

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI IN EU

Ljubljana, maj 2004

GORAN SUBOTIČ

IZJAVA

Študent/ka Subotič Goran izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal-a pod mentorstvom Ribnikar Ivan-a in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 9.5.2004

Podpis

KAZALO

1. UVOD	1
2. INVESTICIJSKI SKLADI V RAVZVITIH DRŽAVAH	2
2.1. ZGODOVINSKI RAZVOJ INVESTICIJSKIH SKLADOV	3
2.2. VRSTE INVESTICIJSKIH DRUŽB OZ. SKLADOV	4
2.2.1. VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV GLEDE NA CILJ	5
2.2.2. VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV GLEDE NA NAČIN VNOVČITVE NALOŽB	6
2.2.2.1. ODPRTI SKLADI	6
2.2.2.2. ZAPRTI SKLADI	8
3. VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI	10
3.1. NOVI ZAKON O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE (ZISDU-1)	11
3.2. ZNAČILNOSTI VLAGANJA V VZAJEMNE SKLADE	12
3.2.1. NALOŽBE VZAJEMNIH SKLADOV	13
3.2.2. METODA POVPREČNEGA STROŠKA (DOLLAR COST AVERAGING)	14
3.2.3. STROŠKI IN PROVIZIJE	15
3.2.4. DAVKI	16
3.2.5. TVEGANJE	17
3.2.6. VARNOST PREMOŽENJA	17
3.2.7. SKRBNISKE STORITVE	18
3.3. PREDNOSTI IN SLABOSTI VLAGANJA V VZAJEMNE SKLADE	19
3.3.1. PREDNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV	19
3.3.2. SLABOSTI VZAJEMNIH SKLADOV	20
3.4. ANALIZA VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI	21
3.4.1. DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE	21
3.4.2. OBSEG SREDSTEV V VZAJEMNIH SKLADIH	22
3.4.3. STRUKTURA NALOŽB VZAJEMNIH SKLADOV	26
3.4.4. DONOSNOST VZAJEMNIH SKLADOV	28
3.4.5. KONCENTRACIJA	30
3.4.6. RAZVSTITEV VZAJEMNIH SKLADOV GLEDE NA TIP	31
3.5. OVIRE RAZVOJA VZAJEMNIH SKLADOV	32
3.6. MOŽNE SMERI RAZVOJA VZAJEMNIH SKLADOV	33
4. FRANCIJA	34
4.1. TRG VZAJEMNIH SKLADOV	35
4.1.1. SREDSTVA V VZAJEMNIH SKLADIH	36
4.1.2. STRUKTURA TRGA VZAJEMNIH SKLADOV	37
5. GRČIJA	39
5.1. TRG VZAJEMNIH SKLADOV	40
5.1.1. SREDSTVA V VZAJEMNIH SKLADIH	41
5.1.2. STRUKTURA TRGA VZAJEMNIH SKLADOV	41

6. EVROPA	43
7. SKLEP	47
8. LITERATURA	49
9. VIRI	50
PRILOGE	

1. UVOD

Vzajemni skladi so pri nas relativno nova, v svetu pa že davno uveljavljena in dobičkonosna industrija. Če se po večini drugih ekonomskih in finančnih kriterijev že lahko primerjamo z ekonomsko šibkejšimi članicami Evropske unije (EU) in smo precej pred večino kandidatki za vstop v EU, se po drugi strani ne moremo ponašati z obsegom varčevanja v vzajemnih skladih. Z vključitvijo Slovenije v EU bo slovenski trg vrednostnih papirjev postal sestavni del evropskega trga vrednostnih papirjev, kar bo ublažilo težave, ki jih povzroča njegova majhnost. EU namreč svojim članicam omogoča uresničitev štirih svoboščin: prosti pretok proizvodov, storitev, delovne sile in kapitala.

Industrija investicijskih skladov izkorišča prednosti liberalizacije trga kapitala z nalaganjem sredstev v vse evropske kapitalske trge in prednosti prostega pretoka storitev, ki industriji omogočajo opravljanje svoje osnovne dejavnosti, upravljanje s premoženjem majhnih vlagateljev v vseh evropskih državah. Investicijski skladi zapolnjujejo vrzel med profesionalnim upravljanjem premoženja in samostojnim vlaganjem na borzi, saj omogočajo relativno poceni udeležbo na kapitalskem trgu.

V Sloveniji je zaradi poznega prehoda v tržno gospodarstvo in s tem povezanega mladega in nerazvitega finančnega sistema še vedno bolj pogosta oblika varčevanja v bankah, ki pa je tudi manj tvegano. Vzajemni skladi so tako alternativna oblika varčevanja v bankah, ki je dohodkovno zanimiva in dokaj varna, saj skušajo skladi pri doseganju višjih donosov s svojo investicijsko politiko nevtralizirati tveganje. Namen diplomskega dela je prikazati vrste vzajemnih skladov, prednosti in slabosti varčevanja v njih ter njihov donos, saj je le-ta poleg tveganja najpomembnejši kazalec pri izbiri med različnimi oblikami varčevanja.

Analizo vzajemnih skladov pričnjam s kratko opredelitvijo vzajemnih skladov in njihovo vlogo ter prikazom zgodovinskega razvoja investicijskih skladov v svetu. V tem poglavju bom prikazal tudi delitev skladov glede na cilje, ki jih zastopajo, in glede na način unovčitve naložbe v sklad.

V drugem poglavju sem se osredotočil na razvoj vzajemnih skladov in družb za upravljanje v Sloveniji, predvsem na njihov nastanek oziroma njihovo zgodovino. Poleg tega sem prikazal bistvene značilnosti vlaganja v vzajemne sklade, način njihovega delovanja, prednosti in slabosti s stališča povprečnega malega investitorja ter njihovo dejansko koristnost za le-tega.

V tretjem poglavju sem prikazal stanje na slovenskem trgu vzajemnih skladov in sicer obseg sredstev s katerimi upravljajo družbe za upravljanje in primerjavo med strukturo naložb in donosnostjo vzajemnih skladov. Cilj je ugotoviti uspešnost in problematiko naših skladov odprtega tipa, razloge za nizka vlaganja v to obliko varčevanja pri nas in prihodnja pričakovanja.

V četrtem poglavju sem predstavil položaj vzajemnih skladov v dveh državah, ki sta že v EU. To sta Francija, ki ima najbolj razvit trg vzajemnih skladov v Evropi in pa Grčija, ki sem jo izbral, ker se po določenih ekonomskih kazalcih (BDP per capita) lahko primerja s Slovenijo.

V diplomskem delu sem torej predstavil pozicijo odprtih skladov v Sloveniji. Kot bo razvidno v nadaljevanju tega diplomskega dela, je pri nas le-ta še dokaj slaba, še posebej, če upoštevamo njihov položaj v tujini. To je posledica njihove relativno mlade zgodovine v naši državi. V Sloveniji imajo ljudje še vedno več prihrankov v obliki depozitov pri bankah, kakor pa v drugih alternativnih oblikah varčevanja. To lahko delno pripišemo preteklemu političnemu in finančnemu sistemu na eni strani, hkrati pa nepoznavanju osnovnih značilnosti skladov na drugi strani. S premoženjem skladov namreč upravljajo strokovnjaki, ki natančno analizirajo poslovanje podjetij, poznajo trg in neprestano spremljajo informacije o stanju na trgu. Zato so za malega investitorja (ki pričakuje dobre donose ob relativno nizkem tveganju) vzajemni skladi verjetno najboljša oblika varčevanja. In prav to je razlog, da se v svetu vedno več ljudi odloča za ta način varčevanja. Podoben trend je sicer opazen tudi v naši državi, vseeno pa se zastavlja vprašanje, kdaj bomo dohiteli ostale države na tem področju.

2. INVESTICIJSKI SKLADI V RAZVITIH DRŽAVAH

S pojavom vrednostnih papirjev ter z ugotovitvijo, da so naložbe prihrankov v vrednostne papirje lahko bolj donosne kot vezava gotovine v banki, vendar povezane z večjim ali manjšim tveganjem, predvsem v odvisnosti od vrste vrednostnega papirja, ki je predmet nakupa, so se v razvitih ekonomijah pojavili investicijski skladi. To so posebne finančne institucije, ki so se razvile s ciljem doseganja učinkovitega in uspešnega upravljanja, ki omogoča oplemenitenje vloženih denarnih sredstev. Preko investicijskega sklada se malemu investitorju ponuja možnost, da v zameno za svoj denar, dobi delnico oz. kupon investicijskega sklada. Z nakupom enega samega vrednostnega papirja tako doseže večjo diverzifikacijo naložb, razpršitev in s tem zmanjšanje tveganja.

Investicijske družbe oz. investicijski skladi so finančne institucije. Njihovi ustanovitelji so različni subjekti. To so lahko finančne družbe (pokojninski in zavarovalni skladi, banke), pa tudi premožni posamezniki. Ustanovitelji morajo takšno družbo upravljati. Praviloma je v svetu takšen sklad samostojna pravna oseba. Če takšno družbo oz. sklad ustanovi poslovno-investicijska banka sama, je tak sklad lahko tudi del banke. Vsekakor pa banka upravlja sklad (Žnidaršič Kranjc, 1999, str.17).

Namen ustanovitve investicijskih družb je zadovoljiti različne potrebe oz. želje, ki jih navadno ni mogoče zadovoljiti z neposrednim investiranjem v posamezne vrednostne papirje. Posamezniki imajo različne investicijske potrebe. Upokojenec daje npr. prednost naložbam, ki mu zagotavljajo tekoče dohodke, študent stremi k zagotavljanju dolgoročne rasti kapitala, cilj tretjega je lahko zmanjšanje oz. razpršitev rizika investiranja, varnost oz. zavarovanje itd.

Razlikujemo več oblik investicijskih družb oz. skladov v skladu s tem, kakšne investicijske potrebe težijo posebej zadovoljevati in kakšni bodo investitorji, ki bodo pretežno kupovali njihove vrednostne papirje. Lahko bi rekli, da so investicijski skladi nekakšni finančni posredniki, ki se vrivajo med organizacije, ki izdajajo posamezne vrednostne papirje in posameznike, ki investirajo svoje prihranke v vrednostne papirje.

Investicijski skladi nudijo posameznemu investitorju z majhnimi prihranki možnost, da postane posredno solastnik določenega podjetja, ne da bi se pri tem kot investitor izpostavil tveganju, ki je sicer za to potrebno. Kljub temu, da je znesek prihrankov lahko razmeroma majhen, postaja tak investitor preko investicijskega sklada lastnik oz. solastnik večjega števila podjetij. To mu investicijska družba omogoči tako, da zbere prihranke večjega števila posameznikov ali družb in z njimi, z znanjem, ki ga imajo njeni upravljavci, kupi vrednostne papirje različnih izdajateljev. Posamezniku ob takšni naložbi ni potrebno nobeno znanje o investiranju v vrednostne papirje. Sklad zagotavlja upravljanje portfelja vrednostnih papirjev.

Investicijska družba oz. sklad se ustanovi na enak način kot navadna delniška družba z izdajo delnic ali pa le kot posebna oblika za zbiranje kapitala. Namesto, da bi tako nabavljena finančna sredstva namenili za nabavo produkcijskih dejavnikov (zemlje, opreme, delovne sile) oz. za proizvodno dejavnost, kupi takšna družba vrednostne papirje, ki so jih izdale druge družbe. Tako ima družba v aktivni in pasivi premoženjske bilance le vrednostne papirje. Pasiva predstavlja strukturo delnic investicijske družbe, katere lastniki so tisti posamezniki, ki so svojo gotovino zamenjali za delnice tega sklada, medtem ko predstavlja aktiva vrednostne papirje družb oz. organizacij ali državnih institucij, ki jih je investicijska družba s tem denarjem kupila. Delničar takšnega sklada oz. imetnik kupona nima nikakršne pravice upravljanja s podjetjem, kamor so bili dejansko naloženi njegovi prihranki. Tudi investicijski sklad oz. družba navadno nima pravice upravljanja podjetja, katerega delničar je. Ponavadi je namreč investicijski sklad v posameznem podjetju, zaradi diverzifikacije svoje aktive, udeležen v tako majhnem znesku, da njegov delež premajhen, da bi lahko vplival na upravljanje podjetja. Posamezni delničar sklada nima nikakršnih pravic upravljati sklad, ker ga upravlja organizacija, ki ga je ustanovila. Če je banka ustanovila sklad, je banka tista, ki ga upravlja, ne pa npr. 30.000 posameznikov, ki so s svojim denarjem kupili delnice takšnega sklada.

2.1. ZGODOVINSKI RAZVOJ INVESTICIJSKIH SKLADOV

Začetki investicijskih skladov sežejo vse do 19. stoletja, ko je leta 1822 nizozemski kralj William I. ustanovil prvo investicijsko družbo "Societe Generale des Pays – Bas pour Favoriser L'industrie Nationale". Koncept so v veliko večjem obsegu nadalje razvijali Angleži. Leta 1868 so ustanovili "Foreing and Collonial Government Trust", ki je bil precej podoben današnjim skladom. Manjšim vlagateljem je obljubljal enake prednosti kot so jih bili

deležni večji kapitalisti in sicer tako, da je naložbe razpršil na več različnih delnic. Takrat so bili skladi organizirani podobno kot zaprti investicijski skladi.

Prvi odprti skladi so nastali v Bostonu. Tam so odvetniške pisarne upravljale s premoženjem bogatih družin in ker so družine vse bolj rasle, je tudi premoženje postajalo vse bolj razpršeno. Prvi vzajemni sklad "Investors Trust" je bil v ZDA ustanovljen leta 1924 v Bostonu. Hitro rast sta onemogočila veliki zlom borze 24. oktobra 1929 in recesija, ki mu je sledila. Ljudje so se soočili z nevarnostmi kapitalskih trgov in spoznali, da je nujno potrebna vzpostavitev zakonske regulative le-teh. Najprej je prišel Federal Securities Act leta 1933, ki je normiral uporabo prospekta pri javni ponudbi vrednostnih papirjev, za njim pa sta prišla Federal Securities Exchange Act leta 1934 in Federal Investment Company Act leta 1940, ki predstavlja okvir za registracijo in regulacijo investicijskih podjetij in investicijskih svetovalcev. Zakoni so omogočili zaščito delničarjem skladov pred zlorabami, prestopki managerjev in konflikti interesov. V petdesetih letih so sredstva investicijskih skladov pričela rasti; takratni skladi so večinoma investirali v delnice in praviloma zaračunavali vstopne provizije. Sedemdeseta leta so pomenila rojstvo denarnih skladov, ki je bila reakcija na slabše razmere na kapitalskih trgih in na želje vlagateljev po kratkoročnih naložbah oziroma po tistih, ki prinašajo stalne dohodke. Zadnji dve desetletji so skladi rasli z zavirljivimi stopnjami rasti, saj se je bistveno izboljšalo stanje na kapitalskem trgu, poleg tega tudi industrija neprenehoma ponuja vedno nove produkte in storitve, s čimer ji uspeva zadovoljiti potrebe še tako izbirčnih vlagateljev.

Investicijski skladi so bili primarno organizirani s ciljem, da izpolnjujejo potrebe malih investitorjev po profesionalnem managementu in diverzifikaciji njihovih sredstev. Dandanes pa se k skladom vedno bolj obračajo tudi institucionalni investitorji kot npr. bančni "trusti", pokojninski skladi zaposlenih, zavarovalnice in razne fundacije. Prednosti, ki jih prinašajo skladi, želijo izkoristiti tudi institucionalni investitorji. To so profesionalno upravljanje, diverzifikacija portfelja, razumne provizije, likvidnost, relativno dobri rezultati managerjev in pregled nad delovanjem in rezultati različnih skladov, ki morajo o svojem poslovanju javno poročati delničarjem in državnim organom.

V svetu je danes preko 50.000 investicijskih skladov, samo v ZDA pa je obseg sredstev, ki so vloženi v investicijske sklade, znaša več kot 8.000 milijard USD.

2.2. VRSTE INVESTICIJSKIH DRUŽB OZ. SKLADOV

V osnovi delimo investicijske družbe oz. sklade glede na (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 27):

- cilj, ki ga sklad zasleduje in je povezan s ciljem investitorja, ki vlaga v takšen sklad,
- možnost oz. način vnovčitve naložbe v skladu.

2.2.1. VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV GLEDE NA CILJ

Želje posameznih investitorjev so zelo različne. Posamezni vlagatelji želijo s svojimi vlaganji pridobiti čim večjo dividendo, drugi pa imajo zopet kot prednostni cilj maksimalno rast svojega vložka. Da bi zadovoljili želje različnih vlagateljev, se ustanavljajo skladi z različnimi cilji.

Namen ali cilj posamezne investicijske družbe oz. sklada se opredeli že ob ustanovitvi. Od cilja in namena sklada je odvisna tudi vrsta vrednostnih papirjev, ki jih ima sklad v svoji aktivi in jih kupuje. Številne investicijske namene lahko strnemo v nekatere skupine namenov, ki hkrati predstavljajo tudi obliko sklada, saj so zanjo značilni prav vrednostni papirji, v katere investira.

Temeljne skupine skladov oz. družb, ki se razlikujejo po namenu (Fredman 1993, str. 24-29):

- **Sklad rasti**
Cilj sklada je donosnost kapitala, torej rast cen vrednostnih papirjev, ki jih ima sklad. Da bi dosegli kar največji kapitalni dobiček (t.j. razliko med ceno, po kateri smo delnico kupili in ceno, po kateri lahko delnico prodamo), je nujno potrebna rizičnost. Kupujejo se visoko donosni vrednostni papirji, zlasti delnice, katerih cene hitro rastejo.
- **Sklad dohodka**
Cilj tega sklada je čim večji tekoči gotovinski dohodek iz dividend oz. obresti, zato so predmet nakupa vrednostni papirji z visoko obrestno mero oz. dividendo. Seveda pa večji donos vrednostnega papirja spremlja večje tveganje. Primer takšnega sklada je Junk Bond Fund, ki investira v podjetniške obveznice slabše kvalitete, ki pa imajo zelo visok donos.
- **Sklad rasti in dohodka**
Sklad skuša doseči donosnost kapitala ob hkratnem zagotavljanju nekega gotovinskega dohodka iz dividend in obresti. Rizičnost tega sklada je manjša kot pri prej navedenih, t.j. skladu rasti in skladu dohodka. Predmet nakupa so navadne delnice.
- **Sklad dohodka in rasti**
Cilj tega sklada je dohodek iz dividend in šele nato kapitalna donosnost. Pri tem so predmet investiranja delnice največjih in najboljših podjetij (Blue Chip) ter referenčne delnice.
- **Uravnoteženi skladi**
Zasleduje tako tekoči dohodek kot kapitalni donos ter posebej stabilnost investicije. Ta sklad nudi manjši donos ob ugodnih in manjšo izgubo ob neugodnih tržnih gibanjih. Predmet investiranja so različne delnice in obveznice.
- **Sklad brez obdavčenj**
Ta sklad praviloma investira le v komunalne obveznice, ki navadno niso obdavčene.
- **Sklad obveznic**
Cilj tega sklada je zagotoviti tekoče stabilne dohodke, zato so predmet investiranja nizko, srednje in visoko kvalitetne podjetniške obveznice.

Poleg navedenih oblik skladov, ki se razlikujejo po cilju, ki ga zasledujejo, pa poznajo v svetu še posebne oblike skladov. Med njimi so najpomembnejši:

- Sklad kratkoročnih vrednostnih papirjev, ki investira le v kratkoročne vrednostne papirje in je zato visoko likviden.
- Specializirani skladi, ki investirajo le v določene dele industrije ali druge dejavnosti oziroma v delnice teh organizacij.
- Sklad nepremičnin, ki investira v nepremičninske hipoteke in druge nepremičninske vrednostne papirje; le-ti omogočajo udeležbo pri lastništvu teh nepremičnin in pridobivanje rente ter tudi davčne olajšave. Zaradi stabilnih, čeprav nižjih donosov, so naložbe v te sklade zelo varne.

2.2.2. VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV GLEDE NA NAČIN VNOVČITVE NALOŽB

Za poznavanje delovanja investicijskih skladov je pomembna tudi delitev skladov na t.i. odprte in zaprte sklade, ki se razlikujejo predvsem na način vnovčitve delnic oz. certifikatov, ki so v rokah investitorjev v te sklade.

2.2.2.1. ODPRTI SKLADI

V primeru odprtega sklada (Open-end Investment Company/Fund), ki navadno ni delničarska družba, lahko investitor kupi ali proda posamezne enote sklada (npr. investicijski kupon) ob vsakem času. Cena teh kuponov se določa dnevno, tako da se tržna vrednost vseh vrednostnih papirjev v aktivni deli s številom izdanih investicijskih kuponov sklada. Vrednost sklada se dnevno objavi v časopisu.

Odprti investicijski skladi nudijo investitorjem možnost diverzifikacije vrednostnih papirjev (različne vrste in oblike), kar sicer manjšim investitorjem ni dostopno. To zmanjšuje tudi rizik naložbe. Poleg tega je likvidnost te oblike investiranja velika, saj je vedno možna prodaja oz. nakup. Investicijski sklad na ta način zniža stroške prodaje (provizije) svojih certifikatov.

Odprti skladi so najpomembnejši in najbolj razširjen tip investicijskih skladov. Imenujemo jih tudi vzajemni skladi ali skladi s spremenljivim obsegom kapitala. Njihova glavna značilnost, po kateri se razlikujejo od zaprtih skladov, je v tem, da sklad stalno izdaja oz. prodaja svoje delnice in jih je v vsakem trenutku pripravljen odkupiti od delničarjev, ki jih želijo prodati. To pomeni, da se vrednost sredstev oz. število delnic sklada stalno (dnevno) spreminja. Če managerji prodajo več delnic kot jih odkupijo, imajo na voljo dodatna sredstva za nove investicije v vrednostne papirje, če pa so odkupi večji od prodaj, morajo del vrednostnih papirjev iz aktive prodati. Tako se vrednost sredstev oz. aktiva zmanjša. Za določen obseg dnevnih odkupov delnic ima sklad stalno na voljo rezervo v gotovini, če pa odkupi močno

narastejo, morajo prodati vrednostne papirje iz svojega portfelja, da dobijo potrebno gotovino za plačilo delničarjem.

Prodaja in odkup delnic odprtih skladov teče po dnevni ceni – t.i. neto vrednosti aktive na delnico (Net Asset Value per Share – NAV), ki velja tisti dan. Izračunajo jo tako, da vrednost premoženja v aktivih (torej vsoto trenutne tržne vrednosti vseh vrednostnih papirjev, ki jih držijo v svoji aktivih) zmanjšajo za znesek vseh dolgov, nato pa to delijo s celotnim številom prodanih delnic. To izračunajo ob koncu vsakega poslovnega dne, kar pomeni ceno, po kateri delničar proda svoje delnice nazaj skladu. Hkrati je to tudi cena, po kateri skladi prodajajo dodatne delnice novim investitorjem, če zanemarimo morebitne provizije (Matko, 1999, str. 14-15).

$$\text{NAV (VEP)} = (\text{celotna sredstva} - (\text{obveznosti} + \text{rezervacije})) / \text{število enot v obtoku}$$

Za določitev vrednosti investicije posameznega investitorja je treba pomnožiti dnevno neto vrednost aktive s številom delnic, ki jih investitor ima. Število delnic posameznika lahko naraste ne le z nakupom dodatnih delnic, ampak tudi z reinvestiranjem kapitalnih dobičkov, namesto da bi le-te investitorjem izplačali. Sama vrednost delnic sklada naraste, ko narastejo tečajni vrednostnih papirjev v portfelju.

Pravno gledano je odprti sklad samostojna poslovna enota, ločena od njenih upravljavcev oz. investicijskih svetovalcev. Sklad ima upravni odbor, v katerem mora biti tudi določeno število zunanjih neodvisnih članov. Odprti skladi morajo po zakonu delničarjem in nadzornim institucijam stalno pošiljati natančna računovodska poročila in poročila o izidih delovanja.

Obstajata dva glavna tipa odprtih skladov gleda na zaračunavanje provizije. Tako ločimo sklade s provizijo (load funds) in sklade brez provizije (no-load funds). Pri tem gre za prodajno oz. vstopno provizijo, medtem ko upraviteljsko provizijo zaračunavajo upravljavci vseh skladov. Skladi s provizijo prodajo in distribucijo delnic prepustijo "brokerskim" in drugim posredniškim firmam. Te firme kupcem svetujejo izbiro ustreznega sklada in pokrivajo razne distribucijske stroške. Za to zaračunavajo določeno prodajno oz. vstopno provizijo. Tako se zmanjša količina kapitala, ki ga investitor dejansko investira, saj mora npr. za vloženi 1.000 SIT pri 8% proviziji plačati 80 SIT provizije, torej ostane za investiranje le še 920 SIT. To pomeni, da je odstotek provizije, izračunan na dejansko vloženi znesek še večji (Fredman 1993, str. 73-74).

Skladi brez provizije prodajajo svoje delnice/enote investitorjem direktno (brez posrednikov) po vrednosti neto aktive (VEP oz. NAV). Kupci morajo sklad sami najti in se odločiti, če je zanje primeren. Ti skladi nimajo nobenih prodajnih provizij, zato pa morajo investitorji navadno plačati simbolično (npr. 1%) provizijo ob prodaji delnic, če jih prodajo pred potekom določene dobe. Tako se skladi skušajo izogniti kratkoročnemu trgovanju posameznih investitorjev, ker bi jim to prineslo prevelike transakcijske stroške.

Investitorji morajo paziti še na druge oblike provizij oz. stroškov. To so lahko provizije, ki se plačujejo namesto ob nakupu ob prodaji delnic – to so t.i. back-load funds, ter provizija za pokrivanje distribucijskih stroškov (prodaja in propaganda), za pridobivanje novih delničarjev itd.

Odprti skladi omogočajo vlagateljem, da lahko kadarkoli dobijo izplačan denar v višini deleža njihovega kapitala v celotnih sredstvih sklada. To pomeni visoko stopnjo likvidnosti za investitorja. Da je to možno, mora sklad v vsakem trenutku imeti možnost izračuna neto vrednosti aktive. Zato mora investicijski sklad poznati tečaje vrednostnih papirjev, ki jih ima v aktivih, torej morajo ti vrednostni papirji kotirati na borzah oz. biti tako razširjeni in poznani na drugih finančnih trgih, da je njihov tečaj vsak trenutek znan. Neto vrednosti aktive mnogih ameriških investicijskih skladov so objavljene v dnevnem finančnem časopisju (npr. The Wall Street Journal, itd).

Pri vzajemnem skladu se velikost bilance nenehno spreminja, odvisno od števila vstopov in izstopov iz sklada. Regulatorji trga kapitala običajno predpišejo, kakšna je najmanjša dovoljena velikost sklada – če pade pod to mejo, se sklad na neki način dokapitalizira, združi ali likvidira.

Odprti skladi so mnogo bolj popularni od zaprtih, saj se prilagajajo trgu z variabilnim kapitalom, trgujejo s svojimi delnicami po neto vrednosti aktive in imajo organizirano stalno ponudbo prek bančnih okenc ali borznih posrednikov, kar zagotavlja visoko stopnjo likvidnosti investicije (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 28-31).

2.2.2.2. ZAPRTI SKLADI

Zaprte sklade (Closed-End Investment Funds) imenujemo tudi investicijski skladi s fiksnim obsegom kapitala. To ime nam pove, da je se od odprtih skladov razlikujejo po tem, da je velikost sklada oz. število delnic sklada določeno ob ustanovitvi in fiksno. V tem so podobni delniškim družbam. Zaprti skladi svojih delnic ne odkupujejo, prav tako pa sami ne trgujejo z njimi, ampak to prepuščajo borznim posrednikom na sekundarnem trgu kapitala. Torej so vsi zaprti skladi tudi t.i. load skladi – skladi s provizijo.

Vrednost portfelja oz. premoženja se spreminja le s spremembami tečajev vrednostnih papirjev, ki jih imajo v aktivih, ali pa se poveča z občasnim izdajanjem novih delnic. Investitor lahko kupi delnice sklada ob ustanovitvi sklada oz. ob začetni prodaji novih delnic ali pa kasneje na sekundarnem trgu od drugega investitorja, ki jih želi prodati. Delnice zaprtih skladov kotirajo na borzi in na trgu prek okenc (OTC trg), kjer se oblikujejo njihove tekoče cene.

Tržni tečaj delnice zaprtega sklada ni enak vrednosti aktive na delnico, ampak je odvisen od ponudbe in povpraševanja na sekundarnem trgu. Lahko je diskontna ali premijska cena glede na neto vrednost aktive. Zanesljive razlage za ta pojav ni, opazili pa so povezavo med tržnimi gibanji in velikostjo razlike med neto vrednostjo aktive in tržno ceno. V pogojih padajočih tečajev vrednostnih papirjev, ko pesimistični investitorji delnice zavržejo, je diskont večji; v obdobju naraščajočih tečajev pa se diskont oži in je tečaj bližje neto vrednosti aktive. Delni razlog za prodajo z diskontom je morda tudi v možni vgrajeni davčni obveznosti za delničarje zaradi nerazdeljenih preteklih kapitalnih dobičkov, v preteklih rezultatih skladov ali v borzno-posredniških provizijah za prodajo oz. nakup na borzi, ki jo z diskontom izničijo.

Zaradi takšnega načina trgovanja z delnicami je pritisk na upravitelje skladov manjši, saj se jim ni treba ukvarjati s skrbjo, da bi jim delničarji ušli. Seveda pa lahko v primeru množičnih prodaj delnic tečaj le-tem močno pade. Hkrati se upravitelj skladov ne ukvarja s stalnimi nakupi in prodajami vrednostnih papirjev, ki jih ima v portfelju, kot je to nujno pri odprtih skladih, kjer investitorji dnevno vstopajo in izstopajo v/iz sklada in povzročajo nastanek presežka sredstev, ki ga je treba dodatno investirati, ali primanjkljaja, ki ga morajo kriti s prodajo dela vrednostnih papirjev. Tako ima manager več časa za ustrezne analize vrednostnih papirjev in določanje časovnih terminov nakupov in prodaj vrednostnih papirjev in ima zato mnogokrat tudi ugodnejše investicijske rezultate.

Donosi zaprtih skladov so nemalokrat večji tudi zato, ker so zaradi domnevno manjše likvidnosti oz. fleksibilnosti teh skladov tečaji delnic teh skladov zaradi diskonta nižji in dajejo pri enaki dividendi dejansko večji donos na vložena sredstva še zlasti, če se diskont zmanjša po nakupu.

Zaprti skladi so obdavčeni tako kot delniške družbe, torej morajo plačati davek na dobiček, medtem ko so odprti skladi praviloma davka opravičeni, če tekoče razdelijo dohodek delničarjem. Tudi pri nas so zaprti skladi opravičeni plačila davka na dobiček, če razdelijo najmanj 90% dobička. Zakonodaja nekaterih držav dovoljuje, da se investicijske družbe dodatno financirajo z zadolževanjem. To povečuje tveganje sklada, po drugi strani pa prek finančnega vzvoda povečuje potencialne dobičke vlagateljev. Delno financiranje z zadolževanjem namreč povzroči večji donos na delnico najprej zato, ker je zahtevana donosnost obveznic ali dolga nižja od donosnosti delnice, poleg tega pa tudi zato, ker zaradi financiranja z obveznicami podjetje plača manj davkov.

Zaprte sklade delimo v tri večje skupine (Matko, 1999, str. 18):

- Diverzificirani zaprti skladi, ki investirajo v širok krog vrednostnih papirjev.
- Skladi z dvojnimi namenoma imajo enak delež kapitalnih in dohodkovnih delnic. Lastniki dohodkovnih delnic dobijo ves dohodek portfelja, lastniki kapitalnih delnic pa vse neto kapitalne dobičke portfelja. Ti skladi so časovno omejeni.
- Specializirani zaprti skladi imajo portfelje omejene glede na tip vrednostnih papirjev, gospodarsko panogo, skupino panog ali geografsko okolje.

3. VZAJEMNI SKLADI V SLOVENIJI

Začetek poslovanja prvih investicijskih skladov v Sloveniji sega v leto 1992, ko je bil ustanovljen prvi vzajemni sklad. Čeprav o obstoju investicijskih skladov govorimo že pred letom 1993, je navedena dejavnost doživela večji vzpon in pravno zakonodajo podobno kot v drugih državah osrednje in vzhodne Evrope šele z začetkom privatizacije. Prvi vzajemni sklad ustanovljen pri nas je vzajemni sklad Galileo. Konkurenco je dobil šele konec leta 1992, ko je nastal vzajemni sklad LBM Piramida pod upravljanjem LB Maksime. Do spremembe zakonodaje (1.1.1995) je bilo ustanovljenih že trinajst skladov. Čeprav so zaradi pomanjkanja zakonov prinašali nekoliko drugačno tveganje kot na razvitih trgih kapitala, pa so začeli poslovati precej uspešno.

Vzajemne sklade so pred sprejetjem Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU) upravljale borzno-posredniške hiše in borzni oddelki bank. Po 1.1.1995 so morale sklade upravljati samo še družbe za upravljanje. Mnoge borzne hiše so zaradi novih pogojev in obveznosti zakona opustile funkcijo upravljanja skladov.

Cilji, ki jih je zakonodajalec postavil s sprejetjem tega zakona, so predvsem sledeči (Matko, 1999, str. 22):

- omogočiti nastanek in razvoj novih nebančnih finančnih ustanov z namenom vzpodbujanja in nadaljnega razvoja trga kapitala in vrednostnih papirjev in s tem zagotoviti uravnoveženje slovenskega finančnega sistema,
- omogočiti uporabo zasebnih prihrankov za gospodarski razvoj na način, ki bo z vidika rizika in donosa zanimiv tako za varčevalce kot podjetja,
- zagotoviti malim investitorjem potrebno strokovno pomoč pri uporabi prihrankov s ciljem povečanja donosa ob še sprejemljivi, po možnosti najmanjši stopnji tveganja,
- povečati zaupanje investitorjev v nove finančne ustanove z upoštevanjem zahtevnih evropskih standardov informiranja javnosti in zagotavljanja varnosti poslovanja skladov,
- zagotoviti potrebne instrumente nadzora, ki bodo onemogočili manipulacije ali nevestno poslovanje z zbranimi finančnimi sredstvi s strani oseb in institucij, ki bodo upravljale z njimi,
- oblikovati vzajemne sklade in investicijske družbe po zgledu držav EU na podlagi sprejetih smernic in priporočil ter doseči vključevanje v mednarodne trge kapitala.

Vzajemni sklad lahko oblikuje samo družba za upravljanje (DZU), ki mora pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev (ATVP). Oblikovanje vzajemnega sklada poteka po naslednjih fazah:

- sprejem pravil upravljanja vzajemnega sklada,
- sklenitev pogodbe s skrbnikom upravljanja skrbniških storitev,
- pridobitev dovoljenja ATVP za upravljanje skladov,
- vpisovanje, vplačilo ter izdaja investicijskih kuponov,

- investiranje z vplačili investicijskih kuponov pridobljenih denarnih sredstev v vrednostne papirje,
- izplačila za odkupljene investicijske kupone.

DZU upravlja vzajemni sklad v svojem imenu in za račun imetnikov investicijskih kuponov. Pravno razmerje tako obstoji neposredno med imetniki investicijskih kuponov na eni strani in družbo za upravljanje na drugi strani.

3.1. NOVI ZAKON O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE (ZISDU-1)

Zaradi približevanja Evropski Uniji se je morala spremeniti tudi zakonodaja na področju vzajemnih skladov. Tako je bil novembra 2002 sprejet novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), ki je prišel v veljavo na začetku leta 2003. Novi zakon na področju vzajemnih skladov vnaša evropske norme ter odpravlja nekatere posebnosti naše dosedanje zakonodaje, povezane z lastninskim preoblikovanjem. ATVP je avgusta 2003 objavila še 40 podzakonskih aktov, ki predstavljajo dopolnilo k zakonu.

Zaradi spremembe zakonodaje morajo vzajemni skladi, ki niso usklajeni z novim ZISDU-1 nositi oznako "posebni", ko pa bodo poslovanje, naložbe in prospekt usklajeni z določbami novega ZISDU-1 (najkasneje do začetka leta 2005), pa bo oznaka "posebni" iz poimenovanja umaknjena.

Zakon je prinesel nekaj novih pojmov na področje upravljanja investicijskih skladov. Najprej gre predvsem za pojem "skrbnika". Vlogo skrbnika bodo izvajale predvsem banke, z glavnim namenom nadzorovati delo družbe za upravljanje in zagotavljati korektnost vseh postopkov. Z mehanizmom skrbnika naj bi se varnost premoženja vlagateljev še povečala, vendar pa bodo le-ti za to tudi nekaj plačali.

Naslednja novost odslej omogoča DZU-jem, da lahko poleg skladov upravlja tudi premoženje t.i. dobro poučenih investorjev. Tu bo šlo predvsem za večje institucionalne vlagatelje, ki bodo lahko prepustili del premoženja v upravljanje, po podobnih pogojih kot veljajo za sklade. S tem bodo DZU-ji še bolj neposredno konkurirali borznoposredniškim družbam in bankam.

Bistven premik pomeni tudi pripustitev tujcev na slovensko tržišče. To pomeni, da lahko ustanavljajo DZU-je v Sloveniji ali pa ponujajo svoje storitve v Sloveniji preko podružnice. Po vstopu v Evropsko unijo pa bodo lahko tamkajšnji upravljavci lahko tržili sklade v Sloveniji tudi neposredno, torej, ne da bi bilo treba ustanoviti podružnico. Zaradi majhnosti tržišča pa kakega hudega navala mednarodnih upravljavcev skladov ni pričakovati.

Nadzor nad DZU-ji je po novem okrepljen. Potrebno je več poročanja Agenciji za trg vrednostnih papirjev. DZU-ji bodo morali skrbeti za obvladovanja tveganj in za kapitalsko ustreznost. Določene so tudi zahteve za kadrovske, tehnične in organizacijske pogoje, ki jim morajo zadostiti. Natančneje je sedaj opredeljeno tudi oglaševanje storitev, ki jih nudijo, predvsem s ciljem preprečevanja zavajajočih oglasnih sporočil. Urejeno je tudi trženje skladov, saj so v okviru gospodarskega interesnega združenja družb za upravljanje začeli podeljevati licence, podobno kot to velja za zavarovalne zastopnike.

Pri upravljanju naložb smo končno dočakali ukinitve omejitve na 10% tujih naložb, tako da je odslej možno celoten portfelj sestaviti iz tujih vrednostnih papirjev. Dopusčene so tudi nove oblike skladov, kot so indeksni, denarni, namenski in krovni (oziroma skladi skladov).

Vlagatelji bodo imeli na voljo širšo paleto skladov, ki bodo med seboj bistveno bolj različni kot doslej. Novosti, ki jih prinaša novi zakon so tudi spremembe v smeri še večje varnosti za vlagatelje, vendar hkrati s povečanjem stroškov. Vstopne in upravljaljske provizije odslej niso več zakonsko omejene in so prepuščene konkurenci na trgu. Poleg tega je možno tudi za nekatere druge stroške (revizija, obveščanje vlagateljev, itd.) bremeniti premoženje sklada, kar bo posredno zniževalo donos. Koristna okoliščina pri tem pa je, da morajo upravljavci natančno in na enoten način razkrivati celotne stroške sklada, s čimer je dosežena preglednost. Prej ali slej bodo tudi stroški postali pomemben dejavnik, ko se bodo potencialni vlagatelji odločali med različnimi skladi.

Podrobneje je predpisana tudi vsebina uradnih prospektov skladov, ki so brezplačno na voljo vsakemu interesentu. Tu so predstavljene (in vsako leto ažurirane) vse poglobljene informacije o posameznem skladu in družbi, ki ga upravlja (Kodrič, 2003).

3.2. ZNAČILNOSTI VLAGANJA V VZAJEMNE SKLADE

Vzajemni sklad je premoženje, ki je oblikovano z namenom povečevanja njegove vrednosti z vlaganjem v vrednostne papirje. Premoženje je v izključni lasti vlagateljev in je razdeljeno na enake osnovne dele oz. enote premoženja.

Vzajemni sklad ni pravna oseba, ampak "združeno premoženje vlagateljev". Sklad sam ne more poslovati, upravljati ga mora DZU. DZU vodi evidenco o imetnikih investicijskih kuponov, vodi računovodstvo za sklad, izvršuje investicijsko politiko sklada, skrbi za upoštevanje vseh zakonskih omejitev in obveščanje vlagateljev. Prav tako izvaja praktično vse ostalo v zvezi s poslovanjem sklada. Po zakonu mora biti premoženje sklada popolnoma ločeno od premoženja DZU, da je zagotovljena varnost vlagateljev.

Vzajemni sklad je namenjen predvsem t.i. malim investitorjem, ki na ta način lahko posredno investirajo na borzi. V vzajemnih skladih ljudje varčujejo za razne namene: večje nakupe,

nepremičnine, šolanje otrok, dodatek k pokojnini in podobno. Vzajemni sklad je primerna oblika varčevanja (Matko, 1999, str. 35):

- ker vlagatelju ni treba stalno spremljati podatkov o podjetjih in dogajanju na borzi, da bi lahko v pravem trenutku kupil ali prodal vrednostni papir, ampak za to skrbijo strokovnjaki DZU,
- ker je najmanjša možna vloga vrednost ene točke,
- ker lahko varčevalec svoj denar kadarkoli dvigne (zahteva od DZU, da mu izplača njegovo vlogo v denarju),
- ker varčevalec v vsakem trenutku ve, koliko je njegova vloga vredna,
- ker je z zakonodajo in nadzorom neodvisnih teles dobro poskrbljeno za varnost premoženja,
- ker lahko sklad zaradi velikosti dosega nižje stroške trgovanja kot individualni investitorji, poleg tega pa vzajemni sklad ne plačuje davka na dobiček, ker ni pravna oseba. Zato ima ta način pomembno prednost pred individualnim trgovanjem.

Uspešnost sklada prikazuje gibanje vrednosti enote premoženja (točke) sklada v daljšem časovnem obdobju. Če se je npr. vrednost točke od 1.1. do 31.12. povečala za 20%, to pomeni, da se je varčevalcem, ki so imeli v tem obdobju vlogo v vzajemnem skladu, vrednost njihovih vlog ravno tako povečala za 20%. Sklad je imel torej v tem obdobju 20% donos.

Za kratkoročno varčevanje vzajemni skladi niso primerni. Zaradi kratkoročnih nihanj in vstopne provizije ni smiselno vlagati v vzajemni sklad za kratko obdobje, npr. za 3 mesece. Vlagatelji naj v vzajemni sklad vložijo tisti del sredstev, namenjenih varčevanju, ki jih ne bodo potrebovali vsaj leto dni. Pravijo, da so primerna leta za vlaganje v obvezniški sklad od 1 do 5 let, za delniške pa nad 5 oz. celo nad 7 let.

3.2.1. NALOŽBE VZAJEMNIH SKLADOV

Vzajemni skladi investirajo denar svojih vlagateljev v delnice, obveznice, kratkoročne vrednostne papirje, bančne depozite in ostale naložbe predpisane z zakonom. O tem, katere vrednostne papirje in kdaj bo sklad kupoval ali prodajal odloča naložbeni svet, sestavljen iz več strokovnjakov. Vlagatelji nimajo vpliva na investicijske odločitve. Upravljanje sklada je v izključni pristojnosti družbe za upravljanje, seveda v okviru omejitev, ki jih postavlja zakonodaja, prospekt za javno ponudbo in pravila upravljanja.

Vzajemni sklad ima po zakonu lahko največ 10% sredstev v netržnih vrednostnih papirjih (tistih, s katerimi se ne trguje na organiziranem trgu). To pomeni, da najmanj 90% sklada obsegajo tržni vrednostni papirji, katerih tržna vrednost je načeloma znana v vsakem trenutku ter bančni depoziti in denarna sredstva. Bančni depoziti ne smejo presegati 25% vrednosti sklada. Vrednostni papirji istega izdajatelja ne smejo presegati 5% sredstev sklada, oziroma 10 % sredstev sklada, v kolikor so vsi papirji tega izdajatelja v portfelju tržni (razen za

državne vrednostne papirje). Naložbe v bančne depozite in netržne vrednostne papirje skupno ne smejo presegati 25% vseh sredstev sklada. V vsakem trenutku mora imeti vzajemni sklad vsaj 5% naložb v denarnih sredstvih, bančnih depozitih in kratkoročnih vrednostnih papirjih z rokom dospelja do 6 mesecev. Tako je zagotovljeno, da je vedno možno servisirati zahteve za izplačilo sredstev iz sklada. Zanimiva je novost, da lahko investicijski sklad po novem vlaga tudi v investicijske kupone oziroma v delnice drugega investicijskega sklada, kar je bilo do sedaj onemogočeno. Vendar pa vrednost naložb investicijskega sklada v takšne vrste naložb ne sme presegati pet odstotkov vrednosti premoženja investicijskega sklada.

3.2.2. METODA POVPREČNEGA STROŠKA (DOLLAR COST AVERAGING)

Ena izmed osnovnih značilnosti trga kapitala je stalno nihanje cen vrednostnih papirjev kot posledica ponudbe in povpraševanja. To nihanje pa se glede na sestavo portfelja vzajemnih skladov odraža tudi v naraščanju in padanju vrednosti enote premoženja (točke) vzajemnih skladov (VEP). Zaradi tega se precej vlagateljev znajde v dilemi, kdaj pravi trenutek za vložek. Ker nas odlašanje lahko drago stane, tega pa večina ljudi tudi nima ustreznega znanja za špekulacije glede pravega trenutka za nakup, se je v svetu razvil poseben način vlaganja, ki omogoča vlagateljem izkoriščanje tržnih nihanj in posledično izboljšanje donosov. Ta način vlaganja imenujejo v ZDA Dollar Cost Averaging (Fredman, 1993, str. 183-185), pri nas pa ga poznamo kot metodo povprečnega stroška (MPS).

Metoda povprečnega stroška je posledica vlaganja enakih zneskov v enakih časovnih intervalih (npr. 15.000 SIT vsakega petnajstega v mesecu). Ta način vlaganja ima vgrajeno "inteligentno" zaščito, saj avtomatično kupimo več točk sklada, ko je VEP nizka, in manj, ko je VEP visoka. Večja, kot so nihanja na trgu, večji je vpliv MPS.

Gledano s tega zornega kota so nihanja zelo zaželena, zato je tak način vlaganja primeren za vlagatelje:

- ki lahko vsak mesec vlagajo konstanten znesek,
- ki vlagajo dolgoročno,
- ki se lahko uprejo skušnjavi, da prenehajo vplačevati v obdobjih nestanovitnih razmer na trgu,
- ki so že vložili nek večji znesek, pa bi želeli nadaljevati z mesečnimi vložki.

Kako MPS zniža stroške nakupa točk vzajemnih skladov? Kadar vlagamo svoj denar v vrednostne papirje, moramo praviloma zanje ob nakupu plačati trenutno ceno. Vlagatelj torej redno (obročno) vplačuje enak tolarški znesek v sklad. To pomeni, da za enak znesek kupi več točk takrat, ko je vrednost točke nižja in manj točk takrat, ko je vrednost točke višja. Ta način vlaganja na dolgi rok v večini primerov zagotavlja izboljšane donose. Tako ima vlagatelj možnost za svoj denar dobiti več, kot če bi kupoval stalno število točk sklada po trenutni ceni.

Oglejmo si princip delovanja na enostavnem primeru. Janko in Metka imata rada jabolka. V žepu imata vsak po 9.000 SIT za naslednje tri mesece. Janko se odloči, da bo vsak mesec kupil 30 kilogramov jabolk, Metki pa je njen premoženjski svetovalec svetoval, naj vsak mesec za jabolka porabi po 30.000 SIT. Razlika je razvidna iz spodnje tabele.

Tabela1: Princip delovanja MPS

Mesec	Cena SIT/kg	Janko kupi	Strošek	Metka plača	Dobi
1	100	30KG	3.000SIT	3.000SIT	30KG
2	80	30KG	2.400SIT	3.000SIT	37,5KG
3	120	30KG	3.600SIT	3.000SIT	25KG
Skupaj		90KG	9.000SIT	9.000SIT	92,5KG

Vir: Čuček, 1999, str. 20.

In izid je, da je Metka kupila za enako količino denarja 2,5 kg jabolk več kot Janko. MPS torej ugodno vpliva na donos, vendar pa se postavlja vprašanje v kolikšni meri.

3.2.3. STROŠKI IN PROVIZIJE

Vzajemni sklad ne more poslovati sam, temveč ga upravlja DZU, ki za svoje delo zaračunava določen delež. Pristop k skladu (odprtje računa) je pri slovenskih skladih brezplačen, ravno tako ni nobenih stroškov "vodenja računa".

Pri varčevanju v vzajemnih skladih obstajajo vstopna, izstopna in upravljavška provizija. Vstopna in izstopna provizija sta izraženi v odstotku od zneska vplačila oz. izplačila. Vsota vstopne in izstopne provizije pri obstoječih slovenskih posebnih vzajemnih skladih ne presega 3 % na vsak vplačani oz. izplačani znesek. Vstopna provizija je vezana na vrednost točke ob vstopu (vplačilu), izstopna provizija pa na vrednost točke na dan izstopa (prodaje oz. unovčevanja točk). Za nove vzajemne sklade v skladu z ZISDU-1 vstopna provizija ni več zakonsko omejena, izstopna pa je omejena na 3%.

DZU si lahko (po starem ZISDU) izplača največ 2% upravljavške provizije od povprečne čiste letne vrednosti sredstev vzajemnega sklada, ki ga ima v upravljanju. Upravljavška provizija je že vsebovana v vsakodnevno objavljeni vrednosti točke vzajemnega sklada. To pomeni, da je bila provizija že odšteta in torej gre že za "neto" vrednost. Vse višine provizij so vnaprej znane in javno dostopne v prospektu in pravilih upravljanja vzajemnega sklada (za razliko od npr. življenjskega zavarovanja, kjer stroški strankam niso znani).

Po novem zakonu (ZISDU-1) bo DZU upravičena tudi do določenih drugih stroškov, ki jih ima v zvezi z upravljanjem vzajemnega sklada. Upravičena bo lahko do:

- stroškov posredovanja pri nakupu in prodaji vrednostnih papirjev na organiziranem trgu,
- stroškov za provizije, ki jih je treba plačati klirinško-depotni družbi,

- stroškov v plačilnem prometu,
- stroškov revidiranja,
- stroškov obveščanja imetnikov investicijskih kuponov,
- stroškov v zvezi s skrbniško banko,
- davkov in
- nadomestil za nadzor.

Po odbitju stroškov, ki bremenijo sklad, so vlagatelji deležni celotnega preostalega dobička, doseženega s trgovanjem z vrednostnimi papirji (v nasprotju z individualnim upravljanjem portfelja pri borzni hiši, pri čemer si ta običajno vzame še dodaten delež doseženega dobička).

3.2.4. DAVKI

Zakon o davku na kapitalske dobičke je začel veljati s 1.1.1997. Prej so bili kapitalski dobički fizičnih oseb neobdavčeni.

Kapitalski dobiček fizičnih oseb od prodaje investicijskih kuponov je obdavčen, če je vlagatelj dvignil svojo vlogo iz sklada (delno ali v celoti), pri čemer je od nakupa (vplačila) do prodaje (izplačila) minilo tri leta ali manj.

Davčna osnova za davek od kapitalskih dobičkov od prodaje vrednostnih papirjev je realizirani dobiček; razlika med prodajno in nabavno ceno vrednostnega papirja. Če je od nabave do prodaje minilo več kot 6 mesecev, se nabavna cena revalorizira z rastjo cen življenjskih potrebščin, in s tem se osnova zniža. Stopnja obdavčitve je 30%. Če je od vplačila do izplačila minilo več kot tri leta, je dobiček za fizične osebe neobdavčen. V primeru izgube pri prodaji pa se za doseženo izgubo lahko zmanjša davčna osnova iz dobičkov, doseženih pri drugih vrednostnih papirjih in pri prodaji nepremičnin. Dejanska stopnja obdavčitve pa je odvisna tudi od ostalih prejemkov (dohodninska osnova se v primeru izgube iz naslova prodaje vrednostnih papirjev ne zmanjša).

Ministrstvo za finance je dne 19. 12. 1996 izdalo pojasnilo v zvezi z obdavčitvijo, v katerem je zavzelo stališče, da se za določitev nakupne cene v primeru več nakupov in prodaj istovrstnih vrednostnih papirjev po različnih cenah upošteva FIFO (first in, first out) metoda. To pomeni, da se kot nakupna cena najprej prodanega vrednostnega papirja (first out) upošteva cena najprej kupljenega vrednostnega papirja (first in).

Naložbe pravnih oseb v investicijske kupone se knjiži tako kot naložbe v tržne vrednostne papirje. Podjetje jih ima lahko neomejeno dolgo, vendar se obravnavajo kot kratkoročne finančne naložbe, saj jih lahko kadarkoli unovčijo. Stopnja davka je 25% na doseženi dobiček podjetja v poslovnem letu, ne glede na to, ali je bila prodaja po preteku treh let od nakupa ali prej.

3.2.5. TVEGANJE

Stopnja donosa za večino naložb običajno ni znana, kar lahko pomeni možnost velikih izgub ali dobičkov. Ta možnost se običajno imenuje tveganje. Donosnost in tveganje sta navadno v obratnem sorazmerju. Če želi imeti investitor v daljšem časovnem obdobju nadpovprečno visoko donosnost, moramo biti pripravljen nositi tudi nadpovprečno visoko tveganje.

Za vzajemne sklade obstajajo štirje dejavniki, ki vplivajo na velikost njihovega tveganja (Kaplja, 2002, str. 35):

- Vrsta vrednostnih papirjev, ki jih ima vzajemni sklad v portfelju. Vrednostni papirji majhnih, hitro rastočih delniških družb so bolj tvegani kot vrednostni papirji najboljših velikih delniških družb (blue chips). Na splošno pa so delnice bolj tvegane kot obveznice.
- Stopnja, po kateri vzajemni sklad razpršuje svoje finančno premoženje. Z razpršitvijo naložb v različne skupine vrednostnih papirjev in različne posamezne vrednostne papirje znotraj teh skupin je mogoče zmanjšati ali odpraviti le nesistematično tveganje. Vendar pa z razpršitvijo naložb ni mogoče odpraviti sistematičnega tveganja, ki je odvisno od splošnih gospodarskih gibanj.
- Stopnja, do katere upravljalec uporablja finančni vzvod oz. zadolževanje, da bi povečal poslovno uspešnost.
- Obseg, do katerega se upravljalec vzajemnega sklada trudi predvideti tržna gibanja oz. se zavarovati pred tveganjem. Upravljalec sklada lahko zmanjša tveganje z opcijami in terminskimi instrumenti ali s povečanjem deleža denarja v aktivih vzajemnega sklada, če pričakuje, da bodo cene delnic padle.

3.2.6. VARNOST PREMOŽENJA

Za vlagatelja je vedno pomembno, kako varno je njegovo premoženje v skladu. Varnost vlagateljevega premoženja je zagotovljena z velikim številom različnih vrednostnih papirjev, ki so v vsakem posameznem skladu. Razpršenost naložb hkrati zagotavlja tudi manjši vpliv tržnega nihanja cen posameznih vrednostnih papirjev na vrednost točke sklada. Vsak vrednostni papir iz portfelja sklada namreč vpliva na vrednost sklada le sorazmerno s svojo zastopanostjo v skladu. Sklad lahko torej "propade" le, če "propadejo" vsi izdajatelji vrednostnih papirjev iz portfelja sklada. Varnost vlagateljevega premoženja je zagotovljena tudi z možnostjo vpogleda v strukturo sklada, kar lahko vlagatelj opravi na sedežu družbe. S tem lahko natančno vidi, kje dejansko je njegovo premoženje. Pri drugih oblikah varčevanja takih možnosti posameznik nima (Matko, 1999, str. 42).

Agencija za trg vrednostnih papirjev nadzira poslovanje sklada in družbe za upravljanje. Revizijska družba po zaključku poslovnega leta pregleda poslovanje vsakega sklada posebej. Njena naloga je, da presodi in poda pisno mnenje o usklajenosti poslovanja skladov z zakoni.

Za naložbe vlagateljev v vzajemne sklade nikjer na svetu ne jamči država. Varnost vlog je zagotovljena z:

- upoštevanjem vseh zakonskih določb,
- razpršenostjo naložb (vsaka naložba predstavlja realno premoženje),
- nadzorom ATVP, revizorjev, skrbnika.

Zavedati se moramo, da absolutne 100% varnosti ni nikjer, relativna varnost vzajemnih skladov pa je vsekakor velika, kar dokazuje tudi dolgoletno varno poslovanje skladov v tujini. Donos v prihodnosti ni odvisen od donosov v preteklosti. Nihče vlagatelju ne more zagotoviti, kakšna bo vrednost točke na nek dan v prihodnosti. Vrednost vloge v skladu se lahko tudi zmanjša in dobi vlagatelj ven manj, kot je vplačal. Vrednost točke v nekaterih obdobjih raste in v drugih pada, pač glede na gibanje tečajev na borzi.

3.2.7. SKRBNIŠKE STORITVE

Novost, ki jo prinaša ZISDU-1 so skrbniki premoženja (skrbniške banke). To vlogo bo lahko opravljala banka ali druga finančna organizacija, ki bo dobila soglasje ATVP in dovoljenje Banke Slovenije za opravljanje skrbniških storitev. Skrbniške storitve med drugim obsegajo naslednja redna opravila:

- vodenje računa nematerializiranih vrednostnih papirjev za investicijski sklad (IS),
- opravljanje storitve hrambe vrednostnih papirjev, ki so izdani kot pisne listine,
- vodenje denarnega računa za IS,
- zagotavljanje in preverjanje pravilnosti izračuna čiste vrednosti sredstev IS, obračuna provizij družbe za upravljanje, vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada (VS), celotnih stroškov VS in celotnih stroškov imetnika enote VS,
- zagotavljanje, da se prihodek VS uporablja v skladu z ZISDU-1 in drugimi podzakonskimi predpisi in pravili upravljanja VS,
- preverjanje, ali so posamezne oblike naložb v skladu z zakonskimi določili in v skladu z opredelitvami naložbene politike iz prospektov VS,
- preverjanje, ali prodaja, izdaja, odkup, izplačilo in začasna ustavitev ponovnega nakupa ali odkupa enot premoženja VS oz. investicijskih kuponov poteka v skladu z zakonom in pravili upravljanja VS.

Skrbnikova "izredna" opravila pa vključujejo:

- v primeru prisilnega prenosa upravljanja VS, organizacijo zbiranja ponudb DZU, ki izpolnjujejo pogoje za prevzem upravljanja VS,
- začasen prevzem upravljanja sklada,
- izpeljavo likvidacije VS, če prisilni prenos upravljanja ni uspel.

S svojimi pregledi poslovanja in nadzorom nad DZU-ji naj bi skrbniki v prihodnje še zmanjševali naložbeno tveganje vlagateljev v VS. Za svoje storitve skrbnik zaračunava vzajemnemu skladu provizijo, določeno v odstotku od čiste vrednosti sredstev sklada.

3.3. PREDNOSTI IN SLABOSTI VLAGANJA V VZAJEMNE SKLADE¹

3.3.1. PREDNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV

Bistvo uspeha VS je v njihovih prednostih pred neposrednimi naložbami v vrednostne papirje. Te prednosti so:

- **Velika razpršitev finančnega premoženja**
Razpršitev investicij je v skladu s sodobno teorijo finančnih naložb bistvenega pomena za zmanjšanje investicijskega tveganja in je splošno sprejet investicijski cilj VS-ov. Posamezen investitor zaradi omejenih sredstev, časa ali zaradi previsokih stroškov težko doseže primerno razpršitev svojih naložb. VS ne razpršuje naložb le v posamezne vrednostne papirje, ampak tudi v različne skupine vrednostnih papirjev. S tem zagotovi individualnemu investitorju večjo varnost njegove naložbe, saj je tveganje delnice sklada povprečje različno tveganih vrednostnih papirjev.
- **Strokovno upravljanje**
Premoženje VS-a upravljajo posebej usposobljeni in izkušeni posamezniki ali skupine, ki so strokovnjaki s področja financ, računovodstva in investicij. Strokovno upravljanje VS-a pomeni izbiro in gospodarjenje s premoženjem v skladu s temeljnimi investicijskimi cilji in politiko sklada. Glede na to je strokovno upravljanje, ki zahteva precej znanja, časa, sredstev in izkušenj, nedvomno uspešno, saj posamezni investitorji praviloma teh znanj nimajo.²
- **Likvidnost**
Dobra likvidnost naložbe je bistvenega pomena za vse investitorje, še posebno pa za male, ki lahko nepričakovano potrebujejo denar v razmeroma kratkem roku. V večini primerov ponujajo VS večjo likvidnost, kot pa jo imajo posamezne delnice ali zaprti investicijski skladi. Lastništvo VS-ov investitorju pomeni dokaj dobro likvidnost, saj lahko delnico VS-a vsak dan proda (teoretično, v praksi navadno postopek traja nekaj dni) po čisti vrednosti aktive (zmanjšani za morebitno izstopno provizijo). Dobro likviden je tudi VS kot finančna institucija, saj ima del svojih naložb v denarju in kratkoročnih finančnih naložbah.

¹ Boogle, Common Sense on Mutual Funds, 1999.

² Vendar se v zvezi s strokovnim upravljanjem VS postavlja vprašanje, ali tem upravljalcem uspe doseči večjo donosnost (ob upoštevanju stroškov njihovega upravljanja), kot je donosnost nekega naključno izbranega razpršenega finančnega premoženja. To vprašanje se povezuje s temo aktivnega nasproti pasivnemu upravljanju finančnega premoženja, ki je eno od osrednjih vprašanj sodobne teorije finančnih naložb.

- **Udobnost za investitorja**
Udobnost za investitorja v VS-u se nanaša na enostaven postopek nakupa in prodaje delnice VS-a. Pomeni tudi možnost avtomatičnega reinvestiranja dividend in razdeljenih kapitalskih dobičkov, priprave poročila za davčno službo in nudenje drugih storitev in ugodnosti.
- **Nižji transakcijski stroški**
VS-i plačujejo proporcionalno precej nižje provizije, kot jih plačujejo investitorji, ki se na trgu pojavljajo samostojno. To pride do izraza predvsem pri večkratnem trgovanju z vrednostnimi papirji. Zaradi svoje velikosti oz. nakupov večjih količin vrednostnih papirjev na finančnem trgu uspevajo dobiti posamezne diskonte. Manjši transakcijski stroški pa lahko pomembno vplivajo na uspešnost sklada. Prav tako je treba omeniti, da je vsota vstopne in izstopne provizije slovenskih skladov zaenkrat še znatno nižja kot drugod po svetu. To lahko upoštevamo kot dodatno prednost slovenskih skladov, vendar lahko pričakujemo, da se bo višina provizij zaradi uskladitve zakona z evropskimi standardi in vstopa v EU dvignila (na okoli pet ali šest odstotkov).
- **Varnost pred izgubo zaradi neetične prakse**
Izgub zaradi finančnih prevar, škandalov in stečajev, v katere bi bili vključeni upravljalci VS-ov, je zelo malo. Za zaščito investitorjev in njihovo zaupanje v tovrstne finančne institucije je pomembno, da je področje poslovanja VS-ov podrobno regulirano s ciljem čim večje varnosti njihovega poslovanja.

3.3.2. SLABOSTI VZAJEMNIH SKLADOV

Naložbe v vzajemne sklade imajo poleg prednosti tudi slabosti:

- **Možnost odločanja vlagatelja**
Uprava VS-a se sama odloča o politiki vlaganja in načinu poslovanja. Vsak investitor je pred nakupom delnic VS-a seznanjen z vsemi temeljnimi značilnostmi VS-a, vendar nanj nima neposrednega vpliva. VS-i ne omogočajo neposrednega osebnega stika med investitorjem in investicijskim svetovalcem VS-a.
- **Stroški**
VS-i imajo občuten obseg neposrednih (provizije pri nakupu in prodaji delnic vzajemnih skladov in provizije, ki pripadajo njihovim upravljalcem) in posrednih stroškov (stroški transakcij finančnega premoženja), ki bremenijo vlagatelja v sklad. Vendar pa ne smemo pozabiti, da skladi na borzi trgujejo vsakodnevno in v primeru vsakodnevnega trgovanja na borzi skladi vendarle poslujejo z mnogo nižjimi stroški, kot bi to uspevalo individualnemu investitorju.
- **Nadzor nad kapitalskimi dobički**
V VS-u investitor izgubi nadzor nad dosego kapitalskih dobičkov, v nasprotju z neposrednim investiranjem, pri katerem lahko natančno določi, kdaj bo in kdaj ne bo dosegel kapitalskega dobička ali kapitalске izgube in pri tem lahko upošteva tudi davčni

vidik. Za večino VS-ov so vprašanja obdavčitve investitorjev stranskega pomena. Posledica tega so lahko dodatni stroški investitorja.

- Število vzajemnih skladov

Število VS-ov pogosto ni nič manjše od števila vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje. Izbira VS-a za posameznega investitorja tako ni nič lažja kot izbira posameznega vrednostnega papirja.

3.4. ANALIZA VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI

3.4.1. DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE

Ob koncu leta 2003 je v Sloveniji delovalo 11 DZU-jev, ki so se ukvarjali z upravljanjem VS-ov. Od vseh edino Ilirika DZU in Abančna DZU upravljata izključno "posebne" VS-e, vse ostale pa upravljajo poleg posebnih VS-ov tudi premoženje pooblaščenih investicijskih družb (PID-ov) oz. posebnih investicijskih družb (ID). V letu 2003 je z delovanjem prenehala AVIP DZU. Vzajemni sklad Vipek, ki ga je upravljala je prešel v upravljanje Abančne DZU, tako, da je ob koncu leta 2003, ta DZU upravljala štiri "posebne" VS-e (Polžek, Sova, Vipek in Zajček), medtem ko sta KD Investments DZU in KBM Infond DZU upravljali po tri posebne VS (Galileo, Rastko, KD Bonda) oz. (Delniški, Hrast, SPD). Primorski skladi so upravljali dva sklada (Pika, Živa). Vse ostale družbe upravljajo samo po en sklad.

V letu 2003 je pričela z delovanjem tudi Medvešek-Pušnik DZU, ki pa se razlikuje od ostalih družb za upravljanje po tem, da ima v upravljanju dva VS (MP-Global.si, MP-Plus.si), ki pa sta že usklajena z novim Zakon-om o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) in ne nosita oznako "posebna".

Največja med družbami za upravljanje je KD Investments, ki je konec leta 2003 upravljala že skoraj 53 milijard SIT ali 57,01% sredstev v slovenskih vzajemcih. To je sicer za 3,57% manj kot leto poprej, a vseeno ohranja nesporen primat. Vzroke za tako moč in tako prepričljivo tržno vodstvo gre iskati tudi v tradiciji, uspešnosti poslovanja in predvsem v aktivnem odnosu s svojimi obstoječimi in novimi strankami.

Probanka DZU je na drugem mestu med upravljalci VS-ov z 11,97% tržnim deležem, na tretjem mestu ji sledi KBM Infond z 6,52% in Abančna DZU z 5,94% tržnim deležem. Slednji je uspelo s tega mesta izpodriniti Krekovo DZU.

Tabela 2: Deleži posameznih DZU pri upravljanju vzajemnih skladov merjeno po obsegu čiste vrednosti sredstev v upravljanju na dan 31.12.2003

DZU	Vrednost (1000 v SIT)	Delež	Št. VS v upravljanju
KD Investment DZU	53.089.620	57,01%	3
Probanka DZU	11.145.913	11,97%	1
KBM Infond DZU	6.070.119	6,52%	3
Abančna DZU	5.531.741	5,94%	4
Krekova DZU	4.572.935	4,91%	1
Ilirika DZU	3.977.849	4,27%	1
Vizija DZU	3.834.588	4,12%	1
Medvešek-Pušnik DZU	2.327.104	2,50%	2
Primorski skladi	1.659.841	1,78%	2
LB Maksima	683.937	0,73%	1
Triglav DZU	224.735	0,24%	1
AVIP DZU	-	-	-
Skupaj	93.118.382	100,00%	20

Vir: Struktura naložb "posebnih" vzajemnih skladov, december 2003.

3.4.2. OBSEG SREDSTEV V VZAJEMNIH SKLADIH

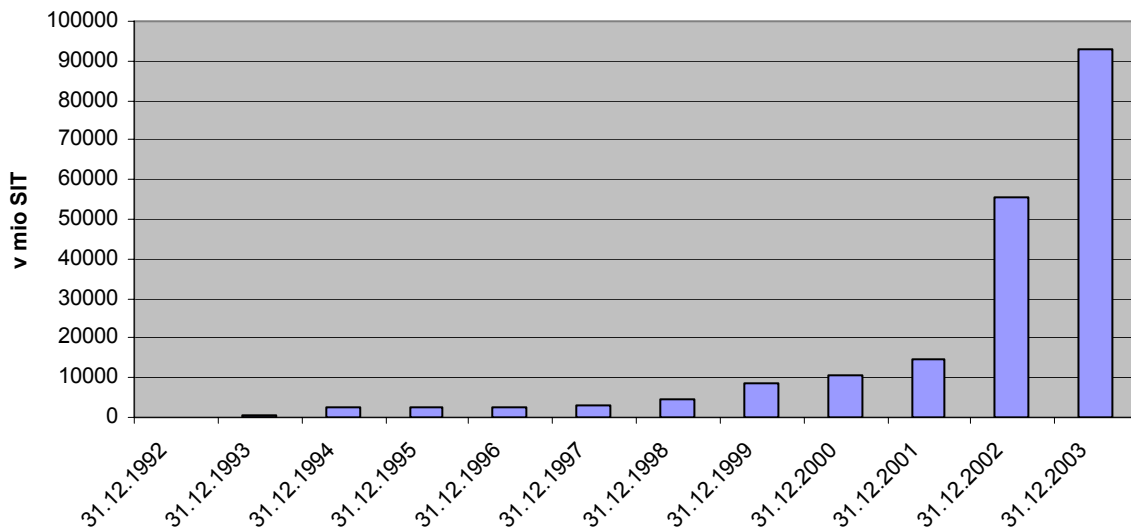
Skupna vrednost VS-a oz. obseg sredstev v VS-u se nenehno spreminja. Razloga sta dva. Prvi je spreminjanje skupne vrednosti VS-a, kot posledica nihanja cen vrednostnih papirjev. Drugi je spreminjanje skupne vrednosti VS-a, kot posledica dnevnih nakupov in prodaj točk VS-a s strani vlagateljev (neto vplačila). Neto vplačila nam povedo, koliko so vlagatelji dejansko prinesli novih sredstev v sklade, saj so neposredno razmerje med vplačili in izplačili iz sklada³.

Obseg sredstev VS-a se tako izračuna kot seštevek vrednosti vseh naložb, ki jih ima sklad na posamezen dan, če pa to vrednost razdelimo na skupno število točk, ki jih imajo vlagatelji na isti dan, dobimo vrednost posamezne točke VS-a.

Na sliki 1, ki nam prikazuje obseg celotnih sredstev v VS-ih po letih, lahko opazimo, da se je obseg sredstev v VS-ih iz 32 milijonov tolarjev konec leta 1992 povečal na 92,8 milijarde tolarjev konec leta 2003.

³ Hkrati pa obstaja tudi neposredna povezava med neto vplačili, številom vlagateljev ter donosnostjo vzajemnih skladov. Zato lahko predvidevamo, da bodo neto vplačila v vzajemne sklade večja, čim večje je število vlagateljev ter čim večja je donosnost vzajemnih skladov. V primeru, da bi kateri izmed vzajemnih skladov izplačeval svoj dobiček, bi vplival tudi ta dejavnik.

Slika1: Skupna sredstva v vzajemnih skladih (v milijon SIT)



Vir: Prikaz stanja sredstev po letih, 2003; Žnidaršič-Kranjc, 1999, str.112.

Prva občutna rast sredstev v VS-ih je prisotna v letu 1994. Rast v tem obdobju ni toliko posledica poslovanja skladov, kot dejstva, da so obstajali investitorji, ki so bili pripravljeni prevzeti tveganje nove oblike nalaganja denarja. V obdobju od konca leta 1994 do konca leta 1997 je bila višina sredstev v VS-ih konstantna ali je celo malo padala (v letu 1996). Razlogov je bilo več. Prvi neugoden preobrat so upravljalci doživeli s spremembo zakonodaje, torej s sprejetjem Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Drug vzrok je bila afera Proficie Dadas d.o.o. in druge finančne goljufije, predvsem piramidalne igre, ki so omajale ugled VS-ov in rast naložb v njih in so na borzi povzročile pravi preplah. Na zmanjšanje naložb je vplival tudi ukrep Agencije za trg vrednostnih papirjev, ki je določila zgornjo mejo vrednosti sredstev v posameznem skladu na 6 milijard SIT in dejstvo, da so bile obresti v bankah tako visoke, da so zadovoljile povprečnega vlagatelja.

Močnejša rast vrednosti naložb v VS-ih je prisotna v zadnjih letih. Prvi občutni skok se je zgodil v letu 1999, ko se je skupna vrednost sredstev VS-ov glede na leto 1998 podvojila. Največja relativna in absolutna rast nasploh je bila dosežena v letu 2002, saj se je skupna čista vrednost sredstev v skladih do konca leta 2002 glede na konec leta 2001 povečala za 278,4%. Tudi v letu 2003 so sredstva v upravljanju VS-ov močno narasla in so dosegla 93 milijard SIT. Glavni razlogi za to so ugodni donosi vzajemcev, padajoče obrestne mere v bankah, zaupanje investitorjev in bolj opazno oglaševanje večjih upravljalcev.

V primerjavi z bančnimi vlogami prebivalstva⁴ je delež prihrankov v VS-ih še skromen in znašal konec leta 2003 zgolj 4,42% vseh vlog, ki jih imajo prebivalci Slovenije v poslovnih bankah. Vendar pa se to razmerje zelo hitro spreminja. Vzrok temu so predvsem zaupanje, ki so ga pridobili vzajemci, njihovi donosi in nižanje obrestnih mer v bankah.

⁴ Vloge prebivalstva v poslovnih bankah so seštevku tolarških vlog in deviznih vlog.

Tabela 3: Vloge prebivalstva v poslovnih bankah, tržna kapitalizacija SBI20 in sredstva v vzajemnih skladih (v milijonih SIT) v obdobju 1995 – 2003

Leto	Vloge prebivalstva v PB	Kapitalizacija SBI20	Sredstva v VS
1995	498.169	95.071	2.604,9
1996	612.257	140.101	2.212,4
1997	742.533	337.086	2.747,3
1998	891.114	524.334	4.419,6
1999	1.033.568	635.850	8.672,2
2000	1.293.712	808.009	10.620,4
2001	1.756.178	985.291	14.629,2
2002	1.978.294	1.553.214	55.375,5
2003	2.097.542 ^a	1.697.876 ^b	92.782,8

a) Vloge prebivalstva 31/10/2003

b) Kapitalizacija SBI20 11/2003

Vir: Bilten Banke Slovenije, november 2003, Pregled trga: letni in mesečni, 2004.

Za relativno nizko višino sredstev v VS-ih v primerjavi s sredstvi v bankah je zaslužna tudi država s svojo davčno politiko na področju bančnih obrestnih mer. Država je ščitila banke, saj ni obdavčevala bančnih depozitov za razliko od dobička v VS-ih, če je šlo za nakup enot VS-ov za dobo, krajšo od treh let.

Tabela 4 prikazuje gibanje obsega sredstev v posameznem VS-u v različnih obdobjih. Razlike med skladi so posledica razlik v času ustanovitve, aktivnosti pri trženju VS-a s strani posameznega DZU-ja, donosov v preteklosti in strukture naložb, predvsem deleža delnic, ki preko donosa najhitreje povečuje vrednost sklada.

Tabela 4: Čista vrednost sredstev v vzajemnih skladih ob koncu leta 2001, 2002 in 2003

Vzajemni sklad	31. 12. 2001 (v SIT)	31.12. 2002 (v SIT)	31.12.2003 (v SIT)
Galileo	6.729.798.074	24.118.000.612	35.665.845.589
Rastko	2.264.261.577	8.479.309.815	14.024.552.451
Alfa	1.225.254.345	7.152.171.443	11.126.572.199
Skala	569.652.555	3.161.262.807	4.565.432.089
Vipek	513.174.534	823.896.818	1.101.177.032
LBM Piramida	475.657.813	561.776.765	682.648.278
Sova	389.515.010	548.344.824	687.128.138
Zajček	322.400.344	1.636.131.702	2.405.103.807
Hrast	317.648.131	1.123.520.926	1.675.890.338
Polžek	294.978.181	812.138.464	1.326.611.378
Pika	256.167.481	366.408.987	620.564.041
Modra kombinacija	235.881.394	1.437.518.474	3.965.749.137
KD Bond	232.863.539	972.933.348	3.272.494.054
Živa	212.888.021	718.841.178	1.038.820.268
Vizija (DSV)	182.193.607	660.635.679	3.775.060.623
SPD	146.444.540	945.585.768	1.196.064.601
Triglav Renta	130.483.314	174.712.285	222.860.374
Delniški	129.666.916	1.666.788.533	3.147.973.925
MP-GLOBAL.SI	-	-	875.095.407
MP-PLUS.SI	-	-	1.407.138.165
Skupaj	14.628.929.376	55.359.978.428	92.782.781.894

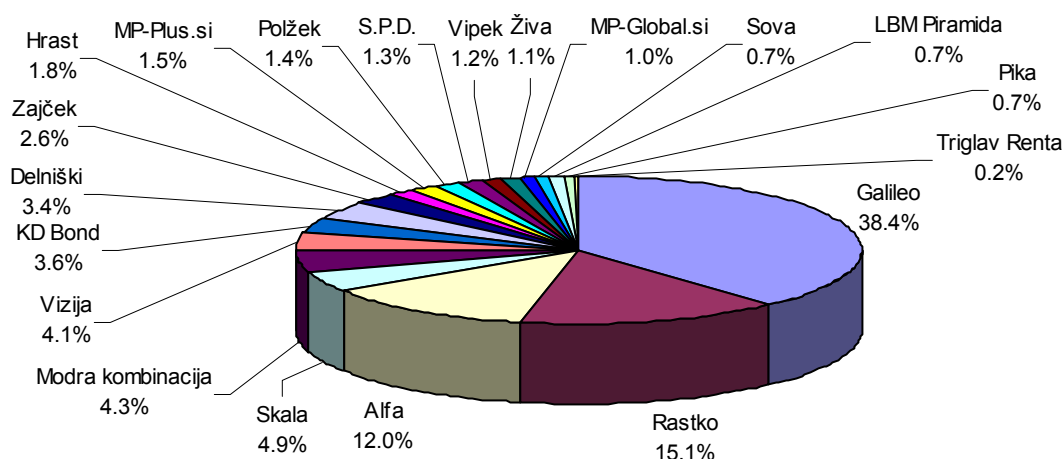
Vir: Letno poročilo Agencija za trg vrednostnih papirjev za leto 2002; Struktura naložb "posebnih" vzajemnih skladov, december 2003.

VS-i so v letu 2003 rasli neenakomerno. V povprečju so se povečali za 67,55%, vendar so nekateri rasli bistveno nadpovprečno. Vzrok te rasti ni bila v toliki meri donosnost, ampak predvsem sveži denar, ki se je stekal vanje. Prednjači VS Vizija, ki je sredstva v upravljanju lani povečal s 660,63 milijona SIT na kar 3.775,06 milijona oz. za 471%. Naslednji VS z izrazitim povečanjem sredstev v upravljanju je KD Bond, ki je v letu dni zrasel z 973 na 3.272,5 milijonov SIT oz. za 236%. Za 175% so kapital v upravljanju povečali v VS Modra kombinacija (Zorman, Kapital, 2004).

Po obsegu kapitala, ki so ga VS-i upravljali konec leta 2003, je vrstni red prvih štirih ostal nespremenjen. Še vedno je daleč največji sklad v Sloveniji Galileo s 35,6 milijarde sredstev v upravljanju oz. 38,4% vseh sredstev v vzajemcih. Sledi Rastko s 14,02 milijarde. Oba vodeča sklada upravlja KD Investments in imata skupaj kar 53,5% sredstev v upravljanju. Tako visok delež predstavlja konkurenčno prednost pred drugimi skladi, saj vlagatelji v ta dva sklada dosegajo večjo razpršenost vloženega premoženja kot vlagatelji v druge VS-e. Po drugi strani ima deset najmanjših VS-ov le slabih 10,0% vseh sredstev. To nam kaže na izredno visoko centralizacijo in vpliv dveh oziroma treh (poleg Galilea in Rastka tudi sklad Alfa) skladov na celoten trg.

Primerjava med največjim in najmanjšim skladom nam pokaže, da ima na dan 31.12.2003 največji sklad Galileo približno 160-krat večjo vrednost sredstev v upravljanju kot najmanjši sklad Triglav Renta.

Slika 2: Tržni deleži posameznih vzajemnih skladov glede na obseg sredstev v vzajemnem skladu na trgu vzajemnih skladov na dan 1.1.2004



Vir: Pregled trga: tržni delež skladov, 1.1.2004.

3.4.3. STRUKTURA NALOŽB VZAJEMNIH SKLADOV

Struktura naložb posameznega VS-a je poleg donosnosti ključnega pomena za vlagatelja. Razlog je v tem, da se s strukturo naložb določa tudi stopnja tveganja sklada. Zaradi lažje ponazoritve celotno strukturo naložb razdelimo v tri skupine. Prva in najbolj tvegana so delnice, druga manj tvegana so obveznice in tretja "netvegana" so denarna sredstva, ki jih poleg čistega denarja sestavljajo tudi terjatve, depoziti v banki in kratkoročni visoko likvidni vrednostni papirji. Delež posamezne skupine naložb se med skladi razlikuje in je odvisna od upravljavca sklada, ki v prospektu opredeli naložbeno oz. investicijsko politiko VS-a, ki ga upravlja.

Slovenski "posebni" vzajemni skladi so po svoji naložbeni politiki precej omejeni, kar izhaja predvsem iz zakonskih določb. Zato med naložbami slovenskih "posebnih" vzajemnih skladov prevladujejo naložbe v domače delnice, s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev (glej tabelo 5). Teh je bilo ob koncu leta 2003 za 54.609,8 milijonov SIT oziroma 58,65% vseh naložb. Sledijo obveznice (brez obveznic Republike Slovenije), ki jih je bilo za 11.857,5 milijonov SIT (12,73% naložb) in obveznice Republike Slovenije, ki jih je za 7.575,7 milijonov SIT (8,34% naložb). Od tujih vrednostnih papirjev so zastopane le tuje

delnice. Glede tujih vrednostnih papirjev še vedno obstaja omejitev, ki izvira iz stare zakonodaje, da smejo "posebni" skladi v tujino naložiti največ 10% sredstev (31.12.2003 je bilo v slovenskih skladih 7,17% tujih vrednostnih papirjev).

Tabela 5: Agregatna struktura naložb vzajemnih skladov v obdobju 2001–2003⁵

Vrednost (v tisoč SIT)	31.12.2001		31.12.2002		31.12.2003	
	Vrednost	Delež	Vrednost	Delež	Vrednost	Delež
1. Delnice	11.479.679	78,17%	35.230.136	63,57%	54.478.575	60,00%
1.1. Organizirani trg	11.411.735	77,70%	34.903.800	62,98%	54.197.793	59,69%
1.2. Neorganizirani trg	67.944	0,46%	326.336	0,59%	280.782	0,31%
2. Obveznice	1.820.146	12,39%	12.607.235	22,75%	19.433.146	21,40%
2.1. Državne	711.927	4,85%	5.716.998	10,32%	7.575.654	8,34%
2.2. Druge	1.108.219	7,55%	6.890.237	12,43%	11.857.491	13,06%
3. Kratkoročni VP	105.549	0,72%	1.900.711	3,43%	4.890.812	5,39%
4. Tuji VP	189.048	1,29%	452.550	0,82%	6.506.700	7,17%
5. Drugi VP	0	0,00%	17.058	0,03%	230.655	0,25%
6. Denar, terjatve	384.690	2,62%	2.705.704	4,88%	3.365.781	3,71%
7. Depoziti v bankah in DFO	707.228	4,82%	2.508.172	4,53%	1.885.609	2,08%
8. Skupaj	14.686.340	100,00%	55.421.566	100,00%	92.782.782	100,00%

Vir: Letno poročilo Agencija za trg vrednostnih papirjev za leto 2002; Struktura naložb "posebnih" vzajemnih skladov, december 2003.

Natančno primerjavo med skladi in časovno za vsak sklad nam prikazuje tabela 6. V njej vidimo, da so strukture naložb med skladi zelo različne in v večini primerov, v skladu z opredeljeno naložbeno politiko posameznega sklada.

⁵ Pri razčlenitvi naložb "posebnih vzajemnih skladov" sta izvzeta vzajemna skada MP-Global.si in MP-Plus.si (poročila o strukturi naložb objavljata po novem zakonu ZISDU-1)

Tabela 6: Prikaz strukture naložb vzajemnih skladov na dan 31.12.2000 in 31.12.2003

Vzajemni sklad	31.12.2000			31.12.2003		
	Delnice	Obveznice	Ostalo	Delnice	Obveznice	Ostalo
Alfa	50,76%	36,33%	13,01%	57,68%	31,61%	10,71%
Delniški	87,57%	0,00%	12,43%	81,82%	8,61%	9,57%
Galileo	91,63%	2,86%	5,51%	72,41%	18,74%	8,85%
Hrast	85,35%	4,79%	9,86%	75,35%	15,11%	9,54%
KD Bond	0,00%	80,10%	19,90%	0,00%	89,13%	10,87%
LBM Piramida	40,32%	49,79%	9,89%	39,32%	47,63%	13,05%
Modra kombinacija	69,29%	22,60%	8,11%	62,19%	19,84%	17,97%
MP-Global.si	-	-	-	88,47%	0,00%	11,53%
MP-Plus.si	-	-	-	89,92%	0,00%	10,08%
Pika	43,63%	51,60%	4,77%	22,24%	66,31%	11,45%
Polžek	70,81%	21,78%	7,41%	54,62%	30,80%	14,58%
Rastko	92,60%	1,00%	6,40%	83,97%	3,30%	12,73%
Skala	74,66%	10,56%	14,78%	71,97%	23,03%	5,00%
Sova	-	-	-	0,00%	65,66%	34,34%
S.P.D.	86,84%	4,34%	8,82%	77,34%	14,00%	8,66%
Triglav Renta	37,09%	37,58%	25,33%	49,55%	43,07%	7,38%
Vipek	63,37%	36,38%	0,26%	63,22%	23,38%	13,40%
Vizija	78,28%	11,22%	10,50%	46,09%	23,60%	30,31%
Zajček	77,31%	13,63%	9,06%	72,08%	15,43%	12,49%
Živa	93,40%	0,00%	6,60%	83,44%	3,27%	13,29%

Vir: Struktura naložb "posebnih" vzajemnih skladov, december 2003 in 2000.

Primerjava naložbene strukture VS-ov v dveh obdobjih nam pokaže, da se skladi z naložbeno strukturo prilagajajo trenutnim razmeram na kapitalskem trgu. To je bilo dobro vidno lani (2003), ko so upravljalci v prvi polovici leta prodajali delnice, kateri vrednost je padala. Prosta sredstva so selili v tujino, kupovali obveznice ali pa držali denar v kratkoročnih naložbah. V drugi polovici leta, ko se je borzni trg prebudil in so se začele pojavljati špekulacije o morebitnih prevzemih s strani tujcev, pa so upravljalci ponovno kupovali domače delnice, katerih tečaji so ponovno rasli.

3.4.4. DONOSNOST VZAJEMNIH SKLADOV

Donosnost je dejavnik, ki ponavadi vpliva na odločitev o tem, v kateri sklad bo posameznik vložil svoja sredstva. Natančne prihodnje donose je nemogoče napovedati, jih je pa mogoče, glede na kazalce, ki vladajo v slovenskem in svetovnem gospodarstvu, glede na pretekle izkušnje in druge vplivne dejavnike, vsaj okvirno predvideti.

Pri vzajemnih skladih obstajajo tri sestavine donosa:

- Dividende in obresti iz naslova dobička. Investicijski dobiček je enak vsoti dividend in obresti, dobljenih od vrednostnih papirjev v finančnem premoženju VS-a.
- Razdelitev iz naslova čistih realiziranih kapitalskih dobičkov. Realiziran kapitalski dobiček (izguba) se nanaša na vrednostne papirje, ki so že bili prodani z dobičkom oz. izgubo.
- Povečanje (zmanjšanje) čiste vrednosti aktive VS-a. Nanaša se na nerealizirane kapitalske dobičke (izgube) in vrednostne papirje, ki niso bili spremenjeni v denarno obliko (prodani), torej jih ima VS še v svoji lasti.

Tabela 7: Porast VEP (v %) vzajemnih skladov v letih 2001, 2002 in 2003

VZAJEMNI SKLAD	2001	2002	2003
DELNIŠKI	29,21	47,14	19,45
GALILEO	27,19	58,84	16,80
ŽIVA	25,20	54,01	14,55
SPD	25,04	49,87	15,43
ALFA	24,15	52,77	14,64
SKALA	21,57	55,15	16,76
HRAST	20,94	51,66	16,39
RASTKO	20,51	60,52	18,39
RENTA	20,24	29,99	16,58
PIKA	20,16	24,17	10,59
VIPEK	19,74	40,66	17,76
ZAJČEK	17,04	54,47	17,42
MODRA KOMBINACIJA	15,36	56,05	21,10
POLŽEK	14,32	40,56	14,94
LBM PIRAMIDA	13,89	28,89	16,05
VIZIJA	13,79	34,93	23,54
SOVA	11,01	12,32	9,77
KD BOND	9,56	18,24	10,21
MP-Global.si	-	-	NP
MP-Plus.si	-	-	NP
SBI20	19,22	56,03	15,83
POVPREČNI VS	23,08	54,59	15,61

Vir: Letno poročilo Agencija za trg vrednostnih papirjev za leto 2002; Skladi: arhiv in skladi, 2004.

Donosnost VS-ov, ki je po posameznih obdobjih prikazana v tabeli 7, se kaže v rasti vrednosti točke sklada. Donosnost VS-a lahko primerjamo z donosnostjo SBI20⁶. Razloga sta predvsem dva. SBI20 je podobno kot VS sestavljen iz večjega števila vrednostnih papirjev, poleg tega pa ima posamezen VS v svojem portfelju vsaj nekaj, če ne kar večino delnic, ki sestavljajo tudi SBI20.

⁶ Slovenski borzni indeks (SBI20) je sestavljen iz delnic 15 slovenskih podjetij. Delež posamezne delnice v indeksu je različen. Izračunava se kot zmnožek vseh cen delnic z njihovimi deleži v indeksu. Indeks nam prikazuje povprečno donosnost vrednostnih papirjev na trgu.

Leto 2003 je bilo sestavljeno iz dveh delov, v katerih so bile naložbene razmere na borzi precej različne. Prva, medvedova, polovica je spodbujala upravljalce, da so se znebili čim več delnic, katerih vrednost je padala. Kapital so selili v tujino, kupovali obveznice ali pa enostavno držali denar v obliki kratkoročnih naložb pri bankah. V drugi, bikovi, polovici leta so upravljalci ponovno kupovali domače delnice, katerih tečaji so ponovno rasli, nakupe pa so financirali predvsem iz svežih prilivov in denarja zbranega v prvi polovici leta in shranjenega v obliki kratkoročnih denarnih naložb (Zorman, Kapital, 2004).

V letu 2003 je bilo pridelanih le 17 odstotkov ali približno tretjina donosa iz leta 2002. Dolgoletna podcenjenost slovenskega delniškega trga je pri koncu, vse nižja pa je tudi inflacija. Nominalna donosnost VS-ov v letu 2003, merjena kot sprememba vrednosti enote premoženja (VEP), se je gibala med 9,8% in 23,61%, tehtano povprečje tako merjenih nominalnih donosnosti pa je znašalo 15,61%. Pri izračunu tehtane povprečne donosnosti oz. spremembe VEP je bil kot utež upoštevan delež čiste vrednosti sredstev posameznega sklada v čisti vrednosti sredstev vseh skladov. Povprečni porast VEP vzajemnih skladov je bil za 0,20 strukturne točke nižji od porasta indeksa delnic SBI 20 (15,83%)⁷.

Ob opazovanju letnih donosov je treba upoštevati tudi inflacijo, ki je v letu 2003 znašala 4,6 odstotka. Za primerjavo donosnosti pa še podatek, da so lani za enoletno vezavo na banki ponudili približno 5,5-odstotne obresti.

3.4.5. KONCENTRACIJA

Koncentracija trga je precej visoka, na trgu dominira največji slovenski VS Galileo, v katerem je bilo konec leta 2003 naloženih kar 38,4% sredstev, kar pomeni padec od decembra 2002, ko je bilo v njem 44,0% sredstev in 38,1% vlagateljev. Sledijo mu še trije močni skladi (Rastko, Alfa, Skala).

Podobno analizo lahko opravimo tudi na nivoju družb za upravljanje. Dominantna družba za upravljanje na trgu je KD Investments, ki je konec leta 2003 obvladovala 57,3% trga, kar pomeni padec glede na december 2002, ko je imela še 60,8-odstotni delež in kar 66,2-odstotni delež vlagateljev. Nižanje tržnega deleža KD Investments na trgu vzajemcev ni posledica nekakovostnega dela, ampak spreminjajoče se miselnost investorjev, ki so vse bolj razgledani in ob investiranju izberejo tudi po dva sklada različnih upravljalcev. Tako še bolj razpršijo svojo naložbo in povečajo varnost svojih naložb v vzajemce. Sledijo ji štiri manjše družbe za upravljanje (Probanka DZU, KBM Infond, Krekova družba).

⁷Pri primerjavi nominalne tehtane donosnosti vzajemnih skladov z gibanjem indeksa SBI20 je treba upoštevati, da indeks SBI20 zanemara dividendno donosnost delnic, ki so vanj vključene, da so delnice, vključene v SBI20, le del vrednostnih papirjev, ki jih imajo med naložbami vzajemni skladi, in da ne SBI20 ne VEP ne upoštevata stroškov posameznega vlagatelja.

3.4.6. RAZVSTITEV VZAJEMNIH SKLADOV GLEDE NA TIP

Tabela 8: Razporeditev vzajemnih skladov glede na vrsto sklada na dan 31.12.2003

Delniški skladi	ČVS (v 1000 SIT)	Št. vlagateljev
Zajček	2.410.954	1.174
Delniški	3.192.388	3.036
S.P.D.	1.198.571	1.041
Rastko	14.047.248	12.777
MP-Global.si	889.790	785
MP-Plus.si	1.437.314	31
Živa	1.039.109	399
Skupaj	24.215.374	19.243
Mešani skladi		
Polžek	1.330.282	601
Vipek	1.102.737	375
Modra kombinacija	3.977.849	2.416
Hrast	1.679.160	1.136
Galileo	35.733.459	22.391
Skala	4.572.935	1.548
LBM Piramida	683.937	182
Alfa	11.145.913	6.100
Triglav Renta	224.735	75
Vizija	3.834.588	316
Skupaj	64.285.595	35.140
Obvezniški		
Sova	687.768	245
KD Bond	3.308.913	3.752
Pika	620.732	177
Skupaj	4.617.413	4.174

Vir: Pregled trga: število vlagateljev v skladih, 2003.

Pri nas doslej VS niso imeli predpisane klasifikacije. Oznake delniški, mešani, uravnoteženi in obvezniški so se sicer uporabljale, vendar natančnih kriterijev za uvrščanje v skupine ni bilo. Upravljalci skladov so si tako puščali veliko manevrskega prostora.

V Sloveniji je zaenkrat največ sredstev vloženih v mešane sklade (70%), kar je za evropske razmere precejšnja anomalija, saj je v članicah evropskega združenja FEFSI ta delež le 14%, v ZDA pa samo 5%. Kategorija slovenskih mešanih skladov vsebuje precej raznoliko družino. Tako lahko v njej najdemo slad Galileo, ki je v letu 2000 vseboval preko 90% delnic v portfelju, obenem pa med mešane sklade spada sklad Vizija, pri katerem se je lani delež delnic za kratek čas spustil celo pod 20%. Slovenski upravljalci to "elastičnost" zagovarjajo z argumentom, da tako sami poskrbijo za to, da razporeditev premoženja vlagateljev ostaja glede na spreminjajoče se razmere na trgu čim bolj optimalna (Kodrič, Kapital, 2003).

3.5. OVIRE RAZVOJA VZAJEMNIH SKLADOV

Osnovni dejavniki, ki zavirajo razvoj vzajemnih skladov v Sloveniji, so predvsem (Mramor, 2000, str. 427):

- Število primernih naložb je bilo razmeroma majhno zlasti v prvih letih poslovanja VS-ov. Poleg omejenega števila vrednostnih papirjev, ki so bili uvrščeni na organizirani trg v okviru Ljubljanske borze, d.d., onemogoča oblikovanje različnih investicijskih politik VS-ov tudi to, da ni instrumentov denarnega trga⁸. Če bi lahko ustanavljali investicijske sklade, ki bi uresničevali bolj specializirano investicijsko politiko, kot so naložbe v dolžniške vrednostne papirje, npr. hipotekarne obveznice, instrumente denarnega trga ipd, bi ti lahko neposredno konkurirali bančnemu sektorju. Omejitve, ki so do uveljavitve nove devizne zakonodaje onemogočale naložbe v vrednostne papirje tujih izdajateljev, so dodatno skrčile investicijske možnosti VS-ov in onemogočale poslovanje, ki bi bilo manj odvisno od domačih, pogosto nestabilnih razmer na trgu kapitala.
- Davčni sistem je v zadnjih letih najbolj nenaklonjen vlaganju v VS-e. Poleg podjetniških obveznic so investicijski kuponi VS-ov edini vrednostni papirji, ki jih ni mogoče uporabiti za znižanje osnove za dohodnino. Tudi državne obveznice, ki so sestavni del premoženja VS-ov in bi jih bilo sicer mogoče uporabiti kot davčno olajšavo, za investitorje v VS-e po sedanjem davčnem sistemu, ne pomenijo davčne olajšave. V nasprotju z obrestmi na bančne vloge so kapitalski dobički od poslovanja s kuponi VS-ov obdavčljivi in destimulativno vplivajo na naložbe vlagateljev v VS-e.
- Gotovo je poslovanje VS-ov precej odvisno od učinkovitosti trga kapitala. Za slovenski trg lahko trdimo, da je bil v preteklosti omejeno učinkovit, kar se kaže predvsem v razpoložljivosti informacij⁹, ki so potrebne za investicijsko odločanje. Na dogajanja na trgu kapitala je vplivala tudi restriktivna politika do pritoka tujih investicij. Takšna politika pomembno vpliva na dogajanje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, obenem pa tudi na poslovanje VS-ov. Za slovenski trg kapitala je bila značilna tudi nenavzočnost depozitarja (skrbnika vzajemnega sklada), ki pri tujih VS-ih zagotavlja večjo varnost naložb vanje.
- Čeprav bi težko sklepali, da bi prost pretok finančnih storitev do tujine neposredno pozitivno vplival na poslovanje VS-ov, bi verjetno povzročil večje povpraševanje po neposrednih naložbah v vrednostne papirje, s tem pa bi bila dosežena višja raven tržnih cen vrednostnih papirjev, hkrati pa tudi rast vrednosti premoženja VS-ov.

⁸ Poleg omejenega števila instrumentov denarnega trga je treba opozoriti na omejene možnosti, ki jih imajo vzajemni skladi pri nakupu kratkoročnih vrednostnih papirjev. Vzajemni skladi lahko nalogajo svoja sredstva pretežno v tržne vrednostne papirje, kar pa za večino državnih in centralnobančnih vrednostnih papirjev ne velja. Po drugi strani pa se vzajemni skladi tudi ne morejo neposredno vključevati v nakupvanje večine kratkoročnih vrednostnih papirjev Banke Slovenije.

⁹ Razpoložljivost informacij je odvisno predvsem od ustreznosti informacij (revizijska poročila podjetij, poslovne odločitve in drugi dogodki v zvezi s poslovanjem podjetij, ki utegnejo vplivati na ceno delnice), po drugi strani pa je ključna časovna razlika od nastanka informacije do pridobitve oziroma objave te informacije.

3.6. MOŽNE SMERI RAZVOJA VZAJEMNIH SKLADOV¹⁰

Ko govorimo o pomembnosti neke finančne institucije na finančnem trgu, je treba upoštevati predvsem njeno velikost oziroma višino sredstev, s katerimi upravlja. Pomemben si namreč toliko, kolikor kapitala upravljaš. VS-i v Sloveniji upravljajo v primerjavi z bankami zanemarljivo malo premoženja. V tem pogledu Slovenija močno zaostaja tako za razvitimi državami kot tudi za kandidatkami za vstop v Evropsko unijo. Država je v obdobju tranzicije zaradi potrebe po njihovi sanaciji postavljala banke v privilegiran položaj in zapostavljala razvoj drugih finančnih posrednikov. Kljub temu so nekateri slovenski VS-i v svoji kratki zgodovini z uspešnim poslovanjem opravičili svoj obstoj in se napovedali kot zanimiva alternativa drugim naložbenim oblikam.

Za razvoj VS-ov v Sloveniji je bil pomemben sprejem novega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1). Zakon omogoča vlaganje v tuje vrednostne papirje brez omejitev. To naj bi odpravilo pomanjkljivosti s slabo likvidnostjo in nizko kapitalizacijo slovenskega kapitalskega trga. Slovenski VS-i bodo v prihodnosti po strukturi naložb vse bolj internacionalni, saj jim naložbe v slovenske vrednostne papirje ne omogočajo ustrezne razpršitve tveganja ob zahtevani donosnosti, kakršno dosegajo tuji VS-i.

Konkurenčnost finančnih produktov je odvisna predvsem od njihove donosnosti in tveganja, ki ga posamezni produkt izkazuje, kar velja tudi za VS-e in njihov nadaljnji razvoj. Hkrati pa ne moremo govoriti o dejanskem razvoju, če povečanje premoženja ne temelji na konkurenčni ponudbi finančnih produktov, ki pritegnejo učinkovita vplačila (nova denarna sredstva), s katerimi lahko VS-i tudi učinkovito delujejo na trgu kapitala.

Nekatere ovire povečujejo sistemsko tveganje VS-ov, zato jih je treba ustrezno obravnavati in tudi odpravljati (davčni sistem, nenavzočnost depozitarja, sistemske omejitve glede določanja investicijskih politik ipd.). Nekatere druge ovire razvoja, kot so nepravilnost pri poslovanju ali neučinkovitost upravljalcev negativno vplivajo predvsem na posamezne investicijske sklade in imajo posreden vpliv na celotno panogo. Te probleme je možno odpravljati in omejevati z rešitvami, kot je na primer večji nadzor poslovanja.

Verjetno je osnovna sistemska ovira, ki zmanjšuje konkurenčnost VS-ov do drugih oblik naložb, neustrezno davčno obravnavanje VS-ov v primerjavi z drugimi oblikami naložb. Obseg varčevanja je precej odvisen od davčnih pogojev, saj lahko davčna politika dodatno spodbuja varčevanje, ki je za narodno gospodarstvo izrazito pomembno. Na področjih z razvitim trgom kapitala so take spodbude praviloma usmerjene v institucije trga kapitala, česar pa ne moremo trditi za Slovenijo, kjer so zlasti VS-i v precej podrejenem položaju.

¹⁰ Mramor, Trg kapitala v Sloveniji, 2000.

Izkušnje tujih držav kažejo, da sta bila razvoj VS-ov in njihova konkurenčnost izrazito odvisna od davčnih spodbud¹¹.

Torej lahko zaključimo, da ni smiselno vztrajati pri davčni politiki, ki vnaprej izključuje medsebojno sodelovanje med finančnimi institucijami ali daje prednost posameznim finančnim produktom. Primerneje je izenačiti davčne pogoje, medsebojna konkurenca pa bo spodbudila iskanje ustreznih rešitev, ki bodo najbolj racionalne tudi za vlagatelja.

Neustrezno obravnavanje VS-ov bi lahko vsaj delno uredili s spremembo v zakonu, ki ureja poslovanje investicijskih skladov. Ker so davčni zavezanci za plačilo dohodnine dolžni plačevati tudi davek od kapitalskih dobičkov, ustvarjenih pri poslovanju z vrednostnimi papirji, bi bilo smiselno spremeniti naravo investicijskih kuponov, tako da ne bi bili več vrednostni papir. S tem bi za fizične osebe prenehala obveznost plačevanja davka od kapitalskih dobičkov, ki nastajajo pri naložbah v VS-e. Ker je vrednost naložbe v VS-u izražena kot vrednost enot premoženja (VEP), ki so tudi predmet nakupa oz. prodaje, investicijski kupon kot vrednostni papir nima pomena. Po drugi strani tudi izdajatelj ni zavezan izdati investicijski kupon kot vrednostni papir. Z njimi se namreč ne trguje. Investicijski kupon kot vrednostni papir bo še posebej nesmiseln po uvedbi instituta depozitarja, ki bo vsak dan zagotavljal in spremljal VEP. To pa je, vsebinsko gledano, precej podobno bančnim vlogam ali certifikatom o depozitu, s katerimi ni mogoče trgovati in pri katerih temelji odnos vlagatelja do izdajatelja na bilateralnem pogodbenem razmerju.

4. FRANCIJA

V zadnjih dveh desetletjih (1980-2000) je prišlo v francoskem finančnem sektorju do številnih sprememb, ki so temeljito pretresle njegove temelje. Proces deregulacije in liberalizacije je v tem obdobju povzročil zamenjavo sistema, kjer se je gospodarstvo financiralo predvsem preko bank, hkrati pa je bila prisotna visoka stopnja kontrole in regulacije. Deregulacija in liberalizacija sta izboljšali alokacijo finančnih sredstev s prilagajanjem potrebam prebivalstva, podjetij in države. Reforma denarnega trga 1984, uvedba novih finančnih instrumentov kot so komercialni papirji, konec omejevanja kreditov leta 1987 in prenehanje uravnavanja tečaja 1990 so ugodno vplivali na razvoj francoskega finančnega trga.

¹¹ Primer Španije, kjer prevladuje bančni sektor in evropska naravnost (enako kot v Sloveniji). Tudi tam so imeli vzajemni skladi sorazmerno nepomembno vlogo, vendar je do preobrata prišlo po spremembi davčne politike, ki je vzajemnim skladom namenila dodatne spodbude. Posledica je bil pravi razcvet vzajemnih skladov, ki so glavni generator trga kapitala. Poslovne banke takšni ureditvi niso nasprotovale. Rezultat tega je bil, da se je ponudba in poslovanje celotnega poslovnega sistema izboljšalo. Sinergije pri poslovanju bančnega sektorja in institucij trga kapitala, kot so vzajemni skladi so izoblikovale nove investicijske politike, ki so vlagateljem zagotavljale minimalno donosnost v višini obrestnih mer povprečnih bančnih vlog, če pa so bile razmere na trgu kapitala ugodne, pa tudi dodatno donosnost (jamstveni investicijski skladi). Uvedba tovrstnih investicijskih politik je pritegnila nova vlaganja v vzajemne sklade, da so lahko vlagatelji ob manjšem tveganju (ali vsaj enakem kot pri bančnih vlogah) realizirali višje donosnosti.

Kot rezultat tega je prišlo do dveh najbolj opaznih trendov:

- spremenjene vloge finančnih posrednikov z rastočo vlogo investicijskih skladov in zavarovalnic pri zbiranju prihrankov prebivalstva;
- deregulacija in finančne inovacije so ob spodbujanju države pripeljale do večje učinkovitosti finančnega trga.

Vse to je pripeljalo do razvoja investicijskih skladov, ki so predstavljali novo obliko finančnih posrednikov. Bili so dobro sprejeti, kar je pripeljalo do velikega kopičenja sredstev v njih.

VS-i so pridobili tolikšen obseg sredstev zaradi:

- preusmeritve prebivalstva k novim finančnim produktom in povečanja varčevanja kot rezultat staranja prebivalstva (povečanje varčevanja za starost),
- izkoriščanja prednosti, ki jih ponujajo finančne inovacije v alokaciji sredstev na kompleksnih trgih, z upanjem na visok donos,
- trend zavarovalnic in pokojninskih institucij, ki vedno več sredstev zaupajo profesionalnim upravljalcem premoženja.

Vedno več institucionalnih investitorjev se zanaša na zunanje upravljalce. Hkrati uporabljajo več različnih upravljalcev zaradi diverzifikacije rizika in različnih naložbenih politik. Opazno je delovanje zavarovalnic, ki izkoriščajo sinergije z vlaganjem svojih sredstev v VS-e. Tretjina sredstev namreč pride v VS-e iz zavarovalniškega sektorja. Za francoske zavarovalnice je značilno, da svoja sredstva v veliki meri prepustijo v upravljanje zunanjim upravljalcem. Pokojninski skladi, ki so pravi motor rasti v anglo-ameriških državah, v Franciji še ne igrajo pomembne vloge, kar predstavlja velik "handicap" za celoten trg (Report on financial structures, 2002).

4.1. TRG VZAJEMNIH SKLADOV¹²

Konec 90-ih je bilo zelo ugodno obdobje za upravljalce premoženja (visoka stopnja rasti varčevanja, nizka inflacija, rastoč trg vrednostnih papirjev, rast delnic nove ekonomije, itd.), toda pok tehnološkega balona v marcu 2000 je pomenil začetek drugačnega, manj prijaznega, obdobja za investitorje.

Dogajanje na svetovnih trgih je močno vplivalo na francoski trg upravljanja premoženja. Trg se je namreč soočal s padajočim trendom na delniškem trgu, s težavami pri zbiranju novih sredstev in nižanjem obrestnih mer.

¹² Annual Report 2002 (Investment Management).

Trije glavni trendi v letu 2002 so bili:

- padec obsega sredstev v VS,
- ustanavljanje novih družb za upravljanje premoženja [COB (Commission des Operations de Bourse) je izdal 36 dovoljenj v letu 2002] – vidna rast garancijskih skladov,
- padec v dobičku upravljalških podjetij.

Sredstva v VS so se v letu 2002 zmanjšala. Njihovo zmanjševanje se je začelo že v letu 2001, hkrati pa je prišlo do prelivanja sredstev med skladi. Tržni delež delniških skladov je kopnel zaradi šibkosti trga in nižjega pritoka novih sredstev v primerjavi s preteklimi leti. Na drugi strani pa so se obvezniški in denarni skladi izkazali kot varne in bolj stabilne naložbe.

Tabela 9: Delitev upravljalcev premoženja v Franciji

UPRAVLJANJE PREMOŽENJA			
INDIVIDUALNO UPRAVLJANJE PREMOŽENJA	KOLEKTIVNE SCHEME		
	VZAJEMNI SKLADI		DRUGI SKLADI
	SPLOŠNI	POSEBNI	
Institucionalni in individualni računi upravljanja premoženja	-SICAV -SPLOŠNI FCP	-FCPE -FCPR z FCPI -FCIMT -Skladi skladov	-SCPI -FCC -Drugi skladi

SICAV – odprti investicijski skladi, ki so pravne osebe

FCP – odprti investicijski skladi, ki niso pravne osebe

FCPE – investicijski sklad za zaposlene

FCPR – skladi rizičnega kapitala

FCPI – skladi inovativnih podjetij

FCIMT – skladi futures instrumentov

SCPI – skladi nepremičnin

FCC – garancijski skladi

Vir: Economic and statistical overview: The Economics of the industry in 2001.

4.1.1. SREDSTVA V VZAJEMNIH SKLADIH

Po več kot petih letih enakomerne rasti sredstev v VS-ih se je ta trend v letu 2002 končal. V letu 2002 so se sredstva v VS-ih¹³ zmanjšala za 1,4% in sicer iz €760,6 milijard na €749,6

¹³ Vzajemni skladi vključujejo vse vzajemne sklade ustanovljene po francoski zakonodaji in z dovoljenjem COB-a, razen FCPE-jev, FCPR-jev, FCPI-jev in evropskih vzajemnih skladov, ki se lahko tržijo v Franciji. Tudi feeder funds niso vključeni, ker so njihova sredstva v celoti naložena v master funds (Nisem mogel ugotoviti kakšni skladi so feeder funds in master feeder funds).

milijard. Kljub temu so investitorji še naprej kazali zaupanje v kolektivne tehnike upravljanja, tako da je neto pritek sredstev ostal pozitiven in je ob koncu leta predstavljal 7,9% sredstev v upravljanju.

Vključujoč sredstva "feeder" skladov je celotna vrednost sredstev v upravljanju VS-ov ob koncu leta 2002 podobna vrednosti iz leta 2001, s šibkim povečanjem za 0,4%, iz €800,2 milijard na €803,1 milijard.

Medtem ko so bili delniški skladi popularni ob koncu 90-ih, so skladi s fiksnimi donosi avtomatično doživeli strm padec, tako pri pridobivanju novih sredstev, kot pri donosu. Po šoku na trgu vrednostnih papirjev leta 2000, pa je opaziti ponovno zanimanje za te vrste skladov. Dogajanje skozi celotno leto 2002 je namreč potrdilo pričakovano spremembo v alokaciji sredstev, ki se je začela že v letu 2001, ko so investitorji iskali varnost v skladih s fiksno donosnostjo in se umikali iz skladov z večjo izpostavljenostjo delnicam.

Število VS-ov je konec leta 2002 znašalo 7.791¹⁴ – od tega je bilo 1.177 skladov tipa SICAV in 6.614 FCP-jev. To pomeni padec v številu SICAV skladov za 85, sredstva v teh skladih pa so se znižala za 12,1%. Na drugi strani pa je bilo 273 FCP-jev več in ti skladi sedaj predstavljajo 85% vseh VS-ov in imajo 64% vseh sredstev.

TABELA 10: Analiza vzajemnih skladov po kategorijah (brez feeder funds) v milijardah EUR-ov

vzajemni skladi	31/12/2002			31/12/2001			% sprememba v vrednosti
	sredstva	v %	št. VS	sredstva	v %	št. VS	
delniški VS	121,9	16,30%	1.778	163,8	21,50%	1.705	-25,60%
obvezniški VS	142,3	19,00%	1.185	135,1	17,80%	1.216	5,40%
denarni VS	264,7	35,30%	486	233,6	30,70%	521	13,30%
mešani VS	174,8	23,30%	2.946	190,5	25,00%	2.886	-8,20%
garancijski VS	45,9	6,10%	809	37,6	4,90%	754	22,10%
skupaj	749,6	100,00%	7.204	760,6	100,00%	7.082	-1,40%

Vir: Annual Report 2002 (Investment management).

4.1.2. STRUKTURA TRGA VZAJEMNIH SKLADOV

Analiza delniških skladov je razkrila, da postajajo delniški skladi vse bolj mednarodno usmerjeni. To se vidi v strukturi naložb VS-ov, saj tuje delnice predstavljajo kar 65,3% vseh sredstev, ki jih upravljajo delniški skladi (leta 2000 je bil ta delež 55,2 %). Kljub pozitivnemu pritoku sredstev je negativni cenovni učinek (padec cen vrednostnih papirjev v portfelju (v povprečju -34%)) vplival na padec vrednosti sredstev v delniških skladih (ta sedaj predstavljajo le 16,2% vseh sredstev v upravljanju). Najbolj prizadeti so bili VS-i, ki

¹⁴ Vključeni so tudi feeder funds.

investirajo v francoske delnice. Investitorji kažejo večjo naklonjenost skladom, ki so usmerjeni na EU območje, tako da so največ pridobili skladi, ki vlagajo v države EUR-območja in skladi, ki vlagajo v območje Evropske unije.

Denarni skladi, ki vlagajo EUR-območje so v letu 2002 pridobili na račun nestabilnega oziroma nepredvidljivega delniškega trga in investorjev, ki se niso izpostavljali tveganju. Z €263,5 milijardami, ti skladi predstavljajo 35,1% vseh sredstev (porast glede na leto 2001, ko so imeli 30,5% vseh sredstev). Konec leta 2002 je bilo 463 denarnih skladov, kar je za 36 manj kot leto poprej.

Sredstva v obvezniških skladih so v letu 2002 narasla iz €135,1 milijard na €142,4 milijard. Rast sredstev je bilo zaznati v mednarodnih obvezniških skladih, medtem ko so skladi, ki vlagajo v evropske obveznice doživeli padec.

COB je izdal dovoljenje 60-im novim uravnoveženim skladom, tako da jih je bilo konec leta 2002 2.946. Sredstva v teh skladih znašajo €174,8 milijard, kar je 8,2% manj kot leto poprej (razlog je predvsem v padcu cen vrednostnih papirjev, ki jih imajo v svojih portfeljih). Ti skladi predstavljajo sedaj 41% vseh VS-ov in imajo 23,3% vseh sredstev.

Garancijski skladi so še naprej uspešnica med VS-i saj se lahko v letu 2002 ponašajo kar z 22,3% rastjo sredstev (v letu 2001 je bila ta rast 11%) in imajo že €45,9 milijard sredstev.

Tabela 11: Analiza vzajemnih skladov po kategorijah in sredstvih v upravljanju
(v milijardah EUR-ov)

vzajemni skladi	31/12/2002		31/12/2001		31/12/2000	
	sredstva	v %	sredstva	v %	sredstva	v %
Francoske delnice	42,3	5,60%	64,5	8,50%	82,8	11,20%
Delnice EU	30,4	4,10%	30,8	4,10%	25,2	3,40%
Mednarodne delnice	49,1	6,60%	68,5	9,00%	76,6	10,40%
EURO obveznice	86,4	11,50%	89,3	11,70%	88,2	11,90%
Mednarodne obveznice	56,0	7,50%	45,8	6,00%	37,7	5,10%
EURO denarni trg	263,5	35,10%	231,8	30,50%	195,5	26,40%
Mednarodni denarni trg	1,2	0,20%	1,8	0,20%	1,5	0,20%
Mešani skladi	174,8	23,30%	190,5	25,10%	199,0	26,90%
Garancijski skladi	45,9	6,10%	37,6	4,90%	33,3	4,50%
Skupaj	749,6	100,00%	760,6	100,00%	739,8	100,00%

Vir: Annual Report 2002 (Investment management).

Tabela 12: Učinek pritoka sredstev v vzajemne sklade (brez feeder funds) od 2000 do 2002 (v milijardah EUR-ov)

v milijardah €		2000		2001		2002		Σ od 2000
učinek pritoka sredstev	Denarni skladi	16,6	17,50%	27,9	41,80%	23,9	29,70%	68,5
	Delniški skladi	36,6	38,50%	21,0	31,40%	14,8	24,60%	72,4
	Mešani skladi	37,6	39,60%	8,0	12,00%	10,9	18,10%	56,5
	Garancijski skladi	0,9	0,90%	5,1	7,60%	9,1	15,10%	15,1
	Obvezniški skladi	3,3	3,50%	4,8	7,20%	1,5	2,50%	9,7
	Skupaj	95	100,00%	66,9	100,00%	60,2	100,00%	222,2

Vir: Annual Report 2002 (Investment management).

V obdobju od leta 2000 do 2002 je prišlo v VS-e več kot €220 milijard, kar je zagotovo dober indikator povpraševanja investitorjev po finančnih instrumentih te vrste. Pritok sredstev v sklade je bil v zadnjih treh letih enakomerno porazdeljen med denarne sklade, ki so zbrali 31% sredstev, delniške sklade (32%), mešane sklade (25%), garancijski in obvezniški skladi pa so zbrali približno 7% sredstev. Negativni cenovni učinek delniških in uravnoveženih vzajemnih skladov je povzročil padec v skupni vrednosti sredstev v upravljanju za €102,5 milijard.

Sredstva so med skladi zelo neenakomerno porazdeljena, saj 70% VS-ov (okoli 5.400 skladov) upravlja s sredstvi, ki predstavljajo manj kot 10% vseh sredstev v upravljanju. Na drugi strani pa 279 največjih VS-ov (to je 3,6% vseh skladov) upravlja z več kot €412 milijardami oz. 51% vseh sredstev.

5. GRČIJA

Do pred kratkim so v Grčiji prevladovali velike kreditne institucije, ki so bile nadzorovane s strani države. Poleg tega so bile kreditne institucije "prisiljene" pomagati financirati javni dolg in selektivno usmerjati sredstva v točno določene gospodarske sektorje. Deregulacija tega sektorja se je začela v poznih 80-ih in se je končala v 90-ih. Rezultat tega je bil, da imajo sedaj te institucije proste roke glede pogojev poslovanja (tako kreditiranja kot izposojevanja), upoštevati pa morajo pravila, ki jih postavlja grška centralna banka.

Liberalizacijo finančnega sistema so spremljale spremembe, kot so krčenje obsega bančnega posredništva zaradi širjenja družb, ki se ukvarjajo z upravljanjem premoženja in povečanje aktivnosti na atenski borzi vrednostnih papirjev. Pogled nazaj nam razkrije, da se je število investicijskih skladov od leta 1990 pa do leta 2000 povečalo iz 7 na 269, medtem ko se je število podjetij, uvrščenih na borzo, povečalo iz 140 na 342 (konec leta 2002 jih je bilo 350). Kljub temu so banke ohranile dominantni položaj v finančnem posredništvu, saj je večina investicijskih skladov upravljanih in trženih preko njih oziroma njihovih podružnic.

Grčija je vstopila v EURO-območje s 1.1.2001, kar je pomenilo prelomnico za grški finančni sistem, saj se je povečala konkurenca za vse institucije v finančnem sistemu. Posledica tega je, da je prišlo do številnih združitvev in prevzemov (14 v obdobju 1998-2000), kar je povečalo moč teh institucij. Poleg tega je prišlo tudi do strateških povezav grških finančnih institucij s tujimi partnerji (Report on financial structures, 2002).

5.1. TRG VZAJEMNIH SKLADOV¹⁵

Dogajanje na grškem trgu VS-ov je močno povezano z dogajanjem na mednarodnem trgu. Padec vrednosti deležev, skupaj z nespodbudnimi ocenami ekonomskih kazalcev in podjetniških napovedi, niso prispevali k rasti sredstev v VS-ih, še posebej ne tistih, ki investirajo v delnice. Rezultat tega je, da se je vrednost sredstev v VS-ih zmanjšala za 5,26 %.

Institucionalni okvir je doživel nadaljne spremembe. Najpomembnejši korak je bila vključitev evropskih direktiv 2001/107/EC in 2001/108/EC v grški zakon, ki sta prinesli spremembe v delovanju in investicijskih možnosti upravljalcev VS-ov. Spremembo je doživel tudi davčni sistem, ki po novem obravnava investitorje v tuje VS-e enako kot investitorje v domače sklade.

Tabela 13: Bančne vloge, tržna kapitalizacija in sredstva v vzajemnih skladih v obdobju 1991-2002 (v milijonih €)

leto	depoziti v bankah	kapitalizacija ASE	sredstva v VS
2002	135.939,1	180.329,5	25.385,1
2001	135.732,7	178.129,8	26.795,0
2000	117.825,9	194.898,0	30.887,7
1999	67.172,4	274.397,4	35.021,3
1998	58.910,9	133.938,4	26.405,6
1997	57.974,8	69.099,9	21.497,6
1996	52.816,1	68.905,6	11.367,3
1995	46.268,8	61.946,0	7.202,1
1994	40.344,8	42.250,5	3.943,4
1993	32.530,0	35.817,5	2.543,8
1992	29.784,3	27.049,2	655,6
1991	27.097,6	22.555,8	503,3

Vir: Annual Report 2002, Hellenic capital market commission.

Do konca leta 2002 se je število družb, ki se ukvarjajo z upravljanjem skladov, povečalo na 30, to pomeni, da so bile v tem letu ustanovljene 4 nove družbe za upravljanje. Kot rezultat sprememb med letom (povezave, začetek poslovanja novih skladov, delitev enot vzajemnih skladov) se je število skladov zmanjšalo iz 269 na 260.

¹⁵ Annual Report, 2002, Hellenic Capital Market Commission.

5.1.1. SREDSTVA V VZAJEMNIH SKLADIH

Tabela 14: Sredstva, tržni deleži in število vzajemnih skladov po vrstah skladov konec leta 2002 in 2001 (v milijonih €)

Vrsta VS	31/12/2002			31/12/2001		
	Sredstva	v %	Št. VS	Sredstva	v %	Št. VS
Denarni skladi	10.747,44	42,34%	40	9.692,96	36,17%	42
Obvezniški skladi	5.121,93	20,18%	63	5.586,55	20,85%	63
Delniški skladi	3.711,26	14,62%	121	5.470,21	20,42%	128
Mešani skladi	5.804,52	22,86%	36	6.045,18	22,56%	36
Skupaj	25.385,15	100,00%	260	26.794,9	100,00%	269

Vir: Annual Report 2002, Hellenic capital market commission.

Do konca leta 2002 se je obseg sredstev v VS-ih zmanjšal za 5,26% in sicer na €25,38 milijard. Padec, ki je znašal €1,41 milijarde je bil v glavnem posledica padca sredstev v delniških skladih, ki je znašal €1,76 milijarde, v obvezniških skladih €464,6 milijonov (domači obvezniški skladi so imeli padec v višini €625,98 milijonov) in v uravnoteženih skladih €240,6 milijonov. Investitorji so se usmerili predvsem k denarnim skladom. To je povzročilo dvig njihovih sredstev za €1,05 milijarde.

Padec vrednosti sredstev delniških in mešanih skladov v letu 2002 je v glavnem posledica padca cen delnic. Na drugi strani pa se je premoženje obvezniških skladov zmanjšalo kot posledica dvoma investitorjev glede njihovih prihodnjih donosov. Grški obvezniški skladi se namreč gibljejo nasprotno od trenda, ki prevladuje v Evropi, kjer imajo obvezniški in denarni skladi neto pritoke sredstev, ker se smatrajo kot varna investicija v razmerah padanja borznih indeksov. Skupno so grški VS-i doživeli odtok sredstev v vrednosti €207,26 milijonov. Številka je nižja, kot pa je bilo dejansko zmanjšanje premoženja v skladih. Razlog za to je pritek novih sredstev, predvsem v domače denarne (€864,83 milijonov) in tuje obvezniške sklade. Največji odtok sredstev so zabeležili domači obvezniški skladi v višini €834,74 milijonov.

5.1.2. STRUKTURA TRGA VZAJEMNIH SKLADOV

Denarni trgi so močno povečali svoj tržni delež iz leta 2001, ki je tedaj znašal 36,17%, v letu 2002 pa kar 42,34%. Obseg sredstev se je povečal za 10,88%, to povečanje pa se je zgodilo predvsem v drugi polovici leta. Ob koncu leta je bilo v Grčiji 40 denarnih skladov, od tega 35 domačih, 1 tuji in 4-je mednarodni.

Delniški skladi so doživeli največji padec tržnega deleža in sicer iz 20,42% v, ki so ga imeli v letu 2001 na 14,62%, kar predstavlja kar 32,16% zmanjšanje premoženja. Konec leta 2002 je v Grčiji delovalo 121 delniških skladov, pri čemer je bilo 76 domačih, 30 tujih in 15 mednarodnih.

Obvezniškimi skladom je uspelo ohraniti tržni delež in je tudi v tem letu znašal 20,18%, kljub temu, da so se sredstva v skladih zmanjšala za 8,32%. Od 63 skladov je 32 domačih, 14 tujih in 17 mednarodnih.

Mešani skladi so tudi ohranili tržni delež iz leta 2001 na 22,86%. Od 36 mešanih skladov je 25 domačih, 2 tuja in 9 mednarodnih.

Tabela 15: Sredstva po vrstah vzajemnih skladov v letu 2002 ter letna sprememba v %

Vrsta VS		Sredstva v € 31/12/2002	sprememba v % 2002-2001
Denarni skladi	Domači	10.713.817.791	11,11
	Tuji	275.513	-96,64
	Mednarodni	33.347.969	-21,20
Obvezniški skladi	Domači	4.276.243.653	-12,77
	Tuji	524.891.655	35,82
	Mednarodni	320.797.105	7,69
Delniški skladi	Domači	3.387.989.488	-33,13
	Tuji	270.247.155	-9,51
	Mednarodni	53.024.179	-49,61
Mešani skladi	Domači	5.648.004.730	-3,63
	Tuji	3.099.571	-22,64
	Mednarodni	153.411.739	-14,87
Skupaj		25.385.150.553	-5,26

Vir: Annual Report 2002, Hellenic capital market commission.

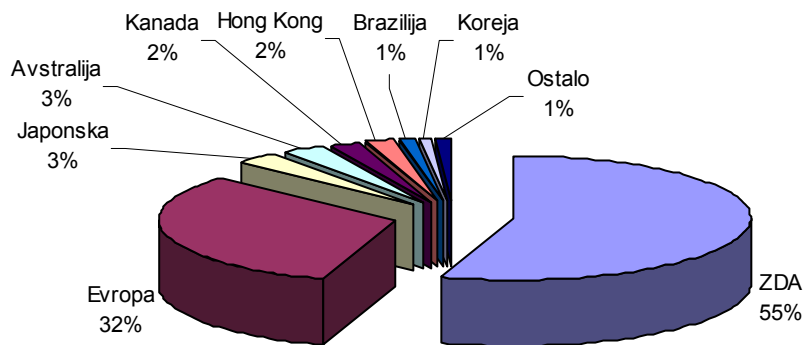
V prvi polovici leta 2002 so se sredstva znižala za 14,09%, kar je sorazmerno 13,6% padcu vrednosti glavnemu indeksu ASE. Vseeno je tržni delež delniških skladov ostal nespremenjen (20,8%). Padec glavnega indeksa ASE v prvi polovici leta 2002 ni povzročil bega vlagateljev iz delniških skladov, zaradi pričakovanj, da se bodo cene vrednostnih papirjev dvignile v drugi polovici leta. V drugi polovici leta so se sredstva v VS-ih povečala za 10,18%, kljub temu pa so delniški skladi utrpeli padec za 22,62%. Druge vrste skladov so imele pozitiven tok sredstev. Tržni delež delniških skladov pa se je zmanjšal na 14,62%, v glavnem zaradi padca indeksa ASE za 21,87%. K boljši sliki celotne panoge je največ prispeval predvsem neto pritok sredstev v denarne in mešane sklade v drugi polovici leta 2002.

Med letom se je stopnja koncentracije na trgu VS-ov še povečala. Ob koncu leta so tri največje družbe za upravljanje imele v upravljanju €15,3 milijard, kar predstavlja kar 60,29% vseh sredstev v upravljanju, pet največjih družb za upravljanje pa je imelo 76,27% vseh sredstev.

6. EVROPA

S premoženjem v upravljanju v višini €4.251 milijard, vključno s €3.304 milijardami v vzajemnih skladih (UCITS), evropski trg investicijskih skladov predstavlja skoraj tretjino celotnega svetovnega trga, vendar še vedno močno zaostaja za ZDA, ki predstavlja 55% trga.

Slika 3: Globalni trg investicijskih skladov na dan 31.12.2002



Vir: International Statistical Release 2003, Worldwide Investment Fund Asset and Flows, 2003.

Vendar pa se razlika med Evropo in ZDA zmanjšuje. Prvi razlog je hitrejša rast evropskega trga vzajemnih skladov od leta 1998 naprej, drugi pa, da evropski trg postaja bolj podoben ameriškemu trgu, kar se kaže predvsem v številu delniških in delniško usmerjenih skladov.

Tabela 16: Deleži po vrstah vzajemnih skladov v Evropi in ZDA konec leta 2002

Vrsta vzajemnih skladov	Evropa	ZDA
Delniški VS	33%	47%
Mešani VS	14%	5%
Obvezniški VS	31%	15%
Denarni VS	20%	33%
Drugi VS	2%	-
Skupaj	100%	100%

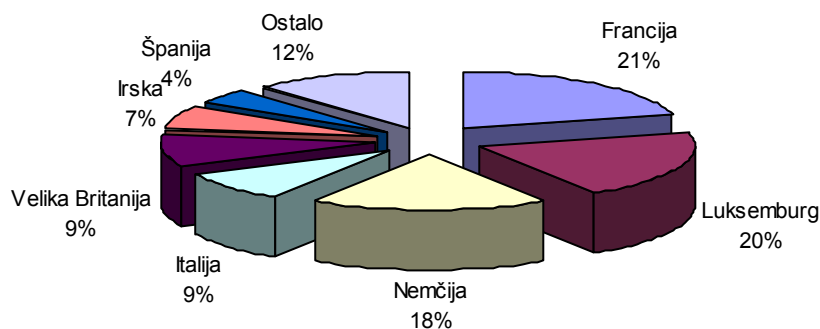
Vir: Annual Report 2002, Hellenic capital market commission.

Praktično v vseh evropskih državah se število delniških in mešanih skladov glede na sredstva v upravljanju povečuje. V nekaterih evropskih državah je delež delniških skladov celo večji kot v ZDA. Seveda pa obstajajo razlike znotraj Evrope, kjer Velika Britanija in Portugalska predstavljata ekstrema z 75% in 12% sredstev v delniških skladih.

Tri države imajo vodilno vlogo na evropskem trgu investicijskih skladov. Francija je vodilna pred Nemčijo, Luksemburg pa ima vodilno vlogo glede domicilnosti pan-evropskih

investicijskih skladov. Skupaj imajo kar 58,5% tržni delež. Italija in Velika Britanija sledita na četrtem in petem mestu. Omembe vreden je tudi izreden irski preboj. Zaseda šesto mesto s 7% tržnim deležem. Razloga sta predvsem ta, da je Irska nekak "offshore" center, in da ima zelo fleksibilne predpise, ki zagotavljajo oz. predstavljajo prednosti glede razvoja inovacij in ponudbe produktov.

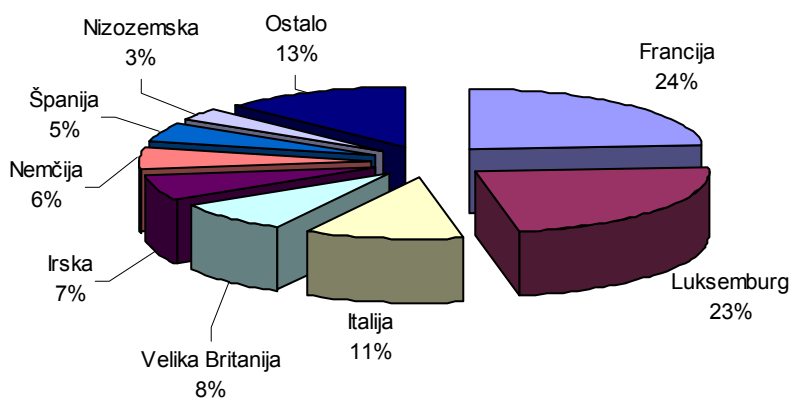
Slika 4: Tržni deleži držav na evropskem trgu investicijskih skladov na dan 31.12.2002



Vir: Trends in the European Investment Fund Industry in the Forth Quarter of 2003 and Results for Full Year 2003.

Če pa vzamemo v precep samo VS-e, pa je situacija naslednja. Francija, Luksemburg in Italija so vodilne tri države na evropskem trgu VS-ov z 58,5% tržnim deležem. Sledita jim Velika Britanija in Irska.

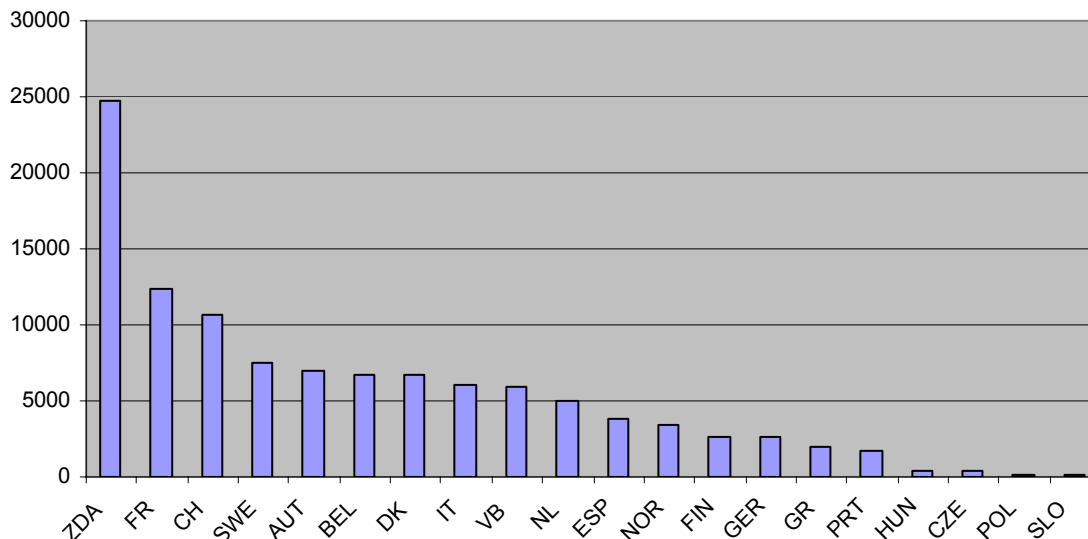
Slika 5: Tržni deleži držav na evropskem trgu vzajemnih skladov na dan 31.12.2002



Vir: Trends in the European Investment Fund Industry in the Forth Quarter of 2003 and Results for Full Year 2003.

Če vzamemo relativni vidik, glede obsega sredstev v VS-ih na prebivalca, je Francija na prvem mestu¹⁶.

Slika 6: Sredstva v vzajemnih skladih po državah v USD na prebivalca konec leta 2002



Vir: Pregled trga: sredstva per capita po državah, 2002.

Za razliko od obdobja 1996-1999, ko so cenovni učinki predstavljali pomembnejšo vlogo pri rasti sredstev v VS-ih, je po poku balona tehnoloških delnic v marcu 2000, pritek novih denarnih sredstev v sklade glavni dejavnik rasti sredstev. V kritičnih obdobjih pritek svežega denarja deluje kot blažilec negativnih rezultatov na trgu vrednostnih papirjev. Kljub temu, da so bile rasti indeksov po letu 2000 nizke oz. celo negativne, so sredstva v skladih še naprej rasla prav po zaslugi pritoka svežega denarja. Investitorji so pokazali zaupanje in še naprej vlagali svoje prihranke v VS-e, kljub slabim rezultatom.

Države, kjer obstaja ravnotežje med skladi s fiksnim donosom (denarni in obvezniški skladi) in skladi z spremenljivim donosom (delniški skladi) so utrpeli manjše posledice, ki jo je povzročila kriza na trgu vrednostnih papirjev. Po drugi strani, pa so države, ki imajo večji delež delniških skladov (Velika Britanija, Nemčija, Švedska, Norveška), doživele močan padec v rasti oz. so celo nazadovale.

Evropski skladi imajo v povprečju le šestino sredstev v upravljanju glede na ameriške sklade (povprečje evropskega sklada znaša okoli €140 milijonov). Vzrok temu je ločenost in razdrobljenost evropskega trga, kljub uvedbi EUR-a v finančni prostor leta 1999. Direktiva o vzajemnih skladih iz leta 1985 je ostala nespremenjena celih šestnajst let in šele leta 2002 je bila sprejeta nova direktiva o vzajemnih skladih. Ta direktiva je precej bolj napredna, vendar pa ni povsem zadovoljiva. Ne obravnava "master feeder funds". Ti skladi so oblikovani okoli

¹⁶ Zaradi razlogov, ki smo jih že omenili, sta izvzeta Luksemburg (€2 milijona) in Irska (preko €39.000 per capita).

skupnega portfolja in predstavljajo orodje za racionalizacijo distribucijskih kanalov in zmanjševanje stroškov ter povečevanje profitabilnosti.

Investicijski skladi so se pokazali za najbolj fleksibilne, varne in učinkovite instrumente varčevanja. Kljub temu se evropski skladi ne morejo primerjati z ameriškimi, ki imajo prednost predvsem v ekonomiji obsega. Samo hitra združitev evropskega trga (enotna regulativa, enotno davčno obravnavanje, itd) bo prinesla te prednosti, še preden se tuji upravljalci prilagodijo razmeram na novem evropskem trgu.

Premoženje v upravljanju je najboljše orodje varčevanja. Upravljalci so namreč visoko profesionalizirani, zanesljivi in imajo učinkovito regulacijo trga in delovanja. Kljub temu morajo še naprej težiti k večji transparentnosti, dostopnosti in podjetniškemu vodenju ne samo zaradi ustvarjanja zaupanja do varčevalcev, ampak tudi za večji doprinos k razvoju celotnega gospodarstva (Economic and Statistical Overview, 2001).

7. SKLEP

Varčevanje v vzajemnih skladih postaja v Sloveniji vse bolj priljubljeno, na kar kažejo podatki o obsegu sredstev v skladih oz. neto prilivi sredstev v sklade. Kot kaže ljudje počasi spoznavajo, da so vzajemni skladi najboljša kombinacija donosnosti, varnosti in likvidnosti, ki jo lahko doseže mali investitor v današnjem ustroju finančnega sistema. Vendar pa je delež sredstev, ki ga Slovenci namenimo za tovrstno varčevanje še vedno skromno. Povprečni slovenski vlagatelj je imel v začetku leta 2003 v vzajemcih €6.300 konec leta pa €7.500, vloga na prebivalca pa se je s €120 zvišala na €190. To pa ni skromen obseg sredstev samo v primerjavi z razvitimi državami, ampak tudi v primerjavi z državami, ki so šle skozi fazo tranzicije (Češka, Slovaška, Madžarska, Hrvaška) in so nas na tem področju že prehiteli. V tujini je namreč glavni razlog varčevanja v vzajemnih skladih zbiranje sredstev za dodatno pokojnino. Večina slovenskih vlagateljev pa še ne razmišlja tako dolgoročno, čeprav bi zaradi vedno manjših pravic, ki jih nudi pokojninski sistem, to morali.

Med razlogi za nezadovoljivo stanje slovenskih vzajemnih skladov je tudi odnos države do teh finančnih subjektov. Država bi se morala bolj zavedati pomembnosti razvoja vzajemnih skladov in njihovega vpliva na razvoj finančnega sistema in celotnega gospodarstva, ter z ustrezno zakonsko podlago omogočiti njihov hitrejši razvoj.

Novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) že pomeni korak v tej smeri, saj je usklajen s pravnim redom Evropske unije. Zakon je prinesel ogromno sprememb v slovenske razmere (možnosti vlaganja v tuje vrednostne papirje, nove oblike vzajemnih skladov). Večina naj bi spodbujala varčevanje v vzajemnih skladih. Hkrati je v pripravi tudi novi Zakon o dohodni po katerem naj bi bile predmet obdavčitve tudi obresti na vezane vloge v bankah, kar bo zagotovo še dodatno vzpodbudilo investitorje, da usmerijo svoje prihranke na borzo oz. sklade. Vendar pa z novim Zakonom o dohodnini ni pričakovati skrajšanja triletnega roka na donose, ki jih vlagatelji ustvarijo v vzajemnih skladih.

Slovenski kapitalski trg bo z vključitvijo v EU postal del velikega evropskega trga, kar bo rešilo nekatere probleme, ki so predvsem posledica njegove majhnosti. Med pomembnejšimi koraki za razvoj slovenskega trga pa je zagotoviti zadostno konkurenčnost in odpraviti značilnosti, ki niso združljive z razvitimi trgi.

V EU, kamor se vključujemo, je dejavnost investicijskih skladov glavno gibalno razvoja in rasti v finančnem sektorju. Najpomembnejšo vlogo imajo tako imenovani UCITS skladi, to so skladi, ki ustrezajo evropski direktivi o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, njihova naložbena politika pa je usmerjena v investicije v prenosljive vrednostne papirje in na denarni trg.

V prihodnje lahko pričakujemo rast tako velikosti kot števila skladov. Glavni dejavniki, ki bodo pozitivno vplivali na dejavnost vzajemnih skladov bodo spremembe v demografski

strukturi, pokojninske reforme, višja donosnost vzajemnih skladov v primerjavi z drugimi oblikami naložb. Poleg tega bo vstop Slovenije v Evropsko unijo olajšal nastopanje mednarodnih ponudnikov vzajemnih skladov pri nas. Seveda se prihod ne bo zgodil čez noč, vendar bodo ponudbo prej ali slej popestrile nekatere tuje finančne skupine, kar je za vlagatelje dobrodošlo, za obstoječe upravljalce pa bo to pomenilo dodatno konkurenco.

Zaključimo lahko z ugotovitvijo, da je slovensko tržišče še vedno relativno slabo razvito in da lahko na njem v prihodnje pride do večjih sprememb. Razvoj pa bo v vsakem primeru prinesel pozitivne posledice za obstoječe in za nove vlagatelje, tako v obliki širše palete investicijskih možnosti kot v obliki novih storitev.

8. LITERATURA

1. Bogle John C.: Common Sense on Mutual Funds: New Imperatives for the Intelligent Investor. New York: J. Wiley, cop. 1999. 468 str.
2. Bohorč Aleksandra: Investicijski skladi in družbe za upravljanje v Sloveniji ter nova zakonodaja. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 43 str.
3. Deželan Silva: The impact of domestic mutual funds on the liquidity of the Hungarian equity market. Economic and business review, 4, 2002, 1, str. 43-74.
4. Dimovski Vlado, Gregorič Aleksandra: Temelji bančništva. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 181 str.
5. Fragnež Ana: Prilaganje investicijskih skladov ureditvi Evropske Unije. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 38 str.
6. Fredman Albert J., Wiles Russ: How Mutual Fund Work. New York [etc.]: New York Institute of Finance, 1993. 334 str.
7. Hegler Katarina: Vzajemni skladi kot oblika varčevanja. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 48 str., 13 pril.
8. Kaplja Samo: Vzajemni skladi v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 47 str.
9. Kidwell S. David, Peterson L. Richard, Blackwell W. David: Financial institutions, markets and money. 7th ed. Forth Worth: The Dryden Press: Harcourt Brace Publishers cop., 2000. 872 str.
10. Kleindienst Robert, Simoneti Marko: Projekt razvoja trga kapitala v Sloveniji – Raziskava varčevalne navade in mnenja slovenskih investitorjev 2001. Ljubljana: Finance, 2001. 100 str.
11. Kodrič Sandi: Jabolka in hruške. Kapital, Maribor, XIII, 1. december 2003. str. 22.
12. Kodrič Sandi: Kako bo letos? Kapital, Maribor, XIV, 26. januar 2004.
13. Kodrič Sandi: Presežena privatizacijska eksotika. Dnevnik, priloga Tolar na tolar, Ljubljana, 11. oktober 2003.
14. Lubej Samo: Kaj ponujajo vzajemni skladi v svetu? Pioneer Fund in Templeton Growth Fund sta primera vzajemnih skladov usmerjenih v dolgoročno rast. Podjetnik, Ljubljana 15 (1999), 9, str. 58-62.
15. Lubej Samo: Nižje obresti so balzam za vzajemce. Večer, priloga Premoženje, Maribor, 2004, 2, str. 6-7.
16. Lubej Samo: Vzajemni skladi za vsakogar. Maribor: Kapital, 2002. 78 str.
17. Matko Silva: Vzajemni skladi v Sloveniji. Diplomsko delo. Maribor: Ekonomsko poslovna fakulteta, 1999. 98 str.
18. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji - prikazi, analize, mnenja. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
19. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
20. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
21. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.

22. Simoneti Marko: Projekt razvoja trga kapitala v Sloveniji – Razvojno poročilo o finančnem sektorju v Sloveniji 2000. Ljubljana: Finance, 2000. 126 str.
23. Triplat Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji v primerjavi z Avstrijo. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 51 str., 6 pril.
24. Zorman Gašper: Lani precej dobro. Družinski delničar, Ljubljana, januar 2004. str. 25.
25. Zorman Gašper: Še eno uspešno leto. Kapital, Maribor, XIV, 26. januar 2004. str. 20.
26. Žnidaršič-Kranjc Alenka: Investicijski skladi v Sloveniji-(ne)uspeh in za koga. Postojna: Dei, 1999. 421 str.

9. VIRI

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev. [URL: <http://www.a-tvp.si>], 14.09.2003.
2. Annual Report 2002. [www.amf-france.org/styles/default/documents/general/4718_7.pdf].
3. Association of Greek Institutional Investors. [URL: <http://www.agii.gr>], 25.06.2003.
4. Banka Slovenije [URL: <http://bsi.si>], 10.12.2003.
5. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 12(2003), 11, 105 str.
6. Commission des Operations de Bourse. [URL: <http://www.cob.fr>], 25.06.2003.
7. Federation Europeenne des Fonds et Societes d'Investissement. [URL: <http://www.fefsi.org>], 14.05.2003.
8. Finance. [URL: <http://www.finance-on.net>], 25.06.2003
9. Hellenic Capital Market Commission. [URL: <http://www.hcmc.gr>], 25.06.2003.
10. International Statistical Release 2003. [www.ici.org/stats/mf/2003_factbook.pdf].
11. Investment Company Institute. [URL: <http://www.ici.org>], 25.06.2003.
12. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev. [URL: <http://www.ljse.si>], 10.12.2003.
13. Pregled trga: število vlagateljev v skladih. [www.vzajemci.com/vsi_cvs.php], 14.1.2004.
14. Pregled trga: tržni delež. [www.vzajemci.com/vsi_trzni_delez.php], 14.1.2004.
15. Prikaz stanja sredstev po letih. [www.vzajemci.com/vsi_mesecni.php], 14.1.2004.
16. Prikaz strukture naložb (posebnih) vzajemnih skladov (IS/M-1), december 2003. [www.zdu-giz.si/docs//ism1-200312.xls], 14.1.2004.
17. Report on financial structures, European Central Bank, 2002, Kaiserstrasse 29, Frankfurt am Main, Germany (str. 13-66;91-108;131-152).
18. Skladi: arhiv in skladi. [www.finance-on.net/skladi.php], 14.1.2004.
19. Slovenski spletni servis namenjen vzajemnim skladom. [URL: <http://www.vzajemci.com>], 31.12.2003.
20. Trends in the European Investment Fund Industry in the Forth Quarter of 2003 and Results for Full Year 2003. [www.fefsi.org/Unrestricted_Area/frameser.htm].
21. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU), 1994 (Uradni list RS, št. 6/94).
22. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), 2002 (Uradni list RS, št. 110/2002).
23. Združenje družb za upravljanje. [URL: www.zdu-giz.si], 14.5.2003.

PRILOGE

Priloga 1: Francija – značilnosti trga vzajemnih skladov (31.12.2001)

Obseg sredstev v upravljanju (v milijardah EUR-ov)	Domači odprti investicijski skladi: € 831,5 mrd (juni 2002) Tuji odprti investicijski skladi: € 27 mrd
Klasifikacija investicijskih skladov (v milijardah EUR-ov)	Delniški: € 156,6 mrd Obvezniški: € 136,5 mrd Denarnega trga: € 299,9 mrd Uravnoteženi: € 197,8 mrd Garancijski: € 40,7 mrd
Število investicijskih skladov	Domači odprti investicijski skladi: 7.810 Tuji odprti investicijski skladi: 340 (2.840 podskladov) Drugi domači investicijski skladi: 3.580 Drugi tuji investicijski skladi: 0
Število družb za upravljanje	420
Sredstva v investicijskih skladih (per capita)	€ 14.812 ^a (20% je vloženih preko zavarovalniških produktov)
Vrste investicijskih skladov	Francoski investicijski skladi so razdeljeni v dve glavni skupini: - SICAVs – imeti morajo 50 milijonov FRF ustanovitvenega kapitala - FCPs – imajo skupno lastniško strukturo in niso pravne osebe. Minimalni kapital znaša 2,5 milijona FRF. Glavne vrste FCPs so: - splošni skladi, - skladi namenjeni zaposlenim, - skladi rizičnega kapitala, - skladi "inovativnih" podjetij, - skladi "futures" instrumentov. Druge vrste skladov: - skladi skladov, - skladi namenjeni dobro obveščnim investitorjem, - master feeder funds, - indeksni skladi.
Provizije	Francoski skladi zaračunavajo upravljalško provizijo. Računa se kot procent od sredstev v upravljanju. Lahko vključuje tudi uspešnost glede na določen indeks. V nekaterih primerih imajo skladi tudi vstopne in izstopne provizije. V prospektu morajo biti navedeni celotni stroški, v letnem poročilu pa morajo biti navedeni vsi stroški sklada. Poročilo mora prikazati upravljalške,

	skrbniške, distribucijske, revizijske in druge administrativne stroške.
Prodajne poti	Banke: 75% Zavarovalnice: 11% Drugi: 14%
Zakonodaja	OPCVM predpisi: Najpomembnejši je zakon iz leta 1988 o investicijskih skladih z dopolnili iz leta 1989. Ta zakon je dopolnil direktivo o odprtih investicijskih skladih, uzakonil "futures" sklade, in določil nova pravila za sklade skladov, sklade za dobro poučene investitorje in master feeder funds. Dovoljenja tujim odprtim investicijskim skladom in ostalim skladom izdaja COB (Commission des Operations de Bourse). Družbe za upravljanje ureja zakon "Financial Activities Modernisation Act" in predpisi COB-a.
Nadzorna institucija	Commission des Operations de Bourse (COB) Glavne naloge: nadzor nad ustanavljanjem, delovanjem, trženjem investicijskih skladov in priprava predpisov namenjenim investicijskim skladom in njihovih upravljalcem.
Glavne značilnosti trga	- Vodilni v Evropi glede upravljanja sredstev in trženja skladov; - dolgoletne izkušnje; - relativno visok delež prihrankov v investicijskih skladih; - razvoj na področju ponudbe produktov za pokojnino in skladov za zaposlene; - preusmeritev k finančnim trgom in naklonjenost delniškim skladom; - nove distribucijske tehnike; - nove vrste skladov; - učinkovita kontrola in nadzor.

a – samo sredstva v francoskih skladih

OPCVM – Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilieres

Priloga 2: Grčija –značilnosti trga vzajemnih skladov (31.12.2001)

Obseg sredstev v upravljanju (v milijardah EUR-ov)	Domači odprti investicijski skladi: € 26,8 mrd Tuji odprti investicijski skladi: NP
Klasifikacija investicijskih skladov (v milijardah EUR-ov)	Delniški: 20,42% Obvezniški: 20,85% Denarnega trga: 36,17% Uravnoteženi: 22,56% Drugi: -
Število investicijskih skladov	Domači odprti investicijski skladi: 269 Tuji odprti investicijski skladi: 356 Drugi domači investicijski skladi: 105 Drugi tuji investicijski skladi: NP
Število družb za upravljanje	27
Sredstva v investicijskih skladih	NP
Vrste investicijskih skladov	- UCITS (tudi skladi denarnega trga) - skladi nepremičnin
Provizije	Običajno vlagatelja bremenijo naslednje provizije: - upravljaljska, - distribucijska, - vstopna, - skrbniška.
Prodajne poti	V glavnem preko bančnih podružnic, premoženjskih svetovalcev, zavarovalniških agentov. Skladi so dostopni neposredno pri investicijskih podjetjih. Prodaja preko interneta je zaenkrat zanemarljiva.
Zakonodaja	Zakon št.1969/1991
Nadzorna institucija	Capital Market Commission (HCMC)
Glavne značilnosti trga	Investicijski skladi se v Grčiji delijo na odprte in zaprte sklade. Odprti skladi so upravljani s strani upravljaljskih družb, ki morajo imeti ustrezna dovoljenja nadzornega organa (HCMC). HCMC določa tudi predpise in kontrolira njivo izvajanje. Zaprti skladi pa morajo upoštevati iste zakone in predpise kot odprti skladi in so uvrščeni na atensko borzo vrednostih papirjev. Vsi skladi v Grčiji spadajo pod UCITS sklade, saj grška zakonodaja upošteva vse smernice Evropske Unije (evropska direktiva 85/611). Tržni delež domačih skladov je 90%, vendar pa vztrajno narašča tudi število tujih skladov.

NP – ni podatka