gašper: Leto, ki se ga bomo radi spominjali. Kapital, Ljubljana, 13(2003), 304, str. 20-21.

VIRI

1. Androjna Roman: Kakšne vzajemne sklade lahko pričakujemo na podlagi ZISDU in na podlagi izkušenj v tujini. 6. Borzni fokus. Ljubljana: Ljubljanska borza, 2002, 46 str.
2. Council directive on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (85/611/EEC).
3. Finančni trgi 2003. Ljubljana: Banka Slovenije, 2003. 35 str.
4. Lastnosti vzajemnih skladov.
[URL:<http://www.skladi.com/skladi.php?pg=lastnosti>], 20.6.2003
5. Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 1994, (Poročevalec št.36/95).
6. Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 1995, (Poročevalec št. 33/96).
7. Letno poročilo o delu Agencije za trg vrednostnih papirjev za leto 1996, (Poročevalec št. 21/97).
8. Letno poročilo. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 1997. 80 str.
9. Letno poročilo. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 1998. 125 str.
10. Letno poročilo. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 1999. 135 str.
11. Letno poročilo. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2000. 139 str.
12. Letno poročilo. Ljubljana: Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2001. 126 str.
13. Mastnak Simon: Spoznajmo ZISDU in vzajemne sklade. 6. Borzni fokus. Ljubljana: Ljubljanska borza, 2002. 46 str.
14. Po dolgih sedmih letih.
[URL:http://www.vzajemci.com/clanki_vzajemci/SandiKodrič_Dnevnik_27032001.htm], 27.3.2001.
15. Pomladansko poročilo 2003. Ljubljana: Zavod za makroekonomske analize in razvoj, 2003. 184 str.
16. Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1)-nujni postopek-EPA 589-III, (Poročevalec, št. 103/02).
17. Priljubljeni vzajemni skladi.
[URL:http://www.24ur.com/naslovnica/gospodarstvo/20030107_2019284.php], 7.1.2003.
18. Slovenija in Evropska unija-o pogajanjih in njihovih posledicah. Ljubljana: Urad Vlade RS za informiranje, 2003. 151 str.
19. Strategija gospodarskega razvoja Slovenije 2001-2006. Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in razvoj, 2001. 122 str.
20. The State of the European Investment Funds Industry.
[URL:http://www.fefsi.org/unrestricted_area/statistics/eifi/steuinv.htm], 20.6.2003.
21. The New UCITS Directive explained. [URL: <http://www.fefsi.org>], 20.6.2003.
22. Tuji vzajemni skladi.
[URL: http://www.pinkponk.com/04_index_tuji_vzajemni_skladi.asp], 20.6.2002.

23. Vrednost vzajemnih skladov narasla.
[URL:http://www.24ur.com/naslovnica/gospodarstvo/20021228_2018937.php],
28.12.2002.
24. Vzajemni skladi.
[URL:<http://www.kd-group.si/index.php?ndx=12&pid=12/id=56/cmd=1st&t=slo>],
20.6.2003.
25. Vzajemni skladi v EU in ZDA.
[URL:http://www.24ur.com/naslovnica/gospodarstvo/20030206_2020538.php], 6.2.2003.
26. Worldwide Mutual Fund Assets and Flows, Fourth Quarter, 2002.
[URL: http://www.ici.org/stats/mf/ww_12_02.html], 15.4.2003.
27. World Economic Outlook, Statistical appendix.
[URL:<http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2003/01/pdf/appendix.pdf>], 20.6.2003.
28. Worldwide Investment Fund Assets and Flows, Full-Year 2002. Brussels: Fefsi
International Statistical Release, 2003. 10 str.
29. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS št. 6/94).
30. Zakonom o lastninskem preoblikovanju podjetij (Uradni list št. 55/92).
31. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS št. 56/99).
32. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS št. 110/02).
33. Zakonu o prvem pokojninskem skladu RS in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih
družb (Uradni list RS, št. 50/99).