

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**TRŽNE POTI DO VLAGATELJEV VZAJEMNIH
SKLADOV**

Ljubljana, september 2009

ROBERT TIČ

IZJAVA

Študent Robert Tič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Aleša Skoka Berka, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD.....	1
1 VZAJEMNI SKLADI KOT OBLIKA FINANČNE NALOŽBE	2
1.1 ZNAČILNOSTI TRGA VZAJEMNIH SKLADOV PO SVETU	3
1.2 ZNAČILNOSTI TRGA VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI	6
2 OPREDELITEV TRŽNIH POTI IN NJIHOVIH ZNAČILNOSTI	7
2.1 DEFINICIJA TRŽNIH POTI	7
2.2 VLOGA TRŽNIH POSREDNIKOV	7
2.2.1 <i>Finančni posredniki</i>	8
2.3 TRŽNE POTI ZA STORITVE	9
2.3.1 <i>Lastnosti storitev</i>	9
3 TRŽNE POTI PRI PRODAJI VZAJEMNIH SKLADOV	11
3.1 VRSTE TRŽNIH POTI	11
3.2 TRŽENJE VZAJEMNIH SKLADOV PREK NEODVISNIH FINANČNIH SVETOVALCEV IN POSREDNIKOV	14
3.3 TRŽENJE VZAJEMNIH SKLADOV PREK BANK	18
3.4 ZAVAROVALNICE KOT TRŽNA POT	20
3.5 TRŽENJE VZAJEMNIH SKLADOV PREK SPLETNIH »SUPERMARKETOV« VZAJEMNIH SKLADOV IN SPLETNIH STRANI DRUŽB ZA UPRAVLJANJE	21
3.5.1 <i>Spletne strani družb za upravljanje</i>	23
3.5.2 <i>»Supermarketi« vzajemnih skladov</i>	24
3.5.2.1 <i>Primeri »supermarketov« vzajemnih skladov v različnih državah</i>	25
3.6 TRŽENJE VZAJEMNIH SKLADOV PREK POKOJNINSKIH NAČRTOV	26
4 STOPNJA RAZVITOSTI IN UČINKOVITOSTI TRŽNIH POTI DO VLAGATELJEV VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI	27
4.1 NEODVISNI FINANČNI SVETOVALCI	27
4.2 BANKE	28
4.3 ZAVAROVALNICE	29
4.4 INTERNET IN »SUPERMARKETI« VZAJEMNIH SKLADOV V SLOVENIJI	29
5 PRIMER IZ PRAKSE	31
5.1 TRŽNE POTI PRI PRODAJI VZAJEMNIH SKLADOV V DRUŽBI KD SKLADI D.O.O.	31
6 POGLED V PRIHODNOST.....	32
SKLEP	33
LITERATURA IN VIRI.....	35

Uvod

V razvitih ekonomijah predstavljajo vzajemni skladi eno izmed najbolj priljubljenih oblik dolgoročnega varčevanja. Vlagatelji skušajo najti čim bolj neposredne poti investiranja v gospodarstvo, zato se vse pogostejše obračajo direktno na vzajemne sklade in se tako izogibajo dragim posrednikom. Zaradi nizkih obrestnih mer privarčevani denar zaobide klasične depozitne ustanove in se kanalizira posredno ali neposredno na kapitalske trge. Varčevanje v vzajemnih skladih se je v zadnjih desetletjih močno povečalo. Vrhunec je doživelo v letu 2007, ko je kar slaba polovica vseh gospodinjstev v ZDA med drugim varčevala tudi v vzajemnih skladih, medtem ko je bilo leta 1980 bilo takih gospodinjstev le 6 odstotkov. V zadnjem letu in pol pa je zaradi gospodarske krize opaziti večje odlive iz vzajemnih skladov, poleg tega pa se vse več vlagateljev odloča za bolj varne obvezniške in vzajemne sklade denarnega trga. Omenjeni kratkoročni trend je posledica močnega padca delniških trgov po vsem svetu, kar je negativno vplivalo na donosnost predvsem delniških in mešanih vzajemnih skladov.

Tudi v Sloveniji je v zadnjih letih varčevanje v vzajemnih skladih postalo zelo razširjeno. Razlog za kasnejši razmah tovrstnega varčevanja lahko najdemo v manjši stopnji razvitosti finančnega trga, ki pa se v zadnjih letih hitro razvija ter se približuje razvitim ekonomijam. Podobno kot v svetu pa je tudi pri nas zaradi finančne krize v zadnjem letu opaziti večje odlive sredstev iz skladov in manjše zaupanje vlagateljev. Zaradi vse večje razširjenosti in pomena vzajemnih skladov doma in v svetu je za upravljavce vzajemnih skladov ena izmed ključnih odločitev način distribucije vzajemnih skladov do potencialnih vlagateljev. Še posebej je to pomembno v trenutnih težkih gospodarskih razmerah, ko je zaupanje v tovrstne naložbe med vlagatelji manjše.

Namen mojega diplomskega dela je predstavitev glavnih tržnih poti, prek katerih družbe za upravljanje investicijskih skladov prodajajo vzajemne sklade. Predstavil bom razlike v distribuciji vzajemnih skladov med različnimi državami ter preveril stopnjo razvitosti in učinkovitosti posameznih tržnih poti pri prodaji vzajemnih skladov v Sloveniji. Distribucijski kanali so različne poti, prek katerih družbe za upravljanje dosegajo potencialne nove in obstoječe stranke. Tržne poti lahko v grobem delimo na neposredne in posredne. Za neposredne poti je značilen neposreden stik med družbo za upravljanje in vlagateljem, pri posrednih poteh pa je vpletena še tretja (zunanja) oseba. Z razvojem trga vzajemnih skladov in tehnološkim razvojem so se poleg tradicionalnih v zadnjih letih razvile tudi sodobne oblike tržnih poti, med katere uvrščamo predvsem »supermarkete« vzajemnih skladov in spletne strani družb za upravljanje.

Diplomsko delo je razdeljeno na šest vsebinskih sklopov. Uvodu sledi poglavje, v katerem so predstavljeni vzajemni skladi kot oblika finančne naložbe, njihova razširjenost in pomen. V drugem poglavju so opredeljene tržne poti, vloga tržnih posrednikov in lastnosti finančnih storitev. Tretje poglavje je namenjeno predstavitvi glavnih tržnih poti pri prodaji

vzajemnih skladov v svetu, predstavljeno je stanje v različnih državah. V četrtem poglavju ugotavljam stopnjo razvitosti in učinkovitosti tržnih poti pri prodaji vzajemnih skladov v Sloveniji. Peto poglavje vsebuje predstavitev primera iz prakse, v šestem pa so opisana pričakovanja glede tržnih poti do vlagateljev v vzajemne sklade v prihodnosti. Sledi zaključek in končne ugotovitve diplomskega dela.

1 Vzajemni skladi kot oblika finančne naložbe

Investicijski skladi so institucije finančnega trga, ki zbirajo denarna sredstva investitorjev ter jih nalagajo v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelih razpršitve tveganj. Vrivajo se med podjetja, ki izdajajo vrednostne papirje, in posameznike s premoženjem ali prihranki (praviloma majhnimi). Investicijske potrebe in želje varčevalcev so zelo različne, tako da jih ponavadi z neposrednim investiranjem ni mogoče zadovoljiti. Investiranje v investicijske sklade prinaša številne prednosti pred drugimi oblikami vlaganja, te so razpršenost portfelja, strokovno upravljanje naložb, nizki transakcijski stroški, likvidnost sredstev, široka ponudba storitev investitorjem, nadzor pristojnih institucij nad poslovanjem investicijskih skladov itd. Prav zaradi prilagajanja željam in potrebam investitorjev se je razvila vrsta različnih investicijskih skladov, ki ustrezajo različnim investitorjem (Dimovski & Gregorič, 2000, str. 165).

Investicijski skladi so glede na kriterij pravic investitorja razdeljeni v dve skupini, in sicer ločimo odprte in zaprte investicijske sklade. Temeljni namen in osnovni način delovanja teh dveh vrst skladov sta enaka (investitor lahko prek njiju pride do lastništva več različnih finančnih naložb), hkrati pa med njima obstajajo pomembne razlike. Pri zaprtih skladih se že ob njihovem nastanku določi velikost sklada in s tem tudi število izdanih delnic oziroma certifikatov. Z delnicami ali investicijskimi certifikati teh skladov se trguje na sekundarnem trgu kapitala. Pri odprtih skladih velikost kapitala ni določena. Vsakdo, ki želi naložiti svoje premoženje v vanj, lahko dobi delnico (točko) tega sklada. Odprti skladi investirajo v vrednostne papirje, za katere je vsak trenutek tečaj poznan. Ko nekdo zahteva izplačilo svojega deleža v skladu, dobi izplačan ustrezni del vrednosti sredstev sklada (Ribnikar, 1999, str. 219).

Vzajemni skladi so t. i. odprti investicijski skladi, v katerih je združeno premoženje večjega števila lastnikov – vlagateljev. Vzajemni sklad po definiciji ZISDU-1¹ ni niti pravna niti fizična oseba, ampak je premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje in ki je bilo financirano z denarjem fizičnih oz. pravnih oseb ter je v lasti teh oseb. Za izbiro naložb vzajemnega sklada je zadolžen profesionalni tim upravljalcev premoženja, ki so združeni in organizirani v podjetju, ki se imenuje Družba za upravljanje ali na kratko DZU.

¹ ZISDU-1 je kratica za Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje.

Prodaja in odkup delnic odprtih skladov teče po dnevni ceni – t. i. neto vrednosti aktive na delnico (angl. *Net Asset Value per Share*), ki velja na tisti dan. Upravljalci sklada izračunajo dnevno ceno tako, da vrednost premoženja v aktivih (torej vsoto trenutne tržne vrednosti vseh vrednostnih papirjev, ki jih imajo v svoji aktivih) zmanjšajo za znesek vseh dolgov, nato pa to delijo s celotnim številom prodanih delnic. Vrednost se izračunava ob koncu vsakega poslovnega dne in pomeni ceno, po kateri lahko delničar proda svoje delnice nazaj skladu, hkrati pa je to tudi cena, po kateri skladi prodajajo dodatne delnice novim investitorjem (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 29).

Statistike varčevanja v razvitih ekonomijah kažejo, da se vse več prihrankov usmerja v naložbe v vrednostne papirje. Gospodinjstva s presežkom finančnih sredstev se odločajo za nakup vrednostnih papirjev na borzi, nakup točk vzajemnih skladov, za varčevanje v pokojninskih skladih ali pa za nakup polic življenjskega zavarovanja. Ob primerjavi rasti posameznih oblik varčevanja ameriških gospodinjstev se je izkazalo, da so bili v ostrem boju za prihranke najbolj uspešni prav vzajemni skladi, saj so v letih od 1991 do 1998 kar podvojili delež v finančnih naložbah gospodinjstev. V strukturi finančnih naložb je bil v tem obdobju najbolj občuten upad depozitov in naložb v dolžniške instrumente, namesto njih pa so se poleg vzajemnih skladov gospodinjstva raje odločala za varčevanje v pokojninskih skladih ter za neposredne nakupe delnic podjetij. Tudi v Sloveniji se kažejo premiki v načinu varčevanja, ki pa so bolj kot ne v začetnih fazah razvoja. Spremembe so deloma pogojene s pokojninskimi reformami, pa tudi s samim razvojem finančnih sistemov in varčevalnih navad.

Investicijske družbe so v zadnjih 15 letih postale eden izmed največjih investitorjev na delniških, obvezniških in trgih denarnih instrumentov. Leta 2007 so imeli investicijski skladi v lasti kar 27 odstotkov vseh izdanih delnic ameriških podjetij (Investment Company Fact book, 2008, str. 11).

1.1 Značilnosti trga vzajemnih skladov po svetu

Regijsko gledano, je največji trg vzajemnih skladov na svetu ameriški, sledi mu evropski.

V ZDA vzajemne sklade regulira zakon o investicijskih družbah (angl. *Investment Company Act*), ki je bil sprejet leta 1940. Ustrežanje ključnim zveznim predpisom o vzajemnih skladih nadzira komisija SEC.² SEC je odgovoren predvsem za nadzor in regulacijo skladov, poleg tega tudi predlaga spremembe zakonov o vrednostnih papirjih in pravil, ki vplivajo na poslovanje investicijskih skladov.

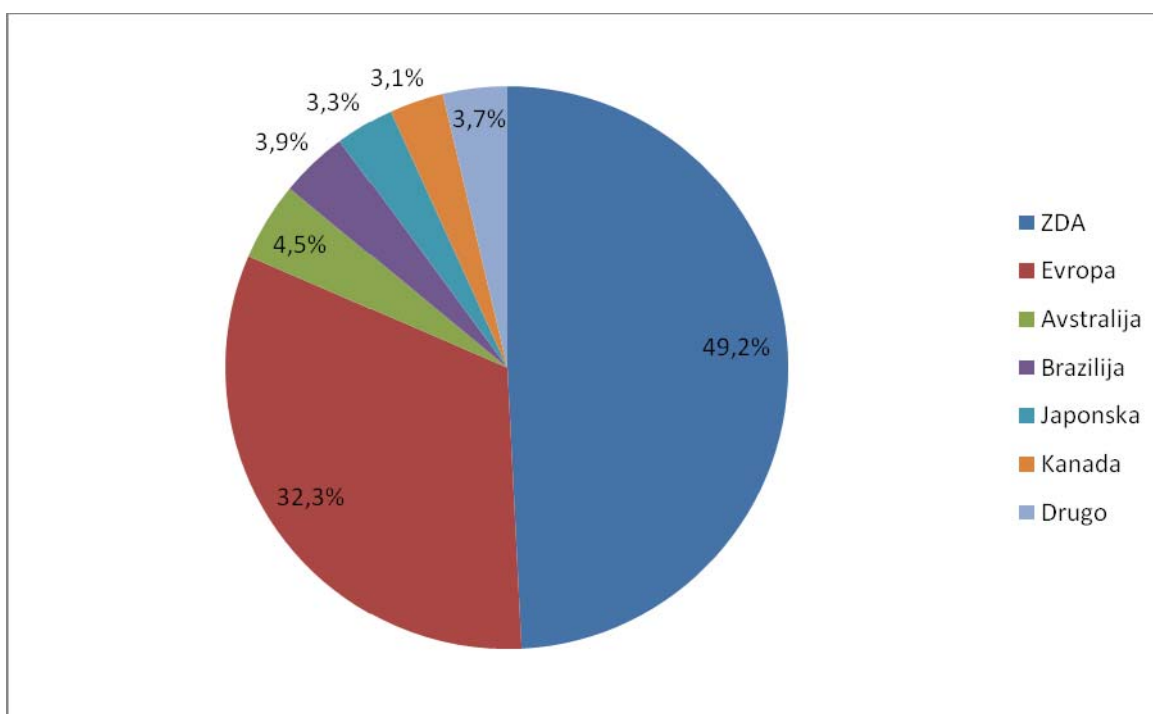
V Evropi področje vzajemnih skladov ureja direktiva 85/611/EEC, ki je bila sprejeta 20. decembra 1985 ter usklajuje zakonodajo, predpise in administrativne ukrepe. Cilj direktive je omogočanje konkurenčnih razmer med vzajemnimi skladi na evropski ravni, zagotovitev

² SEC je kratica za Securities and Exchange Commission.

učinkovitega nadzora nad delovanjem vzajemnih skladov in zaščita investorjev pred izgubo vloženih sredstev. Namen direktive je poenostaviti čezmejno trženje vzajemnih skladov in doseči enoten trg na področju vzajemnih skladov. V Evropi se za splošno poimenovanje odprtih investicijskih skladov, ki so ponujeni javnosti, uporablja kratica UCITS (angl. *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*). Vsaka država lahko ustanovi tudi druge oblike investicijskih skladov, vendar pa se ti ne smejo tržiti v drugih državah. To so t.i. neharmonizirani investicijski skladi (angl. *non-UCITS*).

Po raziskavi združenja EFAMA³ so celotna sredstva, naložena v vzajemne sklade po vsem svetu, konec tretjega četrtertja leta 2008 znašala 15.100 milijard evrov. Od tega kar 7.430 milijard evrov oz. 49,2 odstotka (Slika 1) celotnih sredstev upravljajo družbe za upravljanje s sedežem v ZDA. Zanimiv je podatek, da je kar 45 odstotkov ameriških gospodinjstev konec leta 2007 imelo prihranke naložene tudi v vzajemne sklade. Evropske družbe za upravljanje upravljajo 32,3 odstotka vseh sredstev v vzajemnih skladih, sledijo jim Avstralija s 4,5 odstotka, Brazilija s 3,9 odstotka, Japonska s 3,1 odstotka in Kanada s 3,1 odstotka (Worldwide Investment Fund Assets and Flow; Trends in the Third Quarter 2008, 2009).

Slika 1: Regijska porazdelitev sredstev, naloženih v vzajemne sklade, konec tretjega četrtertja leta 2008 (v %)



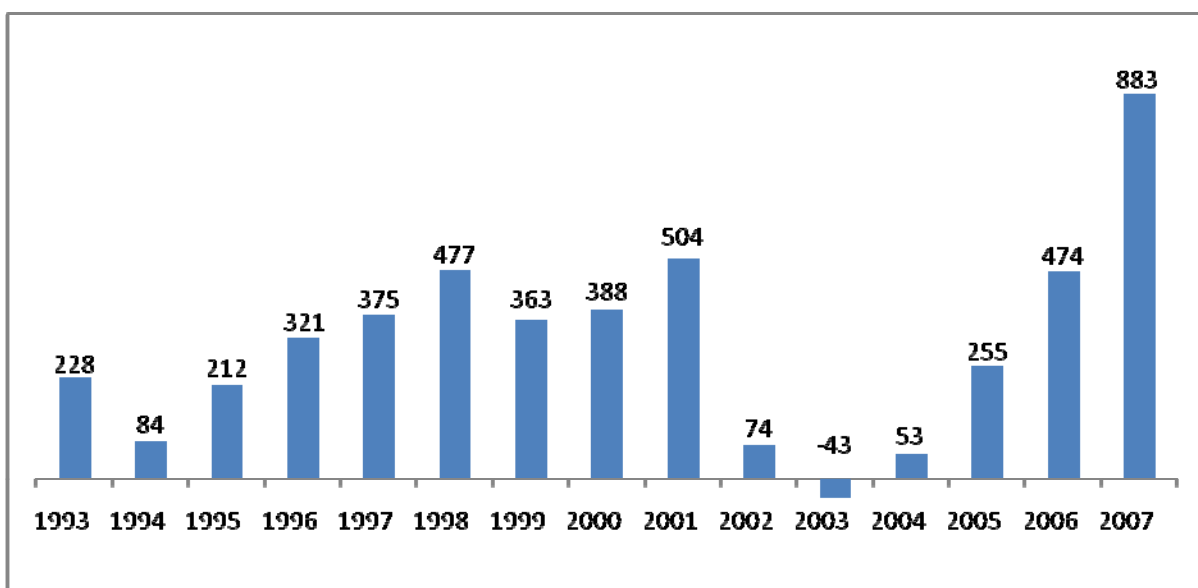
Vir: Worldwide Investment fund assets and flow; Trends in the Third Quarter 2008, str.6, slika 6.

³ EFAMA je kratica za European Fund and Asset Management Association.

Leta 2007 so se v svetu prilivi v vzajemne sklade močno povečali in presegli rekorde iz leta 2001, kar je razvidno iz spodnje Slike 2. Opazimo lahko močnejše znižanje prilivov ali celo neto odlive iz vzajemnih skladov med gospodarskim upočasnjevanjem, lep primer je obdobje po letu 2001 in močnejše neto prilive med gospodarsko rastjo.

Leta 2008, ko se je na delniških trgih že močno čutila sedanja finančna kriza, je prišlo do četrtnetnih neto odlivov iz vzajemnih skladov, kar se je zgodilo prvič po tretjem četrtnetju leta 2002. V tretjem četrtnetju leta 2008 so neto odlivi znašali 218 milijard dolarjev. V prvih treh četrtnetjih leta 2008 pa je bilo stanje še pozitivno, saj so neto prilivi znašali 176 milijard dolarjev (Investment Company Fact Book, 2008).

Slika 2: Neto prilivi v vzajemne sklade v letih od 1993 do 2007 (v mrd USD)



Vir: Investment Company Institute Fact book 2008, str. 22, slika 2.3.

V ZDA kljub zmanjšanju stopnje rasti priliva sredstev v drugi polovici devetdesetih let, v letih po prelomu tisočletja in trenutnim odlivom iz skladov zaradi finančne krize, prihodnosti vzajemnih skladov ne vidijo črnogledo. Kljub povečanim individualnim nakupom delnic bo večina vlagateljev še vedno obdržala del sredstev v vzajemnih skladih. Družbe za upravljanje bodo imele korist predvsem od pokojninskih načrtov, ki jim bodo zagotavljali stabilen dotok novih sredstev. Večina vlagateljev v vzajemne sklade vlaganje predvsem z namenom dolgoročnega pokojninskega varčevanja in so zato voljni prevzeti zmerna tveganja ob pričakovanih zmernih donosih ter niso obremenjeni s kratkoročnimi tržnimi nihanji. V ZDA več kot tri četrtine gospodinjev oz. njihovih članov, ki so vlagatelji v vzajemne sklade, sodelujejo v pokojninskih načrtih, ki jih vodijo delodajalci oz. podjetja, kjer so zaposleni (Povalej, 2002, str. 30).

Med najhitreje rastočimi trgi vzajemnih skladov je prav gotovo evropski trg. Evropa bo tudi v prihodnosti eno izmed najzanimivejših območij za upravljavce vzajemnih skladov. Razlogi so predvsem spremembe v demografski strukturi, prehod k pokojninskim načrtom z obveznimi prispevki (angl. *defined contribution schemes*) in višja pretekla donosnost vzajemnih skladov v primerjavi z nekaterimi doslej bolj prevladujočimi oblikami finančnih naložb. Kljub temu pa bo potrebno še nekaj let, da bo evropski trg po stopnji razvitosti dosegel trg vzajemnih skladov v ZDA (Povalej, 2001, str. 36).

Trenutno v Evropi na področju prodaje vzajemnih skladov prevladujejo družbe za upravljanje s sedežem na Irskem in v Luksemburgu. Glavni razlogi, da sta omenjeni državi postali evropski središči družb za upravljanje, so diskretnost bančnega sistema, ugodni davčni zakoni in geografska lega. Po podatkih raziskave European Fund Market Digest 2007, ki jo je pripravil inštitut FERI, kar 89 odstotkov vseh sredstev, ki je bilo v letu 2006 vloženih v vzajemne sklade, pripada družbam za upravljanje s sedežem na Irskem in v Luksemburgu. V banki JP Morgan napovedujejo njuno še večjo prevlado v prihodnosti (Fund Distribution - Increasing Growth, Increasing Complexity, 2007, str. 2).

1.2 Značilnosti trga vzajemnih skladov v Sloveniji

Začetki vzajemnih skladov v Sloveniji segajo v leto 1992, ko je bil ustanovljen prvi slovenski vzajemni sklad z imenom Galileo, njegova ustanoviteljica je bila Kmečka družba, ki se je kasneje preimenovala v KD Investments. Slovenski trg vzajemnih skladov ureja Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), za nadzor pa skrbi Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP). Maja 2009 je v Sloveniji delovalo skupno 125 vzajemnih skladov, ki jih je upravljal 13 domačih družb za upravljanje. Poleg tega je bilo na voljo še 195 vzajemnih skladov tujih družb za upravljanje, ki se v Sloveniji tržijo neposredno. Skupaj je maja 2009 imelo 393.214 vlagateljev svoje prihranke naložene v slovenske vzajemne sklade (Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2009).

Trg vzajemnih skladov se je pri nas močneje razvil šele v zadnjem desetletju. Kratkoročni vrhunec je doživel konec leta 2007, ko je bilo v vzajemnih skladih slabe 3 milijarde evrov sredstev. Zaradi gospodarske krize, ki je zajela ves svet in močno znižala tečaje na borzah, se je konec leta 2008 vrednost sredstev, naloženih v vzajemne sklade, znižala za 46 odstotkov na 1,6 milijarde evrov. Poleg tega pa je bilo leta 2008 na mesečni ravni več neto odlivov iz skladov (Čušin, 2008). Pričakujemo lahko, da bo slovenski trg vzajemnih skladov v prihodnosti, ko se bodo delniški trgi umirili in se bo med vlagatelje ponovno vrnilo zaupanje, še rasel. Podatki kažejo, da je varčevanje Slovencev v vzajemnih skladih v primerjavi z ostalimi evropskimi državami še vedno zelo nizko. Povprečen Slovenec je imel ob koncu leta 2005 v vzajemnih skladih 694 evrov, medtem ko je bilo povprečje v Evropi 11.256 evrov (Hafner, 2006, str. 5).

2 Opredelitev tržnih poti in njihovih značilnosti

2.1 Definicija tržnih poti

V sodobnem gospodarstvu večina proizvajalcev ne prodaja svojih izdelkov neposredno končnim porabnikom. Med njimi obstajajo številni tržni posredniki, ki opravljajo posredniške posle. Tržni posredniki sestavljajo tržno pot (imenovano tudi prodajna pot ali distribucijski kanal) (Kotler, 1998, str. 525). **Tržne poti** opredeljujejo določeno okolje, v katerem storitveno podjetje storitve posreduje, in način, kako jih posreduje, ter s tem povezano zaznavanje vrednosti in kakovosti storitev s strani porabnikov (Potočnik, 2000, str. 146).

Odločitve podjetja o tržnih poteh sodijo med najpomembnejše odločitve posloводства. Izbrane prodajne poti bistveno vplivajo na druge trženjske odločitve. Odločitve o prodajnih poteh so povezane z relativno dolgoročnimi obveznostmi do drugih podjetij. Svoje prodajne poti gradi podjetje več let, zato jih ne more enostavno spremeniti. Iz tega izvira velika pasivnost podjetij do obstoječe strukture prodajnih poti (Potočnik & Petrin, 1996, str. 35). Tržne poti lahko opišemo kot skupek medsebojno povezanih institucij, ki so vpletene v proces izdelave izdelka oziroma storitve, primerne za potrošnjo ali uporabo. To pomeni, da prodajne poti ne opravljajo zgolj funkcij zadovoljevanja povpraševanja z dostavo izdelka oziroma storitve na določenem prostoru, v določeni količini, kakovosti in po določeni ceni, ampak spodbujajo povpraševanje s promocijskim delovanjem v prodajnih enotah, ki sestavljajo prodajno pot. Na tržno pot moramo gledati kot na celoto, ki ustvarja končno vrednost za kupca (Stern, El-Ansary & Coughlan, 1996, str. 1–3).

Tržne poti predstavljajo četrti element trženjskega spleta. Trženjski splet je sestava trženjskih aktivnosti, ki jih storitveno podjetje uporablja za uresničitev svojih trženjskih ciljev na ciljnem trgu. Sestavljajo ga štiri prvine, ki jih na kratko označujemo s 4P: izdelek (angl. *product*), prodajna cena (angl. *price*), prodajne poti (angl. *place*), in tržno komuniciranje (angl. *promotion*).

Dejstvo je, da bi dobavitelj s tržnimi potmi želel doseči kar največ obetavnih odjemalcev, zato ne želi uporabljati ene same poti. Vsak člen tržne poti pa želi dovolj obsežne in trajne posle, zato hoče biti sam na svojem področju in se otepa konkurence. Dobavitelj se za trženje na izbranem področju lahko odloči za vse zanimive tržne poti (intenzivno trženje), izbere le najbolj obetavne (selektivno trženje) ali pa le eno samo pot (ekskluzivno trženje) (Kotler, 1998, str. 533–534).

2.2 Vloga tržnih posrednikov

Neposredna prodaja je tradicionalna oblika posredovanja storitev porabnikom. Storitvena podjetja čedalje pogosteje iščejo tudi posredne prodajne poti, da bi povečala prodajo svojih storitev in polno izrabila razpoložljive zmogljivosti. V sodobnem gospodarstvu tako

proizvajalci večinoma ne prodajajo svojih izdelkov neposredno končnim porabnikom, ampak to delo prepuščajo tržnim posrednikom, ki sestavljajo tržno pot. Tržni posredniki so podjetja, ki pomagajo proizvodnemu podjetju pri promociji, prodaji in distribuciji njihovih izdelkov do končnih porabnikov. Ti posredniki so podjetja za trgovske storitve, podjetja za fizično distribucijo, agencije za trženjske storitve in finančni posredniki (Potočnik & Petrin, 1996, str. 17).

S tem, ko proizvajalec zaupa del tržne poti posrednikom, se odreče delu nadzora nad tem, kako in komu izdelke prodaja. Ta način ima vsekakor prednosti, in sicer od proizvajalcev velikokrat zahteva manjša finančna sredstva, poenostavi poslovanje, poleg tega imajo proizvajalci ponavadi večji donos, če svoja sredstva vložijo v proizvodnjo. Prav tako so posredniki bolj učinkoviti pri oskrbovanju z izdelki in pri omogočanju dosegljivosti izdelkov na ciljnih trgih, kajti tržni posredniki s svojimi zvezami, izkušnjami, specializacijo in obsegom delovanja ponujajo proizvajalcu več, kot bi lahko sam dosegel. Naslednja prednost je tudi v tem, da posredniki omogočajo boljši pretok izdelkov in storitev s tem, da uskladijo segment ponudbe s segmentom povpraševanja. Pri tem je za segment ponudbe značilno, da proizvajalci ponavadi proizvajajo velike količine omejenega števila vrst izdelkov, medtem ko želijo odjemalci omejeno količino velikega števila izdelkov. Glavni vir prihrankov z vstopom posrednikov na tržno pot pa predstavlja zmanjšanje števila stikov med proizvajalci in kupci (Kotler, 1998, str. 526).

2.2.1 Finančni posredniki

Finančni posredniki opravljajo celo vrsto funkcij in storitev v finančnem sistemu: znižujejo informacijske in transakcijske stroške, opravljajo likvidnostno funkcijo, zmanjšujejo cenovno tveganje, preoblikujejo sredstva in drugo (Saunders, 2003, str. 5).

Za finančne trge je značilno, da običajno ena pogodbeni stran nima dovolj informacij, da bi sprejela dobro odločitev. Če bi posameznik razpolagal s popolnejšimi informacijami, bi bilo njegovo odločanje bolj objektivno in s tem tveganje ter stroški manjši (Prašnikar, 1998, str. 50). Omenjena težava se z vstopom finančnih posrednikov na trg zmanjša. Finančni posrednik dosega z ekonomijo obsega na področju informacij bistveno nižje stroške, kot posamezni investitor. Podobno kot pri informacijskih velja tudi pri transakcijskih stroških. Finančni posredniki zaradi velikega števila opravljenih transakcij izkoriščajo prednosti ekonomije obsega, saj se strošek na enoto znižuje s povečanjem števila transakcij.

Poleg zniževanja stroškov informacij in transakcij finančni posredniki omogočajo tudi večjo likvidnost naložb. Naložbe neposredno v podjetja so veliko manj likvidne, kot na primer naložba v vzajemni sklad. Finančni posrednik lahko tudi lažje razprši svoje naložbe, kar zmanjšuje tveganje in s tem povečuje njihovo varnost in likvidnost. Pogoji za uspešno razpršitev tveganja je ustrezna velikost finančnega posrednika oziroma njegovega

premoženja (Saunders, 2003, str. 7). Posameznik je z relativno majhnim premoženjem prisiljen imeti ozko usmerjene in tako bolj tvegane naložbe.

Kot sem omenil, je ena izmed funkcij finančnih posrednikov tudi preoblikovanje sredstev. Finančni posredniki kupujejo finančne instrumente, ki jih izdajajo podjetja (lastniške in dolžniške vrednostne papirje), in financirajo te nakupe s prodajo različnih finančnih oblik individualnim investitorjem v obliki depozitov, zavarovalnih polic, vzajemnih skladov itd. (Saunders, 2003, str. 7). Nekateri finančni posredniki, predvsem vzajemni skladi, omogočajo oziroma zagotavljajo deljivost. Določene naložbe, kot so komercialni papirji ali potrdila o vlogi, so izdani le v visokih zneskih in so za veliko individualnih investitorjev nedosegljive. Naložba v vzajemni sklad omogoča vlagateljem posreden vstop v vrsto različnih naložb tudi z nizkimi vložki.

2.3 Tržne poti za storitve

Storitev je dejanje ali delovanje, ki ga ena stran lahko ponudi drugi, je po svoji naravi neotipljiva in ne pomeni posedovanja česar koli (Kotler, 1998, str. 464). Pri vlaganju v vzajemne sklade dejansko pristopamo k skladom, kar pomeni, da smo deležni storitve in ne fizičnega izdelka.

Pri finančnih storitvah tržne poti določijo kupci sami, narava storitve, značilnosti tržne poti in ugled ponudnika. Izbira tržne poti je pri kupcih vedno pogojena z nakupnim motivom, kupčevo dobro poznavanje ter razumevanje tržne poti bo povečalo nagnjenost k njeni uporabi. Mlajša generacija je bolj nagnjena k uporabi novejših tržnih poti. Zaposleni ljudje z malo časa pa se raje odločajo za uporabo hitre in enostavno dostopne tržne poti. Zapletenost storitve in zaznano tveganje bosta povečala zaupanje oziroma nagnjenost k izbiri neposredne poti, tj. tiste, ki omogoča osebni stik s ponudnikom storitve. Lahka dostopnost do tržne poti bo pozitivno vplivala na izbiro, medtem ko bodo tveganje in stroški vplivali negativno. Pri novih tržnih poteh sta zelo pomembna dejavnika izbire podoba in ugled ponudnika. Dobra ponudba in možnost uporabe različnih tržnih poti pri določenem ponudniku bosta znižali tveganje in spodbudili uporabo (Black, 2002, str. 171).

Lokacija izvajanja storitev in posredniki, prek katerih lahko pride storitev do porabnikov, sta dve ključni področji trženjskega spleta za storitve. Tržne poti opredeljujeta okolje, v katerem storitveno podjetje storitve posreduje, in način, kako jih posreduje, ter s tem povezano porabnikovo zaznavanje kakovosti storitev. Zaradi izjemne raznovrstnosti storitev se strategije storitvenih podjetij glede lokacije in izbire posrednikov storitev zelo razlikujejo (Potočnik, 2004, str. 270).

2.3.1 Lastnosti storitev

Za storitve je značilnih 8 lastnosti, ki jih ločijo od izdelkov: neopredmetenost (neoprijemljivost), neločljivost porabnika in ponudnika storitve, minljivost oziroma

kratkotrajnost, občutljivost na čas, težavnost ugotavljanja in nadziranja kakovosti, visoka stopnja tveganja, prilagajanje ponudbe posebnim zahtevam porabnikov storitev, ustvarjanje osebnih stikov med kupcem in ponudnikom (Potočnik, 2004, str. 30).

Za finančne storitve je značilno naslednje (Svoljšak, 1997):

- **Neopredmetenost** – storitve so neotipljive, ne moremo jih videti, okusiti, občutiti, preden jih kupimo. Zato stranke iščejo nekaj, kar bi dokazalo kakovost teh storitev. O kakovosti lahko sklepajo na podlagi prostora, ljudi, opreme, komunikacijskega gradiva, simbolov, cene. Storitve lahko ocenimo šele kasneje, ko občutimo zadovoljstvo ali pa slabo voljo. Prav pri finančnih storitvah je naloga prodajalcev, da kupcu posredujejo prave vtise o njihovi storitvi, predvsem pa mu morajo predstaviti koristi, ki jih bo imel od nje.
- **Neločljivost** – storitev ne moremo ločiti od njihovih ponudnikov. Finančne storitve se naredijo in porabijo hkrati, zato je naloga tržnika najti pravi čas in kraj za izvedbo storitve.
- **Spremenljivost** – je lastnost storitev, da se hitro spreminjajo, saj so odvisne od tega, kdo jih izvaja, kje in kdaj. Storitve pri različnih investicijskih svetovalcih je izvedena različno, kot smo si različni ljudje. Finančne institucije lahko naredijo tri korake k nadzoru kakovosti: izberejo dobre kadre, poenotijo potek storitev v organizaciji in spremljajo zadovoljstvo strank.
- **Minljivost** – storitev namreč ne moremo shraniti. Prav zavoljo te lastnosti je težko uskladiti ponudbo in povpraševanje, saj finančnih storitev ne moremo skladiščiti za čase, ko bo povpraševanje večje.
- **Visoko individualizirani sistem trženja** – storitve izvaja vedno posameznik in od njega je najbolj odvisno, ali bodo potrebe stranke zadovoljene.
- **Pomanjkanje posebnih značilnosti** – finančne storitve so si zelo podobne. Podobno usmerjeni vzajemni skladi različnih upravljavcev se razlikujejo v malenkostih. Zato je naloga tržnikov, da storitvam dodajo neko novo vrednost, četudi zgolj s promocijo.
- **Rast prodaje mora biti usklajena s tveganostjo** – s prodajo svojih storitev finančna institucija povečuje tveganja, predvsem kadar gre za investiranje. Torej ne gre za trženje za vsako ceno, institucija mora težiti k usklajenosti rasti prodaje in tveganj.
- **Zaupnost** – vsaka finančna institucija je še posebej odgovorna za varstvo zaupnih podatkov o svojih strankah.

3 Tržne poti pri prodaji vzajemnih skladov

Ena izmed ključnih poslovnih odločitev družb za upravljanje investicijskih skladov je način prodaje vzajemnih skladov potencialnim vlagateljem. Obstaja mnogo različnih tržnih poti, glavne med njimi so neodvisni finančni svetovalci, neposredno družbe za upravljanje investicijskih skladov, banke, zavarovalnice, pokojninski načrti in »supermarketi« vzajemnih skladov. V zadnjih letih je v svetu prišlo do velikih sprememb na področju prodajnih poti pri trženju vzajemnih skladov. Pred letom 1980 je bila večina vzajemnih skladov prodana neposredno prek družb za upravljanje in neodvisnih finančnih svetovalcev, ki so vlagateljem ponujali nasvete, pomoč ter druge storitve. Kasneje se je število prodajnih poti močno povečalo, kar je za družbe za upravljanje investicijskih skladov pomenilo, da so začeli spreminjati svoje prodajne strategije. Od ekskluzivnega trženja (ena tržna pot) so začeli prehajati k intenzivnemu trženju (več tržnih poti) (Reid & Rea, 2003, str. 1).

Zanimivo je, da v svetu ni prevladujočega modela o moči posameznega prodajnega kanala. Situacija se od države do države razlikuje in je odvisna od zgodovinskega razvoja, zakonodaje in drugih lokalnih posebnosti (Kodrič, 2004, str. 22). Ameriški vlagatelji že od nekdaj uporabljajo več prodajnih poti za naložbe svojih prihrankov v vzajemne sklade, vendar z različno stopnjo pogostosti. V Evropi pa pri distribuciji oz. trženju vzajemnih skladov prevladujejo predvsem banke in zavarovalnice. Univerzalne poslovne banke tako v Evropi ustvarijo okoli 80 % vse prodaje vzajemnih skladov. Izjema je le Velika Britanija, kjer v nasprotju z državami celinske Evrope igrajo izredno pomembno vlogo neodvisni finančni svetovalci. Ameriški trg je lahko za Evropo zgled oz. model, iz katerega se lahko črpa veliko elementov za učinkovitejše načrtovanje in upravljanje prodajnih poti pri trženju vzajemnih skladov (Povalej, 2001, str. 36).

3.1 Vrste tržnih poti

Tržne poti pri prodaji vzajemnih skladov lahko v grobem razdelimo na **neposredne in posredne**.

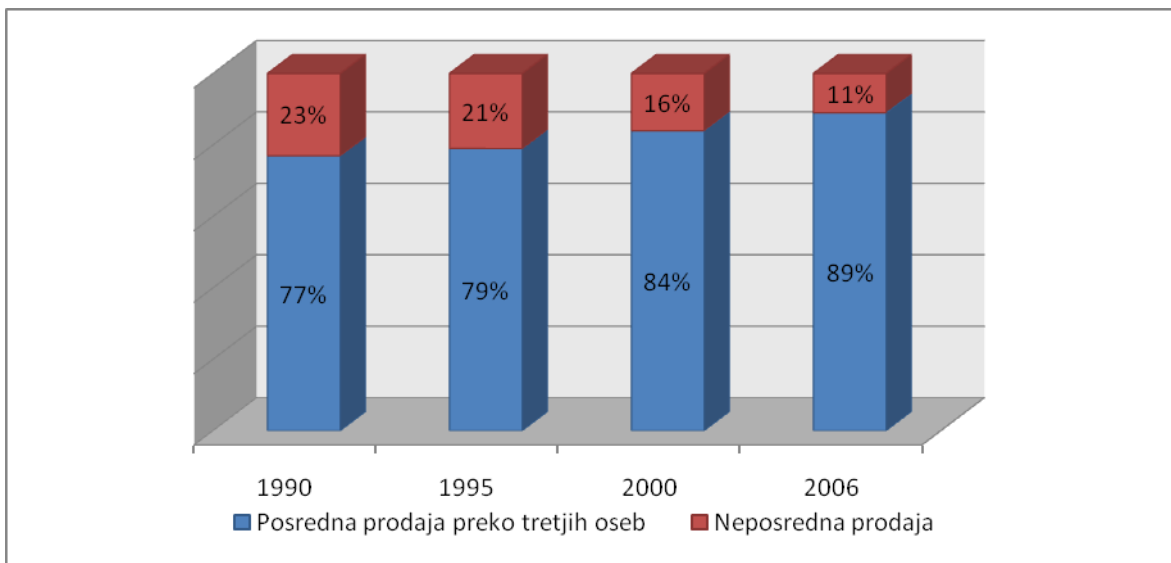
Pri neposrednih tržnih poteh se vzpostavi neposredna vez med družbo za upravljanje investicijskih skladov in potencialnim vlagateljem, kar omogoča določene prednosti. Prednosti neposrednih poti so predvsem kontrola DZU nad prodajo, imajo celotno sliko o finančnem stanju posamezne stranke, omogočena je kontrola kakovosti, možno je razviti dolgoročno razmerje s strankami, lojalnost strank ter lažja prodaja drugih produktov (angl. *cross-selling*). Neposredno tržno pot predstavlja prodajno osebje, zaposleno pri DZU, poslovalnice v njeni lasti ter neposredna prodaja prek spletnih strani. Slaba stran neposredne distribucije je omejen doseg in pokritje trga. Nevarnost, ki se lahko pojavi, je prodajanje pod pritiskom, saj se v primeru, da je prodajno osebje plačano s provizijo od sklenjenih poslov, lahko zgodi, da poskušajo strankam na silo prodati tudi neprimerne

produkte. Vse več DZU se odloča tudi za neposredno prodajo prek svojih spletnih strani. Internet je lahko zelo uporabno prodajno orodje. Potencialnim strankam je mogoče ponuditi veliko uporabnih informacij o družbi, njenih produktih, na spletni strani so lahko objavljeni prospekti vzajemnih skladov, pristopne izjave in druge informacije, pomembne za odločanje strank.

Pri posrednih tržnih poteh do vlagateljev v vzajemne sklade med DZU in potencialnimi vlagatelji nastopa tretja oseba. Ta način prodaje ima veliko prednosti. Glavne med njimi so nižji prodajni stroški, potencialno zelo široka in razvejana prodajna baza ter možnost stranke, da dobi neodvisno priporočilo, saj svetovalci niso vezani na posamezno DZU. Med posredne tržne poti uvrščamo neodvisne finančne svetovalce, ki svetujejo svojim strankam, kam investirati prihranke, borzne posrednike, zavarovalnice, banke, »supermarket« vzajemnih skladov in pokojninske sklade.

Po raziskavi, ki jo je opravil Inštitut investicijskih družb (angl. *Investment Company Institute*, v nadaljevanju ICI) je v devetdesetih letih veliko vzajemnih skladov, ki se je tradicionalno prodajalo po neposredni tržni poti, povečalo prodajo prek »supermarketov« vzajemnih skladov, pokojninskih načrtov in neodvisnih finančnih svetovalcev. Trženje vzajemnih skladov prek posrednikov tako postaja čedalje bolj pomembno. Odstotek distribucije, opravljene s pomočjo tretje stranke v postopku prodaje (angl. *third party distribution*), se iz leta v leto povečuje. Kot je razvidno iz Slike 3 je delež prodaje neposredno prek družb za upravljanje investicijskih skladov leta 1990 znašal 23 odstotkov, leta 2006 pa le še 11 odstotkov. Kar 89 odstotkov gospodinjstev je leta 2006 pristopilo k vzajemnim skladom posredno preko tretjih oseb – bank, zavarovalnic, borznoposredniških družb, neodvisnih finančnih svetovalcev in pokojninskih načrtov (Investment Company Institute Fact book, 2007).

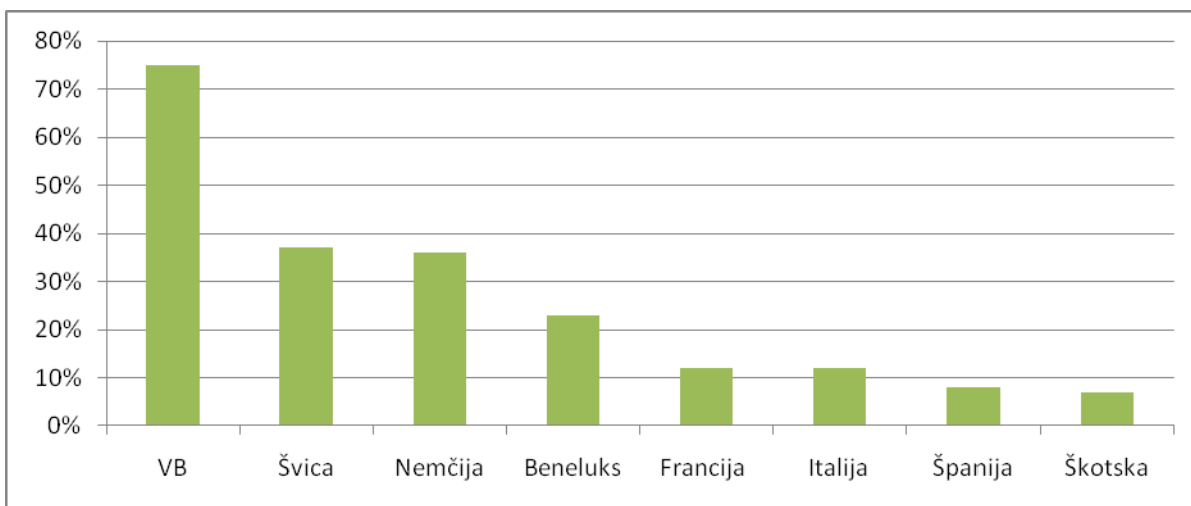
Slika 3: Razmerje med neposredno in posredno prodajo vzajemnih skladov v ZDA med leti 1990 in 2006



Vir: Investment Company Institute Fact book 2007, str. 69, slika 6.14.

Tudi v Evropi je opaziti trend zniževanja neposredne prodaje, kljub temu pa je ta še vedno zelo prisotna. Največ posredne prodaje prek tretjih oseb v postopku je v Veliki Britaniji (Slika 4), kjer je bilo leta 2005 kar 75 odstotkov vseh sredstev v vzajemne sklade prodanih posredno. Drugje po Evropi je ta delež precej nižji. V Švici je bil delež 37 odstotkov, v Nemčiji 36 odstotkov, v državah Beneluksa 23 odstotkov, v Franciji pa le 12 odstotkov.

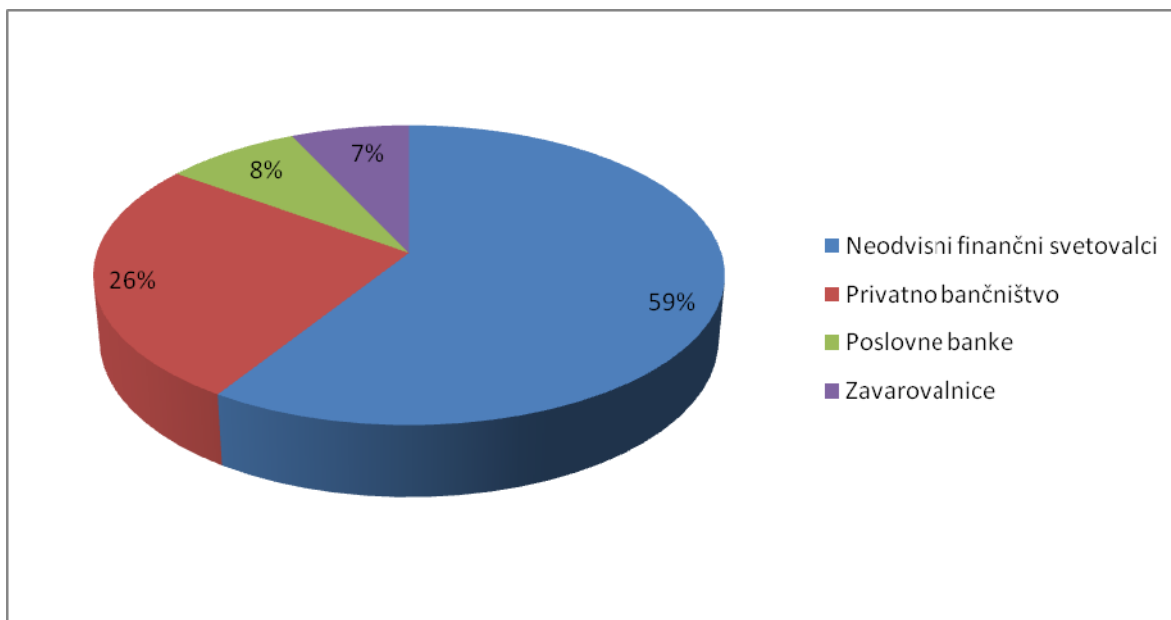
Slika 4: Odstotek priliva sredstev v vzajemne sklade prek tretje stranke v postopku Evropa (v letu 2005)



Vir: Global Distribution of UCITS: Supporting Change in Asset Managers Cross-border Service Requirements, 2008, str. 6, slika 2.

Kot lahko vidimo na Sliki 5 v Evropi pri posredni prodaji prek tretje osebe prevladujejo neodvisni finančni svetovalci, sledi jim privatno bančništvo, poslovne banke in zavarovalnice. Neodvisni finančni svetovalci predstavljajo prodajni kanal, ki proda največji delež vzajemnih skladov, ki niso v njihovi lasti. Njihov delež je 59 odstotkov. Privatno bančništvo in poslovne banke prodajo skupaj 34 odstotkov vzajemnih skladov, ki se prodajo posredno prek tretje osebe. Zavedati se je treba, da evropske banke poleg vzajemnih skladov, ki jih upravljajo družbe za upravljanje, ki niso v njihovi lasti, prodajo tudi veliko vzajemnih skladov, ki so v njihovi lasti. Če pa združimo posredno in neposredno prodajo vzajemnih skladov v Evropi, predstavljajo vodilno vlogo pri prodaji banke.

Slika 5: Odstotek priliva sredstev v vzajemne sklade prek tretje stranke v postopku po tržnem kanalu (v letu 2005)



Vir: Global Distribution of UCITS: Supporting Change in Asset Managers Cross-border Service Requirements, 2008, str.6, slika 3.

3.2 Trženje vzajemnih skladov prek neodvisnih finančnih svetovalcev in posrednikov

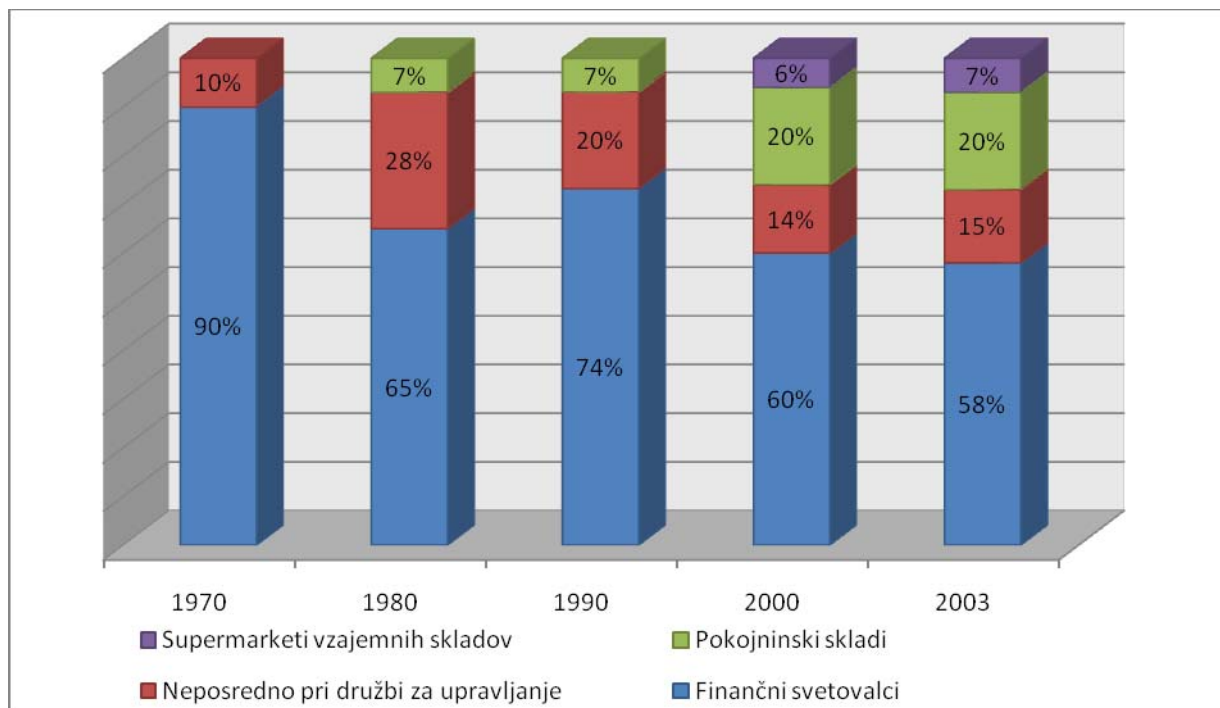
Neodvisni finančni svetovalci so podjetja oz. posamezniki, ki svetujejo svojim strankam, kam investirati denar. Prednost neodvisnih finančnih svetovalcev je poznavanje vzajemnih skladov, nepristranskost, prodornost in agresivnost pri trženju vzajemnih skladov. Od prodajnega osebja družb za upravljanje se razlikujejo predvsem po tem, da so neodvisni in niso omejeni le na produkte DZU, pri kateri so zaposleni. Profesionalni finančni svetovalci pomagajo vlagateljem prepoznati finančne cilje in jim na podlagi pogovora izbrati vzajemne sklade, s katerimi bodo zastavljene cilje lažje dosegli. Poleg tega ponujajo tudi različne druge storitve, kot so pomoč pri spremljanju rezultatov skladov, prospekti, finančna poročila in drugo.

Premoženjsko svetovanje je v razvitem svetu že dolgo uveljavljena storitev. Na področju licenciranja svetovalcev so daleč vodilne ZDA. Tam je sistem licenciranih svetovalcev zelo razvit in razvejan, saj obstajajo posebne licence za različna področja, kot so nepremičnine, davki, zavarovanja, pokojninski produkti, vrednostni papirji, vzajemni skladi in drugo. Posamezen strokovni svetovalec lahko dela na enem od naštetih področij, lahko pa jih obvladuje tudi več. Najbolj znana in splošna licenca v tujini je CFP (angl. *Certified Financial Planer*). Posebej je pomembno, da se pravo strokovno finančno svetovanje v tujini prodaja kot storitev, podobno kot pravni ali zdravniški nasvet (Lubej, 2005, str. 103).

Kljub veliki rasti trženja vzajemnih skladov prek interneta je bila zadnjih pet let v ZDA prek osebne prodaje pridobljena več kot polovica vseh novih naložb v vzajemne sklade. Izmed različnih oblik se čedalje več investicijskih družb v ZDA pri osebni prodaji odloča za trženje prek neodvisnih finančnih svetovalcev. Zanje se odločajo zaradi njihovega boljšega poznavanja dejavnosti vzajemnih skladov in ker so pri trženju skladov dosti uspešnejši kot npr. zavarovalni agenti (Povalej, 2002, str. 29).

V raziskavi, ki jo je opravil ICI, je bilo ugotovljeno, da v ZDA večina vlagateljev kupi točke vzajemnih skladov prek profesionalnih neodvisnih finančnih svetovalcev in finančnih posrednikov (glej Sliko 6). Leta 1970 je kar 90 odstotkov vseh vlagateljev v vzajemne sklade investiralo preko profesionalnih finančnih svetovalcev. Pokojninski načrti, zavarovalnice in »supermarketi« vzajemnih skladov so postali pomembni posredniki pri prodaji točk vzajemnih skladov šele v zadnjih dvajsetih letih. Predvsem v ZDA se torej še vedno velik del vlagateljev odloča za nakup točk vzajemnih skladov prek neodvisnih finančnih svetovalcev in posrednikov (Ownership of Mutual Funds Through Professional Financial Advisers, 2005, str. 1).

Slika 6: Struktura tržnih poti pri prodaji vzajemnih skladov v ZDA v obdobju od 1970 do 2003 (v %)



Vir: Ownership of Mutual Funds Through Professional Financial Advisers, 2005, str. 1, slika 1.

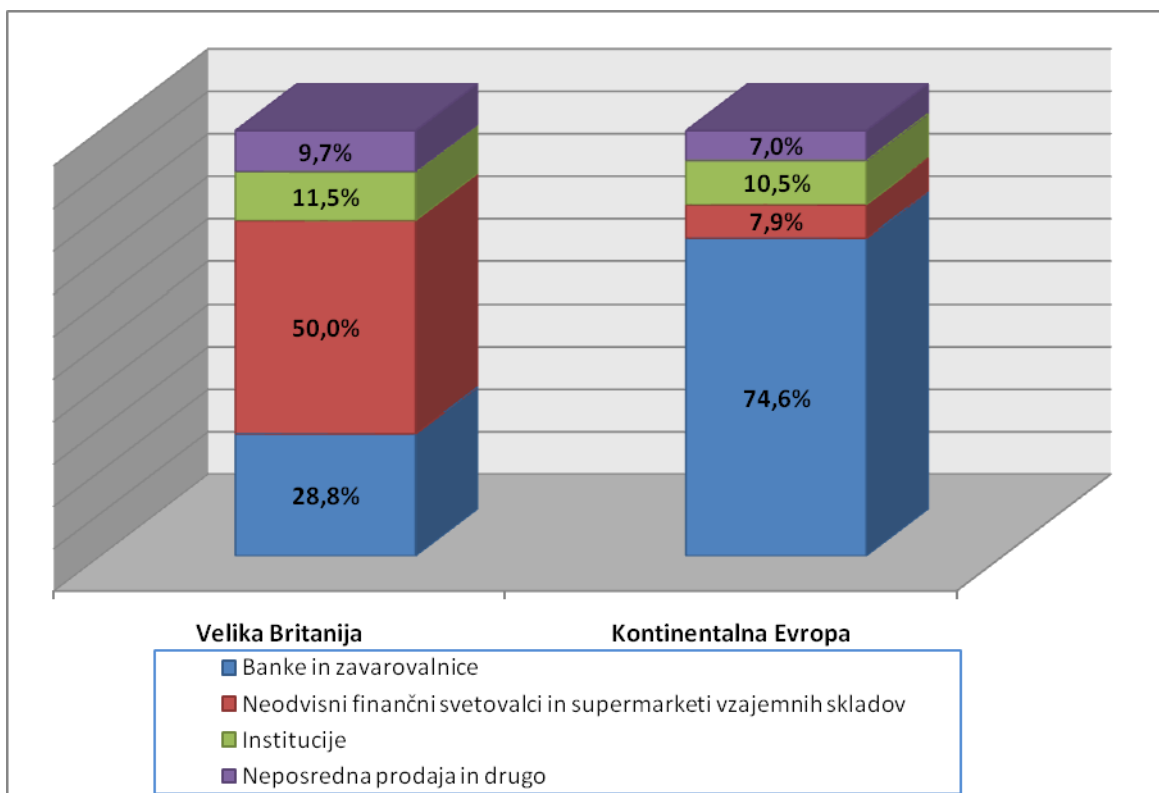
Iz navedenih podatkov lahko povzamemo, da ostaja osebna prodaja vzajemnih skladov prek neodvisnih finančnih svetovalcev – kljub velikemu povečanju trženja po internetu – še vedno izjemno pomembna. Zaradi poplave informacij iz direktnega trženja vzajemnih skladov narašča potreba po sofisticiranem nasvetu, kar vlagatelje pripelje do finančnih svetovalcev, ki jim svetujejo pri izbiri med naložbami v različne finančne produkte med drugim tudi vzajemne sklade. Vlagatelji, ki kupujejo prek posrednikov oziroma svetovalcev, običajno tudi ostajajo zvesti temu načinu prodaje. To potrjuje oceno, da bosta svetovanje in osebna prodaja igrali še pomembnejšo vlogo pri determiniranju načina nakupa vzajemnih skladov (Povalej, 2002, str. 29).

Na evropskem trgu moramo v nasprotju z ameriškim pri tržnih poteh do vlagateljev v vzajemne sklade upoštevati dejstvo, da ga omejujejo značilnosti nacionalnih trgov (jezikovne razlike, različne kulture, nakupno vedenje, značilnosti finančnih trgov ipd.). Najvidnejše razlike med posameznimi evropskimi trgi vzajemnih skladov se tako kažejo prav glede tržnih poti, po katerih se prodajajo vzajemni skladi. Tako pri trženju vzajemnih skladov v Veliki Britaniji, podobno kot v ZDA, igrajo močno vlogo neodvisni finančni svetovalci, medtem ko v celinskem delu Evrope v trženju še vedno prevladujejo lokalne banke.⁴ Kljub temu, v mnogih državah celinske Evrope (Nemčija, Švica) že opažamo tudi veliko rast trženja vzajemnih skladov prek neodvisnih svetovalcev oziroma rast števila

⁴ Lokalne v tem kontekstu pomeni največje banke s sedežem na ozemlju neke države.

neodvisnih finančnih svetovalcev, ki tržijo produkte vzajemnih skladov (Povalej, 2001, str. 39). V letu 2005 (Slika 7) je bilo v Veliki Britaniji prek neodvisnih finančnih svetovalcev prodano približno 50 odstotkov sredstev vloženih v vzajemne sklade, medtem ko je bil v celinski Evropi odstotek precej manjši, 7,9 odstotka (Current trends in asset management, 2006, str. 92).

Slika 7: Primerjava tržnih poti v Veliki Britaniji in kontinentalni Evropi,⁵ 2005 (v %)



Vir: Current trends in asset management, 2006, str. 92, slika 5.11.

Vzrok za opazno razliko pri tržnih poteh med Veliko Britanijo in drugimi evropskimi državami lahko delno pripišemo vpeljavi t. i. polarizacijskega režima⁶ v Veliki Britaniji ter tradicionalni navezanosti vlagateljev na lokalne banke v kontinentalni Evropi. Pričakovanja finančnih strokovnjakov v Veliki Britaniji so, da bodo v prihodnosti, predvsem zaradi vpliva depolarizacije, banke tudi pri njih prevzele večjo vlogo pri distribuciji vzajemnih skladov (Current trends in asset management, 2006, str. 94).

⁵ Kontinentalno Evropo predstavljajo podatki Francije, Nemčije, Italije, Španije in Švice.

⁶ V času polarizacijskega režima so neodvisni finančni svetovalci lahko dajali neodvisna priporočila in ponujali produkte celotnega trga, medtem ko so bili odvisni finančni svetovalci (zaposleni pri DZU) omejeni le na produkte enega samega ponudnika. Po ukinitvi polarizacijskega režima v letu 2004 so DZU dobile možnost, da ponujajo tudi produkte drugih DZU.

3.3 Trženje vzajemnih skladov prek bank

V zadnjih 20. letih so banke poleg svojih tradicionalnih storitev posojanja denarja in depozitov v svojo paleto storitev vključile tudi druge naložbene produkte, med njimi tudi vzajemne sklade. Bankam so vzajemni skladi lahko orodje za zadržanje sredstev strank, ko te želijo prestopiti iz bančnih depozitov v naložbe z variabilnim donosom oziroma delnice. Kar nekaj strank običajno pogosto prestopa iz ene oblike varčevanja v drugo in obratno. Banke so sposobne s celovito ponudbo, ponudbo bančnih depozitov in vzajemnih skladov hkrati, zadržati te stranke kot svoje komitente. Seveda lahko v te vzajemne sklade investirajo tudi investitorji, ki sicer niso njihovi komitenti.

Banke s pridom izkoriščajo svojo bogato bazo strank, razvejano mrežo poslovalnic, dober ugled in dejstvo, da se stranke vsaj občasno pri njih tudi fizično oglasijo. Strankam ponujajo produkte in svetovanje na področju pokojninske problematike, namenskih oblik varčevanja in drugih vezanih storitev, kjer pod nazivom »investicijskega bančništva« (angl. *investment banking*), pa tudi »privatnega bančništva« (angl. *private banking*) ponujajo celovito storitev upravljanja strankinega finančnega premoženja. V tem konceptu ponujajo najrazličnejše finančne produkte, tako lastne – bančne, kot tudi produkte, pripravljene s partnerskimi podjetji. Vzajemni skladi niso nobena izjema, saj se svetovalci v bankah trudijo narediti kar najbolj ustrezen paket finančnih produktov, da bi stranki ustregli v celoti, stranke obdržali in jih s tem odvrnili od odnašanja kapitala h konkurenci (Lubej, 2005, str. 22). Banke postopoma odpirajo svoja vrata skladom, ki jih upravljajo tretje osebe. To jim omogoča, da se posvetijo svojim ključnim sposobnostim in privabljajo stranke, ki iščejo »najboljši produkt na trgu« (Zelena knjiga o izboljšavi zakonodajnega okvira EU za investicijske sklade, 2005, str. 5).

Pri trženju vzajemnih skladov prek bank in zavarovalnic, lahko v svetu opazimo velike razlike. Trenutno distribucija oz. trženje vzajemnih skladov v Evropi poteka večinoma prek bank in zavarovalnic, za razliko od ZDA, kjer, kot sem že omenil, ta večinoma poteka prek osebne prodaje in spletnih strani. Vzrok za tako majhen delež bank kot posrednikov na trgu vzajemnih skladov v ZDA gre iskati v dejstvu, da banke zaradi t. i. Glass-Steagalovega zakona iz leta 1933, ki je strogo razmejil dejavnosti med posameznimi finančnimi posredniki, vrsto desetletij niso smele opravljati tovrstnih poslov. To kaže na veliko rezervo bank in na možnost, da z aktivnim trženjem in predvsem informiranjem dosežejo povečano zavedanje svojih strank, da so tudi one možne ponudnice oz. prodajno mesto vzajemnih skladov, in to ne izključno v poslovalnicah, temveč tudi po drugih prodajnih poteh (telefon, internet) (Povalej, 2002, str. 29).

Kasneje se je zakon spremenil in ameriške banke so poleg primarne dejavnosti začele ponujati tudi vzajemne sklade. Za ZDA je značilno, da banke prodajajo tako sklade, ki jih upravljajo same, kot tudi sklade drugih družb za upravljanje. Poleg tega pa so bančni vzajemni skladi na voljo investitorjem tudi prek drugih finančnih posrednikov. V raziskavi,

ki jo je opravil ICI v letih 1991–1995, je bilo ugotovljeno, da se je število vzajemnih skladov, ki se prodajajo prek bank, povečalo iz 1.100 ob koncu leta 1991 na 2.329 ob koncu leta 1995. V letu 1995 se je prek bank prodalo 15,3 % vseh sredstev v vzajemnih skladih, kar je za 3,7 odstotne točke več kot v letu 1991 (Mutual fund statistic for the bank distribution channel, 1996, str. 4).

Povsem drugačno stanje je v Evropi, kjer univerzalne poslovne banke ustvarijo v povprečju okoli 80 odstotkov vse prodaje oz. distribucije vzajemnih skladov, kar je podrobneje razvidno iz spodnje Tabele 1. Izjema je le Velika Britanija, kjer v nasprotju z državami celinske Evrope igrajo izredno močno vlogo pri trženju vzajemnih skladov neodvisni finančni svetovalci.

Tabela 1: Struktura prodajnih poti pri trženju vzajemnih skladov v Evropi (v %)

	Banke	Borzni posredniki	Zavarovalnice	Direktni nakupi	Finančni svetovalci	Povezano prodajno osebje	Drugi oz. mešano
Francija	74	0	10	0	5	0	11
Italija	53	0	0	1	4	10	32
Nemčija	74	0	7	2	17	0	0
Španija	92	4	2	0	0	2	0
V.Britanija	0	6	0	7	41	46	0
Švica	90	0	0	0	10	0	0
Švedska	86	0	7	1	6	0	0
Nizozemska	31	0	0	34	1	1	47

Vir: D. Povalej, Prodajne poti pri trženju vzajemnih skladov v Evropi, 2001, str. 37, tabela 3.

V Evropi lahko v prihodnosti pričakujemo padec osebne prodaje vzajemnih skladov družb za upravljanje po lastnih tržnoprodajnih mrežah. Tako je pri bankah že zaznati ločevanje med distribucijskimi in izvajalnimi metodami, in sicer skušajo v svojih poslovalnicah povečati tudi prodajo vzajemnih skladov tretjih oseb, upravljavci njihovih skladov pa skušajo povečati prodajo po drugih prodajnih poteh (Povalej, 2001, str. 37).

Podobno kot v Evropi tudi v Aziji zaenkrat pri prodaji vzajemnih skladov prevladujejo banke. Prek njih se proda 60 odstotkov vseh sredstev, naloženih v vzajemne sklade. Prevladujejo predvsem večje mednarodne banke (The complexities of supporting fund distribution in Asia, 2007, str. 5).

Banke imajo torej že v izhodišču veliko prednosti. Glavni sta razvejana mreža poslovalnic ter velika baza podatkov o komitentih. Poleg tega pa večina ljudi bankam zaupa in verjame, da so solidne in varne finančne institucije.

Kot slabe strani prodaje točk vzajemnih skladov prek bank lahko navedemo, da zaposleni morda slabo poznajo nebančne produkte in dvomijo o učinkovitosti prepričevanja komitentov, da naj bi od dokaj varnih depozitov prešli v bolj tvegane naložbe v vzajemne sklade, kjer so možne tudi izgube (Giles, Alexeeva & Buxton, 2003, str. 217).

3.4 Zavarovalnice kot tržna pot

Zavarovalnice ponujajo naložbe v vzajemne sklade prek naložbenih življenjskih zavarovanj, ki so na trgu že več desetletij. Potreba po novih, dopolnjenih oblikah zavarovanj, ki bi bila pri vedno večjih donosih še bolj učinkovita, se je v državah z razvitimi trgi vrednostnih papirjev pojavila že v zgodnjih šestdesetih letih prejšnjega stoletja. Predvsem v Veliki Britaniji in ZDA so zavarovalnice prve izkoristile ponujeno možnost v obliki zavarovanj, ki so združevala naložbe v različne investicijske sklade in življenjsko zavarovanje. V Veliki Britaniji je zavarovalnica London & Manchester leta 1957 trgu prva ponudila naložbeno življenjsko zavarovanje. Upravljalci vzajemnih skladov, ki so znali izkoristiti praznino na takratnem trgu, so ustanavljali nove zavarovalnice. Klasične zavarovalnice so se novim tržnim razmeram prilagajale počasneje. Šele v devetdesetih letih so začele pospešeno slediti tekmečem in danes skoraj ne najdemo življenjske zavarovalnice, ki ne bi ponujala tudi zavarovanj, povezanih z investicijskimi skladi (Benko, 2002, str. 3).

Naložbena življenjska zavarovanja so v marsičem podobna naložbi v vzajemni sklad, pri čemer se od premije poleg drugih stroškov obračuna še strošek zavarovalne premije. Del premije, namenjen investicijam, se naloži v določene vzajemne sklade.

V EU poznajo naložbeno življenjsko zavarovanje že vsaj 25 let in se na trgu pojavlja pod različnimi komercialnimi imeni. Vsem je skupno kombiniranje zavarovalniških produktov iz skupine osebnih zavarovanj tveganj, predvsem življenja (tveganje smrti) in nezgode (tveganje trajne invalidnosti) ter varčevanja v različnih oblikah vzajemnih investicijskih skladov. Resničen razmah so tovrstna zavarovanja dosegla v devetdesetih letih s popularizacijo vzajemnih skladov v EU in izvajanjem pokojninskih in socialnih reform, ki ljudi silijo v postavitev lastne socialne in finančne varnostne sheme, brez zanašanja na državo. Predvsem je opaziti, da ljudje vse bolj ločijo med zavarovanjem in varčevanjem ter se zavedajo, da sta to dva lahko tudi samostojna produkta. Kljub temu število sklenjenih naložbenih zavarovanj iz leta v leto narašča in ponekod (Nemčija, Avstrija) je v letu 2000 že bilo prvič sklenjenih več naložbenih življenjskih zavarovanj kot klasičnih (Lubej, 2005, str. 100).

V zadnjih petih letih torej t. i. klasična življenjska zavarovanja postopoma izpodrivajo naložbena zavarovanja, pri katerih zavarovalni del ostaja enak kot pri življenjskih zavarovanjih, varčevalni del pa namesto zavarovalnice prevzamejo vzajemni in investicijski skladi. Poudariti je treba, da pri klasičnih zavarovanjih zavarovalnica jamči

minimalen donos varčevalnih sredstev, ki je vnaprej znan, relativno varen in zato nizek. Pri naložbenih zavarovanjih pa zavarovanec prevzame naložbeno tveganje in se lahko ob ugodnem razpletu nadeja tudi višjih donosov in večjega izplačila ob koncu zavarovalne dobe. V EU in ZDA so v zadnjih dvajsetih, pospešeno pa v zadnjih desetih letih zavarovalnice svojo ponudbo produktov zelo razširile v smeri varčevalnih produktov. Te zastopajo razna življenjska, pokojninska, rentna in mešana zavarovanja. Pomembno je kombiniranje zavarovanja in varčevanja v okviru vzajemnih skladov, ki jih upravlja zavarovalnica, ali v okviru odprtih vzajemnih skladov, ki jih upravljajo družbe za upravljanje, ki so pogodbeno ali kako drugače vezane na sodelovanje z zavarovalnico (Lubej, 2005, str. 24).

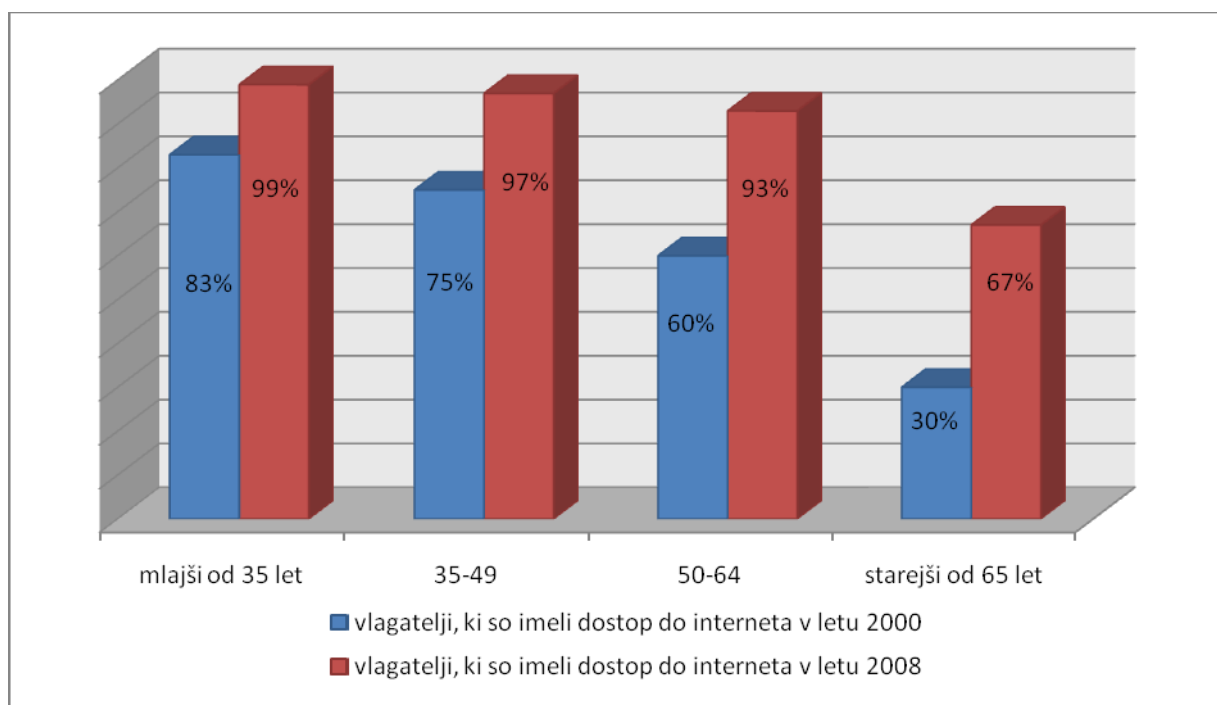
3.5 Trženje vzajemnih skladov prek spletnih »supermarketov« vzajemnih skladov in spletnih strani družb za upravljanje

Prodaja vzajemnih skladov preko spletnih platform bi lahko v prihodnosti postala ena izmed najpomembnejših tržnih poti pri prodaji vzajemnih skladov. V zadnjem desetletju je ameriška institucija ICI izvedla več raziskav, v katerih je ugotavljala, kolikšno število vlagateljev v vzajemne sklade uporablja internet.

Zadnja raziskava v obdobju od junija 2007 do maja 2008 je pokazala, da kar 91 odstotkov ameriških vlagateljev v vzajemne sklade uporablja internet. Najvišji rezultat 99 odstotkov je bil dosežen med gospodinjski, ki jih vodijo posamezniki stari do 35 let, najnižji 67 odstotkov pa med gospodinjski, ki jih vodijo posamezniki starejši od 65 let. Internet je uporabljalo 77 odstotkov gospodinjstev z letnimi prihodki pod 50.000 USD in kar 99 odstotkov v razredu z letnimi prihodki več kot 100.000 USD (Ownership of Mutual funds, Shareholder Sentiment and Use od internet, 2008, str. 15).

Uporaba interneta se je v primerjavi s prejšnjimi raziskavami bistveno povečala, kar je razvidno iz Slike 8. V obdobju od aprila 1999 do marca 2000 je internet uporabljalo 68 odstotkov gospodinjstev, ki vlagajo v vzajemne sklade, v obdobju od junija 2007 do maja 2008 pa kar 91 odstotkov.

Slika 8: Primerjava uporabe interneta med leti 2000 in 2008 s strani vlagateljev (gospodinjstev, ki so lastniki vzajemnih skladov) glede na njihovo starost (v %)



Vir: Ownership of Mutual Funds, Shareholder Sentiment and Use od internet, 2008, str. 15, slika 22.

V raziskavi, ki je potekala od aprila 1999 do marca 2000, so lastniki vzajemnih skladov navedli tudi, katere druge finančne informacije spremljajo po internetu. 60 odstotkov uporabnikov spremlja cene delnic, 49 odstotkov prebira spletne finančne publikacije, 44 odstotkov pa išče informacije o pokojninskih načrtih. Nekaj manj kot ena tretjina uporablja internet za dostop do bančnih računov, iskanje nasvetov za investicijska vlaganja ali pošiljanje vprašanj profesionalnim finančnim svetovalcem prek spletne pošte. Skoraj 90 odstotkov lastnikov vzajemnih skladov, ki imajo dostop do interneta, uporablja internet za dostop do e-pošte.

V Sloveniji je delež gospodinjstev, ki uporablja internet, še precej manjši, podobno kot v ZDA pa se tudi pri nas število povečuje iz leta v leto. Po raziskavi RIS,⁷ ki jo opravlja Center za metodologijo in informatiko Fakultete za družbene vede, je v letu 2008 internet uporabljalo 59 odstotkov gospodinjstev, kar je nekoliko pod evropskim povprečjem (EU 25), ki znaša 62 odstotkov. Ugotovljeno je bilo, da število uporabnikov interneta v Sloveniji narašča počasneje, kot je evropsko povprečje (Eurostat 2008: Primerjava Slovenije z EU, 2009).

Z razvojem interneta in njegovo množično uporabo, torej postaja trženje vzajemnih skladov prek spletnih strani družb za upravljanje in »supermarketov« vzajemnih skladov

⁷ RIS je kratica za Rabo interneta v Sloveniji.

eden izmed najpomembnejših tržno-distribucijskih elementov, ki izvira z ameriškega trga vzajemnih skladov.

3.5.1 Spletne strani družb za upravljanje

Pri trženju vzajemnih skladov prek spletnih strani je pomembno vedeti, da se vlagatelji v čedalje večjem številu obračajo k spletnim stranem ne samo, da bi se informirali, temveč tudi, da bi opravili transakcije, med drugim tudi z vzajemnimi skladi. V mnogih evropskih državah se je ob prehodu v novo tisočletje zelo povečalo trženje vzajemnih skladov prek spletnih strani družb za upravljanje. Začelo se je v letu 1998, kasneje pa so postopoma praktično vse družbe za upravljanje začele uporabljati te nove tržne poti. Skozi podoben proces so v ZDA šli že nekaj let pred tem. Pri množičnem uvajanju trženja vzajemnih skladov je v Evropi prednjačila predvsem Skandinavija. Tako je bilo že v zadnjem četrtletju leta 1998 od 10 do 15 odstotkov transakcij z vzajemnimi skladi pri njih opravljenih prek interneta (Povalej, 2001, str. 39). Manj uporabljajo internet pri trženju in distribuciji vzajemnih skladov npr. v Veliki Britaniji, kjer v distribuciji prevladujejo mreže neodvisnih finančnih svetovalcev. V državah, kjer so svetovalci za trženje vzajemnih skladov manj pogosti, pa je internet hitro postal pomembna tržno-distribucijska pot, saj poleg drugih prednosti prinaša tudi močno zmanjšanje stroškov distribucije.

Spletne strani so koristne tudi za posrednike oz. prodajalce, ki se na teh straneh seznanijo s koristnimi informacijami za svoje prodajno delo. Spletna stran je za investicijsko družbo stroškovno zelo učinkovit način trženja in dostave storitev ter informiranja in izobraževanja potencialnih in obstoječih vlagateljev. Tako so pri investicijski družbi Vanguard Group⁸ izračunali, da osebna transakcija med stranko in zaposlenim stane družbo 10 USD, telefonski pogovor v povprečju 1 USD, medtem ko stane transakcija prek spletne strani le nekaj centov (Povalej, 2002, str. 30).

Še posebej so samostojnim vlaganjem v vzajemne sklade prek interneta v ZDA naklonjeni t. i. »tehnološko« usmerjeni vlagatelji.⁹ To so pokazale ugotovitve raziskave na vzorcu 275 »tehnoloških« vlagateljev iz širše študije preferenc vlagateljev v vzajemne sklade. Kar 61 odstotkov teh vlagateljev je pripravljenih kupovati vzajemne sklade samostojno. Od navedenih 61 odstotkov jih je 24 odstotkov naklonjenih direktnemu nakupu prek spleta, medtem ko jih je 37 odstotkov izjavilo, da jim prodajna pot pri nakupu vzajemnega sklada ni pomembna (Povalej, 2002, str. 31).

⁸ Vanguard Group je ena izmed največjih ameriških in svetovnih investicijskih družb. Svojo spletno stran je odprla v letu 1995, odprtje on-line računov pa je svojim vlagateljem omogočila v letu 1998.

⁹ Mišljeni so vlagatelji, ki jim je pri načinu nakupa oz. transakcij z vzajemnimi skladi skupno, da dajejo prednost oz. so bolj naklonjeni samostojnemu nakupu ob pomoči tehnoloških sredstev pred transakcijami, opravljenimi v stiku z osebjem izbranega ponudnika vzajemnih skladov.

Vse navedeno nedvomno potrjuje, da so spletne strani ene najhitreje rastočih in vse bolj priljubljenih prodajnih poti med vlagatelji v vzajemne sklade. Strokovnjaki pričakujejo, da bo ta delež v prihodnosti postopoma še naraščal. Vlagatelji so se namreč navadili nadzorovati svoja finančna sredstva prek računalnika. Od tod pa ni več daleč do začetka opravljanja spletnih transakcij.

3.5.2 »Supermarketi« vzajemnih skladov

Uporaba interneta je močno pospešila premik v trženju vzajemnih skladov k spletnim »supermarketom« vzajemnih skladov. Ti organizirajo dostop do velikega števila vzajemnih skladov različnih upravljavcev. Namenjeni so vlagateljem, ki cenijo možnost nakupa različnih vrst vzajemnih skladov na enem mestu (angl. *one-stop-shop*). »Supermarketi« vzajemnih skladov so v zadnjih letih postali vse bolj popularni, med drugim tudi zaradi tega, ker omogočajo menjavo skladov brez vstopnih in izstopnih provizij, pa tudi vsi obrazci za davčno napoved imajo enako obliko ne glede na vrsto vzajemnega sklada, česar vlagatelj ne bi dobil, če bi investirал v vsak vzajemni sklad neposredno.

Spletni »supermarketi« vzajemnih skladov so se uveljavili kot ena izmed najbolj učinkovitih prodajnih poti pri trženju vzajemnih skladov v ZDA. Tudi v Evropi je v zadnjih letih opaziti, da se družbe za upravljanje investicijskih skladov vse bolj zavedajo pomena trženja prek spletnih strani in »supermarketov« vzajemnih skladov.

»Supermarketi« vzajemnih skladov v večini ne ponujajo investicijskega svetovanja, investitorji morajo običajno narediti analizo, ko izbirajo vzajemne sklade.¹⁰ Po raziskavi banke BNP Paribas kar 40 odstotkov vlagateljev uvršča finančno svetovanje kot najbolj pomembno storitev, ki jo zahtevajo od finančnih institucij. Iz tega lahko sklepamo, da je vsaj 40 odstotkov vlagateljev nenaklonjeno vlaganju v vzajemne sklade prek spletnih strani, ki ne ponujajo investicijskega svetovanja (Current trends in asset management, 2006, str. 100).

»Supermarketi« vzajemnih skladov ponujajo vlagateljem nakup točk vzajemnih skladov prek enotnega internetnega računa, omogočajo jim izbiro med skladi različnih ponudnikov, stroškovno primerjavo ter uporabljajo centraliziran administracijski sistem. Vlagateljem ponujajo široko paleto različnih produktov in orodij za pomoč pri njihovih investicijskih odločitvah. Med drugim finančna poročila, prospekte vzajemnih skladov in pomoč pri davčni napovedi.

»Supermarkete« vzajemnih skladov delimo na tiste, ki omogočajo transakcije med pravnimi osebami – transakcije potekajo med finančnimi svetovalci, prodajnimi mrežami in družbami za upravljanje investicijskih skladov (B2B – angl. *business-to-business*), tiste,

¹⁰ Obstaja nekaj »supermarketov« vzajemnih skladov, ki ponujajo tudi finančno svetovanje kot dodatno storitev. Investitorji za to storitev plačajo neposredno supermarketu.

ki omogočajo transakcije med pravnimi in fizičnimi osebami (B2C – angl. *business-to-customer*), ter tiste, ki omogočajo obe navedeni možnosti (Giles et al., 2003, str. 220).

3.5.2.1 Primeri »supermarketov« vzajemnih skladov v različnih državah

V večini držav po svetu je struktura »supermarketov« vzajemnih skladov odprta, kar pomeni, da »supermarket« poleg svojih skladov ponuja tudi sklade drugih družb za upravljanje. V Evropi lahko najdemo tudi izključno B2B »supermarket« vzajemnih skladov, v katerih se vzajemni skladi prodajajo ekskluzivno samo pravnim osebam – preprodajalcem in finančnim svetovalcem (Investment trust sales through fund supermarkets, 2006, str. 2). Primera takih »supermarketov« sta britanski Co Funds ter švedski Mutual Fund Exchange (Tabela 2).

Tabela 2: Primeri »supermarketov« vzajemnih skladov po svetu

Podjetje	Država	Model	Ponudba skladov	Število družb za upravljanje
Charles Schwab	ZDA	B2C	6300	340
Fidelity	ZDA	B2C	4500	350
Funds Direct	VB	B2C	1500	90
Co Funds	VB	B2B	800	50
Direkt Anlage bank	Nemčija	B2C	3500	140
Mutual Fund Exchange	Švedska	B2B	5000	270

Vir: Investment trust sales through fund supermarkets, 2006, str. 2, tabela 1.

Prvi »supermarket« vzajemnih skladov je bil Schwabov One Source, ustanovljen leta 1992 v ZDA. Schwab trenutno ponuja okoli 6300 različnih vzajemnih skladov. Konec leta 2005 je bilo v ZDA okoli 8000 različnih skladov, to pomeni, da lahko vlagatelji v ZDA kupijo skoraj vsak domači sklad prek Schwaba. Eden izmed večjih ameriških »supermarketov« vzajemnih skladov je tudi »supermarket« investicijske hiše Fidelity, ki se imenuje Fidelity Funds Network. Vlagateljem ponuja izbor med okoli 4500 skladi 350 družb za upravljanje. Družbe za upravljanje v ZDA, ki želijo prodajati svoje vzajemne sklade v »supermarketih«, običajno plačujejo za prisotnost svojih skladov določeno provizijo od sredstev, ki so jih vlagatelji vložili v njihove sklade prek »supermarketa«. Družba Schwab tako za prisotnost njihovih skladov v One Source-u zaračuna provizijo v višini od 0,25 do 0,35 odstotka zbranih sredstev. To je dober posel za lastnike »supermarketov«, družbe za upravljanje pa dobijo novo prodajno pot za trženje svojih vzajemnih skladov (Povalej, 2002, str. 31).

V Nemčiji sta Consors in Comdirect kot največji elektronski banki leta 1999 prvi na nemškem tržišču odprli internetna »supermarketa« vzajemnih skladov. Comdirect je tako trgu julija 1999 ponudil 2500 vzajemnih skladov 45 družb za upravljanje, Consors pa je svoj »supermarket« FondFinder odprl maja 1999 in v njem trži 1500 vzajemnih skladov 60 družb za upravljanje investicijskih skladov. Trenutno je vodilni nemški »supermarket« vzajemnih skladov »supermarket« banke Direkt Anlage, ki ponuja vzajemne sklade več kot 140 različnih družb za upravljanje.

Za Švedsko oziroma na splošno za Skandinavijo je značilna zelo močna razširjenost in uporaba interneta, prav zato ne preseneča, da tam »supermarketi« vzajemnih skladov igrajo pomembno vlogo. Delež opravljenih transakcij z vzajemnimi skladi prek interneta je najvišji v Evropi. Prvi švedski »supermarket« vzajemnih skladov je bil Fondex, ustanovljen leta 1999. Trenutno je vodilni švedski »supermarket« vzajemnih skladov Mutual Fund Exchange. Gre za enega izmed največjih evropskih »supermarketov« vzajemnih skladov, njegova glavna prednost je trženje vzajemnih skladov vseh glavnih svetovnih investicijskih družb. Ponuja vzajemne sklade kar 270 družb za upravljanje iz 15 različnih držav.

Kljub razvoju novih prodajnih poti in večanju trženja prek njih pa lahko opazimo, da »supermarketi« vzajemnih skladov še vedno težko tekmujejo z bankami in drugimi tradicionalnimi distribucijskimi kanali. Kljub temu, da se njihov delež iz leta v leto povečuje je za vlagatelje še vedno pomemben osebni stik. To je posledica nezaupanja do opravljanja spletnih transakcij. V prihodnosti lahko pričakujemo, da bo internet postal še pomembnejša tržno-distribucijska pot, saj poleg drugih prednosti prinaša veliko zmanjšanje stroškov distribucije. Pomembno je, da vlagatelji postanejo vse bolj vešč novega medija ter postopno začnejo zaupati tovrstnim transakcijam.

3.6 Trženje vzajemnih skladov prek pokojninskih načrtov

Pomemben segment pri trženju vzajemnih skladov je vsekakor tudi trg pokojninskih načrtov. Družbe za upravljanje so se s trženjem in prodajalci v zvezi s pokojninskimi načrti usmerile predvsem na kadrovske oddelke podjetij oz. službe za upravljanje človeških virov. Delodajalci, ki sponzorirajo pokojninske načrte z znanimi prispevki (angl. *defined contribution*), izberejo nekaj vzajemnih skladov, v katere se nadalje investira na podlagi pokojninskih načrtov zbrana sredstva. Dejansko gre torej za nakup vzajemnih skladov s strani individualnih varčevalcev, vključenih v pokojninske načrte.

Po letu 1990 so pokojninski načrti v ZDA postali eden izmed najbolj pogostih poti, po katerih vlagatelji investirajo v vzajemne sklade. Družbe za upravljanje z vzajemnimi skladi

so postale prevladujoči upravitelji sredstev iz pokojninskih načrtov (t. i. 401 (k) načrtov¹¹), in to na račun do pred tem prevladujočih zavarovalnih družb. Raziskava Spectra Group je pokazala, da so konec leta 1997 kar 42 odstotkov sredstev iz pokojninskih načrtov upravljale družbe za upravljanje v svojih vzajemnih skladih. Samo 6 let pred tem, konec leta 1991, pa so družbe za upravljanje upravljale samo 21 odstotkov sredstev pokojninskih načrtov. Zavarovalne družbe so tako izgubile delež v upravljanju sredstev iz pokojninskih načrtov s 37 odstotkov konec leta 1991 na 22 odstotkov konec leta 1997 (Povalej, 2002, str. 30).

V Evropi se je vlaganje v vzajemne sklade prek pokojninskih načrtov zelo povečalo zaradi pokojninskih reform in s tem povezanim spoznavanjem individualnih vlagateljev o nujnosti lastnega varčevanja za zagotavljanje prihodkov po upokojitvi. Za evropski trg vzajemnih skladov velja ocena, da bodo sredstva iz pokojninskih načrtov ključnega pomena v njegovem nadaljnjem razvoju. Tako je npr. Švedska obvezno dodatno pokojninsko varčevanje prek vzajemnih skladov sprejela že konec leta 1999, in sicer skozi t.i. premijske pokojnine. Na Švedskem tako ocenjujejo, da bo rast sredstev v vzajemnih skladih zaradi uvedbe premijskih pokojnin od 20 do 25 odstotkov na leto (Povalej, 2001, str. 38).

4 Stopnja razvitosti in učinkovitosti tržnih poti do vlagateljev vzajemnih skladov v Sloveniji

V Sloveniji so največji delež v vzajemne sklade investitorji naložili prek terenskih akviziterjev, pogodbenih sodelavcev družb za upravljanje. Ta način je učinkovit za tiste ljudi, ki cenijo osebni stik s posrednikom. Ima pa pomanjkljivost, da izbira skladov, ki jo tak akviziter ponuja, ponavadi ni prav velika. Kot drug način so se uveljavili neodvisni internetni portali (»supermarketi«) s široko ponudbo vzajemnih skladov in nepristranskim svetovanjem. Ta način cenijo varčevalci, ki se radi sami poučijo in se želijo na podlagi dobljenih informacij sami odločiti za naložbo. Tretji način je ponudba skladov v bankah, ki so splošni populaciji najbolj domače finančne institucije. Prodaje prek bančnih okenc se je prva resno lotila šele NLB. Banke zajemajo tisti segment ljudi, ki svoji banki zaupa in se ne želi poglobljati v podrobnosti ali iskati najprimernejšega produkta med tistimi, ki so dostopni na trgu. Tudi slovenski upravljalci skladov bodo v prihodnje uporabljali vse več distribucijskih kanalov, kot je to praksa v svetu (Kodrič, 2004, str. 22).

4.1 Neodvisni finančni svetovalci

Glavni prednosti neodvisnih finančnih svetovalcev sta strokovnost in neodvisnost. Od leta 2005 naprej morajo imeti opravljen izpit s področja trženja vzajemnih skladov. Na združenju družb za upravljanje investicijskih skladov (GIZ) morajo opraviti preizkus

¹¹ Gre za poseben račun, v katerega podjetja in zaposleni v okviru pokojninskega načrta mesečno nakazujejo del sredstev od svoje bruto plače, delodajalec pa delavčeve prispevke dopolni še s svojim prispevkom. Višino prispevkov določi delodajalec, vendar ti ne smejo presegati 25 % plače zaposlenega.

znanja, na podlagi katerega Agencija za trg vrednostnih papirjev izdaja Potrdilo o opravljenem preizkusu strokovnih znanj s področja trženja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov. Izpit je obvezen za vse, ki so v končnem stiku z vlagatelji vzajemnih skladov, torej za tiste, ki svetujejo vlagateljem in pripravljajo, podpišejo ter prevzemajo pristopne izjave (Lubej, 2005, str. 102). Poleg tega pa morajo biti pri družbi, za katero tržijo vzajemne sklade, zaposleni vsaj s polovičnim delovnim časom (ZISDU-1). Družba za upravljanje mora dati pooblaščenim agentom in tržnikom pooblastilo, s katerim potrjuje, da je tržnik primerno strokovno in tehnično usposobljen in da ga z njim pooblašča za trženje skladov.

V preteklosti so bili neodvisni finančni svetovalci najpomembnejša tržna pot pri prodaji vzajemnih skladov v Sloveniji. V zadnjem času pa so, podobno kot v Evropi, vodilno vlogo začele prevzemati banke, ki so s pridom izkoristile veliko bazo strank. Poleg vse večje dejavnosti bank je za manjšo vlogo neodvisnih finančnih svetovalcev poskrbelo nezakonito trženje tujih vzajemnih skladov, ki so nekoliko zmanjšali zaupanje vlagateljev.

4.2 Banke

Slovenci smo v preteklih letih postopoma v čedalje večji meri prehajali v nove oblike varčevanja. Preporod je doživelo neposredno vlaganje na borzi, velik pritok sredstev so bili deležni vzajemni skladi, v polnem razcvetu pa so bili tudi bančno zavarovalniški-produkti. Jasno je postalo, da slovenske banke ne morejo več dolgoročno računati na tolikšen delež prihrankov, kot so jih bile deležne v preteklosti. Zato so pričele ponujati alternativne oblike varčevanja, kot so vzajemni skladi in bančno-zavarovalniški produkti, kar je v razviti Evropi že dolgoletna praksa. Slovenija je s tega vidika nekakšen fenomen, saj so se banke dodatnih produktov več let lotevale sramežljivo, a tudi to se je v novih konkurenčnih razmerah začelo spreminjati (Valher, 2004, str. 63).

Trenutno v Sloveniji tržijo vzajemne sklade skoraj vse banke, še pred leti so to počele le redke. V Sloveniji je ob prelomu tisočletja distribucija potekala večinoma prek neposredne prodaje, ki so jo opravljali terenski zastopniki, pojavljati pa so se začeli tudi spletni »supermarketi«, ki prodajajo sklade večjega števila ponudnikov. Takšen vzorec je močno odstopal od vzorca distribucije skladov v celinski Evropi, kjer približno tri četrtine prodaje skladov poteka prek bančnih okenc. Prevladuje koncept zaprte arhitekture, kar pomeni, da poslovne banke prodajajo skoraj izključno sklade družb za upravljanje, ki so v njihovi lasti. Vse manjše zanimanje prebivalstva za bančne depozite je privedlo do spremembe vzorca distribucije vzajemnih skladov, saj so slovenske banke želele obdržati vlogo glavnega finančnega posrednika.

Banke, ki prodajajo samo vzajemne sklade družb za upravljanje v njihovi lasti (zaprta arhitektura), so NLB d.d., Probanka, DBS, Abanka, NKBM, Hypo Aple-Adria-Bank in Raiffeisen. Tržijo lahko tudi vzajemne sklade, ki jih niso ustanovile in jih ne upravljajo

bančne družbe za upravljanje, vendar je to pri nas zaenkrat še redkost. Za to možnost se odločajo predvsem tiste banke, ki nimajo v lasti svoje družbe za upravljanje. Banka Koper tako trenutno ponuja 51 različnih vzajemnih skladov sedmih slovenskih družb za upravljanje. Volksbank pa poleg lastnih vzajemnih skladov ponuja še sklade petih slovenskih družb za upravljanje.

4.3 Zavarovalnice

Predvsem v Evropi predstavljajo zavarovalnice pomembno tržno pot pri prodaji vzajemnih skladov. Zavarovalnice tržijo vzajemne sklade preko naložbenih življenjskih zavarovanj, ki združujejo klasično življenjsko zavarovanje in varčevanje v vzajemnih skladih. Naložbeno življenjsko zavarovanje je torej vezano na enote investicijskih skladov oziroma na enote kritnega sklada. To je zavarovanje, pri katerem zavarovanec prevzema naložbeno tveganje, povezano s spremembo vrednosti investicijskih kuponov oziroma drugih vrednostnih papirjev investicijskih skladov (Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o zavarovalništvu, 2004).

Slovenci smo naložbena življenjska zavarovanja dobili relativno pozno. Kot prva je tovrstno zavarovanje z naložbo v vzajemnih skladih ponudila zavarovalnica Slovenica (od 2005 Slovenica Življenje). Zavarovanje se je imenovalo Fondpolica, vezano pa je bilo na sklade KD Investments. Glavni zadržek za pozen pojav tovrstnih zavarovanj je bil v zavarovalniški zakonodaji in skromno razvitem trgu vzajemnih skladov v Sloveniji. Oboje se je v zadnjih letih spremenilo in večina zavarovalnic se je odzvala s ponudbo. Slovensko tržišče naložbenih življenjskih zavarovanj se izjemno hitro razvija in spreminja, podobno kot trg vzajemnih skladov (Lubej, 2005, str. 100).

Trenutno v Sloveniji naložbena življenjska zavarovanja, vezana na slovenske in tuje vzajemne sklade, trži 10 zavarovalnic (Adriatic Slovenica, Generali, Grawe, Merkur, NLB Vita, Slovenica življenje, Maribor, Triglav, Wiener Stadtische in Tilia). Ena izmed glavnih prednosti zavarovalnic pri posredni prodaji vzajemnih skladov je ta, da so donosi življenjskega naložbenega zavarovanja po desetih letih neobdavčeni, res pa je, da se vlagatelj pri tovrstni naložbi zaveže za dolgoročneje varčevanje.

4.4 Internet in »supermarketi« vzajemnih skladov v Sloveniji

V zadnjem desetletju smo v Sloveniji doživeli velik napredek in razvoj interneta. Internet predstavlja jedro tretje industrijske revolucije, katerega gonilna sila je tehnološki napredek v računalniški, strojni in programski opremitvi ter telekomunikacijah. Za organizacije je stremljenje k nenehnemu povečanju produktivnosti nuja, zato morajo prenavljati načine poslovanja in iskati nove metode. Našle so jih v internetu. Z bogatejšo vsebino spletnih strani in tudi razvojem ter implementacijo raznih storitev na internet se pojavlja tudi vse večja težnja uporabnikov interneta, da vse svoje zadeve opravijo prek spleta. Elektronski dostop prek interneta do najugodnejšega varčevanja je le ena, vendar vedno pomembnejša

in privlačnejša pot. Zaradi vse večje konkurence na področju varčevanja v vzajemnih skladih in vedno hitrejšega razvoja tehnologije postaja internet pomemben dejavnik tudi pri pridobivanju konkurenčnih prednosti pri trženju vzajemnih skladov. Z uporabo te storitve so uporabnikom in organizaciji, ki trži vzajemne sklade, prihranjeni čas, denar in pot. Uporabniku, ki sedi za računalnikom, je vseeno, ali je organizacija (banka, podjetje, posameznik ali družba za upravljanje), prek katere sklepa varčevanje, v istem kraju ali na drugem koncu sveta. Njegova želja je le preprosta, cenejša, zanesljiva, varna in hitra sklenitev varčevanja (Kovše, 2007, str. 13).

V Sloveniji je bilo do leta 2007 zaradi obvezne identifikacije vlagatelja na vpisnem mestu onemogočen direkten pristop prek interneta. To je določal Zakon o preprečevanju pranja denarja (v nadaljevanju ZPPDen-1). ZPPDen-1 je od tržnika zahteval, da je fizično navzoč ob vlagateljevem podpisu pravil upravljanja vzajemnega sklada in da ob tem osebno gleda v vlagateljev dokument. Do vpeljave in uveljavitve digitalnih podpisov je bil za Slovence tako internet bolj ali manj omejen na izobraževalne in oglaševalske vsebine.

Nov zakon o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma (ZPPDFT), ki je bil sprejet v letu 2007, je zakonske ovire za e-poslovanje skladov odpravil. Kar pomeni, da vlagatelji končno le lahko poslujejo preko interneta. Vlagatelj v vzajemne sklade se tako po novem zakonu lahko identificira tudi s kvalificiranim digitalnim potrdilom,¹² kar omogoča zamenjavo osebne identifikacije z elektronsko. Vlagatelji lahko elektronsko oddajajo pristopne izjave, zahteve za izplačila in izjave o spremembah osebnih podatkov (Enostavnejše in cenejše poslovanje za vlagatelje in družbe za upravljenje, 2009, str. 2).

V primeru, ko se pristop k vzajemnemu skladu opravi z uporabo elektronskih tržnih poti, se za ugotavljanje in preverjanje istovetnosti vlagatelja, v skladu z ZPPDFT torej uporablja kvalificirano digitalno potrdilo, ki ga skladno z zakonom izda registrirani izdajatelj (SIGEN-CA, POSTArCA, Halcom, AC NLB). Stranka se prijavi na spletni portal s kvalificiranim digitalnim potrdilom, ki vsebuje ime in priimek in služi kot identifikator vlagateljeve istovetnosti, ter z geslom, ki si ga uporabnik sam določi ob prvem pristopu k vzajemnim skladom z uporabo elektronskih tržnih poti. Po ugotovljeni istovetnosti vlagatelja sledi običajen postopek izpolnitve pristopne izjave.

Novost ima prednosti tako za družbo za upravljanje kot tudi za vlagatelja. Družbi za upravljanje omogoča cenejše trženje vzajemnih skladov, neodvisno od kraja in časa ter poslovanje z manj papirji. Vlagatelj pa ima celovit pregled nad osebnim poslovanjem z

¹² Elektronski podpis je niz podatkov v elektronski obliki, ki je vsebovan, dodan ali logično povezan z drugimi podatki in je namenjen preverjanju pristnosti teh podatkov ter identifikaciji podpisnika. Elektronska identifikacija nadomešča klasično osebno (angl. *face to face*) identifikacijo, ki jo stranka opravi z osebnim obiskom organizacije in pokaže veljaven osebni dokument ter s tem dokaže svojo osebno identiteto.

naložbami v vzajemnih skladih, poleg tega pa je pristop k skladom enostavnejši in tudi za vlagatelja cenejši.

V Sloveniji obstajata dva »supermarketa« vzajemnih skladov, ki ne pripadata nobenemu slovenskemu vzajemnemu skladu, zato pa ponujata vpisovanje točk v naše sklade. To sta portala Vzajemci.com in Skladi.com.

Portal Vzajemci.com vlagatelju omogoča pristop k 316 različnim vzajemnim skladom 25 domačih in tujih družb za upravljanje, ki imajo dovoljenje za trženje vzajemnih skladov v Sloveniji. Poleg tega portal ponuja tudi naložbene nasvete, statistike vzajemnih skladov, finančne novice in možnost spremljanja osebnega portfelja. Kot dodatna ponudba je vlagatelju na voljo možnost sklenitve zavarovanja, med katerimi so tudi naložbena življenska zavarovanja, ki so vezana na vzajemne sklade.

Portal Skladi.com omogoča pristop k 126 vzajemnim skladom domačih družb za upravljanje in 195 vzajemnim skladom tujih družb za upravljanje. Tudi oni ponujajo dodatne storitve za vlagatelje. Na voljo je možnost oblikovanja in spremljanja lastnega portfelja, nasveti in novice ter forum, ki je namenjen izmenjavanju mnenj. Za začetnike je na voljo del strani, ki so ga poimenovali mala šola. V tem delu vlagatelj dobi osnovne informacije o vzajemnih skladih, načinih in kriterijih optimalnega izbora vzajemnega sklada ter pomoč pri sestavi portfelja vzajemnih skladov.

5 Primer iz prakse

5.1 Tržne poti pri prodaji vzajemnih skladov v družbi KD Skladi d.o.o.

Kot primer iz prakse bom predstavil tržne poti pri prodaji vzajemnih skladov, ki jih uporablja družba KD Skladi d.o.o.. Vlagatelji lahko izbirajo med 17 vzajemnimi skladi, ki imajo različne naložbene politike. Glavnino ponudbe predstavljajo delniški skladi, od katerih jih ima sedem regionalno in šest panožno razpršeno politiko.

Družba KD Skladi d.o.o. ima v Sloveniji razvito lastno mrežo specializiranih poslovalnic, Finančnih točk, kjer lahko vlagatelji sklenejo pristopno izjavo k vzajemnim skladom KD in drugih družb za upravljanje oziroma dobijo vse informacije o vzajemnih skladih. KD Finančna točka je prisotna tudi na internetu na naslovu www.financna-tocka.si. Svojo mrežo poslovalnic KD razširja tudi s pomočjo pogodbenih partnerjev, tako da je mogoče pristopno izjavo k vzajemnim skladom skleniti praktično v vsakem večjem kraju v Sloveniji (v vseh večjih poslovalnicah pošte, turistične agencije Adriatica.net in drugih pogodbenih partnerjih, ki so navedeni v prospektu posameznega vzajemnega sklada in na spletnem naslovu www.kd-skladi.si). KD Skladi izvajajo direktno prodajo prek klicnega centra in mreže prodajnih agentov, ki svetujejo potencialnim vlagateljem tudi na domu. Mrežo finančnih točk širijo v okviru lokalnih družb za upravljanje KD Skladi tudi v tujini.

Neposredno prodajo izvajajo tudi prek lastne spletne poslovalnice, na naslovu www.kd-skladi.net.

Pristop k vzajemnim skladom KD je možen tudi prek bank. Banke, ki ponujajo tudi vzajemne sklade družbe KD Skladi, so Deželna banka Slovenije, SKB banka, banka Koper, Probanka, Volksbank ter banka Hypo. V sodelovanju z zavarovalnicama KD Življenje ter AdriaticSlovenica je možno v vzajemne sklade KD vlagati tudi posredno preko naložbenega življenjskega zavarovanja. Naložbeno življenjsko zavarovanje zavarovalnice KD Življenje se imenuje Fondpolica. Produkt AdriaticSlovenice pa se imenuje VitaFond.

Med spletnimi »supermarketi« vzajemne sklade KD ponujata portala Vzajemci.com (www.vzajemci.com) in Skladi.com (www.skladi.com).

Za vzajemne sklade družbe KD Skladi velja, da imajo dobro razvejano lastno prodajno mrežo in da prevladuje neposredna prodaja. Pri posredni prodaji prek tretje osebe prevladujejo neodvisni finančni svetovalci in posredniki. Družba vzajemne sklade prodaja praktično prek vseh tržnih poti, ki so opisane v diplomskem delu.

6 Pogled v prihodnost

Kljub trenutnim negativnim trendom na svetovnih borzah in posledično manjšim prilivom v vzajemne sklade lahko pričakujemo, da bo trg vzajemnih skladov v prihodnje še naprej rasel. Posledično se bodo še naprej razvijale tudi tržne poti. Spremembe v navadah in zahtevah po dodatnih storitvah vlagateljev so družbe za upravljanje pripeljale do novih, sodobnih ter raznolikih tržnih poti, ki se bodo v prihodnje še dodatno razvijale.

Ko so delniški trgi rasli in so bili dobički visoki, se je za prodajo vzajemnih skladov namenjalo več denarja. Pomembna je bila široka in močna prodajna mreža, za katero se je namenjalo precej denarja. Zaradi finančne krize, ki je svet prizadela v letu 2008, pa so se dobri stari časi spremenili, prav tako pa se bo morala spremeniti tudi tradicionalna distribucija vzajemnih skladov. Prodajni oddelki se soočajo s precej nižjim proračunom in le s težavo lahko vzdržijo drag pretekli model prodaje vzajemnih skladov. Potrebna bo racionalizacija in vse večja avtomatizacija.

Mnogi strokovnjaki napovedujejo, da se bo v Evropi distribucija vzajemnih skladov vse bolj nagibala k t. i. odprti strukturi (angl. *open architecture*), kar pomeni, da bodo predvsem banke odpirale vrata skladom, ki jih upravljajo druge družbe za upravljanje (Global Distribution of UCITS: Supporting Change in Asset Managers Cross-border Service Requirements, 2008, str. 6). Kot je bilo ugotovljeno v diplomskem delu je trenutno med evropskimi državami odprta struktura najbolj prisotna v Veliki Britaniji. V banki JP Morgan menijo, da bo vse večja prisotnost posredne distribucije preko tretje osebe

zagotavljala nadaljnjo rast sredstev v skladih in operativno kompleksnost. Glavni cilj v prihodnosti je, da se nove sodobne tržne poti čim bolj avtomatizirajo in da se stroški upravljanja ter distribucije skladov čim bolj zmanjšajo (Fund Distribution - Increasing Growth, Increasing Complexity, 2007, str. 2).

Podobno velja tudi za slovenski trg vzajemnih skladov. V Sloveniji trenutno prevladuje zaprta arhitektura, saj banke večinoma tržijo le vzajemne sklade družb za upravljanje v njihovi lasti. Do nedavnega je predvsem na sodobne prodajne poti močno vplival pravilnik o osebni identifikaciji stranke. Pri nas so tako še vedno najbolj uveljavljeni osebni finančni svetovalci. Počasi se tudi to spreminja, saj vse večjo veljavo dobivajo banke in spletni »supermarketi« vzajemnih skladov.

Sklep

Varčevanje v vzajemnih skladih je v svetu že vrsto let ena izmed najbolj priljubljenih oblik varčevanja. V zadnjem desetletju se je popularnost tovrstnega varčevanja zelo povečala tudi v Sloveniji. Družbe za upravljanje vzajemnih skladov se na trgu soočajo z veliko konkurenco, njihova ponudba pa se dosti ne razlikuje. Zato je ena izmed ključnih poslovnih odločitev vsake družbe za upravljanje, način prodaje vzajemnih skladov potencialnim vlagateljem.

V diplomski nalogi sem raziskal, katere tržne poti uporabljajo družbe za upravljanje pri prodaji vzajemnih skladov. Zanimalo me je, katera pot je prevladujoča, kako učinkovita je posamezna pot in kako se uporaba različnih tržnih poti razlikuje med državami. Glavne tržne poti pri prodaji vzajemnih skladov sem razdelil na neposredne (prodaja neposredno preko družb za upravljanje, njihovih poslovnih enot in spletnih strani) ter posredne tržne poti (banke, zavarovalnice, pokojninski skladi, neodvisni finančni svetovalci ter »supermarketi« vzajemnih skladov).

Zanimivo je, da se uporaba tržnih poti med ameriškim in evropskim trgom vzajemnih skladov kot največjima svetovnima trgoma med seboj precej razlikuje. Vzrok za precejšnjo razliko moramo iskati v zgodovinskem razvoju trga vzajemnih skladov, različni zakonodaji in drugih lokalnih posebnostih. V ZDA pri prodaji vzajemnih skladov vodilno vlogo prevzemajo neodvisni finančni svetovalci, v Evropi pa prevladuje prodaja prek bank. Banke prodajo okoli 80 odstotkov vseh vzajemnih skladov, pomen drugih tržnih poti pa je dosti manjši. Izjema v Evropi je le Velika Britanija, kjer podobno kot v ZDA prevladujejo neodvisni finančni svetovalci.

V novem tisočletju imajo vse večji delež tudi spletni »supermarketi« vzajemnih skladov, ki so se najprej pojavili v ZDA. Vlagatelju ponujajo tisoče skladov različnih upravljavcev na enem mestu, poleg tega pa so običajno nižji tudi stroški nakupa. Vlagatelji so internet,

poleg orodja za iskanje informacij, sprejeli tudi kot mesto za enostavno, hitro in učinkovito opravljanje transakcij.

V Sloveniji pri prodaji vzajemnih skladov še vedno prevladuje neposredna tržna pot, kar pomeni, da se večina skladov proda prek družb za upravljanje in njihovih prodajnih kanalov. Vse večji delež pri prodaji dosegajo tudi banke, ki pa v večini prodajajo vzajemne sklade družb za upravljanje v njihovi lasti, kar naj bi se v prihodnosti spremenilo.

Kljub vse večji pogostosti uporabe sodobnih tržnih poti je njihov delež v primerjavi s tujino še naprej precej majhen. Velik korak naprej za možnost večjega razmaha internetnih tržnih poti v Sloveniji pomeni sprejetje novega zakona o preprečevanju pranja denarja, ki po novem omogoča identifikacijo vlagateljev s kvalificiranim digitalnim potrdilom. Omenjena možnost je odpravila veliko oviro, ki je v Sloveniji preprečevala večjo rast in razvoj spletnega prodajnega kanala.

LITERATURA IN VIRI

1. Benko, M. (2002). Od prvih korakov do velikega uspeha. *Naložbenik*, str. 3.
2. Black, N. (2002). Modelling consumer choice of distribution channels: an illustration from financial services. *International Journal of Bank Marketing*, 20 (4), 161-173.
3. Brečko, B. (2009, marec). Eurostat 2008: Primerjava Slovenije z EU. *RIS*. Najdeno 20. junija na spletnem naslovu <http://www.ris.org/uploadi/editor/1237984344reporteu.pdf>
4. *Current trends in asset management*. (2006). Najdeno 16. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.oxera.com/main.aspx?id=5490>
5. *Current Trends in the European Asset Management Industry*. Najdeno 16. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.zew.de/de/publikationen/publikation.php3?action=detail&nr=3134>
6. Čušin, A. (2008, 22. december). Pregled vzajemnih skladov (za zaključeni november). *KD Finančna točka*. Najdeno 15. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=11736>
7. Dimovski, V. & Gregorič, A. (2000). *Temelji bančništva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
8. *Družbe za upravljanje in investicijski skladi*. Agencija za trg vrednostnih papirjev – ATVP. Najdeno 17. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.atvp.si/Default.aspx?id=101>
9. *Enostavnejše in cenejše poslovanje za vlagatelje in družbe za upravljanje*. Najdeno 14. junija 2009 na spletnem naslovu www.hermes-softlab.com/slo/news/event/20070607.pdf
10. *Fund Distribution - Increasing Growth, Increasing Complexity*. (2007). Najdeno 5. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan>
11. Giles, M., Alexeeva, E. & Buxton, S. (2003). *Managing Collective Investment Funds*. (2nd ed.) B.K.: John Wiley & Sons.
12. *Global Distribution of UCITS: Supporting Change in Asset Managers Cross-border Service Requirements*. Najdeno 15. aprila na spletnem naslovu http://www.morse.com/assets/FSR_UCITS_SC_May08.pdf
13. Hafner, A. (2006, 7. september). Slovenci imamo v vzajemnih skladih drobiž. *Finance*, str. 5.
14. *Investment Company Act of 1940*. (2004). Washington DC: Securities and Exchange Commission.
15. *Investment Company Fact Book*. (2007). Washington DC: Investment Company Institute.
16. *Investment Company Fact Book*. (2008). Washington DC: Investment Company Institute.
17. *Investment trust sales through fund supermarket*. (2006). Najdeno 5. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.nri.co.jp/english/opinion/lakyara/2006/pdf/lkr200613.pdf>
18. Kodrič, S. (2004). Znati prodati. *Kapital*, 341, str. 22.

19. Kotler, P. (1998). *Marketing Management – trženjsko upravljanje: Analiza, načrtovanje, izvajanje in nadzor*. (Druga izdaja) Ljubljana: Slovenska knjiga.
20. Kovše, M. (2007, 30. oktober). Pristop k vzajemnim skladom prek interneta: nič več samo v sanjah. *Denar in svet nepremičnin*, str. 13.
21. Lubej, S. (2005). *Vzajemni skladi za vsakogar*. Maribor: Založba Kapital.
22. Miš Svoljšak, I. (1997). O produktih, storitvah in prodajnih poteh. Najdeno 10. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.skb.si/info/ban/info-ban-1998/info-ban98-033.html>
23. *Mutual fund statistic for the bank distribution channel*. (1996). Washington DC: Investment Company Institute.
24. *Ownership of Mutual Funds, Shareholder Sentiment and Use od internet*. (2008). Washington DC: Investment Company Institute.
25. Potočnik, V. & Petrin, T. (1996). *Tržne poti*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
26. Potočnik, V. (2004). *Trženje storitev s primeri iz prakse*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
27. Povalej, D. (2001). Prodajne poti pri trženju vzajemnih skladov v Evropi. *Bančni vestnik*, 50 (12), 36-40.
28. Povalej, D. (2002). Prodajne poti pri trženju vzajemnih skladov v ZDA. *Bančni vestnik*, 51 (5), 28-31.
29. Prašnikar, J. (1998). *Ekonomski modeli za poslovno odločanje*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
30. Reid, B. K. & Rea, J. D. (2003). Mutual Fund Distribution Channel and Distribution Costs. *Investment Company Institute*, 9 (3), 1-5.
31. Ribnikar, I. (1999). *Monetarna ekonomija I. (Denar, finančne institucije in denarna politika)*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
32. Saunders, A. (2003). *Financial Institutions Management*. (4th ed.) B.K.: Mc Graw-Hill Irvine.
33. Scrimgeour, B. (2007). The complexities of supporting fund distribution in Asia. *Fundlook*. Najdeno 15. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.kneip.com/upload/101.pdf>
34. Stern, W. L., El-Ansary, A. & Coughlan, T. A. (1996). *Marketing Channels*. New Jersey: Prentice Hall-International.
35. Valher, A. (2004). Banke gredo v pravo smer. *Kapital*, 349, 62-63.
36. *Worldwide Investment Fund Assets and Flow; Trends in the Third Quarter 2008*. (2009). Brussels: EFAMA.
37. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. (2002). *Uradni list RS*. (Št. 110/2002, 29. november 2002).
38. Zakon o preprečevanju pranja denarja. (2007). *Uradni list RS*. (Št. 60/2007, 22. junij 2007).
39. Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o zavarovalništvu. (2004). *Uradni list RS*. (Št. 50/2004, 21. april 2004).

40. *Zelena knjiga o izboljšavi zakonodajnega okvira EU za investicijske sklade.* (2005).
Bruselj: Komisija evropskih skupnosti.
41. Žnidaršič Kranjc, A. (1999). *Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga.*
Postojna: Dej.