

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

ZAKLJUČNA STROKOVNA NALOGA VISOKE POSLOVNE ŠOLE

**POSTOPEK IZVAJANJA SKRBNIŠKIH STORITEV IN NOVI ZISDU-2**

PRIMOŽ KLANČIČ

## **IZJAVA**

Študent Primož Klančič izjavljam, da sem avtor te zaključne strokovne naloge, ki sem jo napisal pod mentorstvom doc. dr. Mitje Kovača, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njeno objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 31.1.2012

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

## KAZALO

UVOD .....	1
1 Namen in zgodovina investicijskih skladov .....	2
1.1 Namen investicijskih skladov .....	2
1.2 Zgodovinski razvoj investicijskih skladov .....	3
2 Vrste investicijskih skladov v Sloveniji .....	3
2.1 Skladi glede na način zbiranja denarnih sredstev vlagateljev .....	3
2.2 Skladi glede na vrsto finančnih instrumentov .....	4
2.3 Skladi glede na naložbeno strategijo .....	5
3 Institucije, ki so povezane z delovanjem investicijskih skladov .....	6
3.1 Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP) .....	6
3.2 Družba za upravljanje .....	8
3.2.1 Pravnoorganizacijska oblika družb za upravljanje .....	8
3.2.2 Osnovni kapital ter delnice družb za upravljanje .....	8
3.2.3 Organi vodenja in nadzora družb za upravljanje .....	9
3.3 Skrbniška banka .....	10
3.3.1 Pravna narava skrbništva .....	10
3.3.2 Uporabniki skrbništva .....	11
3.3.3 Zgodovinski razvoj skrbniških storitev .....	12
3.3.4 Postopek izvajanja storitev skrbniških bank pri izračunu VEP .....	14
4 Novi zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-2) .....	16
4.1 Razlogi za sprejetje novega zakona .....	17
4.2 Cilji, načela in poglobitve rešitve zakona .....	18
4.3 Novosti, ki jih prinaša novi ZISDU-2 .....	19
4.4 Prikaz ureditve investicijskih skladov v pravnih sistemih držav članic EU .....	19
SKLEP .....	22
LITERATURA IN VIRI .....	24



# UVOD

Investicijski skladi so na sodobnih finančnih trgih zelo pomembni udeleženci. Ponujajo številne prednosti, kot so diverzifikacija premoženja, likvidnost sredstev, nižje stroške ter široko paleto storitev. Premoženje vzajemnega sklada upravljajo družbe za upravljanje in dobro usposobljeni upravitelji z zaledjem v delu borznih analitikov; slednjim je cilj dosegati nadpovprečno uspešnost vzajemnega sklada, zato nenehno raziskujejo dogajanja tako na borzah in finančnih trgih nasploh kot tudi v gospodarstvih, gospodarskih panogah in gospodarskih družbah. Nad poslovanjem investicijskih skladov bdiijo zakoni in vsakodnevni nadzor Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP). Poleg tega pa so tu prisotne tudi skrbniške banke, ki skrbijo za ustrezno obveščenost investorjev, izvajajo vse transakcije v zvezi z vrednostnimi papirji in dnevno vrednotijo premoženje investicijskih skladov. Prav zaradi teh razlogov se je vedno več ljudi odločalo za investiranje v investicijske sklade kot njihovo glavno obliko naložbe.

Namen zaključne strokovne naloge je predstaviti vrste investicijskih skladov v Sloveniji, njihov namen ter predstavitev vseh vrst institucij, ki so na kakršen koli način povezane z investicijskimi skladi. Tako je v nalogi predstavljena dejavnost skrbniške banke, dejavnost družb za upravljanje, predstavljene pa so tudi naloge in pristojnosti ATVP-ja.

Cilj zaključne strokovne naloge je predstaviti postopek izvajanja storitev skrbniških bank pri izračunu vrednosti enote premoženja (v nadaljevanju VEP) ter predstavitev novega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Ur.l. RS, št. 77/2011, v nadaljevanju ZISDU-2), ki je pričel veljati 2. novembra 2011.

Po uvodnem prvem poglavju sledi predstavitev zgodovine investicijskih skladov ter njihov namen. Drugo poglavje je namenjeno predstavitvi vseh vrst investicijskih skladov v Sloveniji. Tako ločimo sklade glede na način zbiranja denarnih sredstev vlagateljev, glede na vrsto finančnih instrumentov ter glede na naložbeno strategijo. V tretjem poglavju so predstavljene tri bistvene institucije, ki so na kateri koli način povezane z investicijskimi skladi. Tako so v tem poglavju predstavljene naloge in pristojnosti ATVP-ja. Sledi del, v katerem je predstavljena pravnoorganizacijska oblika družb za upravljanje, osnovni kapital družb za upravljanje ter organi vodenja in nadzora družb za upravljanje. V zadnji točki tega poglavja je predstavljena skrbniška banka, pojem skrbništva ter odgovor na vprašanje, kdo so uporabniki skrbništva. V nadaljevanju tega dela poglavja je predstavljen tudi zgodovinski razvoj skrbniških storitev v svetu in tudi v Sloveniji. Bistveni del pri predstavitvi skrbniških bank je predstavitev postopka izvajanja skrbniških storitev pri izračunu VEP investicijskih skladov. Zadnje, četrto poglavje je poleg tretjega tudi pomembno, saj je v njem predstavljen novi ZISDU-2, ki v slovenski pravni red prenaša Direktivo Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (Ur.l. EU, št. 301/2009, 331/2010, 174/2011 v nadaljevanju Direktiva 2009/65/ES). Na koncu zadnjega poglavja je prikazana še

predstavitev investicijskih skladov v pravnih sistemih držav članic Evropske unije. V sklepu so podane glavne ugotovitve zaključne strokovne naloge.

## **1 NAMEN IN ZGODOVINA INVESTICIJSKIH SKLADOV**

S pojavom vrednostnih papirjev, predvsem delnic, ter z ugotovitvijo, da so tovrstne naložbe prihrankov na eni strani lahko bolj donosne kot vezava gotovine v banki po drugi pa povezane z večjim ali manjšim tveganjem, predvsem v odvisnosti od vrste vrednostnega papirja, ki je predmet nakupa, so se v razvitih ekonomijah pojavili investicijski skladi. To so posebne finančne institucije, ki so se razvile s ciljem doseganja učinkovitega in uspešnega upravljanja, ki omogoča plemenitenje vloženih denarnih sredstev. Preko investicijskega sklada se malemu investitorju ponuja možnost, da v zamenjavo za svoj denar – gotovino, dobi delnico oz. certifikat (kupon) investicijskega sklada in s tem z nakupom enega samega vrednostnega papirja doseže večjo diverzifikacijo naložb, razpršitev in s tem zmanjšanje tveganja in raznovrstnost naložbe (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 17).

### **1.1 Namen investicijskih skladov**

Namen ustanovitve investicijskih skladov je zadovoljiti različne investicijske potrebe oz. želje, ki jih navadno ni mogoče zadovoljiti z neposrednim investiranjem v posamezne vrednostne papirje. Investicijske potrebe posameznikov so lahko različne. Tako lahko na primer upokojenec daje prednost naložbam, ki mu zagotavljajo tekoče dohodke, študent stremi k zagotavljanju dolgoročne rasti kapitala, cilj tretjega je lahko zmanjšanje oz. razpršitev rizika investiranja, varnost oz. zavarovanje. V skladu s tem, kakšne investicijske potrebe želijo posebej zadovoljevati in v povezavi s tem kakšni bodo investitorji, ki bodo pretežno kupovali njihove vrednostne papirje, razlikujemo več oblik investicijskih skladov (Dolceta.eu, 2008).

Investicijski skladi se podobno kot finančni posredniki vrivajo med organizacije, ki izdajajo posamezne vrednostne papirje, in posameznike, ki investirajo svoje prihranke v papirje. Investicijski skladi nudijo posamezniku oz. posameznemu investitorju z majhnimi prihranki možnost, da posredno postane solastnik določenega podjetja, ne da bi se pri tem kot investitor izpostavil tveganju, ki je sicer za to potrebno. Kljub temu da je znesek prihrankov lahko sorazmerno majhen, postaja tak mali investitor preko investicijskega sklada solastnik večjega števila podjetij. To mu investicijski sklad omogoči tako, da zbere prihranke večjega števila posameznikov ali družb in z njimi ob znanju, ki ga imajo njeni upravljavci, kupi vrednostne papirje različnih izdajateljev. Zato posamezniku ob takšni naložbi njegovih prihrankov ni potrebno nobeno znanje o investiranju v vrednostne papirje in njihovem upravljanju, saj sklad zagotavlja upravljanje portfelja vrednostnih papirjev (Bohorč, 2001 str. 7).

## 1.2 Zgodovinski razvoj investicijskih skladov

Prvi investicijski skladi so se pojavili leta 1822 kot zaprti skladi. Tega leta je nizozemski kralj William I. ustanovil prvo investicijsko družbo (*fr. Societe generale des pays – bas pour favoriser l'industrie nationale*). Podan koncept so v veliko večjem obsegu nadalje razvijali Angleži, ki so leta 1868 ustanovili investicijski sklad (*angl. Foreign and Colonial Government Trust*), ki je tako tudi malim investitorjem prvič zagotovil manjše tveganje pri investicijah v tuje in kolonialne vrednostne papirje, kar je bilo do tistega časa rezervirano samo za velike delničarje (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 19).

Konec osemdesetih let prejšnjega stoletja so prvi investicijski skladi zaprtega tipa nastali tudi v ZDA, in sicer v času po državljanski vojni. Tedaj so namreč investicijske družbe iz Britanije in Škotske investirale velike zneske v financiranje ameriškega gospodarstva. Leta 1920 so se prvič pojavili tudi odprti investicijski skladi. To je bilo obdobje finančne rasti, spremljano z več novimi tipi investicijskih storitev. Bančniki, brokerji in investicijski svetovalci so investicijske sklade ustanavljali v Bostonu (kjer je bil tudi ustanovljen prvi ameriški investicijski sklad leta 1924), New Yorku in Philadelphiji. Zaprti skladi so ostali prevladujoč tip investicijskih skladov vse do borznega zloma, ki se je zgodil na črni četrtek, 24. oktobra 1929. Po borznem zlomu se je večina investitorjev obrnila k odprtim investicijskim skladom, ki so kljub borznemu zlomu zagotavljali rast in visok nivo storitev investitorjem, kar jih je povzdignilo na prevladujoč tip investicijskih skladov (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 19).

Obrat iz zaprtih v odprte sklade ni bila edina posledica depresije. Borzni zlom je povzročil tudi izdelavo nove ter revizijo stare zakonodaje, da bi se tako odpravile porodne bolečine trgov vrednostnih papirjev. Tako je bila v ZDA sprejeta vrsta novih zveznih zakonov, ki naj bi preprečevali goljufije in manipulacije s tečaji vrednostnih papirjev in uzakonili javno razkritje vseh pomembnih informacij o vrednostnih papirjih in njihovih izdajateljih (Žnidaršič Kranjc, 1999, str. 19).

## 2 VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV V SLOVENIJI

V Sloveniji poznamo veliko vrst investicijskih skladov. Delimo jih glede na način zbiranja denarnih sredstev, glede na vrsto finančnih instrumentov ter glede na naložbeno strategijo.

### 2.1 Skladi glede na način zbiranja denarnih sredstev vlagateljev

#### Vzajemni sklad

Smrtnik (2006, str. 2) meni, da je vzajemni sklad finančna oblika, ki omogoča združevanje manjšega kapitala v večjo celoto, ki jo v korist lastnikov profesionalno upravlja družba za upravljanje. Vzajemni sklad je skup premoženja vseh vlagateljev. V naprej je predpisana minimalna velikost sklada. Vlagatelji v vzajemne sklade prejmejo investicijske kupone za

vložena sredstva, ki kažejo sorazmeren del premoženja vsakega vlagatelja. Stanje je evidentirano v premoženjskih enotah vrednosti vzajemnega sklada. Pomembno je tudi, da lahko vlagatelji v sklad kadarkoli vstopijo ali iz njega izstopijo. Imetniki investicijskih kuponov so lastniki vzajemnega sklada (O vlaganju v vzajemne investicijske sklade, 2008).

Vzajemni skladi kot finančne ustanove zbirajo sredstva manjših vlagateljev. Vlagatelji vlagajo sredstva praviloma srednjeročno in dolgoročno in tako usmerjajo svoje manjše prihranke v vrednostne papirje, ki jih kot mali investitorji sicer ne bi mogli kupiti na trgu kapitala. Taka oblika varčevanja, predvsem kratkoročno, ni nadomestilo za hranilno knjižico oziroma hranilno vlogo v banki. Varčevanje v vzajemnih skladih namreč ne prinaša fiksnih donosov, kakor je to običajno pri hranilnih vlogah na bankah (Balkovec, 2000, str. 173).

Balkovec (2000, str. 173) meni, da donosi pri naložbah v vzajemne sklade niso natančno v naprej določeni, saj so odvisni od:

- dobičkov, ki so posledica tečajnih razlik, ki nastanejo pri trgovanju z vrednostnimi papirji,
- višine dividend od različnih delnic, ki so v portfelju sklada,
- višine obresti na različne obveznice oz. vrednostne papirje, ki zagotavljajo fiksno obrestno mero.

### **Investicijska družba**

V slovenski zakonodaji so zaprti investicijski skladi poimenovani s pojmom investicijska družba. Ta je opredeljena kot delniška družba, ki se ustanovi izključno za javno zbiranje denarnih sredstev in za investiranje tako zbranih sredstev v prenosljive vrednostne papirje po načelih omejevanja in razpršitve tveganja (Cumes, 1999, str. 184). Investicijska družba zbira denarna sredstva s prodajo svojih delnic in svojim investitorjem zagotavlja pravico do udeležbe pri dobičku.

Pooblaščene investicijske družbe so ustanovljene z namenom zbiranja lastniških certifikatov. Investicijske družbe ne smejo opravljati nobene druge dejavnosti, razen javnega zbiranja certifikatov ter denarnih sredstev in investiranja tako zbranih sredstev v delnice, ki jih prodaja Sklad Republike Slovenije za razvoj, v druge prenosljive vrednostne papirje in v nepremičnine (Dimovski, 1999, str. 63).

## **2.2 Skladi glede na vrsto finančnih instrumentov**

### **Delniški skladi**

Naložbena politika delniških vzajemnih skladov je seveda investiranje predvsem v delnice. A to ne pomeni, da bomo v portfelju delniškega vzajemnega sklada našli samo delnice. V



portfelju bo tudi približno 10 odstotkov denarja ali drugih visoko likvidnih naložb, s katerimi upravljaivec kupuje nove naložbe sklada in ima razpoložljiva sredstva za morebitne zahteve in izplačilo enot premoženja. Čeprav je opredeljena naložbena strategija vzajemnega sklada predvsem delniška, lahko v njegovem portfelju vsaj občasno najdemo tudi določen odstotek obveznic tudi drugih naložb, še posebej kadar se delniškimi trgom obetajo težki časi (Lubej, 2005, str. 68).

### **Mešani skladi**

Zbrana sredstva vlagateljev se razporejajo predvsem v delniške in obvezniške naložbe, ob tem pa tudi v denarne rezerve – iz podobnih razlogov kot delniški skladi. Naložbe se lahko nagibajo bolj na delniško ali obvezniško stran, kar je seveda v naprej opredeljeno v prospektu takšnega vzajemnega sklada. Podskupina mešanih vzajemnih skladov so uravnoteženi vzajemni skladi, ki enakomerno investirajo v delnice in obveznice.

Tovrstni skladi so posebej primerni za tiste, ki se z investiranjem na kapitalske trge in v vzajemne sklade šele seznanjajo. Nudijo dobro razmerje med naložbeno varnostjo in pričakovanim donosom. Zato prav nič ne preseneča dejstvo, da je večina naložb v slovenske vzajemne sklade prav v mešanih vzajemnih skladih (Lubej, 2005, str. 69).

### **Denarni skladi**

Namenjeni so kratkoročnim naložbam denarja, še krajšim kot so obvezniški vzajemni skladi. Predstavljajo predvsem začasno zatočišče kapitala, ko so razmere na delniških ali obvezniških trgih negotove. Denarni vzajemni skladi investirajo predvsem v visoko kakovostne kratkoročne vrednostne papirje, ki jih izdajajo države ali najbolj trdna podjetja, in tudi v ostale nizko tvegane in visoko likvidne naložbe. To so predvsem državne zakladne menice, blagajniški zapisi in podobno (Oblak, 2008, str. 12).

## **2.3 Skladi glede na naložbeno strategijo**

### **Indeksni skladi**

S sestavo svojega portfelja skušajo posnemati sestavo indeksa, ki ga posnemajo. Take vrste vzajemni sklad se mora nenehno odzivati na spremembo obsega kapitala, ki ga ima v upravljanju. Prav tako mora imeti vzajemni sklad nenehno likvidnostno rezervo. Posledično je donosnost indeksnega vzajemnega sklada le malenkost nižja od donosa indeksa, ki ga posnema. Poglavitna prednost indeksnega sklada so nizke upravljavske provizije in majhni stroški, saj razne analize vrednostnih papirjev niso potrebne (Lubej, 2005, str. 72).

## **Garantirani skladi**

Znano je, da pri običajnih vzajemnih skladih ni nobene garancije za donos vzajemnega sklada. Tradicionalni vlagatelji so predvsem preko varčevanja v bankah navajeni jamstva vsaj za glavnico, če že ne tudi za minimalne obresti. Marketinške statistike so pokazale, da je prav dejstvo, da vzajemni skladi ne morejo ponuditi nikakršnega jamstva za donos, eden glavnih zadržkov, zakaj se konzervativnejši vlagatelji ne odločijo zanje. Produkt vzajemnega sklada z garantirano glavnico ali donosom je tako nastal na osnovi bančnega razmišljanja vlagateljev, ki so navajeni garantiranih donosov v bankah (Lubej, 2005, str. 72).

Čeprav na prvi pogled zglada drzno ponuditi garancijo za glavnico ali donosnost vzajemnega sklada, gre dejansko za preprosto finančno tehniko in odlično marketinško orodje. Tovrstni vzajemni skladi vlagatelja vežejo na določeno minimalno obdobje vlaganja, recimo 7, 10 ali celo več let, in mu ponudijo, da bo po dogovorjenem času dobil nazaj vsaj glavnico; nekateri, posebej tisti, ki jim prihranke zaupate za daljši rok, pa ponudijo tudi vsaj minimalni donos na glavnico (Lubej, 2005, str. 72).

## **Hedge skladi**

Lubej (2005, str. 74) meni, da so hedge skladi večinoma organizirani kot podjetja ali komanditne družbe ali imajo celo kakšne druge organizacijske oblike. S tem so zaobšli večino svetovnih zakonodaj, ki urejajo področje investicijskih skladov, saj se razvija že dolga desetletja z namenom zgraditi poštene pogoje med ponudniki in tudi med investitorji. Hedge skladi imajo na osnovi lastnih pravil upravljanja možnost, da si upravljavci obračunavajo precej višjo upravljavsko provizijo kot običajni vzajemni skladi, da izvajajo naložbe, ki jih vzajemni skladi in investicijski skladi ne smejo (Lubej, 2005, str. 74).

Premoženje v Sloveniji registriranih vzajemnih skladov je v lasti vlagateljev in je vedno ločeno od premoženja upravljavcev; vzajemni sklad ne more iti v stečaj. Medtem pa se pri hedge skladih, ki so praviloma organizirani kot podjetja, to lahko zgodi in vlagatelji lahko ostanejo brez vloženega premoženja. Pri hedge skladih statistike dokazujejo največjo smrtnost med vsemi oblikami skladov (Lubej, 2005, str. 74).

# **3 INSTITUCIJE, KI SO POVEZANE Z DELOVANJEM INVESTICIJSKIH SKLADOV**

## **3.1 Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP)**

ATVP je neodvisna in samostojna pravna oseba javnega prava. Temeljno poslanstvo ATVP je zagotavljanje varnega, preglednega ter predvsem učinkovitega trga finančnih instrumentov. ATVP izvaja nadzor nad borzno-posredniškimi družbami, javnimi družbami, družbami za upravljanje investicijskih skladov, bankami, ki opravljajo investicijske posle in storitve,

investicijskimi skladi, delniškimi družbami, za katere se uporablja Zakon o prevzemih (Ur. l. RS, št. 79/2006, 67/2007-ZTFI 100/2007, 1/2008, 68/2008, 35/2011, 55/2011 Skl. US: U-I-103/11-9, 105/2011 Odl. US: U-I-103/11-16, v nadaljevanju ZPre-1), ter z opravljanjem drugih regulatornih nalog ustvarja pogoje za učinkovito delovanje trga finančnih instrumentov. ATVP ima nalogo poročati Državnemu zboru Republike Slovenije o stanju na trgu finančnih instrumentov in o svojem delu (Predstavitev ATVP, 2009).

## **Naloge in pristojnosti ATVP**

Glavna naloga ATVP je, da izdaja dovoljenja in opravlja nadzor ter izvršuje druge naloge in pristojnosti, ki so določene z ZISDU-2, z Zakonom o trgu finančnih instrumentov (Ur. l. RS, št. 108/2010-UPB3, 78/2011, v nadaljevanju ZTFI) ter z ZPre-1. Poleg naštetih zakonov določajo naloge ATVP še Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (Ur. l. RS, št. 2/2007-UPB1, 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 58/2009, 78/2011, v nadaljevanju ZNVP), Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (Ur. l. RS, št. 109/2006-UPB4, 112/2006 Odl. US: U-I-358/04-13, 114/2006-ZUTPG, 91/2007 Skl. US: U-I-325/05-5, 10/2008-ZVarDod, 98/2009-ZIUZGK, 27/2010 Odl. US: U-I-40/09-15, 38/2010-ZUKN, 61/2010-ZSVarPre, 79/2010-ZPKDPIZ, 94/2010-ZIU, 84/2011 Odl. US: U-I-245/10-13, U-I-181/10-6, Up-1002/10-7, 94/2011 Odl. US: U-I-287/10-11, 105/2011 v nadaljevanju ZPIZ-1) in Zakon o Prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (Ur. l. RS, št. 26/2005-UPB1, 85/2009 v nadaljevanju ZPSPID) (Predstavitev ATVP, 2009).

ATVP podrobneje določi razdelitev in poimenovanje vrst investicijskih skladov glede na vrste naložb, v katere ima sklad naložena svoja sredstva oz. glede na tehnike upravljanja sredstev, ki jih sklad uporablja za učinkovito upravljanje naložb.

Na podlagi Zakona o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma (Ur. l. RS, št. 60/2007, 47/2009 Odl. US: U-I-54/06-32 48/2009 popr., 19/2010, 77/2011) ATVP v okviru svojih pristojnosti kot organ nadzora preverja tudi izvajanje določb zakona pri subjektih, ki jih nadzoruje. Na podlagi Zakona o finančnih konglomeratih (Ur. l. RS, št. 43/2006, 87/2011 v nadaljevanju ZFK), ki predstavlja dopolnitev obstoječega nadzora poslovanja finančnega sektorja, ATVP skupaj z Banko Slovenije in Agencijo za zavarovalni nadzor predpiše oziroma sodeluje pri pripravi njegovih podzakonskih predpisov (Žnidaršič, 2005, str. 13).

Konkretnejše naloge agencije so (Predstavitev ATVP, 2009):

1. Izdaja dovoljenja za poslovanje in statusna preoblikovanja:

- družb za upravljanje,
- investicijskih družb,
- vzajemnih skladov,

- borznoposredniških družb,
- vzajemnih pokojninskih skladov,
- borze.

2. Izdaja tudi dovoljenja za pridobitev kvalificiranega deleža (Predstavitev ATVP, 2009):

- v družbi za upravljanje,
- v borzno posredniški družbi,
- v klirinško-depotni družbi,
- na borzi.

ATVP poleg vsega tudi izdaja dovoljenja za prevzemno ponudbo, potrjuje prospekte za prodajo vrednostnih papirjev javnosti in za uvrstitev v trgovanje na organiziranem trgu. Izdaja soglasja k splošnim aktom ter tarifi borze (Žnidaršič, 2005, str. 13). Izvaja vodenje registrov odvisnih borzno posredniških zastopnikov in dobro poučenih vlagateljev. Vodi postopke o prekrških za kršitve zakonskih omejitev.

## **3.2 Družba za upravljanje**

Družba za upravljanje je ustanovljena zato, da upravlja z vzajemnimi skladi in trguje z njihovimi vrednostnimi papirji v svojem imenu in za račun ter v korist imetnikov investicijskih kuponov. ATVP izda družbi za upravljanje dovoljenje za upravljanje posameznega vzajemnega sklada. Cilj upravljanja je povečanje premoženja vzajemnega sklada in s tem rast VEP.

### **3.2.1 Pravnoorganizacijska oblika družb za upravljanje**

ZISDU-2 v 31. členu določa, da je družba za upravljanje lahko organizirana kot delniška družba, evropska delniška družba ali kot družba z omejeno odgovornostjo. V 33. členu ZISDU-2 določa tudi, da se v sodni register ne sme vpisati firma, ki vsebuje besede družba za upravljanje ali izpeljanke teh besed, če pravna oseba ne izpolnjuje pogojev za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov. V Sloveniji je bilo leta 2011 registriranih enajst družb za upravljanje investicijskih skladov. Od tega jih je devet takih, ki so organizirane kot družbe z omejeno odgovornostjo, ter dve, ki sta organizirani kot delniški družbi (Register dovoljenj za opravljanje storitev upravljanje investicijskih skladov, 2010).

### **3.2.2 Osnovni kapital ter delnice družb za upravljanje**

ZISDU-2 v 34. členu določa, da je najnižji znesek osnovnega kapitala družbe za upravljanje, ki opravlja izključno storitve upravljanja investicijskih skladov, 125.000 evrov. Če vrednost premoženja v upravljanju, ki ga družba za upravljanje upravlja za račun investicijskih skladov, presega 250 milijonov evrov, mora družba za upravljanje poleg osnovnega kapitala

zagotoviti še dodatni kapital v višini 0,02 odstotka vrednosti razlike med premoženjem v upravljanju, ki ga družba za upravljanje upravlja za račun investicijskih skladov, in zneskom 250 milijonov evrov.

V ZISDU-2 je v 35. členu določeno, da se delnice družbe za upravljanje lahko glasijo le na ime, vplačajo pa se lahko samo v denarju. Delnice morajo biti v celoti vplačane pred vpisom ustanovitve oz. povečanja osnovnega kapitala v sodni register. Delnice morajo biti izdane kot nematerializiran vrednostni papir, ki je vpisan v centralnem registru. Družba za upravljanje pa ne sme posredno ali neposredno kreditirati in dajati jamstev za nakup lastnih delnic ali delnic družb v kapitalu, pri katerih je udeležena z najmanj 20 odstotnim deležem.

### **3.2.3 Organi vodenja in nadzora družb za upravljanje**

ZISDU-2 v 53. členu določa, da lahko družba za upravljanje izbere dvotirni ali enotirni sistem upravljanja družbe. Za izvršne direktorje družbe za upravljanje z enotirnim sistemom upravljanja veljajo naslednja posebna pravila:

- Upravni odbor družbe za upravljanje mora imenovati najmanj dva izvršna direktorja.
- Za izvršnega direktorja je lahko imenovana največ polovica članov upravnega odbora družbe za upravljanje.
- Člani upravnega odbora, ki niso izvršni direktorji, ne smejo voditi poslov družbe za upravljanje.

V 54. členu ZISDU-2 določa, da mora uprava družbe za upravljanje imeti najmanj dva člana, ki družbo za upravljanje skupaj zastopata in predstavljata v pravnem prometu. Nihče od članov uprave družbe za upravljanje oziroma prokurist ne sme biti pooblaščen za samostojno zastopanje družbe za upravljanje oz. za celoten obseg poslov iz dejavnosti družbe za upravljanje. V 54. členu ZISDU-2 določa tudi, da mora najmanj en član uprave družbe za upravljanje imeti znanje slovenskega jezika, primerno za opravljanje dolžnosti člana uprave družbe za upravljanje. Posli družbe za upravljanje se morajo voditi v Republiki Sloveniji.

ZISDU-2 v 63. členu določa, da funkcijo člana nadzornega sveta družbe za upravljanje ne sme opravljati oseba, ki je v razmerju tesne povezanosti s pravno osebo, v kateri ima družba za upravljanje več kot 5-odstotni delež glasovalnih pravic. V 63. členu ZISDU-2 poleg tega tudi določa, da je za člana nadzornega sveta družbe za upravljanje lahko imenovana oseba, ki:

- je ustrezno strokovno usposobljena in ima lastnosti in izkušnje, ki so potrebne za nadzor nad vodenjem poslov družbe za upravljanje,
- ni bila pravnomočno obsojena za kaznivo dejanje.

### **3.3 Skrbniška banka**

Skrbništvo pomeni zaupan odnos, pri katerem ena ali več oseb nepristransko skrbi za določeno premoženje, medtem ko koristi pripadejo tretji osebi. Ustanovitelj je oseba oz. stranka, ki povzroči skrbništvo. Skrbnik je oseba, kateri je bilo premoženje tretje osebe dano v upravljanje oz. v skrbništvo. Za skrbnika je značilno, da opravlja posle v svojem imenu, toda za tuj račun premoženja koristnika. Koristnik je oseba, ki ima na podlagi tako ustanovljenega posla koristi (Gjud, 2007, str. 5).

Za koncept skrbništva je najbolj značilno to, da ima skrbnik dve ločeni premoženji: svoje lastno in premoženje iz naslova skrbništva oz. upravljanja. V večini primerov usoda enega ne vpliva na usodo drugega, razen ko je izguba skrbniškega premoženja posledica nevestnega ravnanja s strani skrbnika (Mazovec, 2000, str. 57).

Skrbnik tako v večini primerov deluje za imetnike kot komisionar in nima pravnega naslova do premoženja komitenta. Strogo pa se je dolžan držati komitentovih navodil. Takšen skrbnik v svojem imenu in za račun stranke opravlja tudi ostale storitve, povezane z izvrševanjem pravic iz vrednostnih papirjev v hrambi. Skrbnik nima pravice upravljati z vrednostnimi papirji strank.

#### **3.3.1 Pravna narava skrbništva**

Skrbništvo nad vrednostnimi papirji je v Sloveniji od leta 2003 natančneje umeščeno v kapitalski in denarni trg, ko je bil sprejet Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje 1 (Ur. l. RS, št. 26/2005-UPB1, 68/2005 Odl.US: U-I-127/03-44, 92/2007 (109/2007 popr.), 65/2008, 77/2011-ZISDU-2 v nadaljevanju ZISDU-1) (Kovač, 2011, str. 168). Novi ZISDU-2 določa, da skrbnik na podlagi pogodbe o upravljanju skrbniških storitev za račun investicijskega sklada opravlja storitve vodenja računov nematerializiranih vrednostnih papirjev, storitve hrambe vrednostnih papirjev, vodi poseben denarni račun ter zagotavlja, da se v breme tega računa opravljajo samo izplačila, ki jih je v pravilih upravljanja oz. statutu investicijskega sklada dovoljeno opraviti v breme premoženja investicijskega sklada. Skrbnik mora tudi zagotavljati, da se obveznosti iz poslov, ki jih je družba za upravljanje sklenila za račun investicijskega sklada, opravijo v običajnih poslovnih rokih. Obenem je dolžan zagotoviti, da se čista vrednost sredstev investicijskega sklada in vrednost sredstev na enoto premoženja investicijskega sklada izračunavata v skladu s tem zakonom, z na tej podlagi izdanimi predpisi in v skladu s pravili upravljanja oz. s statutom investicijskega sklada (Gjud, 2007, str. 6).

Novi ZISDU-2 v 175. členu določa, da skrbniške storitve investicijskih skladov lahko opravlja samo:

- banka s sedežem v Republiki Sloveniji, ki je pridobila dovoljenje Banke Slovenije in dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev za opravljanje skrbniških storitev,
- podružnica banke države članice, ustanovljena v Republiki Sloveniji, ki je prav tako pridobila dovoljenje Banke Slovenije in Agencije za trg vrednostnih papirjev za opravljanje skrbniških storitev,
- podružnica banke tretje države, ustanovljene v Republiki Sloveniji, ki je pridobila dovoljenje Banke Slovenije in Agencije za trg vrednostnih papirjev za opravljanje skrbniških storitev.

### **3.3.2 Uporabniki skrbništva**

Eni izmed glavnih uporabnikov storitev skrbništva so investitorji. Mednje uvrščamo institucionalne investitorje, neposredne udeležence trga in upravitelje premoženja. Če premoženje institucionalnih investitorjev upravljajo za to specializirane institucije, so komitenti globalnega skrbnika tudi upravitelji premoženja, ki delujejo v skladu z zahtevami investitorjev. Neposredni udeleženci trga kapitala, ki poslujejo za svoj račun, so na primer borzni posredniki, devizni trgovci in banke (Gjud, 2007, str. 6).

Funkcija centralnih depotnih družb je centralizacija vrednostnih papirjev zaradi možnosti poravnave vrednostnih papirjev s prektnjižbami v centralnih registrih. Nacionalne centralne depotne družbe so povezane med seboj in z mednarodno centralno depotno družbo, kar omogoča nemoten proces poravnave med državami in storitve skrbništva (Gjud, 2007, str. 7).

Investitorji imajo pri naložbah v tujih državah različne možnosti, kar zadeva storitev skrbništva. Lahko imajo mrežo lokalnih skrbnikov v državah, kjer imajo interes investirati. Lokalne skrbniške banke bodo poskrbele za poravnavo denarja in vrednostnih papirjev ter za ostale storitve skrbništva. Pri tem se pojavljajo problemi pri komunikaciji, saj se države nahajajo v različnih časovnih pasovih, jeziki so različni, zahteve glede posredovanja naročil se lahko razlikujejo in investitor težko obvlada vse te razlike. Prednosti so neposredni odnosi z lokalnimi skrbniki in možnost pogajanj glede določil pogodbe in cene storitev (Gjud, 2007, str. 7).

Lahko se posluje preko regionalne skrbniške mreže. To pomeni, da investitor izbere nekaj skrbniških bank, ki opravljajo posle poravnave in skrbništvo na nekem področju na različnih delih sveta. Te banke opravljajo storitve skrbništva preko svojih podskrbnikov v državah, kjer ima investitor svoje naložbe, in so posrednik med investitorjem in lokalnimi finančnimi trgi. Ta način poslovanja zmanjša težave različnih časovnih pasov in problem različnih jezikov. Skrbniku ni potrebno vzdrževati toliko različnih poslovnih odnosov, v pogajanjih glede cene

pa ima boljši položaj. Odgovornost za poslovanje podskrbnikov prevzame skrbnik in tako investitorju ni potrebno preverjati finančnega položaja in zanesljivosti lokalnih skrbnikov (Gjud, 2007, str. 7).

Tretja možnost je globalno skrbništvo. Globalna skrbniška banka opravlja storitve skrbništva v vseh državah in za vse vrednostne papirje, ki jih ima investitor v svojem portfelju. Investitor komunicira samo z enim skrbnikom, kar zagotavlja zanesljivo izmenjavo informacij (Martinuč, 1997, str. 6).

S ponudbo investitorja se začne izbira skrbnika. Investitor mora v ponudbi navesti splošne informacije, kot na primer skupno število in vrednost borznih transakcij ter vrednosti naložb v različnih državah in v različnih finančnih instrumentih. Ponudbe se razlikujejo glede na različne zahteve, ki jih imajo posamezna podjetja. Glavni kriteriji pri izbiri so ugled skrbnika, kakovost opravljanja storitev, prednosti pri opravljanju storitev, kakovostna podskrbniška mreža in cenovna politika. Ko investitor izbere skrbnika, prenese vrednostne papirje in denarna sredstva k novemu skrbniku (Gjud, 2007, str. 8).

### **3.3.3 Zgodovinski razvoj skrbniških storitev**

#### **V svetu**

Skrbništvo nad vrednostnimi papirji na razvitih trgih po svetu velja kot uveljavljena storitev. Razvijati se je začelo kot dejavnost v anglosaških deželah, kjer je bil osnovni namen skrbništva v hranjenju vrednostnih papirjev, in to predvsem zaradi fizične varnosti. Vendar je z razvojem računalniške in informacijske tehnologije fizična varnost hranjenja vrednostnih papirjev postajala vse manj pomembna. V ospredje so začele prihajati druge storitve, kot na primer obveščanje imetnika vrednostnih papirjev o njegovih pravicah (Bobek, 1989, str. 15).

Mednarodne investicije so imele poseben pomen pri razvoju skrbništva, saj so investitorji pri svojih naložbah v tujini naleteli na mnogo problemov, ki zadevajo poravnavo denarja in vrednostnih papirjev ter hrambo vrednostnih papirjev. Težava je predvsem v tem, da v posameznih državah veljajo na primer različni datumi poravnave poslov kot v Sloveniji; tako je prihajalo do zamud in drugih nepravilnosti pri izvajanju poslov. Velik problem je bila tudi komunikacija med državami, in to predvsem zaradi geografske oddaljenosti, različnih časovnih pasov in jezikov. Prav ti razlogi so narekovali razvoj skrbniških storitev in s tem ustanavljanje prvih skrbniških bank (Golovšek, 2008, str. 45).

#### **V Sloveniji**

V Sloveniji se je skrbniška dejavnost začela leta 1997. Tega leta je Banka Slovenije zakonsko uredila področje tujih portfeljskih in direktnih naložb na slovenskem kapitalskem trgu. To leto predstavlja mejnik razvoja skrbništva v Sloveniji, kljub temu da je imela takrat centralna banka zelo restriktivno politiko glede investiranja v našo državo. Razvoj te dejavnosti ni bil



pogojen s sočasnim razvojem finančnega in kapitalskega trga, temveč z restriktivno politiko Banke Slovenije do tujih naložb, ki je precej osiromašila slovenski trg kapitala (Dimovski in Gregorič, 2000, str. 42).

Leta 1997 je bil s strani Banke Slovenije sprejet Sklep o načinu opravljanja plačilnega prometa (v nadaljevanju sklep), ki predstavlja pravni temelj za opravljanje skrbniških storitev pri nas. Sklep je nalagal tujcem, ki so želeli investirati v slovenske lastniške vrednostne papirje, da so morali obvezno odpreti skrbniški denarni račun pri pooblaščenim skrbniški banki. Vsi nakupi in prodaje vrednostnih papirjev so morali biti knjiženi preko skrbniškega računa (Barbutovski, 1997, str. 20).

Sklep je pooblaščenim skrbniškim bankam narekoval, da usklajujejo neto terjatve bank do tujine z obveznostmi do tujine. Banke so imele s strani centralne banke omejene možnosti zadolževanja v tujini, saj je morala v primeru kreditnega posla s tujino banka položiti pri Banki Slovenije neobrestovan depozit v višini 40 odstotkov vrednosti posla, kar je posledično pomenilo višje stroške na strani skrbniške banke in s tem podražitev skrbniških storitev. Te stroške so čutili tudi tuji vlagatelji, ki zaradi tega niso bili več zainteresirani za nakupe slovenskih vrednostnih papirjev. Zaradi takšnega ravnanja so cene delnic v povprečju padle za 10 odstotkov. Sledilo je manjše trgovanje, nelikvidnost trga in s tem povezana prevelika občutljivost cen (Gjud, 2007, str. 4).

Zaradi posledic iz prejšnjega odstavka se je sklep junija 1997 spremenil, kar je prineslo cenejšo ponudbo skrbniških storitev. Sklep je po novem skrbniškim bankam dovoljeval izvenbilančno vodenje skrbniških računov pod pogojem, da tuji investitor s pridobljenimi delnicami ne bo razpolagal ali jih obremenjeval v obdobju 7 let (Gjud, 2007, str. 4).

Leta 1999 se je sklep ponovno spremenil; dodatne spremembe so bile pri izjemah obveznega vodenja na skrbniških računih. Namesto pridobitve večinskega deleža upravljavskih pravic ali kontrolnega deleža je bila izjema na novo definirana za pridobitev več kot 10 odstotkov glasovalnih pravic družbe oziroma več kot 10 odstotkov udeležbe v osnovnem kapitalu družbe (Gjud, 2007, str. 4).

Banka Slovenije je aprila 1999 skrajšala štiriletni rok za oprostitev plačila premije. Tako je za nakup pravice do nakupa deviz za naložbe tujcev v vrednostne papirje v Sloveniji skrajšala iz štirih na eno leto in tako fizičnim osebam uradno omogočila nakupe in prodaje tujih vrednostnih papirjev preko pooblaščenih borznih udeležencev. Banke in zavarovalnice so lahko v tujini neomejeno kupovale vse vrednostne papirje, investicijski skladi pa so lahko kupovali vrednostne papirje v skladu s predpisi, ki urejajo razpršitev naložb investicijskih skladov. S 1. julijem 2001 so morali nerezidenti pri pooblaščenim banki odpreti skrbniški račun le za nakupe kratkoročnih vrednostnih papirjev in investicijskih kuponov tistih vzajemnih skladov, katerih pravila upravljanja dopuščajo naložbe v več kot 60 odstotkov vseh sredstev vzajemnega sklada v instrumente denarnega trga, kar je pomenilo skoraj popolno sprostitev portfeljskih tokov (Gjud, 2007, str. 5).

### **3.3.4 Postopek izvajanja storitev skrbniških bank pri izračunu Vep**

Skrbnik investicijskih skladov, ki je zaposlen v skrbniški banki, je dolžan vsak dan izračunati VEP do presečne ure, ki je določena v prospektu investicijskega sklada. Skrbnik ne sme in ne more potrditi VEP, dokler ne pridobi seznama vseh poslovnih dogodkov s strani upravljavca za določen obračunski dan. Ti poslovni dogodki so opisani v nadaljevanju. Delovni dan skrbnika se začne z vzpostavitvijo otvoritvenih stanj in se nadaljuje s knjiženjem vseh poslovnih dogodkov, ki jih skrbniku pošlje upravljavec investicijskega sklada (Abanka Vip, d. d., 2011). Po knjiženju vseh poslovnih dogodkov in ko so izpolnjene vse dnevne aktivnosti, ima skrbnik na razpolago vse informacije za izračun čiste vrednosti sredstev, ki je osnova za izračun VEP in dnevne ter upravljalvske provizije.

#### **Knjiženje izpiska iz transakcijskega računa**

Izpisek iz transakcijskega računa v domači in tuji valuti je rezultat predhodnih poslovnih aktivnosti. Skrbnik mora knjižiti promet v breme in dobro transakcijskega računa in kot protiknjižbe zapirati ustrezne postavke na terjatvah in obveznostih. Pri nakazilu predujmov za nakup investicijskih kuponov se lahko odprejo tudi obveznosti. Poleg knjiženja izpiska iz transakcijskega računa morata skrbnik in upravljavec knjižiti tudi stroške plačilnega prometa, ki jih prejmeta (Abanka Vip, d. d., 2011).

#### **Revaloriziranje obveznosti in terjatev v tuji valuti**

Skrbnik mora preveriti začetno stanje obveznosti in terjatev nominiranih v tuji valuti, ki mora biti enako predhodnemu stanju. Nato lahko izvede prevrednotenje v skladu s srednjim tečajem Banke Slovenije oz. Evropske centralne banke.

#### **Knjiženje nakupov in prodaj investicijskih skladov**

Vsaka dnevna poslovna aktivnost ima za posledico knjiženje. V primeru nakupov in prodaj investicijskih kuponov skrbnik preveri, ali so bili obračuni izvedeni v zakonsko določenem roku, če so v obračun vključeni vsi prilivi, ki so na denarni račun sklada prispeli do presečne ure v obračunskem dnevu, če je bil za obračun upoštevan VEP obračunskega dne, če je bila obračunana prevelika vstopna provizija in če so vlagatelji pridobili pravilno število enot premoženja (Abanka Vip, d. d., 2011). Enak postopek velja za zahteve za izplačilo. Če za določen predujem ni bil narejen obračun, skrbnik opozori upravljavca in zahteva, da obračun izstavi.

#### **Dnevna tečajnica**

Skrbnik je dolžan za vsak obračunski dan prenesti uradno tečajnico Ljubljanske borze, tečajnico Banke Slovenije in tečajnico Evropske centralne banke. Za prenose uradnih tečajnic

tujih vrednostnih papirjev, ki kotirajo na tujih borzah, skrbnik ponavadi uporablja sistem Bloomberg data licence, ki je dovolj verodostojen vir. Pri prenosu tečajnic je strogo določeno, da morata biti skrbnik in upravljavec neodvisna drug od drugega.

### **Nakupi in prodaje vrednostnih papirjev na organiziranih trgih**

Skrbnik pred prevrednotenjem zaloge vpiše v evidenco poslov vse nakupe in prodaje vrednostnih papirjev na organiziranih trgih doma in v tujini. Pri vnosu mora biti pazljiv, da vpiše pravilen vrednostni papir, saj mora biti ta definiran glede na trg, kjer je bil kupljen. V skladu s Slovenskimi računovodskimi standardi (SRS, 2006, 39.18) skrbnik vrednoti vrednostni papir po zaključnem tečaju trga, kjer je bil vrednostni papir kupljen (Abanka Vip, d. d., 2011).

### **Dnevno vrednotenje in knjiženje poslovnih dogodkov**

Skrbnik s pomočjo programa izvede dnevno prevrednotenje vseh naložb in knjiži vse nakupe in prodaje naložb ter tudi vsak drugi poslovni dogodek, ki ima za posledico spremembo zaloge naložb. Pri dnevnem vrednotenju poslov mora biti skrbnik najbolj pozoren na možne napačno vnesene tečaje vrednostnih papirjev. Če ugotovi, da so nekateri od tečajev napačno vpisani, o tem obvesti osebe, ki so v skrbniški banki pristojni za kontrolo, vpisovanje in popravljanje tečajev (Abanka Vip, d. d., 2011).

### **Knjiženje drugih poslovnih dogodkov**

Skrbnik knjiži vse dnevne aktivnosti, ki imajo za posledico spremembo terjatev in obveznosti. Na obveznosti se knjiži prejete račune. Skrbnik račune prejme in plača v skladu z zakonskimi določbami. Enako se knjiži terjatve in spremlja njihovo plačljivost. Če upravljavec ne upošteva vseh poslovnih dogodkov, ga skrbnik o tem nemudoma obvesti. Dnevni poslovni dogodki so tako lahko:

- stroški revizije,
- zapadle naložbe,
- zapadli kuponi,
- terjatve za dividende.

### **Izračun čiste vrednosti sredstev in vrednosti enote premoženja**

Ko skrbnik konča s knjiženjem vseh poslovnih dogodkov, ima na voljo dovolj informacij za izračun čiste vrednosti sredstev, ki je osnova za izračun VEP, in dnevne upravljavske ter skrbniške provizije.

ZISDU-2 v 231. členu določa, da je VEP enak čisti vrednosti sredstev vzajemnega sklada, deljeni s številom enot premoženja vzajemnega sklada v obtoku. VEP sklada se izračunava po stanju na zadnji delovni dan obračunskega obdobja. Agencija za trg vrednostnih papirjev predpiše podrobnejša pravila za izračun čiste vrednosti sredstev, VEP, VEP različnih razredov investicijskih kuponov vzajemnega sklada ter ravnanja v primeru napake pri izračunu teh vrednosti.

Upravljavsko in skrbniško provizijo skrbnik izračuna tako, da čisto vrednost sredstev pomnoži z odstotkom skrbniške oz. upravljaljske provizije; rezultat nato deli s številom delovnih dni v tekočem letu (Abanka Vipava, d. d., 2011).

## **4 NOVI ZAKON O INVESTICIJSKIH SKLADIH IN DRUŽBAH ZA UPRAVLJANJE (ZISDU-2)**

S sprejetjem novega ZISDU-2 se v slovenski pravni red prenaša Direktiva 2009/65/ES. Namen sprejetja tega zakona je v večji meri izkoristiti ekonomijo obsega v dejavnosti investicijskih skladov, od katerih naj bi imeli korist vlagatelji in industrija. Večja prožnost glede organizacije in upravljanja skladov bo namreč omogočala nove poslovne priložnosti ter povečala konkurenčnost evropske industrije skladov, pri čemer bo še vedno v ospredju visoka zaščita vlagateljev. Vlagatelji bodo imeli večje koristi zaradi nižjih stroškov upravljanja, večje konkurence ter kvalitetnejših informacij, ki bodo omogočale primerjavo med različnimi skladi ter izvedbo dobre poslovne odločitve. Direktiva 2009/65/ES poleg tega uvaja nova pravila o združevanju skladov, strukturi centralnih in napajalnih skladov, ključnih zahtevanih podatkih za vlagatelje, poenostavitvi pravil za priglasitev ter dodatnih ukrepov, ki bodo okrepili sodelovanje med nadzorniki v posameznih državah članicah (Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2010).

Do leta 2013 bo potrebno v slovenski pravni red prenesti evropsko direktivo o upravljalcih alternativnih investicijskih skladov, zato se v zakonu uvaja novo poglavje glede ne-UCITS skladov. Ne-UCITS sklad se lahko oblikuje kot odprt ali deloma odprt alternativni sklad ali ustanovi kot zaprta investicijska družba. Vrste dopustnih naložb ne-UCITS sklada se v bistvenem delu sicer ne razlikujejo od naložb vzajemnega sklada, so pa izjeme glede na vzajemni sklad, ki bodo ne-UCITS sklad naredile zanimiv za bolj poučene vlagatelje. Tako zakon dopušča naložbe v plemenite kovine in manj likvidne finančne instrumente, nižane so zahteve glede izpostavljenosti ne-UCITS sklada do finančnih instrumentov, ki jih izda posamezni izdajatelj. Zaradi potencialno nižje likvidnosti je podaljšano obračunsko obdobje za izračun čiste vrednosti sredstev in manj je obveznih objav (Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2010).

## 4.1 Razlogi za sprejetje novega zakona

31. 12. 1985 je bila v uradnem listu Evropske unije objavljena Direktiva Sveta z dne 20. 12. 1985 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje št. 85/611 EGS (v nadaljevanju Direktiva 85/611/EGS). Ta direktiva je bila v slovenski pravni red prenesena z ZISDU-1. Direktiva je bila ključnega pomena za razvoj evropskega trga skladov. Njen namen je bil ustvariti enotni trg za investicijske sklade, ki bi povečal naložbene in poslovne možnosti za sektor in vlagatelje. Opredelila je zahteve, ki jih morajo investicijski skladi upoštevati, da so upravičeni do čezmejnega trženja, ter uvedla prvi potni list finančnih storitev. Glavni cilj je bil tako zagotoviti visoko stopnjo varstva vlagateljev (Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2010).

Kljub pozitivnemu razvoju je postalo med njenim izvajanjem jasno, da je direktiva preveč omejujoča in da se upravljavcem skladov preprečuje, da bi povsem izkoristili razvojne možnosti. To je bilo moč opaziti pri ovirah za trženje skladov v drugih državah članicah, v naraščajočem številu skladov, katerih velikost je manjša od optimalne, in neučinkovitem izvlečku prospekta (Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2010).

V Direktivi 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje so upoštevane rešitve, ki so bile proučene in predstavljene v Beli knjigi o izboljšanju okvira enotnega trga za investicijske sklade, ter merila učinkovitosti, integracija trga in varstvo vlagateljev (Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2010).

Povprečni evropski sklad je od štirikrat do desetkrat manjši od ameriškega. Evropska komisija je problem ekonomike poslovanja zaradi razdrobljenosti že pred časom identificirala kot eno izmed ovir, ki utegne v prihodnje zavirati hitrost nadaljnega razvoja. S tem namenom je Evropska komisija pripravila predlog sprememb in dopolnitev direktive in so sedaj vključene v veljavni Direktivi 2009/65/ES, ki predvideva možnost izkoristka ekonomije obsega v dejavnosti investicijskih skladov, večjo konkurenčnost in rast produktivnosti. Ta direktiva uvaja nova pravila o združitvah in s tem možnost, da dosežejo večje ekonomije obsega. Vključila je pravila o ključnih podatkih za vlagatelje, da se malim vlagateljem omogoči, da sprejemajo informirane odločitve o naložbah. Poenostavila in izboljšala so se pravila glede priglasitve in s tem skrajšala dolgotrajne postopke priglasitve (Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2010).

Največji razlog za sprejetje novega ZISDU-2 je ureditev področja delovanja investicijskih skladov in družb za upravljanje tako, da bo v celoti usklajeno z direktivo 2009/65/ES ter ne-UCIST skladi.

## 4.2 Cilji, načela in pogloblitve rešitve zakona

### Cilji

Cilj zakona je predvsem uskladiti slovenski red z evropskim pravnim redom, povečati pravno gotovost – urediti vsebine posameznih določil tako, da bodo jasnejše, ter urediti oblike ne-UCISTS skladov v Republiki Sloveniji.

### Načela

Najpomembnejša načela zakona so (Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2010):

**1. načelo preglednosti delovanja investicijskih skladov:** vlagateljem morajo biti dostopni vsi podatki o dejstvih in okoliščinah, ki so pomembni za oblikovanje odločitve v zvezi z naložbami v produkte investicijskih skladov;

**2. načelo učinkovitega nadzora:** nadzor nad ravnanji subjektov, ki profesionalno delujejo na področju upravljanja investicijskih skladov, mora nadzirati organ z ustreznimi pristojnostmi, ki mu omogočajo učinkovito opravljanje naloge. Zahteva, da za zagotavljanje poslovanja subjektov nadzora v skladu s pravili upravljanja tveganj, s pravili varnega in skrbnega poslovanja ter z drugimi predpisi nadzirajo te subjekte kot neodvisen nadzorni organ, ki mu daje možnost za izrekanje nadzornih ukrepov, s katerimi doseže namen nadzora;

**3. načelo varnosti vlagateljev:** zakon in direktiva 2009/65/ES sama po sebi uresničujeta načelo varstva vlagateljev;

**4. načelo varnega in skrbnega poslovanja:** vse osebe, ki profesionalno opravljajo storitve v zvezi z upravljanjem investicijskih skladov (tako družba za upravljanje kot skrbnik), morajo te storitve opravljati v interesu vlagateljev, ki jim morajo biti vedno vodilo, in pri tem ravnati s skrbnostjo dobrega strokovnjaka.

### Pogloblitve rešitve zakona

Z zakonom naj bi se uredilo in opredelilo poslovanje institucij, ki delujejo na področju vzajemnih skladov, investicijskih družb, družb za upravljanje ter skrbnikov teh skladov. Rešeno naj bi bilo vprašanje glede opredelitve naložb investicijskih skladov in storitev gospodarjenja s finančnimi instrumenti, kapitalska ustreznost družb za upravljanje ter upravljanje s tveganji. Prav tako naj bi bilo rešeno vprašanje glede likvidacije, prisilne poravnave in stečaja družbe za upravljanje.

### **4.3 Novosti, ki jih prinaša novi ZISDU-2**

Novi ZISDU-2 natančneje določa pravila poslovanja in ravnanja družb za upravljanje. Prinaša veliko prednost skrbniškim bankam, saj je poročanje teh bank ATVP s tem zakonom poenostavljeno. V novem ZISDU-2 je veliko dodatnih ukrepov, ki zagotavljajo večjo varnost vlagateljev. Zakon prinaša tudi večjo fleksibilnost pri upravljanju UCITS skladov. V njem se uvaja ne-UCITS sklade. Slovenski pravni red se bo na področju investicijskih skladov s tem zakonom uskladil z najboljšimi praksami v EU.

ZISDU-2 sestavlja 17 poglavij:

1. Splošne določbe
2. Družba za upravljanje
3. Opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov
4. Trženje enot investicijskih skladov
5. Storitve gospodarjenja s finančnimi instrumenti
6. Skupne določbe o upravljanju investicijskih skladov
7. Vzajemni sklad
8. Krovni sklad
9. Centralni in napajalni sklad
10. Ne-UCITS skladi
11. Nadzor nad družbami za upravljanje
12. Nadzor nad skrbnikom, izvajalci trženja in drugimi osebami
13. Postopek odločanja agencije v posamičnih zadevah
14. Sodelovanje z nadzornimi organi in organi Evropske unije
15. Združenje družb za upravljanje
16. Kazenske določbe
17. Prehodne in končne določbe

### **4.4 Prikaz ureditve investicijskih skladov v pravnih sistemih držav članic EU**

V svetu so investicijski skladi različno urejeni. Osnovni obliki sta odprti in zaprti investicijski sklad. Odprti investicijski skladi so pogostejši od zaprtih.

Pri odprtih skladih skladi z vidika velikosti niso v naprej omejeni z določenim vplačanim kapitalom, ampak se lahko z vplačili novih vlagateljev širijo. Vlagatelji imajo po drugi strani možnost, da kadar koli zapustijo sklad na način, da jim sklad oz. njegov upravljavec izplača čisto vrednost sredstev njemu pripadajočega premoženja, s čimer se velikost takih skladov zmanjšuje. Pri odprtih skladih se število enot sklada v obtoku spreminja, in sicer zaradi dnevnik izplačil in vplačil enot. S tem se spreminja tudi višina kapitala sklada. Tipičen primer

odprtega sklada je vzajemni sklad (Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2010).

Zaprte skladi nastanejo ob izdaji njihovih delnic in se pozneje ne povečujejo oz. zmanjšujejo več. Število enot je pri teh skladih fiksno. Vlagatelji lahko v tak sklad vstopajo ob njegovem nastanku ali z nakupom od drugega vlagatelja na tako imenovanem sekundarnem trgu. Sklad lahko zapustijo le na način, da svoje delnice prodajo na sekundarnem trgu drugemu vlagatelju. Vrednost enote zaprtega investicijskega sklada je odvisna od ponudbe in povpraševanja in praviloma ni enaka čisti vrednosti sredstev na enoto. Investicijske družbe so tipični primer zaprtega sklada (Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, 2010).

Zaradi različnih pravnih oblik odprtih ali zaprtih investicijskih skladov v različnih državah Evropska unija ni začela usklajevati tega področja tako, kot je to storila na drugih področjih finančnega sistema, ko je z direktivami predpisala minimalne standarde za ustanavljanje, poslovanje in prenehanje delovanja posameznih oblik finančnih institucij, temveč je obliko organiziranosti teh skladov prepustila ureditvam posamezni državi članici.

Na evropskem trgu investicijskih skladov prevladujejo UCITS investicijski skladi, ki so konec leta 2009 predstavljali 75 odstotkov vsega premoženja investicijskih skladov v Evropi. Premoženje teh skladov je predstavljalo 55 odstotkov evropskega BDP. Najmočnejši položaj na tem področju imajo Francija, Velika Britanija, Nemčija, Irska in Luksemburg (Asset management review, 2010).

## **Velika Britanija**

V Veliki Britaniji se investicijski skladi največkrat pojavljajo v dveh oblikah: vzajemni sklad (*angl. unit-trust*) in odprta investicijska družba (*angl. open ended investment company*), ki morajo imeti dovoljenje nadzornega organa. Prvi so podobni odprtim, drugi pa zaprtim skladom. Struktura vzajemnega sklada vključuje družbo za upravljanje, ki odloča o naložbah, in neodvisno skrbniško družbo, ki razpolaga z vrednostnimi papirji in denarjem v imenu imetnikov enot vzajemnega sklada. Dolžnosti skrbnika so nadziranje prodaj in nakupov vrednostnih papirjev s strani družbe za upravljanje, izplačila imetnikom enot vzajemnega sklada in nadziranje pravilnosti delovanja družbe za upravljanje. Lastnik vzajemnega sklada ima pravico, da v vsakem trenutku od upravljavca zahteva izplačilo enot oz. delnic sklada (Asset management review, 2010).

Medtem ko so vzajemni skladi tradicionalna oblika odprtih investicijskih skladov, pa britanska zakonodaja omogoča tudi oblikovanje inkorporiranih odprtih investicijskih skladov (*angl. open ended investment companies*). Ti učinkovito združujejo značilnosti korporacijskih skladov in značilnosti vzajemnih skladov. Vlagateljem zagotavljajo enako stopnjo zaščite. Za poslovanje sta podobno kot pri vzajemnih skladih odgovorna upravljavca, ki v primerjavi z vzajemnim skladom ni poseben pravni subjekt, temveč je to že sama uprava sklada, na drugi



strani pa depozitar, ki ima enako vlogo kot skrbnik pri vzajemnem skladu (Asset management review, 2010).

## **Nemčija**

Nemški vzajemni skladi nastopajo po eni strani kot javni skladi oz. skladi za male vlagatelje, po drugi strani pa kot nejavni in so v glavnem namenjeni institucionalnim vlagateljem. Poleg vzajemnih so tudi številni zaprti skladi, ki se na strani naložb usmerjajo predvsem v nepremičnine, med delničarji pa imajo v glavnem institucionalne vlagatelje. Institucionalni skladi se imenujejo »Specialfonds« (Asset management review, 2010).

Vzajemni skladi v Nemčiji morajo biti ustanovljeni na podlagi pogodbenega prava in so upravljani s strani investicijske družbe. V obeh primerih, tako delniške družbe kot družbe z omejeno odgovornostjo, mora imeti družba nadzorni odbor z vsaj enim članom, ki je neodvisen od delničarjev oz. družabnikov. Izjeme so dovoljene le za družbe, ki upravljajo posebne sklade ali za posebne delniške družbe (Asset management review, 2010).

Posebni skladi vsebujejo delnice v lasti vlagateljev, ki so stopili v pogodbeno razmerje z investicijsko družbo. Predstavljajo pomemben vzvod investiranja nemških institucionalnih lastnikov in so najzaslužnejši za napredek neharmoniziranih investicijskih skladov (Asset management review, 2010).

Nemški ne-UCITS trg predstavljajo v glavnem nepremičninski skladi in posebni tako imenovani »Spezialfonds«, ki so odprti le za institucionalne vlagatelje. Hedge skladi kot tretja vrsta ne-UCITS imajo manjšo vlogo (Asset management review, 2010).

Nemške delniške družbe, oblikovane kot delniške družbe s sprejemljivim kapitalom, po vzoru luksemburških SICAV skladov (*fr. Societe d'investissement a capital variable*) ponujajo tudi alternativne investicijske sklade. Te lahko izdajajo delnice, jih ponovno odkupijo ali ponovno prodajo. Delničarji imajo pravico, da družba njihove delnice izplača (Asset management review, 2010).

## **Irska**

Irska je od leta 1989 postala ena izmed vodilnih pravnih okolij za odprte sklade v Evropski uniji; s svojo proaktivno politiko je ustvarila okolje, ki ga ves svet uporablja kot domicil za vstop na trg Evropske unije. Irski pravni sistem dopušča več oblik kolektivnih naložbenih podjetij vlaganja v vrednostne papirje in tudi krovno obliko sklada (umbrella). Pogodbena oblika sklada (*angl. common contractual fund*), uvedena leta 2003, pozna podsklade, pri katerih so pravice in obveznosti imetnikov enot premoženja posameznega sklada ločene (Asset management review, 2010).

## SKLEP

V zaključni strokovni nalogi sem na začetku poskušal predstaviti zgodovino in namen investicijskih skladov. Ugotovil sem, da je primarni namen investicijskih skladov zadovoljiti različne investicijske potrebe vlagateljev, ki jih navadno ni mogoče zadovoljiti z neposrednim investiranjem v posamezne vrednostne papirje. Prvi investicijski sklad je bil ustanovljen že daljnega leta 1822 na Nizozemskem. Zaradi različnih investicijskih potreb posameznikov so se v svetu in tudi v Sloveniji skozi leta oblikovale različne vrste investicijskih skladov. Tako v Sloveniji delimo sklade glede na vrsto finančnih instrumentov, med katere spadajo delniški, mešani in denarni skladi. Sklade delimo tudi glede na naložbeno strategijo. Tako imamo v Sloveniji tudi indeksne, garantirane in hedge sklade.

Za pravilno delovanje investicijskih skladov je zelo pomemben trg finančnih instrumentov. Za zagotavljanje varnega, preglednega ter predvsem učinkovitega trga finančnih instrumentov je pristojna ATVP. V zaključni strokovni nalogi sem ugotovil, da ima ATVP glavno nalogo pri nadzoru vseh institucij, ki so kakor koli povezane z investicijskimi skladi. Tako ATVP opravlja nadzor nad borznoposredniškimi družbami, javnimi družbami, družbami za upravljanje investicijskih skladov in bankami, ki opravljajo investicijske posle in storitve. Poleg tega pa ATVP izdaja dovoljenja za poslovanje družbam za upravljanje, investicijskim družbam, vzajemnim skladom in borznoposredniškim hišam.

Z upravljanjem z investicijskimi skladi in s trgovanjem z njihovimi vrednostnimi papirji se ukvarja družba za upravljanje. V zaključni strokovni nalogi sem s pomočjo ZISDU-2 ugotovil, da je najnižji znesek osnovnega kapitala družbe za upravljanje 125.000 evrov. Družba za upravljanje lahko izbere enotirni ali dvotirni sistem upravljanja. Uprava družbe za upravljanje pa mora imeti najmanj dva člana, ki družbo skupaj zastopata in predstavljata v pravnem prometu. Za funkcijo člana nadzornega sveta družbe za upravljanje je značilno, da te funkcije ne sme opravljati oseba, ki je v razmerju tesne povezanosti s pravno osebo, v kateri ima družba za upravljanje več kot 5 odstotni delež.

Zaradi nenehnih sprememb na finančnih trgih in zaradi velikega pretoka informacij in podatkov, ki so potrebni pri normalnem delovanju investicijskih skladov, so se pojavile skrbniške banke. Njihove glavne naloge so nadzorovanje in izvajanje transakcij, obveščanje in poročanje ATVP o morebitnih nepravilnostih ali neskladjih z zakonom, izračunavanje čiste vrednosti sredstev, izračunavanje provizij in zagotavljanje ustreznih informacij, ki jih družbe za upravljanje potrebujejo za svoje nemoteno poslovanje. V zaključni strokovni nalogi sem s pomočjo internega gradiva Abanke Vipa, d. d., poskušal predstaviti potek dnevnega knjiženja poslovnih dogodkov in izračun čiste vrednosti sredstev, ki je osnova za izračunanje VEP ter skrbniških in upravljavskih provizij. Ugotovil sem, da je postopek za izračun čiste vrednosti sredstev precej zapleten, saj mora biti skrbnik pri opravljanju svojega dela zelo previden. Najbolj previden mora biti predvsem pri pregledovanju tečajev po dnevnem vrednotenju, saj

se lahko zgodi, da se vrednosti tečajev med izračunavanjem čiste vrednosti sredstev nenadoma spremenijo.

V zadnjem poglavju naloge sem ob predstavitvi novega ZISDU-2 ugotovil, da se s tem zakonom v slovenski pravni red prenaša Direktiva 2009/65/ES o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje. Namen tega je predvsem v večji meri izkoristiti ekonomijo obsega v dejavnosti investicijskih skladov, od katerih naj bi imeli koristi vlagatelji in industrija. Skladno s tem se bo povečala konkurenčnost evropske industrije skladov. Menim, da je novi zakon prinesel veliko koristi vlagateljem že zaradi nižjih stroškov upravljanja ter kvalitetnejših informacij. Do leta 2013 bo potrebno v slovenski pravni red prenesti Evropsko direktivo o upravljalcih alternativnih investicijskih skladov, zato se v ZISDU-2 uvaja novo poglavje glede ne-UCITS sklada. Ugotovil sem, da se te vrste sklad lahko oblikuje kot odprt ali deloma odprt alternativni sklad, ustanovi pa se lahko kot zaprta investicijska družba. Menim, da ima uvedba ZISDU-2 koristi tudi za skrbniške banke, saj bo od sedaj naprej njihovo poročanje ATVP in ostalim institucijam precej poenostavljeno.

## LITERATURA IN VIRI

1. Abanka Vipa d.d. (2011). *Izveček navodil za izvajanje zadolžitev v Oddelku skrbništva investicijskih skladov* (interno gradivo). Nova Gorica: Abanka Vipa d.d.
2. *Asset management review*. (2010). Najdeno 20. decembra 2011 na spletnem naslovu [http://www.efama.org/index.php?option=com\\_documan&task=cat\\_view&gid=89&itemid=99](http://www.efama.org/index.php?option=com_documan&task=cat_view&gid=89&itemid=99).
3. Balkovec, J. (2000). *Skrb za osebno premoženje*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
4. Barbutovski, D. (1997). *Bodo skrbniški računi zavrli tuje naložbe?* Maribo: Založba Kapital d.o.o.
5. Bobek, D. (1989). *Sodobna banka*. Maribor: Obzorja.
6. Bohorč, A. (2001). *Investicijski skladi in družbe za upravljanje v Sloveniji ter nova zakonodaja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
7. Cumes, J.W.C. (1999). *Kako postanete milijonar ne da bi morali zares delati*. Ljubljana: Tomark d. o. o
8. Dimovski, V. (1999). *Bančništvo*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
9. Dimovski, V., & Gregorič, A. (2000). *Temelji bančništva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
10. *Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje*. Uradni list EU št. 302/2009, 331/2010, 174/2011.
11. Dolceta.eu (2008). *Namen in zgodovina investicijskih skladov*. (2008). Najdeno 11. oktobra 2011 na spletnem naslovu: <http://dolceta.eu/slovenija/Mod7/-Investicijski-skladi-.html>
12. Gjud, J. (2007). *Skrbniške banke in njihove dejavnosti*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
13. Golovšek, J. (2008). *Bančni menedžment*: Maribor: Založba Pivec.
14. Kovač, M. (2011). *Finančne storitve*. Maribor: De Vesta.
15. Lubej, S. (2005). *Vzajemni skladi za vsakogar*. Maribor: Založba kapital d.o.o.
16. Martinuč, M. (1997). *Skrbništvo vrednostnih papirjev v svetu in v Sloveniji*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
17. Mazovec, F. (2000, 7. avgust). Skrbništvo nad obveznicami. *Bančni vestnik*, str. 57-59.
18. *O vlaganju v vzajemne investicijske sklade*. (2008). Najdeno 18. oktobra 2011 na spletnem naslovu [http://vzajemci.com/o\\_vlaganju](http://vzajemci.com/o_vlaganju)
19. Oblak, A. (2008). *Geografsko in panožno usmerjeni vzajemni skladi v Sloveniji*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
20. *Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje 2*. (2010). Najdeno 15. decembra 2011 na spletnem naslovu: <http://www.scribd.com/doc/54325460/2011-04-26-ZISDU-2-Vlada>
21. *Predstavitev Agencije za trg vrednostnih papirjev*. (2009). Najdeno 17. novembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=71>

22. *Register dovoljenj za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov.* (2010). Najdeno 1. decembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id>
23. *Slovenski računovodski standardi.* (2006) Najdeno 4. decembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.apolloplus.si/zbirke/slovenski-racunovodski-standardi/view>
24. Smrtnik, M. (2006). *Vzajemni skladi in odnos Slovencev do njih.* Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
25. Zakon o finančnih konglomeratih. *Uradni list RS* št. 43/2006, 87/2011.
26. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1). *Uradni list RS* št. 110/2002, 73/2003 Skl.US: U-I-127/03-7, 32/2004, 42/2004, 26/2005-UPB1, 68/2005 Odl.US: U-I-127/03-44, 92/2007 (109/2007 popr.), 65/2008, 77/2011-ZISDU-2.
27. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-2). *Uradni list RS* št. 77/2011.
28. Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih. *Uradni list RS* št. 23/1999, 75/2002, 114/2006, 2/2007-UPB1, 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 58/2009, 78/2011.
29. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju. *Uradni list RS* št. 106/1999, 72/2000, 81/2000-ZPSV-C, 124/2000, 109/2001, 83/2002 Odl.US: U-I-178/02-14, 108/2002, 110/2002-ZISDU-1, 112/2002 Skl.US: U-I-307/98-38, 26/2003-UPB1, 40/2003 Odl.US: U-I-273/00-13, 63/2003, 63/2003 Odl.US: U-I-57/00-51, 133/2003 Odl.US: U-I-36/00-52, 135/2003, 2/2004-ZDSS-1 (10/2004 popr.), 20/2004-UPB2, 54/2004-ZDoh-1 (56/2004 popr., 62/2004 popr., 63/2004 popr.), 63/2004-ZZRZI, 136/2004 Odl.US: U-I-273/01-21, 68/2005 Odl.US: U-I-29/04-19, 72/2005, 104/2005-UPB3, 69/2006, 109/2006-UPB4, 112/2006 Odl.US: U-I-358/04-13, 114/2006-ZUTPG, 91/2007 Skl.US: U-I-325/05-5, 10/2008-ZVarDod, 98/2009-ZIUZGK, 27/2010 Odl.US: U-I-40/09-15, 38/2010-ZUKN, 61/2010-ZSVarPre, 79/2010-ZPKDPIZ, 94/2010-ZIU, 84/2011 Odl.US: U-I-245/10-13, U-I-181/10-6, Up-1002/10-7, 94/2011 Odl.US: U-I-287/10-11, 105/2011.
30. Zakon o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma. *Uradni list RS* št. 60/2007, 47/2009 Odl.US: U-I-54/06-32 (48/2009 popr.), 19/2010, 77/2011.
31. Zakon o prevzemih. *Uradni list RS* št. 79/2006, 67/2007-ZTFI (100/2007 popr.), 1/2008, 68/2008, 35/2011, 55/2011 Skl.US: U-I-103/11-9, 105/2011 Odl.US: U-I-103/11-16.
32. Zakon o prvem pokojninskem skladu. *Uradni list RS* št. 50/1999, 106/1999-ZPIZ-1, 22/2000 Odl.US: U-I-200/99 (31/2000 popr.), 91/2001 Odl.US: U-I-60/99-33, 58/2002, 110/2002-ZISDU-1, 54/2004-ZDoh-1 (56/2004 popr., 62/2004 popr., 63/2004 popr.), 61/2004, 26/2005-UPB1, 85/2009.
33. Zakon o trgu finančnih instrumentov. *Uradni list RS* št. 67/2007 (100/2007 popr.), 69/2008, 40/2009, 17/2010 Odl.US: U-I-196/09-15, Up-947/09-9 (21/2010 popr.), 88/2010, 108/2010-UPB3, 78/2011.
34. Žnidaršič Kranjc, A. (1999). *Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspehi in za koga.* Postojna: Dej d.o.o.
35. Žnidaršič, M. (2005). *PID-I, pooblašcene investicijske družbe: nastanek, vloga, preoblikovanje in problemi.* Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.