

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO
KROVNI SKLADI V SLOVENIJI**

Ljubljana, maj 2009

POLONA ZALOŽNIK

IZJAVA

Študentka Polona Založnik izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Aleša Skoka Berka, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 25. maj 2009

Podpis: _____

KAZALO

<u>UVOD</u>	1
<u>1 PREDNOSTI IN SLABOSTI KROVNIH SKLADOV</u>	2
1.1 PREDNOSTI.....	2
1.2 SLABOSTI.....	4
<u>2 ZGODOVINSKI RAZVOJ INVESTICIJSKIH SKLADOV</u>	5
<u>3 PRAVNI OKVIR KROVNIH SKLADOV V EU</u>	10
3.1 DIREKTIVA EVROPSKE UNIJE O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE (UCITS)	11
3.1.1 VSEBINA PRENOVLJENE DIREKTIVE UCITS.....	12
3.2 LUKSEMBURŠKI SICAV IN KROVNI SKLAD	13
3.2.1 DELOVANJE KROVNEGA SKLADA.....	16
3.2.2 NALOŽBENI CILJ.....	16
3.2.2.1 SPECIFIČNA TVEGANJA.....	17
3.2.3 STROŠKI UPRAVLJANJA IN POSLOVANJA.....	18
3.2.3.1 UPRAVLJALSKE PROVIZIJE, VSTOPNI STROŠKI IN STROŠKI PREHODA MED PODSKLADI.....	19
3.2.4 DAVKI.....	19
3.2.5 NALOŽBE IN OMEJITVE NALOŽB.....	20
3.2.6 LIKVIDACIJA.....	22
<u>4 KROVNI SKLADI V SLOVENIJI</u>	23
4.1 PRAVNI OKVIR	23
4.1.1 OPREDELITEV IN OBLIKOVANJE KROVNEGA SKLADA IN PODSKLADA.....	24
4.1.2 PRAVILA UPRAVLJANJA.....	24
4.1.3 INVESTICIJSKI KUPONI.....	25
4.1.4 PROVIZIJE IN STROŠKI.....	26
4.1.5 SKRBNišKE STORITVE IN LOČITEV PREMOŽENJA.....	26
4.1.6 NALOŽBE PODSKLADOV.....	27
4.1.7 DAVKI.....	27
4.1.7.1 OBDAVČITEV VLAGATELJEV, KI SO FIZIČNE OSEBE.....	27
4.1.7.2 OBDAVČITEV VLAGATELJEV, KI SO PRAVNE OSEBE.....	29
4.1.7.3 OBDAVČITEV NEREZIDENTOV.....	29
4.1.8 OBVEZNOSTI DO NADZORNIKOV.....	30
4.1.9 OBLIKOVANJE KROVNIH SKLADOV IZ OBSTOJEČIH VZAJEMNIH SKLADOV.....	31
4.2 TRENUTNO STANJE	32
4.3 PRIHODNI RAZVOJ	37
<u>SKLEP</u>	40
<u>LITERATURA IN VIRI</u>	42

OPOMBE IN PRILOGE I

OPOMBE I

PRILOGE III

UVOD

V zadnjem desetletju je kapitalski trg z vzajemnimi skladi doživel razcvet tako v Evropi kot tudi v Sloveniji. Sodobni vlagatelji imajo na voljo široko paleto možnosti investiranja svojih prihrankov bodisi v slovenske ali tuje vzajemne sklade. Dejstvo je, da so družbe za upravljanje do sedaj v glavnem že sestavile svoje ponudbene palete, saj se na slovenskem kapitalskem trgu ponuja že prek 240 različnih vzajemnih skladov tako domačih kot tujih ponudnikov. V lanskem letu je bilo opaziti, da se je začel trend ustanavljanja novih skladov umirjati, kar gre pričakovati tudi v prihodnje. Poleg standardnih vzajemnih skladov se je pojavila še ena novost pri vlaganju v vzajemne sklade, in sicer tako imenovana paketna ponudba oz. profili naložb. Tu lahko vlagatelj z eno pristopno izjavo kupi družino skladov, s čimer je olajšan izbor. Takšen sklad se imenuje krovni sklad.

Prvi krovni skladi, ki so se začeli tržiti na slovenskem trgu, so bili tujega izvora, in sicer luksemburški. Zaradi velike prednosti tovrstnih skladov je Državni zbor Republike Slovenije sprejel spremembo zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1B). Najpomembnejša novost zakona je možnost, da lahko družbe za upravljanje preoblikujejo obstoječe vzajemne sklade v krovni sklad, pri tem pa morajo dobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev. Pod okrilje krovnega sklada se lahko pridruži eden ali več podskladov. Vsak podsklad ima še vedno svojo investicijsko politiko in svoje, od drugih skladov ločeno premoženje. Vlagatelj vlaga denar v podsklade, ki ohranjajo naložbeno politiko sedanjih skladov, tveganje in potencialno donosnost. Vlagatelj pri potencialnemu prehodu med podskladi istega krovnega sklada ni obdavčen, hkrati pa mu treba urejati nobenih dodatnih administrativnih postopkov, niti nositi dodatnih stroškov.

Namen diplomskega dela je predstaviti novost na področju investicijskih skladov na slovenskem ozemlju, in sicer novelo zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, preoblikovanje obstoječih vzajemnih skladov v krovne, njihovo politiko in vrsto prednosti, ki jih s seboj prinašajo krovni skladi. Uvodu sledi predstavitev prednosti in slabosti, ki jih prinašajo krovni skladi, ter njihov pomen za vlagatelje in družbe za upravljanje. Drugo poglavje je namenjeno kratkemu pregledu zgodovine razvoja investicijskih skladov, tretje poglavje predstavlja evropski pravni okvir na področju krovnih skladov in direktivo Evropske unije o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Predstavljen je tudi luksemburški SICAV sklad, saj je Luksemburg največji evropski finančni center, eden od vodilnih vzrokov za razvoj krovnih skladov v Sloveniji in je prvi, ki je začel tržiti le-te na slovenskem območju. Poudarek pa je na zadnjem, četrtem poglavju, ki opisuje krovne sklade v Sloveniji, in sicer zakonski okvir krovnih skladov, trenutno stanje vseh delujočih slovenskih krovnih skladov in njihov prihodnji razvoj.

1 PREDNOSTI IN SLABOSTI KROVNIH SKLADOV

Krovni sklad sestavljata najmanj dva ali več podskladov. Vsak podsklad istega krovnega sklada se od drugih podskladov razlikuje po eni ali več značilnostih. Sredstva in obveznosti posameznega podsklada so ločena od sredstev in obveznosti drugih investicijskih skladov in podskladov ter sredstev in obveznosti družbe za upravljanje in skrbnika premoženja krovnega sklada. Krovni sklad ni pravna oseba (KD skladi pridobila dovoljenje ATVP za oblikovanje krovnega sklada iz obstoječih vzajemnih skladov, 2008).

Obstoječi vzajemni skladi in podskladi se med seboj razlikujejo v zasnovi in sestavi pravil upravljanja, prospektov in njihovih izvlečkov, ki so oblikovani v skladu s spremenjenimi predpisi o poslovanju investicijskih skladov in družb za upravljanje. Družba za upravljanje imetniku investicijskih kuponov vzajemnega sklada, ki je predmet preoblikovanja v podsklad krovnega sklada, na njegovo zahtevo predloži prospekt z vključenimi pravili upravljanja krovnega sklada in izvleček prospekta ustreznega podsklada (KD skladi pridobila dovoljenje za oblikovanje krovnega sklada, 2008).

Uvedba krovnih skladov prinaša vrsto pozitivnih posledic, vendar pa se je treba zavedati tudi slabosti in nevarnosti.

1.1 PREDNOSTI

Bolj poučeni investitorji so se doslej pogosto odločali za nalaganje svojih prihrankov v kotirajoče zaprte sklade (ETF). Ti so sestavljeni iz delnic, ki so vključene v različne indekse - regionalne, panožne ali splošne. Za lovljenje vrhov in dna, kar je seveda zelo tvegano početje in zahteva veliko zavzetosti, znanja in izkušenj, so vzajemni skladi malce neugodni, saj investitor ob prodaji ne ve, po koliko je prodal točke vzajemnega sklada. Pri ETF, kjer se naročila sklepajo prek borznega posrednika, pa ima vlagatelj možnost oddaje limitiranega naročila kot pri nakupu oziroma prodaji delnic in tako natanko ve, po kateri vsoti trguje. Laiki oziroma manj učeni varčevalci se ne zavedajo dejstva, da čas poravnave traja več dni, v tem obdobju pa se vrednost enote premoženja vzajemnega sklada v burnih časih na svetovnih borzah lahko občutno spremeni. Premalokrat se zavedajo, da le manjšini uspeva doseгти večje donose od povprečne rasti na delniških trgih. Nova ureditev ne bo odpravila te pomanjkljivosti vzajemnih skladov, neobdavčeno prehajanje med specializiranimi skladi pa je privlačna novost, ki je vlagatelji ETF ne bodo deležni (Priložnosti prihajajočih neobdavčenih prehodov med posameznimi vzajemci, 2008).

Ker imajo tuji upravljavci po večini sklade že oblikovane v krovne sklade, je s to dikcijo zakonodaja dala domačim upravljavcem možnost, da ustanovijo krovne sklade in tako pravičneje nastopajo na trgu vzajemnih skladov. Ali je bila ta dikcija v duhu enakovrednega boja ali pa pritiska domačega lobija vzajemnih skladov na zakonodajalca, pa bo verjetno ostalo skrivnost.

Krovni sklad ima več razredov investicijskih kuponov z različnimi vrednostni točke sklada, kjer se lahko razlikujejo tudi upravljalvske provizije. Gre za boljšo prilagodljivost sklada različnim potrebam določenih ciljnih skupin. Vsekakor bodo morale tako domače kot tuje družbe za upravljanje zagotoviti sledljivost premikanja sredstev znotraj krovnega sklada. To ne bi smelo biti večja težava. Bodo pa upravljavci z uvedbo krovnih skladov imeli manjše administrativne stroške, saj bo omogočeno, da bo imel krovni sklad skupne dokumente za celoten krovni sklad. Oblikovali se bodo lahko dokumenti, ki bodo vsebovali skupna določila za vse podsklade in posebna poglavja za vsak podsklad posebej. S tem se bo odpravilo podvajanje dokumentacije. Ko so na voljo serije globalnih portfeljev, združene pod enim imenom, je res, da to zreducira marketinške in administrativne stroške, ki bi v nasprotnem primeru bili ločeni. Kot rezultat je vodenje krovnih skladov cenejše in prodaja je hitrejša od tradicionalnih portfeljev (Prvi krovni sklad naj bi zaživel do konca leta, večina pa v začetku naslednjega, 2008).

Glavna prednost preoblikovanja obstoječih samostojnih vzajemnih skladov v podsklade krovnih skladov, ki ga omogoča Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), pa je davčno ugodnejše in hkrati enostavnejše prehajanje vlagateljev med podskladi krovnega sklada. Davek na kapitalski dobiček bo vlagatelj dolžan plačati od dobička, ustvarjenega v celotnem obdobju varčevanja v podskladih krovnega sklada, in ne od morebitnega kapitalskega dobička, ustvarjenega ob vsakokratni prodaji investicijskih kuponov posameznega podsklada (Novo leto prinaša KD krovni sklad, 2008).

Ker prehodi med skladi ne bodo obdavčeni, bodo omogočene bolj dinamične oblike vlaganja in hitrejša odzivanja na spremembe na trgih. »Prav tako bo vlagatelj lažje prilagajal portfelj glede na svoje sprejemanje tveganja ali spremembo drugih naložbenih dejavnikov. Izkušen in dobro podučen investitor bi lahko zrušil paradigmo kupi in drži.« (Prvi krovni sklad naj bi zaživel do konca leta, večina pa v začetku naslednjega, 2007). Priložnosti se odpirajo predvsem bolj finančno izobraženim vlagateljem, ki spremljajo gibanje nastalih razmer na trgih. V času, ko se nad finančnimi trgi kopičijo temni oblaki, znajo bolj podučeni vlagatelji svoje naložbe umakniti v obvezniške vzajemne sklade, ne da bi pri tem morali plačati davek od morebitnih kapitalskih dobičkov. Ko pa bi ocenili, da je nevarnost mimo, bi lahko znotraj krovnega sklada zopet imeli večji delež sredstev v bolj tveganih delniških podskladih, ki imajo dolgoročno tudi večji pričakovani donos. Svoje znanje in izkušnje bodo lahko poskušali unovčiti tudi z nalaganjem sredstev v sklade, ozko usmerjene v določene regije oziroma panoge, ki bodo po njihovem mnenju podcenjene (Priložnosti prihajajočih neobdavčenih prehodov med posameznimi vzajemci, 2008).

Ker so davčne ugodnosti varčevalcev tako mamljive, bo verjetno konkurenca na finančnem trgu spodbudila, da se bodo sčasoma vsi skladi preoblikovali v podsklade krovnih skladov. Upravljavci, ki imajo več skladov z različnimi naložbenimi politikami, so v prednosti, saj lahko varčevalcu ponudijo več potencialnih prehodov. Tako se bo zaostрила konkurenca in tisti

upravljavci, ki sedaj upravljajo dva ali tri sklade, bodo postali neprivlačni. To pa je že morda napoved, da se bo trg vzajemnih skladov konsolidiral in da lahko pričakujemo koncentracijo sredstev na manjše število upravljavcev. To pa je seveda slabost za trg, saj lahko pripelje do večjih upravljavskih provizij. Prav tako bodo za varčevalce manj zanimivi prehodi denarja med različnimi upravljavci, ker v tem primeru obdavčitev nastopi takoj. Tako bodo imeli prednost tisti upravljavci, ki so si že do sedaj uspeli izboriti večji del sredstev vzajemnih skladov, ker ga bodo sedaj še lažje obdržali (Krovni skladi: Brez davčnih obveznosti, 2007).

1.2 SLABOSTI

Kljub vsem prednostim, ki jih prinaša davčna zakonodaja, pa je treba poudariti, da družbe za upravljanje ne bodo spreminjale svoje politike na področju vstopnih provizij; te se bodo tako večinoma morale plačevati tudi ob prehodih med posameznimi skladi. Naj za primer omenim Primorske sklade. Ti naj bi obdržali veljavni sistem zaračunavanja provizij pri vseh provizijah, torej tudi pri prehodih med skladi. Pri Krekovi družbi pa pravijo, da bodo zaračunali dodatno provizijo pri prehodu iz obvezniškega podsklada v druge podsklade krovnega sklada. Tudi v tujini družbe za upravljanje zaračunavajo »kazni« oziroma visoke prodajne provizije, ko investitorji zamenjajo svoje portfelje s tistimi, ki niso del krovnega sklada (Kukovič, Prvi slovenski krovni sklad naj bi zaživel do konca leta, večina pa v začetku naslednjega).

Na drugi strani pa neobdavčen prehod med podskladi pomeni potencialno nevarnost za manj izkušene vlagatelje, ki niso tako dobro finančno podkovani, ne spremljajo finančnih medijev in nimajo potrebne kilometrine na finančnih trgih. Neobdavčeni prehodi bodo spodbudili takšne varčevalce k bolj aktivnemu menjavanju naložb, pri čemer je pomembno opozoriti, da neuki varčevalci pogosto ravno v nepravih trenutkih vstopajo v določene ozko usmerjene delniške vzajemne sklade. Prevečkrat se namreč zanašajo na gostilniške debate in pogosto povezujejo rast gospodarstva regije oziroma razcveta panoge z rastjo delnic omenjene regije ali panoge, vendar pa v praksi ne drži pogosto (Priložnosti prihajajočih neobdavčenih prehodov med posameznimi vzajemci, 2008).

Zaradi neobdavčenega prehoda med skladi se bo povečala možnost špekulativnih lovljenj vrhov in odbojev, kar je lahko brez ustreznega znanja in dobre informiranosti o gibanjih trgov zelo tvegano početje in ga kot takega svetovalci vedno odsvetujejo. Tudi pri KD skladih opozarjajo, da vzajemni skladi niso primerni za kratkoročne špekulacije. Prehodi so smiselni kot del dolgoročne gradnje portfelja. Podskladi bodo imeli različne naložbene politike in stopnje tveganja, zato je pomembno, da so naložbe ustrezno razpršene (Prvi slovenski krovni sklad naj bi zaživel do konca leta, večina pa v začetku naslednjega, 2008).

Problem pri prostem prehajanju med podskladi je tudi ta, da se pogosto vlaga v sklade pretiran znesek denarja; za kritje vala odplačil po začasnem tržnem dnu so upravljavci lahko prisiljeni prodati naložbe, ki bi sicer rasle na dolgi rok. Ogromno ljudi je pred dvajsetimi leti

prodalo evropske vrednostne papirje, ki so kratkoročno padli, in kupovalo na ameriškem trgu, stanje na evropskem trgu pa se je izboljšalo že v nekaj dneh. Pri prekomernemu menjavanju investicijskih strategij in nevztrajanju pri eni so ljudje obsojeni na propad (Those Umbrella Funds Are Easy to Handle, but Very Dry, 1991).

2 ZGODOVINSKI RAZVOJ INVESTICIJSKIH SKLADOV

Začetki razvoja investicijskih skladov segajo v 19. stoletje. Zgodovinarji so razdeljeni v dva tabora; po trditvah prvih naj bi se investicijski skladi prvič pojavili na Nizozemskem, njihov ustanovitelj pa naj bi bil kralj William I., ki je leta 1822 ustanovil prvi investicijski sklad na svetu. Investicijska družba se je imenovala »Societe Generale des Pays–Bas pour Favoriser L'industrie Nationale« (Zgodovina razvoja skladov, 2009).

Po prepričanju drugih je začetnik skladov nizozemski trgovec in borzni posrednik Abraham van Ketwich, ki je junija leta 1774 iznašel vpis investitorjev v družbo »Eendragt Maakt Magt«, kar pomeni »Enotnost ustvarja moč«, kar je veljalo za geslo tedanje Nizozemske (Rouwenhorst, 2004, str. 5).

Družba je kupovala obveznice, izdane v Avstriji, Nemčiji, Španiji, Švedski, Rusiji, na Danskem in kolonialnih plantažah Srednje in Južne Amerike. Zajamčena je bila štiriodstotna dividendna donosnost s popravki glede na letne prihodke sklada. Vpis deležev je bil mogoč do prodaje 2000 delnic v nominalnem znesku 500 goldinarjev, imenskih in na prinosnika; z njimi se je kasneje trgovalo na borzi. Sklad je bil ustanovljen za obdobje 25 let. Začetni uspeh je konzorcij bank »Utrecht« prepričal, da so leta 1776 ustanovile sklad »Voordeelig en Voorsigtig«, ki se je v svojem prospektu skliceval na poslovanje van Ketwichovega sklada (Rouwenhorst, 2004, str. 6-10).

Naslednji val ustanavljanja investicijskih skladov je sledil v obdobju 1850 – 1880. Namenjeni so bili izvedbi posameznih projektov, ki jih ni bilo mogoče financirati drugače. Primer takšnega investicijskega sklada je sklad, ki je bil ustanovljen leta 1868 v Veliki Britaniji in je bil namenjen zbiranju denarja za izgradnjo železniških povezav. Kasneje so delnice tega sklada uvrstili na borzo, da so investitorji z njimi lahko trgovali. Sčasoma pa se denar, zbran v skladih, ni namenjal izključno investiranju v projekte, temveč so ustanovitelji skladov z zbranimi sredstvi kupovali vrednostne papirje, predvsem delnice in obveznice drugih podjetij na borzi (Zgodovina razvoja skladov, 2009). Tako je bil v Londonu registriran sklad »Foreign and Colonial Government Trust« in je podobno kot »Eendragt Maakt Magt« investiral v tuje državne obveznice. Ustanovitelji so v prospektu zapisali, da želijo investitorjem s skromnejšimi sredstvi omogočiti privilegije velikih kapitalistov z znižanjem tveganja in razpršitvijo naložb. Do leta 1875 je bilo v Londonu registriranih osemnajst skladov (Rouwenhorst, 2004, str. 17). Ideja se je širila na Škotsko, kjer je navdušila varčne Škote, ki so bili poznani kot skromen narod, ki se izogiba nepotrebnim in nepremišljenim nakupom. V tem obdobju je Škot Robert Fleming ustanovil sklad »First Scottish American Investment

Trust«. Sklad je investiral v podjetniške obveznice, ki so jih izdale železnice v ZDA (Lynch & Rotchild, 2002, str. 109).

Drugi primer investicijskega sklada, ustanovljenega z namenom financiranja in izvedbe večjih projektov, je bil nemški sklad, imenovan »Zickert'sche Kapitalverein«. Majhni investitorji so bili tako podvrženi manjšemu tveganju pri naložbah v tuje in kolonialne papirje, kar je bilo do tedaj rezervirano samo za velike delničarje (Lubej, 2005, str. 29).

Visoka gospodarska rast v ZDA je povzročila nastanek manjših investicijskih podjetij v Bostonu, Filadelfiji in New Yorku. Ti so bili v prvi vrsti namenjeni izogibanju plačila davkov in regulaciji (Baumol et al., 1993, str. 27). Prvi investicijski skladi v ZDA so bili »Massachusetts Hospital Life Insurance Company« (1823), »New York Stock Trust« (1889) in »Boston Personal Property Trust« (1893). Število je v naslednjih letih hitro naraščalo. Sledili so jim »Railway Light and Securities Co. (1904), American International Corporation (1915) in »United States and Foreign Securities Corporation (1924) (Gotzemann, 1990). Do leta 1924 so bili vsi skladi zaprtega tipa.

21. marca leta 1924, ki velja kot zgodovinski datum za vzajemne sklade, je Edvard G. Leffler v Bostonu ustanovil »Massachusetts Investors Trust«, prvi investicijski sklad odprtega tipa. Do konca leta je pristopne izjave podpisalo 200 vlagateljev; kupili so 32.296 investicijskih kuponov. Sklad je v enem letu povečal sredstva v upravljanju od začetnih 50.000 na 392.000 \$ (Merriman, 2005).

Stanje se je spremenilo v letu 1929, ko je prišlo do borznega zloma. V tem obdobju je propadla večina velikih zaprtih investicijskih skladov, medtem ko so manjši odprti vzajemni skladi uspeli preživeti. Zlom je pomenil prelomnico v razvoju vzajemnih skladov (Zgodovina razvoja skladov, 2009). Na prvi pogled je verjeten razlog ravno v osnovni razliki. Zaprti skladi po definiciji ne morejo zmanjševati števila enot premoženja, medtem ko odprti lahko. Na takšen način zahteve po izplačilu sredstev prisilijo vlagatelje v prodajo naložb, hkrati pa zaprti skladi kotirajo na borzi, kar je v obdobju naglih padcev tečajev, ko padajo vse delnice, dodaten pritisk na cene enot premoženja. Tudi velikost je pomembna. Manjši vzajemni skladi lažje odprodajo svoje naložbe, ker je fleksibilnost večja. Razlog je tudi v strukturi investitorjev. Navadno so zaprti skladi bolj primerni za dobro poučene, institucionalne vlagatelje, odprti pa za vlagatelje, ki na takšen način varčujejo na dolgi rok. Ti niso nagnjeni k takojšnji prodaji. Seveda je pomemben dejavnik tudi zakonodaja. Za zaprte sklade je bila ta tedaj bolj ohlapna in še vedno je, kar se v zaostrenih razmerah lahko maščuje.

Borzni zlom na »črni petek«, 25. oktobra leta 1929, na newyorški borzi je bil z vseh vidikov prelomnica. Noben dogodek v ameriški zgodovini ni ljudem povzročil toliko skrbi in tako dolgo vplival nanje kot borzni zlom leta 1929. ZDA so preživele državljansko vojno, revolucijo, dve svetovni vojni, vojno v Koreji in Vietnamu, potrese v Chicagu, San Franciscu,

Los Angelesu, epidemije tifusa, tuberkuloze, otroške paralize, poplave, nemire, stavke, a si še vedno niso opomogle od zloma leta 1929 (Lynch & Rotchild, 2005, str. 70).

Razvoj skladov je še pospešilo sprejemanje zakonodaje na tem področju. Leta 1933 je bil sprejet zakon o vrednostnih papirjih (angl. »The Securities Act«), ki je urejal registracijo in prodajo novih vrednostnih papirjev vključno z vzajemnimi skladi. Leto zatem je bil sprejet zakon o trgovanju z vrednostnimi papirji (angl. »The Securities Exchange Act«), ki je bil pravna podlaga za ustanovitev ameriške agencije za trg vrednostnih papirjev SEC (angl. »Securities and Exchange Commission«). Leta 1936 je bil sprejet zakon o dohodnini (angl. »The Revenue Act«), ki je urejal davčno obravnavo vzajemnih skladov in lastnikov investicijskih kuponov (Mutual Fund Fact Book 2008, 2008). Ti so postavili temelje zakonodajne ureditve poslovanja investicijskih skladov z namenom zavarovanja investitorjev ter hkrati postavili davčne temelje za delovanje skladov. Leta 1940 je bil sprejet zakon o investicijskih družbah (angl. »Investment Company Act«), ki je postavil temelje za delovanje današnjih investicijskih skladov. Sprejetje tega zakona je bilo prelomna točka, saj uvaja strukturo in regulatorni nadzor, kakršnega poznamo še danes. Določeno je bilo obvezno razkritje relevantnih podatkov, omogočena zaščita delničarjev pred zlorabami, prestopki menedžerjev in konflikti interesov. Zakon je imel zelo močan vpliv na razvoj vzajemnih skladov. Zaradi zakona je uveljavljena delitev zgodovine razvoja vzajemnih skladov na prvo obdobje pred letom 1940, drugo obdobje med leti 1940 in 1970 in tretje obdobje od leta 1970 naprej (Baumol et al., 1993, str. 48).

Začetek poslovanja investicijskih skladov v Sloveniji sega v leto 1992, ko se je pojavil prvi vzajemni sklad po imenu »Galileo«. Konec leta 1992 je dobil prvo konkurenco s pojavom novega vzajemnega sklada »LBM Piramida« pod upravljanjem LB Maksime. Razvoj je zacvetel s pojavom privatizacije in do leta 1995 je bilo na slovenskem 13 investicijskih skladov. Leta 1995 je bila sprejeta prva zakonodaja, ki je urejala področje poslovanja investicijskih skladov pri nas. Zaradi približevanja Slovenije EU je bilo le-to potrebno spremeniti. Leta 2002 je bil sprejet nov »Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje«, ki pa je bil leta 2004 spremenjen in dopolnjen. Leta 2005 je DZ RS izdal nov akt, v katerem je združil zakon iz leta 2002 in dopolnitve iz leta 2004 v enotno, prečiščeno besedilo. Zadnja sprememba je bila leta 2007, ko je bil sprejet Zakon o krovnih skladih (Zgodovina razvoja skladov, 2009).

Tabela 1: Naraščanja sredstev v upravljanju, števila vzajemnih skladov in odprtih računov pri DZU v ZDA v obdobju od leta 1940 do leta 2007

Leto	Skupaj sredstva (v mrd USD)	Število vzajemnih skladov	Število odprtih računov pri DZU (v 1000)
1940	0,45	68	296
1950	2,53	98	939
1960	17,03	161	4.898
1970	47,62	361	10.690
1980	134,76	564	12.088
1990	1.065,19	3.079	61.948
2000	6.964,63	8.155	244.705
2007	12.021,03	8.029	298.966

Vir: Investment Company Fact Book 2008, 2008, str. 110.

V tabeli 1 je prikazano naraščanje sredstev v upravljanju, števila vzajemnih skladov in odprtih računov pri DZU v ZDA v obdobju od leta 1940 do leta 2007.

Do leta 1970 so bili na trgu predvsem delniški skladi, ki so majhnim investitorjem ponujali razpršen in profesionalno upravljan portfelj. Vlagatelji so leta 1970 lahko izbirali med petimi različnimi kategorijami vzajemnih skladov, kasneje pa se je ponudba razširila na dvaindvajset kategorij. Vzajemni skladi denarnega trga so bili prvič predstavljeni leta 1971. Pomenili so pomembno inovacijo, saj se močno razlikujejo od delniških in obvezniških skladov. V tem času so se oblikovale družine skladov, saj so posamezne družbe za upravljanje želele obdržati obstoječe stranke in privabiti nove s širšo paleto storitev (Baumol et al., 1993, str.10).

Tabela 2: Obseg sredstev v upravljanju pri Evropskih DZU od leta 1993 do leta 1998

Leto	Sredstva UCITS (v mrd €)	Sredstva non-UCITS (v mrd €)	Skupaj sredstva (v mrd €)
1993	1.063	269	1.332
1994	1.088	284	1.372
1995	1.152	337	1.489
1996	1.422	414	1.836
1997	1.811	575	2.386
1998	2.341	692	3.033

Vir: Fefsi, The state of the European investment fund industry, AT end - December 2003, 2003, slide 2.

Tabela 2 prikazuje obseg sredstev v upravljanju v Evropi od leta 1993 do leta 1998. Evropska zveza investicijskih skladov in podjetij (FEFSI - Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement) zagotavlja podatke za vse evropske države, razen za Romunijo, Rusijo in Turčijo. FEFSI je bil ustanovljen leta 1974 kot evropska organizacija za investicijske sklade 15 držav članic Evropske Unije, vključno s Češko, Madžarsko, Norveško, Poljsko in Švico. Danes FEFSI predstavlja več kot 900 družb za upravljanje z več kot 36.000 investicijskimi skladi, ki skupaj upravljajo za 4.500 milijard € sredstev.

Tabela 3: Obseg sredstev v upravljanju pri Evropskih DZU od leta 1999 do leta 2008

Leto	Sredstva UCITS (v mrd €)	Sredstva non-UCITS (v mrd €)	Skupaj sredstva (v mrd €)
1999	3.195	961	4.156
2000	3.550	1.011	4.561
2001	3.619	1.000	4.619
2002	3.346	950	4.296
2003	3.785	1.050	4.835
2004	4.212	1.161	5.373
2005	5.191	1.424	6.615
2006	5.956	1.611	7.566
2007	6.160	1.749	7.909
2008	5.181	1.663	6.844

Vir: Efama, Q3 2008, Quarterly Statistical Release (September), 2008, str. 2.

Tabela 3 prikazuje obseg sredstev v upravljanju v Evropi od leta 1999 do leta 2008.

UCITS po definiciji pomeni splošno poimenovanje odprtih investicijskih skladov, ki so ponujeni javnosti. Vsaka država pa lahko ustanovi tudi druge oblike investicijskih skladov, vendar se ti skladi ne smejo tržiti v drugih državah; to so tako imenovani neharmonizirani investicijski skladi (non-UCITS), med katere prištevamo zaprte sklade, posebne sklade za institucionalne investitorje in nepremičninske sklade (Vister, 2006, str. 19).

Tako v tabeli 2 kot v tabeli 3 je razvidno naraščanje sredstev iz leta v leto. Od leta 1993 do leta 2008 je obseg sredstev v upravljanju UCITS in non-UCITS skladov narasel za 5.512 milijard €.

V predlogi 1 pa je prikazan obseg sredstev v upravljanju in število skladov po posameznih Evropskih državah konec leta 2008.

Tabela 4 prikazuje sredstva v upravljanju, strukturo in stopnje rasti investicijskih skladov v Sloveniji med letoma 2001 in 2007.

Tabela 4: Pregled investicijskih skladov v Sloveniji od leta 2001 do leta 2007

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Sredstva (v mio €)							
Investicijski skladi (IS)	2.349	2.163	1.833	2.086	2.220	2.845	4.138
Vzajemni skladi (VS)	61	233	389	877	1.385	1.929	2.924
Letna neto vplačila VS	6	120	108	339	138	163	470
Investicijske družbe (ID)	-	578	894	1.209	835	916	1.213
Pooblašene ID	2.287	1.352	550	-	-	-	-
Letni promet s (p)idi	221	358	254	250	149	166	124
Struktura (v %)							
Vzajemni skladi	3	11	21	42	62	68	71
Investicijske družbe	-	27	49	58	38	32	29
Pooblašene ID	97	63	30	-	-	-	-
Stopnje rasti (v %)							
Investicijski skladi	-3,7	-7,9	-15,3	13,8	6,4	28,1	45,4
Vzajemni skladi	37,6	278,9	66,9	125,7	57,9	39,3	51,6
Investicijske družbe	-	-	54,7	35,3	-30,9	9,7	32,4
VEP	23,1	54,3	17,1	17,8	7,2	18,8	28,0
PIX	4,4	71,9	23,5	33,8	-12,2	28,3	45,0

Vir: ATVP, LJSE, 2008

3 PRAVNI OKVIR KROVNIH SKLADOV V EU

Evropska unija je področje investicijskih skladov uredila z UCITS Direktivo o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (85/611/ECC). Direktiva je bila sprejeta 20. decembra 1985. Z njo je evropska unija predpisala pogoje, ki jih morajo družbe za upravljanje izpolnjevati za trženje enot premoženja svojih skladov znotraj držav evropske unije (Gornik, 2005, str. 15).

Direktiva ne predpisuje pravne organizacijske oblike skladov, zato se oblika organiziranosti investicijskih skladov med državami razlikuje in tako kaže zgodovinske, pravne in ekonomske značilnosti posamezne države. Mednarodna skupnost se trudi vsaj v določeni meri poenotiti poslovanje investicijskih skladov; tako je omejila pravno organizacijske oblike na dve, in sicer na pogodbeno obliko in korporacijsko obliko vzajemnih skladov. Pri pogodbeni obliki investicijski sklad, ki ga ustanovi sponzor, ni pravna oseba. Za primer tovrstnih skladov lahko omenim luksemburški »Unit trust« ali »FCP« in ameriški »Unit Investment Fund« in vzajemne sklade v Sloveniji. Pri korporacijski obliki vzajemnih skladov pa je investicijski sklad samostojna pravna oseba; njegovi delničarji ga načeloma upravljajo tako, da imenujejo upravo. Ta določa razmerje skladov z drugimi institucijami in posamezniki, kot sta

upravljavec in skrbnik. Primer takšne oblike skladov so ameriški »Closed Investment Funds«, SICAV in SICAF v evropski uniji ter investicijske družbe v Sloveniji (Huber, 2004, str. 50).

3.1 DIREKTIVA EVROPSKE UNIJE O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE (UCITS)

Direktiva sveta 85/611/EEC oz. 85/611/EGS o investicijskih skladih in družbah za upravljanje UCITS (angl. *Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities*) oziroma slovensko direktiva KNPVP (direktiva o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje) je bila sprejeta 20. decembra leta 1985. Njen namen je bil integracija trga za investicijske sklade, ki bi povečal poslovne in naložbene možnosti za sektor in vlagatelje. Direktiva je opredelila nabor zahtev, ki jih morajo investicijski skladi upoštevati, da so upravičeni do čezmejnega trženja. Glavni cilj je bil zagotoviti visoko stopnjo varstva vlagateljev in uveden je bil tudi prvi potni list finančnih storitev.

Direktiva 85/611/EGS je bila od leta 1985 prenovljena in dopolnjena z naslednjimi akti:

- Direktiva 95/26/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 29. junija 1995 (UL L 168, 18. 7. 1995, str. 7)
- Direktiva 2000/64/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 7. novembra 2000 (UL L 290, 17.11.2000, str. 27)
- Direktiva 2001/107/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. januarja 2002 (UL L 41, 13. 2. 2002, str. 20)
- Direktiva 2001/108/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. januarja 2002 (UL L 41, 13. 2. 2002, str. 35)
- Direktiva 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 9. marca 2005 (UL L 145, 30. 4. 2004, str. 1)
- Direktiva 2005/1/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 9. marca 2005 o spremembi direktiv Sveta 73/239/EGS, 85/611/EGS, 91/675/EGS, 92/49/EGS in 93/6/EGS ter direktiv 94/19/ES, 98/78/ES, 2000/12/ES, 2001/34/ES, 2002/83/ES in 2002/87/ES za vzpostavitev nove organizacijske strukture odborov za finančne storitve (UL L 79, 24. 3. 2005, str. 9)
- Direktiva 2008/18/ES Evropskega parlamenta in Sveta o spremembi Direktive 85/611/ES glede Komisiji podeljenih izvedbenih pooblastil (UL L 76, 19. 3. 2008, str. 42).

V juniju 2007 so upravljana sredstva UCITS znašala 6.000 milijard €. UCITS predstavljajo okoli 75 % trga investicijskih skladov v EU. Zaradi močnih vgrajenih varoval za zaščito vlagateljev so postali UCITS široko priznani tudi prek meja EU. Kljub temu pozitivnemu razvoju je postalo skozi leta jasno, da Direktiva preveč omejuje in da upravljavcem skladov preprečuje, da bi v polni meri izkoristili svoje razvojne možnosti. S spremembami iz leta 2001 so se naložbene možnosti, ki so na voljo UCITS, povečale, ozka grla za učinkovitost sektorja pa se niso dokončno odpravila. Zamujene so bile pomembne priložnosti. Potencialni prihranki

so ocenjeni na več milijard € letno. Leta 2005 je Komisija z zeleno knjigo o investicijskih skladih (zeleno knjiga o izboljšavi zakonodajnega okvira EU za investicijske sklade – COM(2005)314) sprožila javno razpravo o potrebi po ukrepih na ravni EU (in njihovem obsegu). Leto pozneje so bile v beli knjigi o investicijskih skladih (bela knjiga o izboljšanju okvira enotnega trga za investicijske sklade - (COM(2006)686) med drugimi ukrepi naznanjene ciljno usmerjene prilagoditve direktive UCITS. Ta predlog ima 2 cilja. Prvi je kodifikacija zaporednih sprememb direktive UCITS od leta 1985, drugi pa je, da se ukrepi, ki so naznanjeni v beli knjigi, preoblikujejo v konkretne zakonodajne določbe (Directive of the European parliament and of the council, 2008).

3.1.1 Vsebina prenovljene direktive UCITS

Zadnja direktiva, ki je bila sprejeta 19. marca 2008, vsebuje 14 poglavij, in sicer (Directive of the European parliament and of the council, 2008):

- Poglavlje I: Splošne določbe in področje uporabe
- Poglavlje II: Dovoljenje za UCITS
- Poglavlje III: Obveznosti glede družb za upravljanje
 - Oddelek 1: Pogoji za začetek upravljanja dejavnosti
 - Oddelek 2: Obveznosti s tretjimi državami
 - Oddelek 3: Delovni pogoji
 - Oddelek 4: Pravica ustanovitve in prostega opravljanja storitev
- Poglavlje IV: Obveznosti glede depozitarja
- Poglavlje V: Obveznosti glede investicijskih družb
 - Oddelek 1: Pogoji za začetek opravljanja dejavnosti
 - Oddelek 2: Pogoji poslovanja
 - Oddelek 3: Obveznosti glede depozitarja
- Poglavlje VI: Združevanja UCITS (novo poglavje)
 - Oddelek 1: Načelo, izdaja dovoljenja in odobritev
 - Oddelek 2: Nadzor tretjih strani, informacije za imetnike enot premoženja in druge pravice imetnikov enot premoženja
 - Oddelek 3: Stroški in začetek veljavnosti
- Poglavlje VII: Obveznosti v zvezi z naložbenimi politikami
- Poglavlje VIII: Strukture centralnih in napajalnih UCITS (novo poglavje)
 - Oddelek 1: Področje uporabe
 - Oddelek 2: Skupne določbe za napajalni UCITS in centralni UCITS
 - Oddelek 3: Depozitarji in revizorji
 - Oddelek 4: Obvezni podatki in tržne komunikacije napajalnega UCITS
 - Oddelek 5: Preoblikovanje obstoječih UCITS v napajalne UCITS
 - Oddelek 6: Obveznosti in pristojni organi
- Poglavlje IX: Obveznosti v zvezi s podatki, ki jih je treba zagotoviti vlagateljem
 - Oddelek 1: Objava prospekta in periodičnih poročil
 - Oddelek 2: Objava drugih podatkov

- Oddelek 3: Ključni podatki za vlagatelje
- Poglavje X: Splošne obveznosti UCITS
- Poglavje XI: Posebne določbe, ki se uporabljajo za UCITS pri trženju enot njihovega premoženja v državah članicah, kjer nimajo sedeža (prenovljeno poglavje)
- Poglavje XII: Določbe v zvezi z organi, odgovornimi za izdajo dovoljenj in nadzor (prenovljeno poglavje)
- Poglavje XIII: Evropski odbor za vrednostne papirje
- Poglavje XIV: Odstopanja, prehodne in končne določbe
- Oddelek 1: Odstopanja
- Oddelek 2: Prehodne in končne določbe

3.2 LUKSEMBURŠKI SICAV IN KROVNI SKLAD¹

Spodbudno podjetniško okolje, dobra finančna infrastruktura ter ugoden geografski položaj so vplivali na vsesplošen zgođen in hiter razvoj dejavnosti upravljanja premoženja v Luksemburgu. Februarja 1959 je bil v skladu s takratno luksemburško zakonodajo ustanovljen prvi luksemburški investicijski sklad (*Fonds Commun de Placement* – FCP) kot posledica razširitve davčnega režima, ki je veljal do tedaj le za holdinška podjetja, tudi na področju investicijskih skladov. Ustanavljanje in razvoj holdinških podjetij je predstavljalo enega od glavnih dejavnikov, ki so Luksemburgu pomagali do razcveta finančnega sektorja. Trg vzajemnih skladov v Luksemburgu pa je doživel razcvet šele konec osemdesetih let; danes so luksemburški SICAVi v mednarodnem merilu najbolj razširjena pravno-formalna oblika odprtega investicijskega sklada (Delbecque, 2002, str. 28–30).

V letu 1998 je postal Luksemburg prva članica Evropske unije, ki je v svojo zakonodajo vključil EU-direktivo na področju upravljanja investicijskih skladov (UCITS – angl. *Direktive on Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*, slov. Kolektivni naložbeni podjem za vlaganje v prenosljive vrednostne papirje). Sodobna, usklajena zakonodaja je predstavljala za Luksemburg konkurenčno prednost pred drugimi državami, kar je posledično pripeljalo do stanja, da velja danes za enega od treh najpomembnejših finančnih centrov na svetu (poleg Pariza in Washingtona). Šele v letu 1970 je bil luksemburški finančni sektor nekoliko pomembnejši, kot posamezna finančna področja v drugih evropskih državah. Skozi desetletja so finančna področja v vseh državah pridobivala na pomenu, še zlasti velik nesorazmeren porast pa je zabeležila prav država Luksemburg. Danes predstavlja finančni sektor najpomembnejše gonilo luksemburškega gospodarstva, neposredno prispeva prek 25 odstotkov dodane vrednosti, zaposluje okoli 12 odstotkov vse delovne sile in ustvari prek 40 odstotkov vseh davčnih prejemkov. Finančni sektor predstavlja za državo najpomembnejšo gospodarsko dejavnost, zelo pomembno vlogo ima tudi pri zunanjetrgovinskem ravnotežju, saj presežek iz naslova izvoza finančnih storitev uspešno pokriva primanjkljaj na drugih področjih (Luxembourg investment funds sector, 2005).

¹ Poglavje je povzeto iz prospekta krovnega sklada Sanpaolo Imi Asset Management Luxembourg S.A., z leta 2006 in prospekta krovnega sklada DELTA LLOYD L Luxembourg umbrella SICAV, z leta 2006.

V Luksemburgu obstajajo naslednje skupine in vrste investicijskih skladov (Gornik, 2005, str. 27):

- Glede na pravno obliko investicijskega sklada: vzajemni sklad (*Fonds Commun de Placement* – FCP); *Open-End Investment Company* – OEIC (*Société d'Investissement à Capital Variable* – SICAV); *Closed-End Investment Company* – CEIC (*Société d'Investissement à Capital Fixe* – SICAF) in Sklad tveganega kapitala (*Société d'Investissement à Capital Risque* – SICAR).
- Glede na strukturo sklada: klasičen vzajemni sklad in krovni sklad (*umbrella fund*).
- Glede na produkt: UCITS (usklajen z direktivo EU); Non-UCITS (neusklajen z direktivo EU); Posebni skladi (institucionalni); ETF (*Exchange Traded Funds*) in pokojninski skladi.
- Glede na investicijsko politiko sklada: delniški; obvezniški; uravnoteženi; denarni (vsebuje kratkoročne vrednostne papirje); skladi z določenimi sektorskimi naložbenimi politikami investiranja (glede na poslovno panogo, geografsko področje, velikost podjetja); skladi, ki investirajo v izvedene vrednostne papirje; skladi skladov; alternativni investicijski skladi; nepremičninski skladi; skladi tveganega kapitala in drugi.
- Glede na valuto: EU (evro); US (dolar); GB (funt); CH (frank) in druge.
- Glede na strukturo stroškov: vstopna provizija (*subscription fee*); izstopna provizija (*redemption fee*); upravljalna provizija (*management fee*); provizija glede na uspešnost sklada (*performance fee*) in spremenljiva provizija, ponavadi vstopna (*variable commissions*).
- Glede na jamstvo vlog: brez jamstva; zajamčeno povračilo dela vplačila; zajamčeno povračilo celotnega vplačila; zajamčena določena stopnja rasti vplačanega premoženja.
- Glede na upravljavca naložb: soupravljanje več družb za upravljanje (*multi-manager funds*); upravljanje s pomočjo t.i. »poolov« in drugo.

SICAV (*Société d'Investissement à Capital Variable*) je luksemburška odprta investicijska družba z variabilnim delniškim kapitalom, značilna za zahodno Evropo, predvsem Luksemburg, Švico, Italijo in Francijo. To so odprti investicijski skladi (*open-end investment scheme*) oziroma pogodbeni obliki investicijskih skladov. Za odprto investicijsko družbo z variabilnim kapitalom je značilno, da je ustanovljena z začetnim kapitalom, ki je razdeljen na določeno število delnic brez nominalne vrednosti. Ustanovljena je za nedoločen čas kot javna delniška družba v skladu z določbami 1. dela zakona o organizacijah kolektivnega naložbenega podjetja z dne 20. decembra 2002 in zakona o gospodarskih družbah z dne 10. avgusta 1915 (Wikipedia, 2009).

Organizacijska oblika SICAV je investicijska družba, ki ima lastniško strukturo krovnega sklada (*umbrella fund*), kar pomeni, da ga sestavljajo podskladi, vsak pa predstavlja poseben razred sredstev in obveznosti in ima samostojno naložbeno politiko. Krovni sklad predstavlja nedeljivo premoženje vrednostnih papirjev in druge zakonsko dovoljene finančne naložbe, ki jih upravlja družba na podlagi načela razpršitve tveganja za račun in v izključnem interesu

imetnikov enot premoženja, ki odgovarjajo za obveznosti samo do višine svojih deležev. Premoženje je v skupnem in nedeljivem solastništvu imetnikov enot in je ločeno od premoženja družbe. Vse enote v solastništvu imajo enake pravice. Čisto premoženje krovnega sklada znaša najmanj 1.250.000 €. Za višino premoženja ali števila enot v solastništvu, ki predstavljajo premoženje krovnega sklada, niso predvidene omejitve. Pravice in obveznosti imetnikov enot, družbe in skrbniške banke so določene s pravili upravljanja.

Pri SICAVu ne gre za klasično ustanovitev investicijskega sklada, kot jo poznamo pri klasičnih vzajemnih skladih. Navadno gre za dva pobudnika oziroma sponzorja ustanovitve. Prvi sponzor ustanovitve je ponavadi finančna družba, ki deluje znotraj Evropske unije, drugi pobudnik pa mora biti družba za upravljanje s sedežem v Luksemburgu. Za pridobitev dovoljenja mora pobudnik na luksemburško komisijo za nadzor finančnega sektorja² priložiti: člene za ustanovitev sklada; prospekt sklada (celoten prospekt in izvleček prospekta); dokumente za trženje skladov, ki bodo poslani investitorjem; ime skrbniške banke; ime zunanje revizijske hiše; dokaz, da bo sedež sklada v Luksemburgu; ime in življenjepis direktorja in distribucijski načrt z navedenimi državami in tipi investitorjev.

Krovni sklad je sestavljen iz podskladov z ločenimi sredstvi in obveznostmi; opredeljuje ga posebni naložbeni cilj. Sredstva posameznega podsklada se vodijo ločeno od drugih sredstev krovnega sklada. Znotraj posameznega podsklada lahko družba izda eno ali več kategorij enot premoženja. Vsaka kategorija ima eno ali več karakteristik, ki se razlikujejo od karakteristik drugih kategorij kot na primer posebna struktura prodajne provizije in odkupne provizije, posebna struktura provizij za svetovanje ali upravljalne provizije, politika zavarovanja ali nezavarovanja tečajnega tveganja, posebna distribucijska politika. SICAV lahko v kateremkoli trenutku odloča o ustanovitvi novih podskladov in novih kategorij enot premoženja, kar se kot sprememba vnese v prospekt krovnega sklada.

Krovni sklad in njegovi podskladi tvorijo eno pravno osebo. V poročilih med imetniki enot se seveda vsak posamezni podsklad obravnava ločeno, z lastnimi vložki, presežki, primanjkljaji itd. V odnosu do tretjih oseb, predvsem do upnikov, je aktiva določenega podsklada odgovorna izključno za dolgove in obveznosti tega podsklada. Če ni drugače določeno v pravilih upravljanja podskladov, se enote posameznih podskladov lahko izdajajo, odkupujejo in prenesejo na dan vrednotenja premoženja podsklada po vrednosti, izračunani na podlagi čiste vrednosti sredstev enote kategorije v posameznem podskladu, ki se poveča za stroške in provizije, kot je predvideno v pravilih upravljanja podskladov.

Konsolidirano finančno poročilo krovnega sklada je izkazano v evrih. Čista vrednost sredstev na enoto posameznega podsklada oziroma kategorije enot premoženja je izkazana v referenčni valuti ustreznega podsklada, kot je navedeno v pravilih upravljanja podskladov. Če ni drugače določeno v določilih, lahko vlagatelji delno ali v celoti prenesejo enote določenega podsklada v enote drugega podsklada, ali če obstaja več enot premoženja, eno enoto premoženja v drugo

² CSSF, kar pomeni *Commission de Surveillance du Secteur Financier*.

enoto premoženja, razen nekaterih kategorij enot, ki so natančno opredeljene v pravilih upravljanja podsklada in so dostopne samo posebnim kategorijam vlagateljev.

3.2.1 DELOVANJE KROVNEGA SKLADA

Pravila upravljanja podsklada se ravnaajo in tolmačijo v skladu z luksemburškim pravom. Upravljanje krovnega sklada in poslovanje SICAVa se lahko vsako leto zaključi na dan 31. decembra. Za pripravo konsolidirane bilance v evrih se premoženje različnih podskladov, ki so v referenčnih valutah, spremeni v evre. SICAV zaupa preverjanje računovodskih podatkov revizijski družbi. V dogovoru s skrbniško banko in v skladu z luksemburškimi zakoni lahko družba vnese v pravila spremembe, za katere meni, da so koristne in v interesu imetnikov enot. Spremembe so objavljene v »Memorialu Velikega Vojvodstva Luksemburg«, zbirki družb in združenj, in stopijo v veljavo načeloma na dan objave. Pravila upravljanja ne predvidevajo sklica generalne skupščine imetnikov enot, razen če bi družba nameravala dodeliti sredstva krovnega sklada ali enega ali več njegovih enot drugi organizaciji kolektivnega naložbenega podjetja (OPC) tujega prava.

Dobički posameznega podsklada ostanejo v lasti tega podsklada. Donos različnih podskladov se izraža samo z nihanjem čiste vrednosti enote premoženja. Družba pa se ne odpoveduje možnosti, da letno razdeli rezultat poslovanja v breme neto aktive podsklada/ov krovnega sklada brez omejitve zneskov imetnikom enot premoženja enega ali več podskladov, če se oceni, da je izplačilo v korist imetnikov. Čista vrednost sredstev krovnega sklada pa se po razdelitvi ne sme znižati pod mejo 1.250.000 €.

3.2.2 NALOŽBENI CILJ

Krovni sklad ponuja vlagateljem možnost nalaganja v izbrane vrednostne papirje in finančne instrumente v skladu z zakonom z namenom povečanja vložene kapitala in ohranjanja visoke likvidnosti naložb. V ta namen je zagotovljena visoka razpršitev tveganja tako z geografskega in monetarnega vidika kot z vidika vrste uporabljenih finančnih instrumentov v skladu z naložbeno politiko podskladov krovnega sklada, in kot je opredeljeno v pravilih upravljanja podskladov. V vsakem primeru vpliva na premoženje krovnega sklada tako nihanje cen na trgu kot tudi tveganje pri naložbah v vrednostne papirje, zato doseganje ciljev krovnega sklada ne more biti zajamčeno. Imetnik enote premoženja ima možnost nalagati v enega ali več podskladov krovnega sklada glede na svoja pričakovanja in predvidevanja bodočih tržnih gibanj. Družba izvaja aktivnosti s ciljem ohranitve in povečanja kapitala, vendar pa ne zagotavlja, da bodo postavljeni cilji tudi doseženi glede na odvijanje razmer na trgu v pozitivno ali negativno smer. Skladno s tem se lahko spreminja čista vrednost sredstev podsklada.

3.2.2.1 SPECIFIČNA TVEGANJA

Naložbeni cilj in politika vsakega podsklada, ki ju določi družba v skladu s pravili upravljanja in z zakonodajo, sta v skladu z obveznostmi, ki so splošno opredeljene v podpoglavju »naložbe in naložbene omejitve« in na specifičen način v pravilih upravljanja podskladov. Na naložbe posameznega podsklada krovnega sklada vplivajo v glavnem nihanja na delniških, obvezniških in denarnih trgih. Naložbe vsakega podsklada v enote premoženja organizacij kolektivnega naložbenega podjetja in/ali druge OPC lahko pomenijo za investitorja podvojitve nekaterih stroškov, kot so vpisni stroški, nakupna provizija, provizija skrbniške banke, upravna provizija in provizija za upravljanje. Učinek, ki ga ima naložba v finančne instrumente, in nihanje cen terminskih futures pogodb, sta dejavnika, ki lahko znatno povečata tveganje pri nakupu enot krovnega sklada. Predvsem transakcije pri terminskih pogodbah so posli, ki imajo močan vpliv na nivo tveganja. Minimalni nivo jamstva, ki se zahteva pri tovrstnih transakcijah, ima lahko velik vpliv na nivo tveganja, saj ima lahko še tako majhno nihanje cene terminske pogodbe za posledico veliko izgubo. Prodaja nakupnih opcij (call) in prodajnih opcij (put) je specializiran posel, kjer so naložbena tveganja visoka. Prodaja nakupnih opcij, ki nimajo zavarovanja, pomeni torej nevarnost teoretično neomejene izgube, če bi vrednost podrejenih vrednostnih papirjev postala nižja od cene, dogovorjene v opciji, in zmanjšane za višino prejete premije. Subskripcijski (nakupni) boni za vrednostne papirje ali katerikoli finančni instrument imajo močan vpliv, a tudi visoko tveganje znižanja vrednosti. Transakcije v okviru terminskih in opcijskih pogodb pri trgovanju z vrednostnimi papirji prek okenc so lahko v določenem obdobju tudi manj likvidne, zato ni vedno možno izvesti zahtevka za nakup ali prodajo po željeni ceni ali zapreti odprto pozicijo v kratkem času. Pri vsem tem pa navkljub dejstvu, da izvaja družba strogo selekcijo posrednikov pri trgovanju z vrednostnimi papirji prek okenc, ne moremo v celoti izključiti nevarnosti, da ena od pogodbenih strani ne bi izpolnjevala svojih obveznosti. Ker so nekatere naložbe določenih podskladov v drugih valutah, kot je valuta čiste vrednosti sredstev podsklada, lahko na vrednost enot teh podskladov vplivajo tudi tečajne spremembe tujih valut.

Pri prodaji zaščite kreditnega tveganja referenčnega izdajatelja z zamenjavo kreditnega tveganja (CDS - *Credit Default Swap*) prevzame podsklad tveganje, ki je primerljivo s tveganjem ob nakupu obveznice, ki jo izda isti referenčni izdajatelj. Izgubo predstavlja razlika med nominalno vrednostjo in vrednostjo obveznic izdajatelja, ki se lahko popravi v nominalni višini, ki je enaka vrednosti CDS. V obeh primerih, če gre za finančne rešitve izdajatelja, nastane izguba med nominalno vrednostjo in popravljivo vrednostjo obveznic izdajatelja. Kot se dogaja z vsemi pogodbami o finančnih izvedenih instrumentih »over the counter«, je tudi za CDS treba upoštevati nevarnost, da pogodbeni stranka ne izvede enega plačila, kar je še posebej pomembno pri nakupu zaščite s CDS. Družba zagotavlja, da so pogodbene stranke, ki izvajajo transakcije, skrbno izbrane, in da je nevarnost s strani pogodbene stranke strogo omejena in pod nadzorom. Poleg tega se v nekatere podsklade nalaga v valutah, ki so drugačne od valute čiste vrednosti sredstev podsklada. Spremembe med menjalnimi tečaji referenčne valute podsklada in valutami naložb podsklada vplivajo na vrednost enot premoženja v teh istih podskladih.

V nekaterih državah obstaja nevarnost razlastitve premoženja, takse za zaseg, politične nestabilnosti ali socialnih nemirov ali takšnega razpleta diplomatskih odnosov, ki bi lahko škodili naložbam. Informacije o nekaterih finančnih inštrumentih so lahko manj dostopne javnosti in za subjekte teh držav ne veljajo obveznosti revizije poslovanja, vodenja poslovnih knjig ali registracije, ki bi jih lahko primerjali s tistimi, na katere so nekateri vlagatelji že navajeni. Čeprav nekateri finančni trgi rastejo, so v večini primerov manjših dimenzij glede na razvitejše trge in vrednostni papirji mnogih družb niso tako likvidni, cene so manj stabilne glede na cene vrednostnih papirjev podobnih družb na večjih trgih. V mnogih od teh držav so nivoji nadzora, organiziranost trga, finančnih ustanov in izdajatelji različni. Poleg tega pa lahko nekatere države pri naložbah nerezidentov postavljajo dodatne zahteve in omejitve, kar lahko negativno vpliva na poslovanje nekaterih podskladov. Spremembe zakonodaje ali nadzorni ukrepi pri menjalnem tečaju, vpeljane po naložbah, lahko otežijo vračanje vloženih sredstev. Zaradi neustreznih sistemov prenosa, izračunavanja cen, računovodstva in hrambe vrednostnih papirjev lahko nastane izguba. Ravno tako ne gre podcenjevati nevarnosti goljufije, povezane s korupcijo ali z organiziranim kriminalom. Obstaja možnost, da so sistemi izvajanja transakcij v razvijajočih se državah in predvsem v Rusiji manj učinkoviti kot v razvitejših državah. Posledično obstaja torej nevarnost zamude pri transakcijah, da se zaradi pomanjkljivosti tovrstnih sistemov posledice občutijo pri likvidnih sredstvih in vrednostnih papirjih. Predvsem tržna pravila narekujejo, da se plačila izvajajo pred prejemom kupljenih vrednostnih papirjev ali da se preložijo vrednostni papirji pred vnovčenjem. V podobnih primerih imajo podskladi, ki nalagajo v vrednostne papirje razvijajočih se držav, izgubo, če borzni posredniki ali banke, prek katere bi se morala izvajati transakcija, ne izpolnjujejo svojih obveznosti. Krovni sklad mora uporabljati metodo upravljanja s tveganjem, ki mu omogoča, da v kateremkoli trenutku nadzoruje in oceni tveganje, povezano s pozicijami, in njihov prispevek k tveganju portfelja vrednostnih papirjev.

3.2.3 STROŠKI UPRAVLJANJA IN POSLOVANJA

V breme krovnega sklada se poravnajo naslednji stroški (Prospectus Sanpaolo International Fund, 2006, str. 43):

- Upravljavska provizija, ki je sestavljena iz fiksnega in morebitnega variabilnega dela v korist družbe kot plačilo za njeno dejavnost, ki se obračunava in izplačuje skladno s pravili upravljanja podsklada.
- Provizija z najvišjo letno stopnjo v višini 0,20 %, ki se izračuna in plača trimesečno na podlagi trimesečnega povprečja čiste vrednosti sredstev v korist skrbniške banke in se določi v skupnem dogovoru z družbo in skrbniško banko v skladu z uzancami na luksemburškem trgu.
- Provizija z najvišjo letno stopnjo v višini 0,20 %, ki se izračuna in plača trimesečno na podlagi trimesečnega povprečja čiste vrednosti sredstev v korist izvajalca plačilnega prometa, katere višina se določi v dogovoru med njim in družbo za upravljanje v skladu z dobrimi poslovnimi običaji na luksemburškem trgu.

- Provizija z najvišjo letno stopnjo v višini 0,20 %, ki se izračuna in plača trimesečno na podlagi trimesečnega povprečja čiste vrednosti sredstev v korist agenta za upravljanje, agenta za registriranje, in prenos, ki se določi v skupnem dogovoru med slednjim in družbo v skladu z dobrimi poslovnimi običaji na luksemburškem trgu.
- Morebitne takse in davki na premoženje in prihodke krovnega sklada, predvsem pa taksa za nadzor premoženja podskladov krovnega sklada.
- Bančne provizije, obračunane za transakcije vrednostnih papirjev v portfelju.
- Honorar pravnih svetovalcev in revizorjev.
- Izredni stroški, kot so izvedenska mnenja ali postopki za zaščito interesov imetnikov enot premoženja.
- Stroški v zvezi z upravnimi dokumenti in pojasnjevalnim memorandumom pri pristojnih organih.
- Stroški v zvezi z razdeljevanjem prospektov, obdobjnih obračunov in drugih dokumentov, ki se zahtevajo zakonsko in v skladu s pravilnikom o upravljanju.
- Provizija za kotiranje krovnega sklada na borznem trgu in v skladu s pravilnikom o upravljanju.
- Stroški v zvezi z objavljanjem obvestil imetnikom enot premoženja podskladov.
- Vsi drugi podobni stroški, potrebni za delovanje krovnega sklada v skladu s pravilnikom upravljanja.

Reklamni stroški in drugi stroški, ki niso zgoraj navedeni, neposredno povezani s ponudbo in s porazdelitvijo enot, ne bremenijo krovnega sklada. Fiksni stroški so porazdeljeni po podskladih sorazmerno z vrednostjo premoženja podsklada krovnega sklada; posebni stroški posameznega podsklada se obračunajo v podskladu, v katerem so ti stroški nastali. Ustanovitveni stroški novega podsklada se plačajo za dejavnosti samega podsklada v obdobju največ petih let, in sicer za znesek, ki ga na konkreten način določi družba za upravljanje.

3.2.3.1 UPRAVLJALSKE PROVIZIJE, VSTOPNI STROŠKI IN STROŠKI PREHODA MED PODSKLADI

Upravljaljska provizija se obračuna letno v višini 1,80 % in plača mesečno na podlagi mesečnega povprečja čiste vrednosti sredstev podsklada. Vrednost enote premoženja se poveča za vstopne stroške, ki ne smejo presegati 4 % čiste vrednosti sredstev, h kateri se prištejejo fiksni stroški do največ 30 €. Stroški prehoda med podskladi se načeloma ne zaračunavajo, razen kadar se izvaja prehod v podsklad, v katerem se zaračunavajo višji vstopni stroški kot v dosedanem podskladu. V tem primeru mora vlagatelj stroške, ki so enaki med obema vstopnima stroškoma, doplačati. Izstopni stroški se ne obračunavajo (Prospectus Sanpaolo International Fund, 2006, str. 64-65).

3.2.4 DAVKI

Krovni sklad ni zavezan davku na dohodek v skladu z veljavno zakonodajo. Glede na trenutno stanje veljavne zakonodaje je krovni sklad zavezan davku po letni stopnji 0,05 %, ki

se plača ob koncu vsakega trimesečja in se izračuna glede na višino sredstev podsklada krovnega sklada ob koncu vsakega trimesečja. Davčna stopnja takse za nadzor premoženja podsklada je enaka letni višini 0,01 % čiste vrednosti sredstev za podsklade ali kategorije enot premoženja, če so enote podskladov ali kategorij rezervirane za več institucionalnih vlagateljev, tako kot za podsklade, katerih izključni predmet je kolektivna naložba v instrumente denarnega trga in/ali vloge pri bančnih ustanovah. Plačila omenjenega davka je oproščena vrednost sredstev, ki jo predstavljajo enote premoženja v drugih OTC, če so te enote že bile obdavčene. Prehodi med podskladi za investitorje niso obdavčeni.

3.2.5 NALOŽBE IN OMEJITVE NALOŽB³

Krovni sklad lahko nalaga:

- V vrednostne papirje in finančne instrumente, ki so uradno uvrščeni v borzno kotacijo ali se z njimi trguje na drugih organiziranih trgih, ki so priznani in odprti za javnost v državi članici EU, v državi, ki ni članica EU ali v eni od držav Severne Amerike ali Južne Amerike, Afrike, Azije ali Oceanije.
- V vrednostne papirje in instrumente denarnega trga nove emisije, če pogoji emisije narekujejo obveznost predložitve zahteve za uvrstitev v borzno kotacijo ali na drug organizirani trg, ki redno deluje, je priznan in odprt za javnost v državi članici EU, v evropski državi, ki ni članica EU ali v eni od držav Severne ali Južne Amerike, Azije, Afrike ali Oceanije in je uvrstitev dosežena najkasneje v enem letu od emisije.
- V bančne vloge, ki se lahko dvigujejo ali izplačajo v dvanajstih mesecih ali manj, pod pogojem, da je sedež bančne ustanove v državi članici EU. Če je sedež bančne ustanove v tretji državi, veljajo kriteriji previdnostne valutacije, ki jih luksemburški nadzorni organi oblasti (CSSF – *Commission de Surveillance du Secteur Financier*) štejejo za enakovredne tistim kriterijem, ki jih predvideva evropska zakonodaja. Kriteriji previdnostne valutacije držav članic OECD in GAFI se štejejo za enakovredne tistim kriterijem, ki jih predvideva evropska zakonodaja.
- V instrumente denarnega trga, ki so drugačni od tistih, s katerimi se običajno trguje na denarnem trgu, ki so likvidni in katerih vrednost se lahko točno določi v vsakem trenutku, pod pogojem, da so izdajatelji teh instrumentov ali njihova emisija zakonsko predpisani z namenom zaščite vlagateljev in prihrankov.
- V izvedene finančne instrumente, vključno z enakovrednimi instrumenti, ki se izplačujejo v gotovini in s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, ter v izvedene finančne instrumente (OTC), s katerimi se trguje na okencih.
- V vrednostne papirje in instrumente denarnega trga, ki niso zajeti v zgornjih točkah, do največ 10 % čiste vrednosti sredstev podsklada.

³Sanpaolo International Fund, 2006, str. 15-20.

Krovni sklad ne sme:

- Nalagati več kot 10 % sredstev posameznega podsklada v vrednostne papirje ali v instrumente denarnega trga istega izdajatelja, vendar pa celotna vrednost vrednostnih papirjev in instrumentov denarnega trga teh izdajateljev, v katere posamezni podsklad nalaga več kot 5 % čistih sredstev, ne sme presegati 40 % vrednosti čistih sredstev istega podsklada.
- Nalagati več kot 20 % čistih sredstev posameznega podsklada v naložbe pri istem subjektu.
- Imetnike investicijskih kuponov izpostavljati tveganju pri transakcijah izvedenih instrumentov OTC, ki presegajo 10 % čistih sredstev posameznega podsklada, če je stranka bančna ustanova, ki ima sedež v tretji državi in za katero veljajo kriteriji previdnostnega vrednotenja, ki jih luksemburški nadzorni organi oblasti (CSSF) štejejo za enakovredne tistim, ki jih predvideva evropska zakonodaja, ali pri transakcijah, ki presegajo 50 % čistega premoženja posameznega podsklada v drugih primerih.
- Kombinirati naložb v vrednostne papirje ali instrumentov denarnega trga edinega izdajatelja, vlog pri enem subjektu in/ali prevzemati tveganja pri transakcijah izvedenih instrumentov OTC z eno ustanovo, ki presegajo 20 % čistih sredstev posameznega podsklada.
- Nalagati več kot 35 % čistih sredstev posameznega podsklada v vrednostne papirje in v instrumente denarnega trga, ki jih izdaja in zanje jamči država, ki je članica EU, njene javne ustanove ali država, ki ni članica EU, ali mednarodne organizacije javnega značaja, v katerih je udeležena ena ali več držav članic EU.

Vendar sme krovni sklad nalagati do 100 % čistih sredstev posameznega podsklada v razne vrednostne papirje in instrumente denarnega trga, ki jih izdaja ali zanje jamči država, ki je članica EU, njene javne ustanove, država članica OECD ali mednarodne organizacije javnega značaja, v katerih je udeležena ena ali več držav članic EU. V takem primeru mora posamezni podsklad imeti vrednostne papirje vsaj šestih različnih emisij, ne da bi vrednostni papirji iste emisije presegali 30 % vseh sredstev podsklada.

- Nalagati več kot 25 % čistih sredstev posameznega podsklada v obveznice, ki jih je izdala bančna ustanova s sedežem v eni od držav članic EU in je prav tako zakonsko zavezana javnemu nadzoru, katerega cilj je predvsem zaščita imetnikov teh obveznic. Kapital, ki ga izdajatelj pridobi z izdajo navedenih obveznic, mora investirati v dejavnosti, ki omogočajo zadostno pokritje obveznosti iz naslova izdanih obveznic skozi celotno trajanje obveznic. Te obveznice imajo prednostno pravico pri izplačevanju glavnice in plačilu zapadlih obresti pred ostalimi v primerih, ko izdajatelj ne izpolnjuje svojih obveznosti.

Če krovni sklad nalaga več kot 5 % čistih sredstev podsklada v obveznice istega izdajatelja, skupna vrednost teh naložb ne sme presegati 80 % čiste vrednosti sredstev podsklada.

- Nalagati več kot 20 % čistih sredstev podsklada v deleže iste organizacije kolektivnega naložbenega podjetja, v vrednostne papirje ali druge organizacije kolektivnega naložbenega podjetja ter da se vsak podsklad organizacije kolektivnega naložbenega podjetja s podskladi šteje kot ločen izdajatelj, pod pogojem, da je zagotovljeno načelo ločevanja obveznosti različnih podskladov glede na tretje osebe.
- Najemati posojila, razen če gre za začasno posojilo in če se oceni, da je prodaja vrednostnih papirjev nesmotrna ali v nasprotju z interesi imetnikov. Seveda pa ta posojila ne smejo presežati 10 % čistih sredstev podsklada krovnega sklada. Za posojilo se ne šteje nakup deviz prek zagotavljenega posojila (»back-to-back loan« - zamenjava posojil med podjetji iz različnih valutnih področij) ali limita v eni od valut, če saldo tekočih računov v drugih valutah prekorači limit, ki v nobenem primeru ne sme trajati več kot 1 mesec.
- Odobriti kreditov ali dati jamstva za račun tretjih oseb, ne da bi to predstavljalo oviro pri nakupu vrednostnih papirjev, instrumentov denarnega trga ali drugih finančnih instrumentov.
- Prodajati vrednostnih papirjev brez zavarovanja.
- Kupiti več kot 10 % delnic istega izdajatelja brez glasovalne pravice.
- Kupiti več kot 10 % obveznic istega izdajatelja.
- Kupiti več kot 25 % enot premoženja iste organizacije kolektivnega naložbenega podjetja ali druge OPC.
- Kupiti več kot 10 % instrumentov denarnega trga istega izdajatelja.

Glede krovnih investicijskih skladov, ki jih upravlja družba v skladu s 1. delom zakona o organizacijah kolektivnega naložbenega podjetja z dne 20. decembra 2002, družba ne sme:

- Pridobivati delnic z glasovalno pravico, ki omogočajo izdajatelju večji vpliv na poslovanje.

Družba lahko v kateremkoli trenutku uvede v korist imetnikov enot premoženja dodatne omejitve naložbene politike z namenom prilagajanja zakonom in zakonskim predpisom držav, kjer se enote prodajajo.

3.2.6 LIKVIDACIJA

Krovni sklad in podskladi oziroma kategorije enot premoženja se ustanovijo za nedoločen čas, vendar pa lahko družba za upravljanje krovni sklad, podsklade ali kategorije enot premoženja likvidira v zakonsko določenih primerih ali v kateremkoli trenutku po predhodnem obvestilu skrbniške banke. Imetniki, njihovi dediči ali upravičenci ne morejo zahtevati likvidacije in razdelitve krovnega sklada.

Družba je pooblaščen predvsem za sprejemanje odločitev o likvidaciji krovnega sklada v zakonsko določenih primerih, in sicer:

- Če se družba za upravljanje razpusti ali preneha opravljati svoje dejavnosti, ne da bi v tem zadnjem primeru bila zamenjana.
- Če je čista vrednost sredstev krovnega sklada pod zakonsko določeno mejo več kot 6 mesecev.

Poleg tega lahko družba za upravljanje odloča o likvidaciji krovnega sklada, podsklada ali kategorije enot določenega podsklada, če se čista vrednost sredstev krovnega sklada, podsklada ali kategorije enot premoženja zmanjša pod 50.000.000 €, 5.000.000 € ali pod 1.000.000 € minimalne vrednosti, ki jo določi družba za upravljanje za krovni sklad, podsklad ali kategorija enot premoženja z namenom delovanja na ekonomsko učinkovit način, ali v primeru pomembnejših dogodkov, kot so spremembe na političnem in gospodarskem področju.

Družba za upravljanje mora izpeljati postopek likvidacije premoženja krovnega sklada ali podsklada tako, da v največji možni meri zaščiti interese imetnikov enot premoženja. Skrbniška banka razdeli med imetnike enot premoženja čisti iztržek iz postopka likvidacije, zmanjšan za stroške likvidacijskega postopka, sorazmerno glede na število enot premoženja podsklada, ki jih imajo v posameznem podskladu skladno z navodili družbe. V primeru likvidacije kategorije enot premoženja se čisti iztržek iz postopka likvidacije razdeli med imetnike posamezne kategorije sorazmerno glede na število enot premoženja podsklada, ki jih imajo v tej kategoriji enot premoženja. V dogovoru z imetniki in upoštevajoč načelo enakega obravnavanja slednjih lahko družba razdeli sredstva krovnega sklada, podsklada ali kategorije enot premoženja v celoti ali delno v naravi v skladu s pogoji, ki jih določa družba za upravljanje (vključno in brez omejitev s predložitvijo poročila o vrednotenju, ki ga izda neodvisna revizijska družba).

Pri likvidaciji posameznega podsklada ali kategorije enot premoženja lahko družba na zahtevo imetnikov odobri odkup ali prenos vseh ali dela enot v njihovi lasti po čisti vrednosti sredstev na enoto premoženja (upoštevajoč cene realizacije naložb kot tudi stroške likvidacije) od dneva, ko je bila sprejeta odločitev, da se začne z likvidacijo, do dneva, ko sama likvidacija stopi v veljavo. Omenjeni odkupi in konverzije so oproščeni normalno uporabljenih provizij. Ko se likvidacija podsklada ali kategorije enot premoženja zaključi, se čisti iztržek likvidacije, ki ustreza nepredloženim enotam premoženja za odkup, hrani pri skrbniški banki za dobo največ 6 mesecev od dneva zaključka likvidacije. Po preteku tega roka se omenjeni iztržek oblikuje v depozit pri »*Caisse de consignation*« v Luksemburgu.

4 KROVNI SKLADI V SLOVENIJI

4.1 PRAVNI OKVIR

25. oktobra leta 2007 je začela veljati novela zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1B), ki je prinesla spremembe na področju investicijskih skladov. Od

takrat imajo družbe za upravljanje možnost svojim strankam ponuditi krovne sklade. Veljavni zakon pred novelo je dovoljeval le dve obliki preoblikovanja investicijskega sklada, in sicer likvidacijo sklada ter prenos upravljanja na drugo družbo za upravljanje. Novela pa dodaja še možnost pripojitve celotnega vzajemnega sklada drugemu vzajemnemu skladu. S tem se daje družbam za upravljanje dodaten manevrski prostor pri oblikovanju čim bolj stroškovno in naložbeno optimalne ponudbe. Prihranka bodo deležni tudi vlagatelji v vzajemne sklade.

Zakon nalaga upravljavcem krovnih skladov, da spoštujejo pravila Evropske unije, ki jih predpisuje direktiva UCITS. Krovne sklade kot tudi vse ostale investicijske sklade v Sloveniji nadzoruje Agencija za trg vrednostnih papirjev.

4.1.1 OPREDELITEV IN OBLIKOVANJE KROVNEGA SKLADA IN PODSKLADA

Krovni sklad je vzajemni sklad, sestavljen iz enega ali več podskladov, ki so oblikovani kot ločeno premoženje. Krovni sklad ni pravna oseba in predstavlja premoženje, ki ga upravlja družba za upravljanje v skladu z načeli razpršitve tveganj v izključnem interesu imetnikov investicijskih kuponov podskladov. Krovni sklad sestavljajo podskladi, ki jih opredeljujeta poseben naložbeni cilj in naložbena politika. Sredstva in obveznosti posameznega podsklada so ločeni od sredstev in obveznosti drugih investicijskih skladov in podskladov ter ločeni od sredstev in obveznosti družbe za upravljanje in skrbnika premoženja krovnega sklada (ZISDU-1, 2007, 151k. člen).

Družba za upravljanje oblikuje krovni sklad tako, da sprejme pravila upravljanja krovnega sklada in s skrbnikom sklene pogodbo o upravljanju skrbniških storitev. Družba za upravljanje mora pred začetkom sprejemanja vplačil enot premoženja podskladov pridobiti dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za upravljanje krovnega sklada in dovoljenje za upravljanje vsakega posameznega podsklada. Družba lahko kadarkoli med poslovanjem krovnega sklada oblikuje nove podsklade tako, da dopolni pravila upravljanja krovnega sklada v delu, ki se nanaša na nove podsklade. Ime krovnega sklada mora vsebovati označbo, da gre za krovni sklad, ime podsklada pa mora vsebovati ime krovnega sklada brez označbe »krovni sklad« in ime, po katerem se podsklad jasno loči od drugih podskladov tega krovnega sklada, z označbo, iz katere je razvidna naložbena politika oziroma osnovni cilj naložbene politike podsklada (ZISDU-1, 2007, 151l. člen).

4.1.2 PRAVILA UPRAVLJANJA

Pravila upravljanja krovnega sklada morajo poleg splošnih določb, ki jih vsebujejo pravila upravljanja vzajemnega sklada, jasno določati, da gre za krovni sklad z najmanj dvema podskladoma. Za posamezne podsklade se ne sprejemajo ločena pravila upravljanja, ampak so posebnosti za posamezen podsklad določene v pravilih upravljanja krovnega sklada.

Pravila upravljanja urejajo vsebino pravnih razmerij med družbo za upravljanje, ki upravlja krovni sklad, in imetniki investicijskih kuponov podskladov, in sicer (ZISDU-1, 2007, 151n. člen):

- naložbene cilje in naložbeno politiko podskladov, vključno z omejitvami naložb in njihovega zadolževanja;
- način uporabe (zadržanja oziroma razdelitve) čistega dobička oziroma prihodkov podskladov;
- vrste stroškov, ki neposredno in posredno bremenijo imetnike investicijskih kuponov podskladov;
- referenčno valuto in obdobje obračunavanja čiste vrednosti sredstev in vrednosti enote premoženja podskladov;
- način obveščanja javnosti in imetnikov investicijskih kuponov o finančnem in pravnem položaju podskladov, njihovem poslovanju in drugih pomembnih pravnih in poslovnih dogodkih, povezanih s podskladi ali krovnim skladom;
- pravice imetnikov investicijskih kuponov podskladov, lastnosti morebitnih razredov investicijskih kuponov, postopek vplačila in izplačila investicijskih kuponov ter način izračuna njihovih nakupnih in odkupnih vrednosti skupaj z informacijami o morebitnem trgovanju z investicijskimi kuponi podskladov na organiziranem trgu;
- pogoje izplačila iz posameznega podsklada in hkratnega vplačila v drug podsklad brez vmesnega izplačila investicijskega kupona (prehod med podskladi) in morebitne stroške prehoda;
- trajanje podskladov, postopek začasne zaustavitve vplačil in/ali izplačil njihovih investicijskih kuponov, prenos upravljanja podsklada oziroma krovnega sklada na drugo družbo za upravljanje, preoblikovanje podskladov, zamenjavo skrbnika premoženja krovnega sklada, razloge za likvidacijo na podlagi sklepa družbe za upravljanje in opis postopka likvidacije podskladov krovnega sklada.

Družba za upravljanje lahko spremeni pravila upravljanja krovnega sklada na primer z oblikovanjem dodatnih podskladov. Za veljavnost sprememb pravil mora pridobiti soglasje Agencije. Spremembe pravil upravljanja krovnega sklada začnejo veljati z iztekom osmega dne od javne objave, če pravila upravljanja krovnega sklada ne določajo daljšega roka za uveljavitev njegovih sprememb.

4.1.3 INVESTICIJSKI KUPONI

Premoženje podskladov krovnega sklada je razdeljeno na enote premoženja. Družba za upravljanje izdaja investicijske kupone podskladov, ki se lahko glasijo na eno, več ali dele enot premoženja, vendar ne manj kot na enoto premoženja podsklada.

Investicijski kuponi podskladov dajejo imetnikom naslednji pravici:

- pravico, od družbe za upravljanje zahtevati izplačilo vrednosti enot premoženja podsklada, na katere se glasi investicijski kupon, in
- pravico do izplačila sorazmernega dela likvidacijske mase ob likvidaciji podsklada.

Investicijski kupon podsklada krovnega sklada ima naslednje bistvene sestavine, vpisane tudi v evidenco imetnikov investicijskih kuponov, ki jo za vsak podsklad posebej vodi družba za upravljanje:

- oznako, da gre za investicijski kupon podsklada,
- ime krovnega sklada in ime podsklada,
- firmo, sedež in matično številko družbe za upravljanje kot izdajatelja investicijskega kupona,
- firmo in sedež oziroma ime in priimek osebe, na katero se glasi investicijski kupon, ter oznako o (ne)prenosljivosti,
- število enot premoženja podsklada, na katere se glasi investicijski kupon,
- obveznosti družbe za upravljanje oziroma pravice imetnika investicijskega kupona,
- serijsko številko,
- kraj in datum izdaje in
- podpis oziroma faksimile podpisa članov uprave družbe za upravljanje.

Investicijski kupon podsklada je izdan kot pisna listina in je imenski vrednostni papir, ki ga ni mogoče prenesti na drugo osebo (je neprenosljiv).

4.1.4 PROVIZIJE IN STROŠKI

Družba za upravljanje lahko v pravilih upravljanja krovnega sklada za posamezne podsklade določi različne višine vstopnih in izstopnih stroškov ter provizije za upravljanje. S pravili upravljanja krovnega sklada družba za upravljanje določi, kateri stroški bremenijo posamezen podsklad in kateri vse podsklade, ter način delitve skupnih stroškov med podsklade, pri tem pa mora upoštevati:

- posamezni podsklad bremenijo vsi tisti stroški, ki so povezani izključno z njegovim poslovanjem,
- skupni stroški se lahko delijo na enake dele ali pa v razmerju povprečne letne čiste vrednosti sredstev podskladov (ZISDU-1, 2007, 151p. člen).

4.1.5 SKRBNIŠKE STORITVE IN LOČITEV PREMOŽENJA

Družba za upravljanje mora za račun krovnega sklada s skrbnikom skleniti pogodbo o opravljanju skrbniških storitev za krovni sklad. Skrbnik je na podlagi pogodbe o opravljanju skrbniških storitev za krovni sklad dolžan opravljati te storitve za račun vsakega podsklada krovnega sklada posebej. Družba za upravljanje in skrbnik morata zagotavljati ločitev premoženja posameznega podsklada od (ZISDU-1, 2007, 151r. člen):

1. premoženja drugih investicijskih skladov in podskladov,

2. svojega premoženja in
3. premoženja iz drugega odstavka 16. člena tega zakona.

4.1.6 NALOŽBE PODSKLADOV

Družba za upravljanje lahko načrte za obvladovanje tveganja posameznega podsklada krovnega sklada združi v skupen načrt za obvladovanje tveganja krovnega sklada, pri čemer za vsak podsklad pripravi le opis posebnosti obvladovanja tveganja, ki velja za ta podsklad.

Za naložbe in omejitve naložb velja enako, kot je predstavljeno za luksemburške sklade SICAV pod točko 4.3.4.

4.1.7 DAVKI

Krovni sklad in podskladi niso zavezanci za plačilo davka od dohodkov pravnih oseb, saj niso pravne osebe. Obdavčeni pa so vlagatelji, tako fizične kot tudi pravne osebe.

4.1.7.1 OBDAVČITEV VLAGATELJEV, KI SO FIZIČNE OSEBE

1. Obdavčitev ob unovčenju ali prodaji investicijskega kupona oziroma likvidaciji posameznega podsklada:

Investicijski kupon podsklada se v skladu z zakonom o dohodnini (ZDoh-2, 2006) šteje za kapital, tako da je ob odsvojitvi (unovčenju, prodaji) investicijskega kupona oziroma likvidaciji posameznega podsklada vlagatelj obdavčen v okviru pravil o dobičku iz kapitala. Za obdavčljivo odsvojitvev investicijskega kupona se šteje unovčenje oziroma prodaja investicijskega kupona podsklada in izplačilo sorazmernega dela likvidacijske mase ob likvidaciji posameznega podsklada. Za neobdavčljivo odsvojitvev investicijskega kupona se štejeta predvsem (Zakon o dohodnini, 2006, 95. člen):

- prenos kapitala preminule osebe na dediča, volilnojemnika ali osebo, ki ju nadomesti po predpisih o dedovanju, ali na drugo osebo, ki uveljavlja kakšno pravico iz zapuščine zaradi smrti fizične osebe;
- prenos kapitala v postopkih prisilne izterjave obveznih dajatev v skladu z zakoni.

Davčna osnova za določitev zneska davka se ugotovi kot razlika med vrednostjo investicijskega kupona ob odsvojitvi in vrednostjo investicijskega kupona ob pridobitvi (Zdoh-2, 2006, 97. člen). Vrednost investicijskega kupona ob pridobitvi se ugotovi kot znesek vplačila v podsklad, zmanjšan za znesek vstopnih stroškov (torej zmnožek števila enot premoženja in vrednosti ene enote premoženja). Tako ugotovljena vrednost se nato poveča za normirane stroške v zvezi s pridobitvijo investicijskega kupona, ki se priznajo v višini 1 % od nabavne vrednosti investicijskega kupona. Če gre za dedovanje, se nabavna vrednost investicijskega kupona poveča tudi za znesek morebitnega davka na dediščine in darila.

Vrednost investicijskega kupona ob odsvojitvi je enaka zmnožku števila enot premoženja in vrednosti ene enote premoženja ob izplačilu iz podsklada. Vrednost investicijskega kupona ob odsvojitvi se zmanjša za normirane stroške v višini 1 % vrednosti investicijskega kupona ob odsvojitvi (Zdoh-2, 2006, 99. člen). Pri tistih vlagateljih, ki so investicijski kupon podsklada pridobili z zamenjavo investicijskega kupona vzajemnega sklada, ki so ga pridobili pred 1. januarjem 2003, se za nabavno vrednost investicijskega kupona šteje vrednost na dan 1. januarja 2006 (Zdoh-2, 2006, 152. člen). Če je vlagatelj investicijski kupon pridobil pred uvedbo evra, se vrednost investicijskega kupona ob pridobitvi preračuna z uporabo srednjega tečaja Banke Slovenije, ki je veljal na dan pridobitve investicijskega kupona, oziroma 1. januarja 2006, kadar se za nabavno vrednost investicijskega kupona šteje vrednost na ta dan. Od tako ugotovljene davčne osnove se izračuna in plača dohodnina po stopnji 20 %. Stopnja dohodnine se znižuje vsakih pet let imetništva investicijskega kupona in znaša po dopolnjenih (Zakon o dohodnini, 2006, 132. člen):

- petih letih imetništva investicijskega kupona: 15 %,
- desetih letih imetništva investicijskega kupona: 10 %,
- petnajstih letih imetništva investicijskega kupona: 5 %,
- po dvajsetih letih imetništva investicijskega kupona je vlagatelj oproščen plačila dohodnine od dobička iz kapitala.

Investicijski kuponi podsklada se vodijo po metodi zaporednih cen (FIFO – *first in first out*), po kateri se kot vrednost investicijskega kupona ob pridobitvi šteje vrednost investicijskega kupona, ki je najprej pridobljen. Dohodnino od dobička iz kapitala ugotovi davčni organ z odločbo na podlagi napovedi zavezanca, ki jo je treba vložiti do 28. februarja za preteklo leto, in v kateri zavezanec napove vse odsvojitve kapitala v enem letu (razen nepremičnin). V tako napovedan dohodek se všttevajo v davčnem letu doseženi dobički iz kapitala ali realizirane izgube iz kapitala, pri čemer se zavezancu ne prizna izguba pri odsvojitvi kapitala, če je v roku 30 dni pred ali po odsvojitvi pridobil vsebinsko istovrstni nadomestni kapital. Izguba se ne prizna tudi v primeru, če je tako odsvojen kapital pridobila zavezančeva povezana oseba. Davčni organ izda odločbo o odmeri dohodnine od dobička iz kapitala do 30. aprila tekočega leta za preteklo leto. Tako odmerjena dohodnina od dobička iz kapitala je dokončna.

2. Obdavčitev v primeru prehajanja med podskladi istega krovnega sklada:

Pri zamenjavi investicijskega kupona podsklada za investicijski kupon drugega podsklada istega krovnega sklada se uveljavlja odlog ugotavljanja davčne obveznosti. Pri uveljavitvi odloga ugotavljanja davčne obveznosti se ta ugotavlja šele ob prvi naslednji obdavčljivi odsvojitvi investicijskih kuponov, pri čemer se (Zakon o dohodnini, 2006, 2. člen):

- za čas pridobitve investicijskega kupona šteje datum, ko so bili pridobljeni prvi zamenjani investicijski kuponi, ugotovljen v skladu z pravili ZDoh-2,
- za nabavno vrednost šteje nabavna vrednost prvih zamenjanih investicijskih kuponov, ugotovljena v skladu s pravili ZDoh-2.

Odlog ugotavljanja davčne obveznosti priglasí Davčni upravi Republike Slovenije družba za upravljanje, ki upravlja krovni vzajemni sklad. Družba za upravljanje je dolžna zavezanec v 15 dneh po zamenjavi investicijskih kuponov pisno obvestiti o odložitvi ugotavljanja davčne obveznosti.

3. Obdavčitev v primeru preoblikovanja podsklada:

Ob zamenjavi investicijskih kuponov podsklada za investicijske kupone drugih podskladov v okviru preoblikovanja podsklada s prenosom celotnega premoženja na drug podsklad lahko zavezanec uveljavlja odlog ugotavljanja davčne obveznosti. Pri uveljavitvi odloga ugotavljanja davčne obveznosti se ta ugotavlja šele ob prvi naslednji obdavčljivi odsvojitvi investicijskih kuponov, pri čemer se (Zakon o dohodnini, 2006, 2. člen):

- za čas pridobitve investicijskega kupona šteje datum, ko so bili pridobljeni prvi zamenjani investicijski kuponi, ugotovljen v skladu s pravili ZDoh-2,
- za nabavno vrednost šteje nabavna vrednost prvih zamenjanih investicijskih kuponov, ugotovljena v skladu s pravili ZDoh-2.

Odlog ugotavljanja davčne obveznosti Davčni upravi Republike Slovenije priglasí družba za upravljanje, ki upravlja prevzemni podsklad, in o tem v 15 dneh pisno obvesti zavezanec, posredovati pa jim mora tudi vse podatke, ki jih potrebujejo za ugotavljanje svojih davčnih obveznosti.

4.1.7.2 OBDAVČITEV VLAGATELJEV, KI SO PRAVNE OSEBE:

Dohodki pravnih oseb so obdavčeni v skladu z ZDDPO-2. Stopnja davka na ustvarjeni davčno priznani dobiček znaša v letu 2008 22 %, v letu 2009 21 % in v naslednjih letih 20 %. Vsi vlagatelji, pravne osebe – rezidenti so dolžni davčno priznani dobiček ugotavljati na podlagi prihodkov in odhodkov, ugotovljenih v skladu z zakoni in računovodskimi standardi, pri čemer so dolžni upoštevati posebnosti, kot jih določa ZDDPO-2. Posebna pravila se nanašajo predvsem na spremembe računovodskih usmeritev, popravke napak in prevrednotenja.

4.1.7.3 OBDAVČITEV NEREZIDENTOV

Fizična oseba - nerezident ne plačuje dohodnine od dobička iz kapitala, doseženega z odsvojitvijo investicijskih kuponov oziroma enot premoženja, vrednostnega papirja ali lastniškega deleža vzajemnega oziroma krovnega sklada z virom v Sloveniji, in če vrednostni papir ali lastniški delež, ki je predmet odsvojitve, ni del pretežnega lastniškega deleža, ni dolžan vložiti napovedi za odmero dohodnine od dobička iz odsvojitve vrednostnih papirjev in drugih deležev ter investicijskih kuponov. Pretežni lastniški delež je vsak lastniški delež, na podlagi katerega zavezanec ima ali je imel v kateremkoli času v preteklih petih letih pred odsvojitvijo deleža neposredno ali posredno prek povezanih oseb vsaj 10 % delež glasovalnih pravic ali vsaj 10 % delež v kapitalu oziroma v posameznem razredu delnic določene pravne

osebe. V nasprotnem primeru, se pravi, če nerezident odsvoji vrednostni papir ali lastniški delež, ki je del pretežnega lastniškega deleža, pa mora vložiti napoved za odmero dohodnine od dobička iz kapitala v 15 dneh od dneva odsvojitve kapitala. Vendar pa lahko nerezident vложи napoved do 28. februarja tekočega leta za preteklo leto, če napove vse odsvojitve vrednostnih papirjev in drugih deležev ter investicijskih kuponov v preteklem letu (Zakon o davčnem postopku, 2006). Vlagatelji, ki so fizične osebe - nerezidenti, morajo v zvezi z obdavčitvijo naložbe v investicijski kupon podsklada poleg posebnih določb (za rezidente in nerezidente) ZDoh-2 upoštevati tudi davčne predpise, ki zanje veljajo v drugih državah, v katerih so davčni zavezanci (praviloma v državah prebivališča). Po določbah Pravilnika o dostavi podatkov za odmero dohodnine za leto 2008 se o unovčevanju investicijskih kuponov, ki so jih v Republiki Sloveniji opravili nerezidenti, s strani družb za upravljanje in drugih oseb, ni poročalo.

Vlagatelji, ki so pravne osebe - nerezidenti, morajo upoštevati davčne predpise, ki zanje veljajo v državah, v katerih so davčni zavezanci. Za vlagatelje, ki so pravne osebe - nerezidenti in imajo naložbo v investicijske kupone podskladov preko poslovne enote v Sloveniji, veljajo v zvezi s to poslovno enoto enaka pravila, kot veljajo za pravne osebe – rezidente.

4.1.8 OBVEZNOSTI DO NADZORNIKOV

Agencija za trg vrednostnih papirjev zahteva letno in polletno poročilo od družbe za upravljanje krovnega sklada. Letno in polletno poročilo krovnega sklada vsebuje zbirno bilanco stanja in izkaz poslovnega izida krovnega sklada ter računovodske izkaze za vsak podsklad tega krovnega sklada posebej. V letnem in polletnem poročilu mora biti jasno navedeno, kateri deli veljajo za vse podsklade skupaj in kateri le za posamezen podsklad. Agencija lahko natančneje predpiše vsebino letnega in polletnega poročila krovnega sklada (ZISDU-1, 2007, 151š. člen).

Družba za upravljanje mora pripraviti skupen prospekt krovnega sklada za vse njegove podsklade. Izvlečki prospekta za podsklade krovnega sklada so lahko pripravljene kot enoten dokument ali kot ločeni dokumenti za vsak posamezen podsklad. V prospektu mora biti jasno navedeno, kateri deli besedila veljajo za vse podsklade in kateri le za posamezen podsklad. Če družba za upravljanje po nastanku krovnega sklada oblikuje dodatne podsklade, mora ustrezno spremeniti in dopolniti prospekt krovnega sklada in pripraviti izvleček prospekta, ki velja za posamezni novi podsklad. Družba za upravljanje mora pred začetkom javne ponudbe investicijskih kuponov novega podsklada pridobiti dovoljenje za objavo sprememb in dopolnitev prospekta krovnega sklada in dovoljenje za objavo izvlečka prospekta posameznega novega podsklada (ZISDU-1, 2007, 151t. člen).

4.1.9 OBLIKOVANJE KROVNIH SKLADOV IZ OBSTOJEČIH VZAJEMNIH SKLADOV

Družba za upravljanje, ki upravlja vsaj dva vzajemna sklada, lahko oblikuje krovni sklad, tako da (ZISDU-1, 2007, 151u. člen):

- sprejme pravila upravljanja krovnega sklada;
- sprejme sklep o preoblikovanju vzajemnih skladov v podsklade in združitvi v krovni sklad,
- izdela prospekt krovnega sklada in izvlečke prospekta podskladov;
- s skrbnikom sklene pogodbo o opravljanju skrbniških storitev za krovni sklad.

Za oblikovanje krovnega sklada v skladu s prvim odstavkom tega člena mora družba za upravljanje pridobiti dovoljenje Agencije. Ta izda dovoljenje za oblikovanje krovnega sklada, če ugotovi (ZISDU-1, 2007, 151u. člen):

- da je vsebina pravil upravljanja krovnega sklada v skladu z določbami tega zakona in s predpisi, izdanimi na podlagi zakona,
- da je vsebina prospekta krovnega sklada v skladu z določbami tega zakona in s predpisi, izdanimi na podlagi zakona,
- da je vsebina pogodbe o opravljanju skrbniških storitev v skladu z določbami tega zakona in s predpisi, izdanimi na podlagi zakona,
- da so izvlečki prospekta podskladov v skladu z določbami tega zakona in s predpisi, izdanimi na podlagi zakona.

Če Agencija izda dovoljenje, se šteje, da je izdala dovoljenje za upravljanje krovnega sklada, dovoljenje za objavo prospekta krovnega sklada, dovoljenje za sklenitev pogodbe o opravljanju skrbniških storitev, soglasje k pravilom upravljanja krovnega sklada in dovoljenje za objavo izvlečkov prospekta podsklada. Družba za upravljanje mora v osmih dneh po prejemu odločbe Agencije, s katero je bilo izdano dovoljenje za oblikovanje krovnega sklada po določbah tega člena, to dejstvo javno objaviti.

Družba za upravljanje je imetnikom investicijskih kuponov vzajemnih skladov, ki se preoblikujejo v krovni sklad, na njihovo zahtevo dolžna predložiti prospekt in pravila upravljanja krovnega sklada ter izvleček prospekta podsklada.

Pravila upravljanja krovnega sklada začnejo veljati 30. dan po javni objavi. Šteje se, da je z uveljavitvijo pravil upravljanja krovni sklad oblikovan, vzajemni skladi pa preoblikovani v njegove podsklade.

Šteje se, da so z uveljavitvijo pravil upravljanja imetniki investicijskih kuponov posameznega vzajemnega sklada postali imetniki investicijskih kuponov podsklada, ki je nastal iz vzajemnega sklada. Agencija natančneje predpiše dokumentacijo, ki jo je treba priložiti

zahtevi za pridobitev dovoljenja iz drugega odstavka tega člena, in vsebino javne objave (ZISDU-1, 2007, 151u. člen).

4.2 TRENUTNO STANJE

Na slovenskem trgu so se že pred začetkom leta 2009 tržili nekateri luksemburški krovni skladi. In sicer KD Delux SICAV Luxembourg pod okriljem KD d.d., prisoten od marca 2006, drugi je bil Sanpaolo International Fund, krovni sklad, ki se je začel tržiti julija 2006 pod okriljem Banke Koper, d.d. Tretji krovni sklad, ki je bil prisoten v Sloveniji pred novelo zakona ZISDU-1, je bil luksemburški krovni sklad Pioneer P.F. pod okriljem UniCredit Banke Slovenija. Investicijske sklade upravljata družbi Pioneer Asset Management S.A. Luxembourg in Pioneer Investments Austria GmbH. Trženje, distribucijo in vplačila v sklade omenjenih družb opravlja od leta 2008 UniCredit Banka Slovenija d.d. Četrty krovni sklad pa je Sgam Fund (investicijska družba s spremenljivim kapitalom – SICAV), prisoten od začetka leta 2008 pod okriljem SKB Banke d.d.

Družbe za upravljanje, ki so dobile dovoljenje od Agencije za trg vrednostnih papirjev za oblikovanje krovnih skladov iz obstoječih vzajemnih skladov, so 1. 1.2009 oblikovale naslednje krovne sklade (Krovni skladi, 2009):

- Krovni sklad Probanka
- KD Krovni sklad
- Krekov krovni sklad
- Krovni sklad PSP
- Krovni sklad NFD
- Krovni sklad NLB skladi
- Krovni sklad Publikum
- Krovni sklad Triglav vzajemni skladi
- Ilirika Krovni sklad
- Krovni sklad Infond
- Krovni sklad Abančna DZU.

Krovni sklad Probanka: Uprava Probanke upravljanje je sprejela sklep o preoblikovanju obstoječih vzajemnih skladov v naslednje podsklade:

- Probanka Alfa – uravnoteženi
- Probanka Beta – delniški
- Probanka Gama – obvezniški
- Probanka Novi trgi – delniški
- Probanka Sigma - sklad absolutnega donosa

Vsak podsklad krovnega sklada Probanka bo ohranil naložbeno politiko sedanjih vzajemnih skladov, isto tveganje in potencialni donos.

Možnost neobdavčenih prehodov med podskladi istega krovnega sklada bo vlagateljem omogočila menjavanje skladov v njihovih portfeljih, računajoč na višje donose. Imetniki investicijskih kuponov podsklada s tem pri prehajanju med podskladi istega krovnega sklada uveljavljajo odlog ugotavljanja davčne obveznosti (Krovni skladi, 2009).

KD krovni sklad: Družba za upravljanje KD Skladi, d. o. o., je 25. novembra 2008 kot ena izmed prvih slovenskih DZU od Agencije za trg vrednostnih papirjev prejela dovoljenje za oblikovanje krovnega sklada iz obstoječih vzajemnih skladov. KD Krovni sklad se je oblikoval 1. januarja 2009, vseh 17 obstoječih vzajemnih skladov družbe pa se bo preoblikovalo v njegove podsklade. Vsi imetniki investicijskih kuponov vzajemnega sklada pa postanejo imetniki investicijskih kuponov podsklada, ki je nastal iz vzajemnega sklada. Glavna prednost oblikovanja krovnega sklada, ki ga omogoča nova zakonodaja, je za vlagatelje (fizične osebe) prijaznejše poslovanje, in sicer ugodnejša davčna obravnava pri prehajanju med podskladi krovnega sklada in tako lažje prilagajanje portfelja glede na naložbene cilje.

Razen ugodnejše davčne obravnave za fizične osebe se z oblikovanjem KD Krovnega sklada za obstoječe vlagatelje družbe KD Skladi ne bo nič bistvenega spremenilo. Preoblikovanje obstoječih vzajemnih skladov v podsklade in njihova združitev v krovni sklad ne bosta v nobenem primeru vplivala na vrednost enot premoženja vzajemnih skladov oziroma podskladov ter na vplačila in izplačila investicijskih kuponov vzajemnih skladov oziroma podskladov⁴. Prehodi med vzajemnimi skladi v upravljanju družbe KD Skladi so že sedaj brez vstopnih stroškov, če vlagatelj sredstva prenaša iz vzajemnega sklada, pri katerem družba za upravljanje zaračunava vstopne stroške. Deloma se spremenijo le nazivi podskladov, ki so bili prej vzajemni skladi. Za vlagatelja bo poslovanje prijaznejše tudi v tem pogledu, ker bo lahko v enem, sistematično in jasno zastavljenem dokumentu (prospektu) našel podatke o vseh podskladih ter lažje ugotovil, kaj so njihove skupne značilnosti in po čem pa se razlikujejo med seboj (po naložbeni politiki, tveganjih, vstopnih stroških in provizijah, presečnih urah za vplačila in izplačila itd.).

KD Skladi DZU upravlja z naslednjimi vzajemnimi skladi: KD Balkan, KD Bond, KD EM Infrastruktura in gradbeništvo, KD Finance, KD Galileo, KD Indija - Kitajska, KD Latinska Amerika, KD MM, KD Nova energija, KD Novi trgi, KD Prvi izbor, KD Rastko, KD Severna Amerika, KD Surovine in energija, KD Tehnologija, KD Vitalnost in KD Vzhodna Evropa.

Krekov krovni sklad: Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov je 25. novembra letos prejela dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za ustanovitev Krekovega krovnega sklada. Pravila upravljanja Krekovega krovnega sklada so začela veljati s 1. januarjem 2009.

⁴ Stroške objave prospekta lahko DZU prenese v breme sklada.

S preoblikovanjem bodo največ pridobili vlagatelji, saj bo prehajanje med posameznimi podskladi Krekovega krovnega sklada davčno ugodnejše in enostavnejše. Davka na kapitalski dobiček vlagatelju tako ne bo več treba plačevati ob vsaki prodaji kuponov posameznega podsklada, ampak le ob izplačilu sredstev iz Krekovega krovnega sklada. Obstoječi imetniki investicijskih kuponov posameznega Krekovega vzajemnega sklada s tem postanejo imetniki kuponov podsklada, ki je preoblikovan iz posameznega vzajemnega sklada.

S tem se bodo obstoječi Krekovi vzajemni skladi preoblikovali v naslednje podsklade Krekovega krovnega sklada: Krekov sklad Klas, Krekov sklad Most, Krekov sklad NANO & TECH, Krekov sklad Sidro obvezniški in Krekov sklad Skala.

Krovni sklad PSP: Družba za upravljanje Primorski skladi, d.d., Koper, je 28.11.2008 pridobila dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za oblikovanje Krovnega sklada PSP iz obstoječih vzajemnih skladov. Pravila upravljanja so začela veljati 1.1.2009. Primorski skladi bodo tako upravljali štiri podsklade: PSP PIKA – obvezniški, PSP ŽIVA – delniški, PSP MODRA LINIJA – delniški in PSP OPTIMA – sklad skladov.

Za vlagatelje je glavna prednost oblikovanja podskladov v okviru krovnega sklada možnost prehajanja med podskladi v okviru istega krovnega sklada brez takojšnjega plačila davka od dobička iz kapitala, torej z odlogom plačila davka do končne prodaje enot premoženja podsklada. Do ustanovitve krovnega sklada se je vsak prenos sredstev med skladi znotraj družbe za upravljanje štel kot obdavčljiva prodaja. Preoblikovanje obstoječih vzajemnih skladov v podsklade in združitve v krovni sklad ne vplivata na naložbeno politiko podskladov, na provizije in na vrednosti enot premoženja podskladov. Oblikovanje Krovnega sklada PSP omogoča tudi poenostavljen postopek ustanovitve novih podskladov krovnega sklada, kar vpliva na krajši čas in nižje stroške ustanavljanja podsklada.

Krovni sklad NFD: NFD d.o.o. je med prvimi družbami za upravljanje, ki je lahko takoj v začetku novega leta 2009 ponudila svojim vlagateljem in potencialnim investitorjem vlaganje premoženja v krovni sklad NFD in njegove podsklade: NFD Evro/Amerika – delniški podsklad, NFD Novi trgi – delniški podsklad, NFD Azija/Oceanija – delniški podsklad, NFD Finance – delniški podsklad, NFD Energija – delniški podsklad, NFD IT – delniški podsklad, NFD Zdravstvo – delniški podsklad in NFD Obvezniški – obvezniški podsklad.

Pravila krovnega sklada so začela veljati 4.1.2009. S tem dnem se šteje, da so imetniki investicijskih kuponov posameznega vzajemnega sklada postali imetniki investicijskih kuponov podsklada, ki je nastal iz vzajemnega sklada.

Krovni sklad NLB Skladi: Družba NLB Skladi, d.o.o., je 25. 11. 2008 pridobila dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za oblikovanje krovnega sklada NLB Skladi iz obstoječih vzajemnih skladov: NLB Skladi – Dinamični sklad delnic, NLB Skladi – Farmacija in zdravstvo, NLB Skladi – Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški, NLB Skladi

– Kombinirani, NLB Skladi – Naravni viri, NLB Skladi – Sklad evropskih delnic, NLB Skladi – Sklad Nove Evrope, NLB Skladi – Sklad slovenskih delnic, NLB Skladi – Svetovni sklad delnic, NLB Skladi – Visoka tehnologija, NLB Skladi – Visoko rastoča gospodarstva, NLB Skladi – Zahodni Balkan, NLB Skladi – Sklad obveznic.

Za fizične osebe pomeni ključno prednost odlog ugotavljanja davčne obveznosti. Vlagatelj ob prenašanju sredstev med podskladi istega krovnega sklada družbe ne bo obdavčen, četudi bo pri prenosu ustvaril kapitalski dobiček. Prav tako bo bistveno ugodneje obravnavan vlagatelj, ki bo enako prestrukturiranje naložb izvajal posredno, prek ustreznih podskladov istega krovnega sklada, saj bo izpostavljen plačilu davka na dobiček iz kapitala le enkrat, in sicer ob izplačilu sredstev na osebni račun. Ob tem ne gre zanemariti tudi dejstva, da se na ta način v skladu z veljavno davčno zakonodajo lahko zmanjša tudi stopnja obdavčitve kapitalskih dobičkov. Pravila upravljanja krovnega sklada so začela veljati 1. 1. 2009. S tem dnem se šteje, da so imetniki investicijskih kuponov posameznega vzajemnega sklada postali imetniki investicijskih kuponov podsklada, ki je nastal iz vzajemnega sklada.

Krovni sklad Publikum: Razlog za oblikovanje krovnega sklada iz obstoječih vzajemnih skladov je v uskladitvi z možnostmi, v optimalnejšem poslovanju in v zagotovitvi možnosti za ugodnejšo davčno obravnavo vlagateljev.

Tudi Publikum je dobil dovoljenje od Agencije za trg vrednostnih papirjev za oblikovanje Krovnega sklada Publikum iz obstoječih skladov. Prednosti krovnega sklada za vlagatelje so ugodnejša davčna obravnavo vlagateljev, lažje prehajanje med podskladi in posledično enostavnejša prilagoditev portfelja.

Preoblikovanje obstoječih vzajemnih skladov v podsklade in njihova združitve v krovni sklad ne bosta v nobenem primeru vplivala na vrednosti enot premoženja vzajemnih skladov. Publikum DZU upravlja naslednje sklade: Publikum Azijski trgi, Publikum Balkan, Publikum Bond, Publikum Energy+, Publikum Healthcare, Publikum International, Publikum Komet, Publikum Mešani Primus, Publikum Nova Evropa, Publikum SCI & Tech in Publikum USA.

Krovni sklad Triglav vzajemni skladi: Razlog za oblikovanje krovnega sklada iz obstoječih vzajemnih skladov je v uskladitvi z možnostmi, ki jih je omogočila nova zakonodaja, v optimalnejšem poslovanju in v zagotovitvi možnosti za ugodnejšo davčno obravnavo vlagateljev (fizičnih oseb). Imetniki investicijskih kuponov posameznega vzajemnega sklada bodo postali imetniki investicijskih kuponov podsklada, ki je nastal iz vzajemnega sklada. Pravila upravljanja krovnega sklada so začela veljati dne 3.3.2009.

Vzajemni skladi v upravljanju Triglav DZU bodo preoblikovani v naslednje podsklade Krovnega sklada Triglav vzajemni skladi: Triglav vzajemni skladi – delniški Triglav steber I, Triglav vzajemni skladi – uravnoreženi Triglav Renta, Triglav vzajemni skladi – mešani Triglav Evropa, Triglav vzajemni skladi – Triglav Obvezniški, Triglav vzajemni skladi –

delniški Triglav Top sektorji, Triglav vzajemni skladi – delniški Triglav Svetovni, Triglav vzajemni skladi – delniški Triglav Rastoči trgi, Triglav vzajemni skladi – delniški Triglav Azija, Triglav vzajemni skladi – delniški Triglav Balkan in Triglav vzajemni skladi – delniški Triglav Hitro rastoča podjetja.

Preoblikovanje obstoječih vzajemnih skladov v podsklade in združitve v krovni sklad ne bosta v nobenem primeru vplivala na vrednosti enot premoženja vzajemnih skladov oziroma podskladov ter na vplačila in izplačila investicijskih kuponov vzajemnih skladov oziroma podskladov.

Ilirika krovni sklad: Ilirika DZU, d.o.o., Ljubljana bo vlagateljem skladno z zakonodajo omogočila neobdavčeno prehajanje med podskladi Ilirika krovnega sklada z odlogom plačila davčne obveznosti do končne unovčitve investicijskih kuponov podsklada.

Od vključno 11.03.2009 se šteje, da je Ilirika krovni sklad oblikovan, da so vzajemni skladi preoblikovani v njegove podsklade, imetniki investicijskih kuponov posameznega vzajemnega sklada pa s tem dnem postanejo imetniki investicijskih kuponov podsklada, ki je nastal iz vzajemnega sklada. Bistvene lastnosti Ilirika krovnega sklada in pojasnilo o razlikah med obstoječimi vzajemnimi skladi in podskladi: vlagatelj v Ilirika krovni sklad bo pri zamenjavi točk premoženja enega podsklada za točke premoženja drugega podsklada Ilirika krovnega sklada omogočen odlog ugotavljanja davčne obveznosti. Posamezno prehajanje med podskladi bo tako oproščeno plačila davka na kapitalske dobičke vse do končne prodaje točk premoženja podsklada, kar pri prehajanju med vzajemnimi skladi ni bilo možno. Vsi podskladi Ilirika krovnega sklada imajo enako naložbeno politiko, tveganje in potencialno donosnost kot vzajemni skladi, iz katerih so bili preoblikovani. Ilirika DZU, d.o.o., Ljubljana bo vlagateljem skladno z zakonodajo omogočila neobdavčeno prehajanje med podskladi Ilirika krovnega sklada z odlogom plačila davčne obveznosti do končne prodaje točk premoženja podsklada.

Ilirika ima naslednje vzajemne sklade: Ilirika Azija, Ilirika Modra energija, Ilirika Modra farmacija, Ilirika Modra gazela, Ilirika Modra kombinacija, Ilirika Modre finance, Ilirika Modri kapital, Ilirika Modri korak, Ilirika Modri sklad skladov in Ilirika Vzhodna Evropa.

Krovni sklad Infond: Preoblikovanje v podsklade prinaša vlagateljem davčno ugodnost pri prenosu sredstev med podskladi. Z oblikovanjem krovnega sklada se dosedanji vzajemni skladi po vsebini ne spremenijo, vlagatelji pa bodo pridobili pravico do odloga obdavčitve pri prehodu med podskladi in možnost elektronskega poslovanja.

V podsklade Krovnega sklada Infond bodo preoblikovani naslednji vzajemni skladi: Infond BRIC, Infond Delniški, Infond Energy, Infond Evropa, Infond Hrast, Infond Life, Infond, PanAmerica in Infond Uravnoteženi.

Z začetkom veljave novih pravil upravljanja 13. marca 2009 se je spremenila lestvica vstopnih stroškov in se je uveljavil en sam varčevalni načrt (pri čemer se pogoji za vlagatelje, ki že imajo odprte varčevalne načrte, ne spremenijo). Prav tako je spremenjena presečna ura. Vsa vplačila, ki bodo prispela na račun podsklada na obračunski dan do 9:00, bodo obračunana po vrednosti enote premoženja (VEP) istega obračunskega dne. Enako bodo izplačila, za katera bodo Zahteve za izplačilo prispele na družbo za upravljanje oz. vpisna mesta do 9:00 obračunskega dne, obračunana po VEP istega obračunskega dne.

Krovni sklad Abančna DZU: Razlog za oblikovanje krovnega sklada iz obstoječih vzajemnih skladov je v uskladitvi z možnostmi, ki jih je omogočila nova zakonodaja, v optimalnejšem poslovanju in v zagotovitvi možnosti za ugodnejšo davčno obravnavo vlagateljev (fizičnih oseb).

Pravila upravljanja krovnega sklada so začela veljati dne 01.04.2009, s tem dnem se šteje, da

- je Krovni sklad Abančna DZU sklad oblikovan,
- da so vzajemni skladi Abančna DZU DENARNI EURO, Abančna DZU OBVEZNIŠKI, Abančna DZU URAVNOTEŽENI, Abančna DZU MEŠANI, Abančna DZU DELNIŠKI AKTIVNI, Abančna DZU DELNIŠKI SVET, Abančna DZU DELNIŠKI EVROPA, Abančna DZU DELNIŠKI AZIJA, Abančna DZU DELNIŠKI ZDA, Abančna DZU DELNIŠKI BALKAN in Abančna DZU DELNIŠKI PASIVNI BALTINORD preoblikovani v podsklade Abančna DZU Krovnega sklada,
- so imetniki investicijskih kuponov posameznega vzajemnega sklada postali imetniki investicijskih kuponov podsklada, ki je nastal iz vzajemnega sklada.

Preoblikovanje obstoječih vzajemnih skladov v podsklade in njihova združitve v krovni sklad ne bosta v nobenem primeru vplivala na vrednosti enot premoženja vzajemnih skladov oziroma podskladov ter na vplačila in izplačila investicijskih kuponov vzajemnih skladov oziroma podskladov (Krovni skladi, 2009).

4.3 PRIHODNJI RAZVOJ

Leto 2009 in prihod krovnih skladov bo za slovenski trg svojevrsten mejnik, saj bo razvoj krovnih skladov vlagateljem ponudil bistveno večjo fleksibilnost pri upravljanju naložb v vzajemne sklade in optimiziranje naložbene strategije, ker bo omogočen neobdavčen prehod med podskladi krovnega sklada (tj. znotraj ene družbe za upravljanje).

Pri vplačilu, izplačilu ali prenosu sredstev med posameznimi skladi se z vidika administrativnih postopkov zadeve ob uvedbi krovnih skladov ne spremenijo. Spremenjeni bodo nekatera imena podskladov in krovnih skladov ter dokumenti, kar pa ne vpliva na sam postopek vplačila/izplačila/prenosa sredstev vzajemnih skladov.

Fleksibilnost krovnih skladov v krizi prinaša prednosti (Krovni skladi, 2009):

Fleksibilnost naložb ima večjo vlogo predvsem v obdobjih visoke nestanovitnosti na trgih kot v prejšnjem letu in tudi v letu 2009. Če bi Slovenija vstopila v sedanjo krizo z že formiranimi krovnimi skladi, bi marsikateri vlagatelj lahko bistveno bolje zaščitil naložbeni portfelj vzajemnih skladov, saj bi lahko neobdavčeno znižal tveganje portfelja, npr. prestavil sredstva iz delniškega sklada v manj tvegani obvezniški ali denarni sklad. Kar seveda zaenkrat še ni možno, saj bi bil prehod "polno" obdavčen po veljavni lestvici davka na kapitalski dobiček. Zato so mnogi vztrajali na pozicijah in zgubili del donosov preteklih let. Krovni skladi so takšne spremembe portfelja omogočili.

Vendar pa krovni skladi ne smejo postati špekulativno orodje za lovljenje vrhov/odbojev, temveč način (neobdavčenega) strateškega prilagajanja portfelja spremembam osnovnih naložbenih kriterijev: časovnega horizonta, odnosa do tveganja, osebne situacije (premoženjski status). Krovni skladi izzivajo dosedanjo paradigmo "kupi in drži", ki je do sedaj po rezultatih empiričnih raziskav prinašala višje donose enakega naložbenega portfelja v primerjavi s pogostejšim spreminjanjem naložb (predvsem zaradi obdavčitve prehodov med skladi).

Izredno nizke VEP vzajemnih skladov in možnost neobdavčenega prenašanja sredstev med podskladi krovnih skladov (znotraj DZU), skupaj tvorita eno najboljših naložbenih priložnosti zadnjega časa. Kolikor je bilo leto 2008 črno v mnogih pogledih, se v letu 2009 kaže nekaj izredno zanimivih možnosti, ki lahko letošnje leto naredijo zelo donosno. V tem trenutku se ponujata 2 izjemni priložnosti, ki skupaj lahko tvorita naložbeno priložnost življenja: izredno nizke VEP skladov in možnost neobdavčenega prenosov sredstev znotraj (zaenkrat) 7 krovnih skladov: Krovni sklad Probanka, KD Krovni sklad, Krekov krovni sklad, Krovni sklad PSP, Krovni sklad NFD, Krovni sklad NLB Skladi in Krovni sklad Publikum.

Vrednotenja delnic (npr. po kazalniku P/E) so na zgodovinsko nizkih nivojih. Delnice so izredno ugodno vrednotene glede na pričakovane dobičke. Posledično velja isto za delniške vzajemne sklade. Padci VEP vzajemnih skladov v letu 2008 so bili tako veliki, da sedanje vrednosti prinašajo morda neponovljive nakupne priložnosti za prosta sredstva, sredstva, vložena v bančne depozite, ali ostale bolj varne in manj donosne naložbe. Čas za vplačila prostih sredstev je zdaj.

Pred dnevi lansirani krovni skladi prinašajo možnost neobdavčenega prehajanja med podskladi krovnega sklada, kar v večini primerov pomeni, da lahko sredstva, ki jih vlagatelji že imajo znotraj ene DZU, premikajo med (pod)skladi te DZU brez nastanka davčne obveznosti za plačilo davka na kapitalski dobiček.

Z davčnega vidika bo bistveno ugodneje obravnavan vlagatelj, ki bo spreminjane portfelja izvajal prek podskladov, saj bo davek na dobiček iz kapitala plačal le enkrat, in sicer ob

izplačilu sredstev na osebni račun. Vlagatelj, ki bi na primer posamezne naložbe zamenjal vsaki dve leti (in bi to v dvanajstih letih varčevanja storil šestkrat), bi bil vsakič, tj. šestkrat obdavčen po 20-odstotni davčni stopnji. Na drugi strani bi bil vlagatelj, ki bi naložbe z enako frekvenco menjal v okviru krovnega sklada, po dvanajstih letih obdavčen samo enkrat, in sicer po 10-odstotni davčni stopnji, in to na koncu 12-letnega obdobja.

Krovni skladi prinašajo vlagateljem bistveno večjo fleksibilnost pri upravljanju portfelja vzajernih skladov in optimiziranje naložbene strategije prav zaradi neobdavčenega prehajanja med podskladi krovnega sklada. Fleksibilnost neobdavčenega upravljanja portfelja ima še večjo vlogo v obdobjih visoke nestanovitnosti na trgih kot v lanskem letu in tudi v letu 2009.

Na drugi strani pa bo možno v obdobjih rasti portfelj prilagoditi začasni agresivnejši naložbeni strategiji, npr. povečanju % v delniške sklade, "vroče" sektorje itd. Posledično bodo krovni skladi "nagrajevali" dobro obveščenost o gibanjih trgov, saj bodo dobro informirani vlagatelji aktivneje spreminjali naložbeno strukturo svojega portfelja vzajernih skladov.

Krovni skladi bodo izzvali dosedanjo paradigmo "kupi in drži", ki je do sedaj po rezultatih empiričnih raziskav prinašala višje donose enakega naložbenega portfelja v primerjavi s pogostejšim spreminjanjem naložb (predvsem zaradi obdavčitve prehodov med skladi) (Krovni skladi, 2009).

SKLEP

Krovni sklad je vzajemni sklad, sestavljen iz enega ali več podskladov, ki so oblikovani kot ločeno premoženje. Krovni sklad ni pravna oseba in predstavlja premoženje, ki ga upravlja družba za upravljanje v skladu z načeli razpršitve tveganj v izključnem interesu imetnikov investicijskih kuponov podskladov. Krovni sklad sam po sebi ne pomeni neke nove naložbene usmeritve, nove vrste tveganja ali možnosti dobička, temveč gre predvsem za drugačno pravno obliko organiziranosti. Bistvo krovnih skladov je, da lahko družba za upravljanje izdaja investicijske kupone različnih razredov istega vzajemnega sklada. Tako lahko ponudi isti vzajemni sklad z enotno investicijsko politiko kupone različnih razredov, pravice imetnikov investicijskih kuponov različnih razredov pa se razlikujejo od drugih glede na vstopne in izstopne stroške, izplačevanje ali zadržanje dobička. Na ta način je isti vzajemni sklad lahko namenjen različnim ciljnim skupinam vlagateljev.

Državni zbor RS je sprejel Spremembo zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1B). Zakon je pričel veljati 25. oktobra leta 2007. Najpomembnejša novost zakona je možnost, da družbe za upravljanje lahko preoblikujejo obstoječe sklade v krovni sklad. Pod okrilje krovnega sklada se lahko pridruži eden ali več podskladov. Vsak podsklad ima svojo investicijsko politiko in svoje, od drugih podskladov ločeno premoženje. Vlagatelj vlaga denar v podsklade, ki bodo ohranili naložbeno politiko sedanjih skladov, ohranili tveganje in potencialno donosnost. Vlagatelju pri potencialnem preoblikovanju ne bo treba urejati nobenih dodatnih administrativnih postopkov. Z obliko preoblikovanja vzajemnih skladov v krovne dobijo družbe za upravljanje dodaten manevrski prostor pri oblikovanju čim bolj stroškovno optimalne ponudbe. Ekonomija obsega bi omogočila večjim skladom relativno nižje stroške, prihranka pa bi bili deležni tudi vlagatelji v vzajemne sklade. Največja prednost za vlagatelje krovnih skladov je neobdavčen prehod med podskladi istega krovnega sklada. Za začetni čas obdavčitve se šteje vplačilo denarja v prvi podsklad, končni čas obdavčitve in z njo davčna obveznost pa nastopi z izplačilom denarja na osebni bančni račun varčevalca. S tem je varčevalcem omogočeno, da lahko lažje in predvsem ceneje prestopajo iz enega podsklada v drug podsklad znotraj istega krovnega sklada.

Na slovenskem trgu so se že pred novelo zakona ZISDU-1 tržili nekateri luksemburški krovni skladi, in sicer KD Delux SICAV Luxembourg pod okriljem KD d.d., Sanpaolo International Fund pod okriljem Banke Koper, d.d., Pioneer P.F. pod okriljem UniCredit Banke Slovenija in Sgam Fund pod okriljem SKB Banke d.d.

Slovenske družbe za upravljanje, ki so dobile dovoljenje od Agencije za trg vrednostnih papirjev za oblikovanje krovnih skladov iz obstoječih vzajemnih skladov, so 1.1.2009 oblikovale naslednje krovne sklade: Krovni sklad Probanka, KD Krovni sklad, Krekov krovni sklad, Krovni sklad PSP, Krovni sklad NFD, Krovni sklad NLB skladi, Krovni sklad Publikum, Krovni sklad Triglav vzajemni skladi, Ilirika Krovni sklad, Krovni sklad Infond in Krovni sklad Abančna DZU.

Vlagatelji med DZU/krovnimi skladi ne bodo želeli prehajati, saj se takšen prehod takoj obdavči. Zato je pričakovati v naslednjih dveh letih velik boj za pozicije med DZU, saj bodo prehodi postali prej izjeme kot pravilo. DZU z manj skladi, ki ne pokrivajo celotnega naložbenega spektra, bodo postali bistveno manj konkurenčni, boj DZU-jev za vlagatelje pa se bo zaostрил. Vsekakor bodo v izhodišču imeli prednosti tisti upravljavci, ki imajo sedaj največje tržne deleže, saj bo razmerja na trgu bistveno lažje ohranjati/braniti, kot povečevati. Pričakujemo lahko nekakšno konsolidacijo med DZU, možno je tudi, da se bodo povečale razlike med največjimi in manjšimi upravljavskimi družbami (Krovni skladi, 2009).

LITERATURA IN VIRI

1. Baumol W. J. et al. (1993). *The Economics of Mutual Fund Markets: Competition Versus Regulation*. New York: Kluwer Academic Publishers.
2. Delbecque B. (2002): *Europe's Fund Market Trends and Prospects*. London: Funds Europe Limited.
3. Directive of the European parliament and of the council. (2008, 16. julij). Brussels: European Commission. Najdeno 20. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://eur-lex.europa.eu/en/index.htm>
4. Gornik R. (2005): *Investicijski skladi v Luksemburgu* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
5. Gotzemann W. N. (1990, 25. maj). *Zgodovina vzajemnih skladov*. Najdeno 11. decembra 2008 na spletnem naslovu <ftp://viking.som.yale.edu/will/research.papers/fundhist.pdf>
6. International Statistical Release 2008 Q4. (2008, december). Efama. Najdeno 28. maja 2009 na spletnem naslovu http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=73&Itemid=-99
7. *Investicijski sklad*. Nepremičnine Slonep. Najdeno 24. februarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.slonep.net/subareas.html?lev0=1&lev1=4&lev2=145&lev3=2386>
8. Investment Company Fact Book 2008. (2008). ICI. Najdeno 11. marca 2009 na spletnem naslovu http://www.icifactbook.org/pdf/2008_factbook.pdf
9. *KD skladi pridobila dovoljenje ATVP za oblikovanje krovnega sklada iz obstoječih vzajemnih skladov*. (2008, 2. december). KD skladi. Najdeno 18. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.kd-skladi.si/?subpage=1276>
10. *KD skladi pridobila dovoljenje za oblikovanje krovnega sklada* (2008, 2. december). KD Finančna točka. Najdeno 18. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=11617>
11. *Krovni skladi*. (2009, 3. marec). Vzajemci.com. Najdeno 29. marca 2009 na spletnem naslovu http://vzajemci.com/vz_article.php?ArticleID=16406
12. Kukovič, U. (2008, 17. oktober). *Prvi slovenski krovni sklad naj bi zaživel do konca leta, večina pa v začetku naslednjega*. Finance.si. Najdeno 14. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/226819>
13. Lanchner D. (1991, 16. november). *Those Umbrella Funds Are Easy to Handle, but Very Dry*. International Herald Tribune. Najdeno 13. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.iht.com/articles/1991/11/16/m16b.php>
14. Lubej S. (2005). *Vzajemni skladi za vsakogar*. 2. razširjena izdaja Maribor: Kapital.
15. Luxembourg Investment Funds Sector 2005. (2005, 15. januar). Association of the Luxembourg Fund Industry. Najdeno 11. decembra 2008 na spletnem naslovu http://www.alfi.lu/en_index.hcsp
16. Lynch P. & Rothchild J. (2002). *Naučite se zaslužiti: začetnikov vodič po osnovah vlaganja in poslovanja*. Ljubljana: Lisac & Lisac.
17. Mernik, I. (2007, 26. november). *Krovni skladi: Brez davčnih obveznosti*. Revija Kapital. Najdeno 14. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.revijakapital.com/kapital/poslovnefinance.php?idclanka=5110>
18. Merriman P. A. (2005). *Lessons to Learn from Mutual Fund History*. Najdeno 4. januarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.fundadvice.com/Fehtml/InvestinBasic/9904.html>.
19. *Novo leto prinaša KD krovni sklad*. (2008, 2. december). Vzajemci.com. Najdeno 5. marca 2009 na spletnem naslovu http://vzajemci.com/vz_article.php?ArticleID=16392

20. Poročilo o finančni stabilnosti 2008. (2008, maj). Banka Slovenije. Najdeno 29. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=285>
21. Prospectus & Articles of Association (2006, september) krovnega sklada Delta Lloyd L. Luxembourg umbrella SICAV. Najdeno 10. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.deltalloydassetmanagement.nl/>
22. Quarterly statistical release Q3 2008. (2008, september). Efama. Najdeno 29. aprila na spletnem naslovu http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=267&Itemid=-99
23. Rouwenhorst K. G. (2004) *The Origins of Mutual Funds*. Yale ICF Working Paper No. 01-48.
24. The State of the European Investment Fund Industry. (2004, september). Efama. Najdeno 29. aprila 2009 na spletnem naslovu http://www.efama.org/index2.php?option=com_docman&task=doc_view&gid=881&Itemid=35
25. Ugovšek, J. (2008, 26. avgust). *Priložnosti prihajajočih neobdavčenih prehodov med posameznimi vzajemci*. Finance.si. Najdeno 14. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/221331>
26. Vister, P. (2006). *Regulacija in obdavčenje vzajemnih skladov*. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
27. Wikipedia. The free Encyclopedia. SICAV. Najdeno 8. maja 2009 na spletnem naslovu <http://en.wikipedia.org/wiki/SICAV>
28. Worldwide Investment Fund Assets and Flows. Trends in the Second Quarter 2003. (2004). FEFSI International Statistical Release. Najdeno 5. maja 2009 na spletnem naslovu http://www.ifsa.com.au/documents/2003_1009_FEFSI%20International%20Stats.pdf
29. Zakon o davčnem postopku. (2008). *Uradni list RS*. (Št. 117/06, 24/08-ZDDKIS, 22. julij 2008).
30. Zakon o dohodnini. (2008). *Uradni list RS*. (Št. 117/06, 10/08, 19. december 2008).
31. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. (2008). *Uradni list RS*. (Št. 65/2008, 15. marec 2005).
32. *Zgodovina skladov*. Nepremičnine Slonep. Najdeno 24. februarja 2009 na spletnem naslovu <http://www.slonep.net/subareas.html?lev0=1&lev1=4&lang=&lev2=145&lev3=2385>

OPOMBE IN PRILOGE

OPOMBE

Back to back loan – angleški izraz za zamenjavo posojil med podjetji iz različnih valutnih področij.

CDS – angleška kratica za *Credit Default Swap*, kar pomeni zamenjava kreditnega tveganja.

CSSF – francoska kratica za *Commission de Surveillance du Secteur Financier*, kar pomeni Luksemburški regulator trga vrednostnih papirjev.

Delnica – vsaka delnica v kateremkoli razredu podsklada.

Direktiva UCITS – direktiva Sveta 85/611/EGS z dne 20. decembra 1985 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje.

ETF – angleška kratica za *Exchange-Traded Funds*, to so kotirajoči zaprti skladi.

FEFSI – francoska kratica za *Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement*. To je evropska zveza investicijskih skladov in podjetij. Ustanovljena je bila leta 1974 kot evropska organizacija za investicijske sklade 15 držav, vključno s Češko, Madžarsko, Norveško, Poljsko in Švico.

Investment Company Act – zakon o investicijskih družbah, ki je bil sprejet leta 1940, in je postavil temelje za delovanje današnjih investicijskih skladov.

KNPVP – kolektivni naložbeni podjetji za vlaganje v prenosljive vrednostne papirje.

Mémorial – Mémorial C, Recueil des Sociétés et Associations je luksemburški uradni list.

Non-UCITS skladi – neharmonizirani investicijski skladi, med katere prištevamo zaprte sklade, posebne sklade za institucionalne investitorje in nepremičninske sklade. Te oblike investicijskih skladov pa se ne smejo tržiti v drugih državah.

Podsklad – posebni portfelj sredstev in obveznosti družbe, ki ima svojo lastno neto vrednost premoženja in predstavlja poseben razred ali razrede delnic.

Prenosljivi vrednostni papirji – delnice družb in drugi vrednostni papirji, enakovredni delnicam družb; obveznice in druge oblike vrednostne papirje zamenjanega dolga; vsi drugi tržni vrednostni papirji, ki vsebujejo pravico do pridobitve kateregakoli takega prenosljivega vrednostnega papirja z vpisom ali izmenjavo.

The Revenue Act – zakon o dohodnini, ki je bil sprejet leta 1936 in je urejal davčno obravnavo vzajemnih skladov in lastnikov investicijskih kuponov.

SEC – angleška kratica za *Securities and Exchange Commission*. To je ameriška agencija za trg vrednostnih papirjev.

The Securities Act – zakon o vrednostnih papirjih, ki je bil sprejet leta 1933 in je urejal registracijo in prodajo novih vrednostnih papirjev vključno z vzajemnimi skladi.

The Securities Exchange Act – zakon o trgovanju z vrednostnimi papirji, ki je bil sprejet leta 1934 in je bil pravna podlaga za ustanovitev SEC.

SICAV – francoska kratica za *Société d'Investissement à Capital Variable*, kar pomeni investicijska družba s spremenljivim delniškim kapitalom.

UCITS – angleška kratica za *Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities*, kar slovensko pomeni KNPVP (kolektivni naložbeni podjetji za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje).

UCITS sklad – splošno poimenovanje odprtega investicijskega sklada, ki je ponujen javnosti in spoštuje zakone, ki jih predpisuje direktiva UCITS.

Unit Investment Trust – sklad s fiksnim premoženjem.

PRILOGE

Priloga 1: Sredstva v upravljanju investicijskih skladov po Evropskih državah konec decembra leta 2008

	<i>Celotni sektor</i>		<i>UCITS</i>		<i>Non-UCITS</i>	
	<i>Število skladov</i>	<i>Sredstva (v mio €)</i>	<i>Število skladov</i>	<i>Sredstva (v mio €)</i>	<i>Število skladov</i>	<i>Sredstva (v mio €)</i>
Avstrija	2.307	127.729	1.559	79.701	748	48.028
Belgija	1.924	92.822	1.888	86.957	36	5.865
Bolgarija	82	164	81	162	1	2
Češka	107	4.495	106	4.433	1	62
Danska	789	97.788	489	46.836	300	50.952
Finska	522	41.338	389	35.029	133	6.309
Francija	12.232	1.293.265	8.301	1.143.265	3.931	150.000
Nemčija	6.052	911.330	1.995	184.921	4.057	726.410
Grčija	279	10.324	270	9.259	9	1.065
Madžarska	412	9.473	335	7.165	77	2.308
Irska	5.025	647.054	3.097	517.702	1.928	129.352
Italija	1.132	246.981	742	189.400	390	57.580
Liechtenstein	508	15.246	394	13.308	114	1.939
Luksemburg	12.325	1.559.653	9.351	1.337.043	2.974	22.610
Nizozemska	522	67.504	458	55.573	64	11.931
Norveška	530	29.573	530	29.573	0	0
Polska	436	17.446	222	12.794	214	4.652
Portugalska	523	25.054	211	10.892	312	14.162
Romunija	68	1.701	52	234	16	1.467
Slovaška	124	3.278	78	3.107	46	170
Slovenija	132	1.872	128	1.505	4	367
Španija	3.014	203.498	2.944	194.714	70	8.784
Švedska	565	86.624	548	84.662	17	1.962
Švica	777	157.040	572	119.069	205	37.971
Turčija	357	13.293	307	11.073	50	2.220
Velika Britanija	3.062	458.116	2.596	396.422	466	61.694
EVROPA	53.806	5.122.663	37.643	4.574.799	16.163	1.547.864
SKUPAJ						

Vir: Efama, International statistical release Q4 2008, 2008, str. 9