

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE**

**Nina Simić**

**IZHODNE INVESTICIJE SLOVENSКИH FINANČNIH PODJETIJ  
NA ODDALJENIH TRGIH – PRIMER KD GROUP**

**Diplomsko delo**

**Ljubljana 2007**

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE**

**Nina Simić**

**Mentorica: docentka dr. Andreja Jaklič**

**IZHODNE INVESTICIJE SLOVENSКИH FINANČNIH PODJETIJ  
NA ODDALJENIH TRGIH – PRIMER KD GROUP**

**Diplomsko delo**

**Ljubljana 2007**

## **IZHODNE INVESTICIJE SLOVENSКИH FINANČNIH PODJETIJ NA ODDALJENIH TRGIH – PRIMER KD GROUP**

Internacionalizacija slovenskega finančnega sektorja je v primerjavi z drugimi panogami slovenskega gospodarstva ali gospodarstvi drugih podobno razvitih držav še vedno v zaostanku, čeprav to prinaša pomembne razvojne učinke za gospodarstvo. Temu je tako, ker je internacionalizacija slovenskih finančnih podjetij potekala počasi in dobila pravi zagon šele z vstopom Slovenije v EU. Izhodne investicije finančnih podjetij so usmerjene tako na bližnje kot oddaljene trge, saj so donosi na domačih trgih že deloma izčrpani. Slovenskim vlagateljem so zanimivi oddaljeni trgi, ki so jim relativno dobro poznani, imajo potencial dobrega razvoja in kjer se pričakujejo visoki donosi. Pri tem se investitorji soočajo z mnogimi ovirami, med katerimi izstopa visoko tveganje, ki izvira iz nerazvitega pravnega, infrastrukturnega in administrativnega okolja (oddaljenega trga), ter pomanjkanje informacij in znanja o oddaljenih trgih. KD Group je dober primer internacionalizacije slovenskih finančnih podjetij in ovir, ki jih taka podjetja srečujejo pri investiranju.

**Ključne besede:** izhodne investicije, finančna podjetja, oddaljeni trgi, investicijski skladi, KD Group.

## **OUTWARD INVESTMENTS OF SLOVENIAN FINANCIAL COMPANIES ON DISTANT MARKETS – CASE KD GROUP**

In comparison to other branches of Slovenian economy and economies of other similarly developed countries, the internationalization of Slovenian financial sector is still behind, although that would bring significant effects on development in economy. The grounds for this kind of situation can be found in slow internationalization of Slovenian financial companies and in impetus which hadn't come until Slovenia became EU member state. Because of dried up investments in domestic market, Slovenian outward investments redirected to close and distant markets. Slovenian investors are relatively familiar with distant markets. These markets have also a potential of good development and high profitability is expected and these are the reasons for Slovenian outward investments in that area. A lot of obstacles have to be faced when investing abroad. However; high risk originating from undeveloped legal, infrastructural and administrative environment together with the lack of information and knowledge of distant markets is the main issue. A good example of internationalization and obstacles that Slovenian financial companies face during investments abroad is KD Group.

**Key words:** outward investment, financial companies, distant markets, investment funds, KD Group.

## KAZALO

KAZALO TABEL GRAFOV IN SKIC.....	6
SEZNAM KRATIC.....	7
1. UVOD.....	8
1.1 CILJI, NAMEN, RAZISKOVALNO VPRAŠANJE .....	9
1.2 HIPOTEZE.....	9
1.3 METODOLOŠKI OKVIR.....	10
1.4 STRUKTURA NALOGE.....	10
2. KRATEK VPOGLED V RAZVOJ SLOVENSKEGA FINANČNEGA SEKTORJA .....	11
3. TRANZICIJA .....	13
4. INTERNACIONALIZACIJA .....	14
4.1 SLOVENIJA IN INTERNACIONALIZACIJA.....	16
5. PRIVATIZACIJA.....	17
5.1 PRIVATIZACIJA IN RAZVOJ INVESTICIJSKIH SKLADOV V SLOVENIJI .....	18
5.2 NASTANEK DRUŽBE KD .....	19
6. TUJE NEPOSREDNE INVESTICIJE IN OVIRE TER TVEGANJA FINANČNIH PODJETIJ PRI NJIH .....	20
6.1 OVIRE INVESTICIJSKIH DRUŽB PRI INVESTIRANJU V TUJINO .....	22
6.2 TVEGANJA FINANČNIH INSTITUCIJ .....	24
7. FINANČNI SISTEM IN TRG KAPITALA.....	26
7.1 DELITEV FINANČNEGA TRGA .....	27
8. NALOŽBE FINANČNIH INSTITUCIJ .....	31
8.1 VRSTE NALOŽB .....	35
8.2 NALOŽBE IN INTERNACIONALIZACIJA IZBRANEGA PRAKTIČNEGA PRIMERA KD d. d.....	36
9. INVESTICIJSKI SKLADI.....	39
9.1 VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV .....	40
9.2 PREDNOSTI IN SLABOSTI INVESTICIJSKIH SKLADOV .....	48
10. INSTITUCIJE VZAJEMNIH SKLADOV.....	53
10.1 DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE .....	53
10.2 INVESTICIJSKA DRUŽBA.....	55
10.3 POOBLAŠČENA INVESTICIJSKA DRUŽBA .....	55

11.	SKLADI V SLOVENIJI- KRATEK PREGLED .....	57
12.	ZNAČILNOSTI IZBRANIH TRGOV .....	61
13.	SKLADI KD GROUP .....	70
13.1	KD RUSSIA .....	71
13.2	KD DeLux SICAV .....	72
14.	ZAKLJUČEK .....	75
15.	SEZNAM LITERATURE .....	78
16.	PRILOGE .....	86
	Priloga A: .....	88
	Priloga B: .....	88
	Priloga C: .....	88
	Priloga D: .....	88
	Priloga E: .....	89
	Priloga F: .....	90
	Priloga G: .....	91
	Priloga H: .....	89
	Priloga I: .....	92
	Priloga J: .....	93
	Priloga K: .....	96
	Priloga L: .....	99

## KAZALO TABEL GRAFOV IN SKIC

Tabela 11.1: Prikaz letnih donosov domačih skladov od leta 2000-2006.....	58
Tabela 11.2: Prikaz letnih donosov domačih, tujih in slovenskih tujih skladov od 2003 do 2006.....	60
Tabela 12.1: Indikatorji razvitosti države Bolgarija.....	63
Tabela 12.2: Indikatorji razvitosti države Rusija.....	65
Tabela 12.3: Ocene Moody's.....	68
Tabela 13.1: Prikaz skladov KD Group.....	70
Graf 12.1: Prikaz realne rasti BDP v % Bolgarija.....	64
Graf 12.2: Prikaz realne rasti BDP v % Rusija.....	66
Skica 7.1: Finančne institucije.....	26
Skica 7.1.1: Ena od možnih delitev finančnega trga.....	29
Skica 8.1: Organigram družbe KD.....	31
Skica 8.1.1: Delitev naložb.....	35

## **SEZNAM KRATIC**

BDP – bruto domači proizvod

BNP – bruto nacionalni proizvod

ČVS – čista vrednost sredstev

EMU – Ekonomska in monetarna unija

ERM II – European Exchange Rate Mechanism – mehanizem deviznega tečaja, katerega namen je zagotoviti stabilnost deviznih tečajev ter povezanost med evrom in valutami tistih držav članic EU, ki niso uvedle evra

EU – Evropska Unija

NFD – Nova finančna družba

PKM – Pariteta kupne moči

TNI – tuje neposredne investicije

VEP – vrednost enote premoženja

ZISDU – Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje

ZPSPID – Zakon o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb

## 1. UVOD

Leto 1991 je bilo za Slovenijo pomembna prelomnica, dogodek, ki nam je dal neodvisnost in nas pospremil na pot do politične samostojnosti, boljšega gospodarstva, večje blaginje, razvoja in prepoznavnosti v svetu. V novem tisočletju smo stopili v Evropsko unijo (v nadaljevanju EU) in dobili dodatne možnosti za gospodarsko rast, razvoj, sodelovanje odločanje pri pomembnih zadevah ter še večjo prepoznavnost v svetu.

Slovenija je v gospodarskem razvoju napredovala, toda na finančnem sektorju je še precej v zaostanku. Analitiki opredeljujejo finančni sektor kot slabo razvit. Slovensko gospodarstvo tako s prisotnostjo na oddaljenih trgih kot tudi z izhodnimi investicijami finančnega sektorja relativno zaostaja, čeprav oboje prinaša pomembne razvojne učinke za celotno gospodarstvo. Z drugimi besedami internacionalizacija finančnega sektorja v primerjavi z drugimi panogami slovenskega gospodarstva ali gospodarstvi drugih podobno razvitih držav še vedno zaostaja.

V nasprotju z drugimi sektorji se je Slovenija začela širiti na finančnem področju šele z osamosvojitvijo, kar pomeni, da še ni preteklo dosti časa od tega prestopa. Počasi so se podjetja začela širiti na tuje trge, vendar so kot manj izkušena podjetja iz mlade države postavljena pred ovire, morajo se dokazovati in pokazati, da so vredna zaupanja. Z vstopom v EU je Slovenija dobila zelo dobro odskočno desko za bolj intenzivno internacionalizacijo finančnega sektorja. V preteklosti se je slovenska internacionalizacija oprla predvsem na trge bivše Jugoslavije in Vzhodne Evrope<sup>1</sup> (bivše partnerice Jugoslavije) zaradi geografske bližine in zgodovinsko utrjenih poslovnih in političnih vezi s tem območjem. Danes so ta območja še vedno aktualna, predvsem z vidika investicij, vendar pa za trajnostno rast finančnega sektorja ne zadostujejo. Investicije je potrebno usmeriti še na druge trge, tako stabilne kot razvijajoče.

---

<sup>1</sup> Države Vzhodne Evrope so Bolgarija, Romunija, Srbija, Črna Gora, Bosna in Hercegovina, Hrvaška, Albanija, Makedonija, Rusija, Ukrajina, Belorusija in Moldavija.



## ***1.1 CILJI, NAMEN, RAZISKOVALNO VPRAŠANJE***

V diplomskem delu bom predstavila izhodne investicije slovenskih finančnih podjetij na oddaljenih trgih, ovire s katerimi se srečujejo pri investiranju v tujino in motive, ki jih k takšnemu investiranju vodijo. Posebej bom izpostavila tranzicijske države, saj gre za države, kjer je finančni sektor relativno slabo razvit in na njihovem primeru lahko nazorno opazujemo tako sam potek razvoja kot pomen razvitosti finančne industrije. Tranzicijske države ponujajo dober vzorec za preverjanje hipotez, ki jih postavljam v nadaljevanju. Za analizo sem izbrala primer KD Group – finančno podjetje, ki je nastalo in se močno razvilo v obdobju tranzicije. Cilj naloge je dokazati, da se morajo slovenska finančna podjetja aktivno internacionalizirati, da jih k temu vodijo razni motivi – tu bom izpostavila motiv pričakovanja visokih donosov na oddaljenih trgih – in da morajo tem ciljem tudi slediti, sicer jih lahko zasenči konkurenca.

## ***1.2 HIPOTEZE***

Odločila sem se, da bom v diplomski nalogi s pomočjo proučevanja teorije in raziskave na praktičnem področju poskušala potrditi dve hipotezi.

*Hipoteza 1:* "Najpomembnejše ovire slovenskih finančnih podjetij pri investicijah na oddaljene trge so:

- visoko tveganje, ki izvira iz nerazvitega pravnega, infrastrukturnega in administrativnega okolja (oddaljenega trga) ter pomanjkanje informacij in znanja o oddaljenih trgih."

Prva hipoteza sloni na teoriji o neposrednih tujih investicijah. Skozi nalogo bom raziskala, ali ta teorija drži tudi za investicije finančnih podjetij na oddaljenih trgih oziroma katere ovire na oddaljenih trgih stopijo v ospredje.

*Hipoteza 2:* "Glavni motiv za neposredne tuje investicije finančnih podjetij (investicijske sklade) na oddaljenih trgih so možnosti visokih donosov in že deloma izčrpani donosi na domačem trgu."

Pri potrjevanju druge hipoteze se bom osredotočila predvsem na praktični primer. Ravnanje družbe KD Group d. d. pri njenih investicijah v tujino mi bo razkrilo, kaj je

glavni razlog za investiranje na oddaljene trge. Pri raziskovanju bom upoštevala tudi teoretična izhodišča investiranja v tujini.

### ***1.3 METODOLOŠKI OKVIR***

V diplomskem delu sem uporabila deskriptivno metodo s pomočjo analize primarnih in sekundarnih virov. Pri pridobivanju podatkov o temi sem se poslužila kvantitativne in kvalitativne metode. Naloga je tudi empirična, saj gre za analizo konkretnih skladov in finančnih tokov ter učinkov. Poleg analize sekundarnih virov in empiričnih študij je uporabljena tudi analiza študijskega primera. Primerjalno raziskovanje sem uporabila pri oceni uspešnosti določenega investicijskega sklada. V dodatno pomoč pri diplomskem delu so mi bili tudi intervjuji z zaposlenimi družbe KD Investments d. d., mnenja njihovih analitikov in interne analize družbe KD.

### ***1.4 STRUKTURA NALOGE***

V diplomski nalogi bo poudarek na razvoju finančnih podjetij, posebej na investicijskih skladih in na razvoju investicijskih skladov v tujini, kjer so investitorji slovenska podjetja. Pot do ustanavljanja investicijskih skladov v Sloveniji in kasneje v tujini je bila dolga. Za lažje razumevanje, kako je prišlo do investicijskih skladov, bo v prvem delu diplome predstavljena tranzicija in procesi, ki se v njej pojavijo in ki vplivajo na razvoj investicijskih skladov. Investicijski skladi v tujini so produkt investiranja v tujino, zato bo del naloge posvečen tudi neposrednim tujim investicijam. Predstavljena bo pot razvoja investicijskih skladov v Sloveniji in procesi, ki so vplivali na razvoj investicijskih skladov pri nas. Posebej so predstavljeni oddaljeni trgi in trgi Vzhodne Evrope, ki so v procesu internacionalizacije trši oreh tudi za starejša in bolj internacionalizirana podjetja iz bolj tradicionalnih panog, še toliko bolj pa za finančna podjetja, ki so v procesu internacionalizacije v Sloveniji bolj na začetku poti. Svoje ugotovitve bom pridobivala iz teoretičnih izhodišč in dejanskih praktičnih primerov na področju investicijskih skladov. Opredelila bom razloge, zakaj finančna (investicijska) podjetja investirajo v tujini, na kaj se ozirajo, ko iščejo primerno območje investiranja, na katere ovire naletijo in kakšen je končni rezultat investicij v tujini za investicijske sklade. Poskušala bom prikazati tudi svet financ, kjer bom najprej opredelila pojem in delovanje finančnega trga ter pojem, razvoj in delovanje investicijskih skladov. Zadnji del naloge je posvečen preverjanju raziskovalnih hipotez na praktičnemu primeru investicijskih skladov.

Izbrala sem sklade investicijske družbe KD Group d. d., ker je ta investicijska družba na slovenskih tleh ena izmed prvih in najuspešnejših investicijskih družb.

## **2. KRATEK VPOGLED V RAZVOJ SLOVENSKEGA FINANČNEGA SEKTORJA**

Slovenija je gledano kot celota ena izmed najuspešnejših tranzicijskih držav. Za razliko od nekaterih drugih držav v regiji je izvedla prehod iz planskega v tržno gospodarstvo na postopen način. Cilj prvih reform je bil makroekonomska stabilizacija, notranja in zunanja liberalizacija in privatizacija, cilj drugega niza reform (strukturnih reform) pa je bil usmerjen na povečanje konkurenčnosti slovenskega gospodarstva na mednarodni ravni in na oblikovanje politik, ki bi bile družbeno in okoljevarstveno vzdržljive (Mrak 2002: 37–38). Uspeh se je pokazal zlasti pri tistih reformah, ki so bile izvedene v relativno zgodnjem obdobju tranzicije in so vključevale liberalizacijo zunanje trgovine, makroekonomsko stabilizacijo in zmanjšanje neposrednih subvencij. Manj uspešna pa je bila pri izvedbi nekaterih strukturnih in institucionalnih reform, vključno s tistimi v finančnem sektorju. Značilnost držav v tranziciji je, da so prevladujoče finančne institucije banke in da se raznolikost ostalih finančnih podjetij šele vzpostavlja. Tako je tudi v Sloveniji. Poudariti je potrebno, da v Sloveniji predstavlja razvoj kapitalskih trgov daleč najbolj dinamičen segment finančnega sektorja. Gre za popolnoma nov segment, ki pred začetkom procesov tranzicije v tem delu sveta ni bil poznan. Danes je finančni sektor še vedno daleč od tega, da bi bil mednarodno konkurenčen – ne po elementih trdnosti, učinkovitosti, stroškov ali različnosti ponudbe (Mrak 2002: 59). Na razvoj kapitalskega trga je odločilno vplival izbrani model certifikatske privatizacije (Mrak 2004: 148). Kako je to vplivalo na nastanek družbe KD Group d. d. bo predstavljeno kasneje.

"Trg kapitala in njegove institucije so se razvili predvsem kot instrumenti v podporo razdelitve delnic v procesih množične privatizacije in pozneje v procesih konsolidacije lastništva" (Mrak 2004: 148). Pooblaščen investicijske družbe in oba paradržavna sklada so kot največji igralci na trgu imeli predvsem nalogo prerazporediti premoženje. Trg je bil bistveno manj aktiven na področju akumulacije svežih prihrankov za naložbe v instrumente trga kapitala. Razvoj kapitalskega trga v Sloveniji v preteklih letih pa je

močno zaznamovala tudi monetarna politika Banke Slovenije. Vrsto let je omejevala svobodno gibanje portfeljskih lastniških investicij, kar je negativno vplivalo na razvoj trga kapitala v Sloveniji. Vzrok temu je bila skrb za stabilnost valute (Mrak 2004: 148). V obdobju tranzicije je bila namreč glavna skrb stabilizirati slovensko gospodarstvo, znižati inflacijo in spodbuditi gospodarsko rast.

Leta 2004 se je Slovenija pridružila EU. Vstop v EU ni prinesel dramatičnih sprememb v strukturi finančnega sektorja. Bančništvo je tisto, ki drži ključno mesto, v smislu strukture finančnega sektorja kot celote, povečuje pa se pomen drugih finančnih posrednikov, kot so zavarovalnice, investicijski skladi in trg kapitala. Ponudniki finančnih storitev iz tujine so že vstopili na slovenski trg, konkurenca pa se bo za domače ponudnike čedalje bolj zaostrovala (Mrak 2004: 149). Finančni sektor si je zadal nalogo boljše rekonstrukcije v prihodnosti na treh področjih: konkurenčnost in izgradnja le-te, regulacijska in nadzorna politika ter celotno približevanje EU zakonodaji (Mrak 2002: 59). Danes je vidno, da je na vseh treh področjih slovenski finančni sektor že napredoval, saj je Slovenija izpolnila pogoje za prevzem evra v predvidenem roku, stabilizirala tečaj (s tem zagotovila zunanje in notranje ravnovesje Slovenije in njen vzdržni konkurenčni položaj), sprejela program za odpravo administrativnih ovir, ustanovila Javno agencijo za podjetništvo in tuje investicije, viden pa je tudi napredek s strani regulacijske in nadzorne politike s sprejetjem raznih zakonov. Slovenija se tudi ofenzivno trži kot primerna lokacija za TNI in z raznimi zakoni spodbuja konkurenčnost (UMAR 2007). Finančni sektor pa kljub napredku še vedno ni na najboljši stopnji razvitosti, v kolikor ga primerjamo s sektorji v ostalih, bolj naprednih članicah EU.

Sledi predstavitev pojmov tranzicija, privatizacija, internacionalizacija, finančni trg in dogajanja v zvezi s temi pojmi na slovenskih tleh.

### 3. TRANZICIJA

Tranzicija pomeni prehod iz socialističnega v kapitalistični način gospodarjenja. V družbenem in političnem pogledu pa bi jo opisali kot prehod iz enopartijskega političnega sistema v večstrankarski parlamentarni sistem, kar velja predvsem za države severnovzhodne Evrope. Ta prehod pomeni tudi spremembe v zakonodaji države in gospodarsko preureditev države. Socialistične države so se s tranzicijo odločile za prehod iz centralno-planskega v tržno gospodarstvo, vstop na trg kapitala in preoblikovanje družbene lastnine v privatno (privatizacija). Tranzicija, ki pomeni prehod iz centralno-planskega v tržno gospodarstvo, zahteva makroekonomsko stabilizacijo in vrsto institucionalnih reform (Gala 2005: 1–3). V socialističnih državah se obdobju tranzicije priključi tudi proces denacionalizacije.<sup>2</sup>

Države v obdobju tranzicije izberejo določeno strategijo reform in politike reform. Katero strategijo reform izberejo, je odvisno od specifičnih okoliščin, v katerih se država v tranziciji nahaja. Strategije reform se med seboj razlikujejo; poznamo 3:

- **šok terapijo**; gre za hitro realokacijo resursov, ki se je na kratek in srednji rok izkazala za predrag pristop, vsaj za socialistične države;
- **pristop postopnih sprememb**; je bil uspešno uveden na Kitajskem že v 70-ih, vendar dolgo traja;
- **pristop hitre prilagoditve**; naprej se deli na **čvrstejšo in šibkejšo obliko**; ta pristop je bil najbolj primeren za države Severne in Vzhodne Evrope. Izbrala ga je tudi Slovenija (Gomulka 2000: 1–4).

Čvrstejša oblika pristopa hitre prilagoditve pomeni, uvedbo restriktivne makroekonomske politike, liberalizacijo cen in zunanje trgovine ter vzpostavitev procesa obsežne privatizacije. Restriktivna makroekonomska politika se mora vzdrževati za vsako ceno. Da bi bila transformacija uspešna, je potrebna odprtost trgov za tuje dobrine, prost pretok ljudi ter dobra razpršenost stroškov transformacije, pomembno pa je tudi izkazovanje podpore izbranim reformam s strani uspešnih politikov (Gala 2005: 4).

---

<sup>2</sup> Denacionalizacija pomeni, da se premoženje, ki je bilo nacionalizirano, povrne prejšnjim lastnikom (Tavzes 2002: 193).

Glavni cilj, ki ga je želela doseči Slovenija v procesu tranzicije, je bil ustvariti vzdržljivo rast in povečati konkurenčnost države na nivo, ki bo omogočal uspešno integracijo v EU (Mrak, Rojec in Potočnik 2002: 59). Med tranzicijo je podjetniški sektor v Sloveniji izgubil znaten del tradicionalnih trgov v bivših državah članicah Sveta za skupno ekonomsko pomoč na Bližnjem Vzhodu in v bivši Jugoslaviji (Simoneti, Rojec in Gregorič 2004: 225). Poleg tega je ta proces hitre prilagoditve prinesel tudi visoko inflacijo, veliko povečanje obrestnih mer, likvidnostno krizo in bankrote podjetij. Vse to je vplivalo na ustavitev investicij v tujino, saj podjetja niso več dobila posojil (Simoneti, Rojec in Gregorič 2004: 226). Bolj pozitivni vidiki tega pristopa so vidni danes, ker so se počistile poti za boljšo rast gospodarstva, razrešila so se lastninska vprašanja in odprlo se je sodelovanje z novimi trgi. Slovenija je v procesu tranzicije uspešno in hitro znižala hiperinflacijo, obdržala davčno in zunanjo ravnovesje, sprejela davčno in pokojninsko reformo in liberalizirala trgovino, izvedla privatizacijo ter ponovno vzpostavila gospodarsko rast. Vseskozi pa je obdržala davčno in zunanje (external) ravnovesje. Glavni izziv za prihodnost ostajajo družbeno-ekonomske reforme (Mrak, Rojec in Potočnik 2002: 42–44).

S tranzicijo se je povečala možnost internacionalizacije gospodarstva. Kaj je internacionalizacija in kakšno internacionalizacijo je izbrala Slovenija, si bomo pogledali v naslednjem poglavju.

#### **4. INTERNACIONALIZACIJA**

Tavzes (2002: 508) opredeli besedo internacionalizacija kot "razširitev na več držav; razširitev obravnave, reševanja na mednarodno raven." V strokovni literaturi pa ne moremo najti vsesplošne, enotne opredelitve internacionalizacije.

Internationalizacija se v širšem pomenu nanaša na "vse oblike mednarodnega ekonomskega sodelovanja. Torej gre za širjenje ekonomske dejavnosti med več držav oziroma za vključevanje v mednarodno menjavo in mednarodno proizvodnjo. Gre torej za vsemednarodne ekonomske tokove" (Trtnik 1999: 7). Ena izmed opredelitev je tudi, da "internationalizacija pomeni širjenje podjetja preko meje matične države" (Jaklič 2002: 173).

Internacionalizacija poteka vedno vsaj v dveh smereh: **vhodni** in **izhodni**. Vhodna ali navznoter naravnana internacionalizacija pomeni, da je mednarodno poslovanje v določeni državi posledica vpliva tujih tekmecev na njenem trgu, ki sili k sodelovanju v domači trg usmerjena podjetja, s tujimi ekonomskimi subjekti. To se zgodi zaradi širitev ali rasti tujih podjetij, na primer z uvozom, s skupnimi vlaganji s tujci v domači državi, s sprejemanjem licenc ali s poslovnimi enotami v popolnoma tuji lasti. Gospodarstvo se lahko internacionalizira tudi izhodno in sicer tako, da domača podjetja razširjajo svojo dejavnost preko nacionalnih meja. Poznamo še kooperativno internacionalizacijo; pri tej gre za kooperacijske sporazume in strateške zveze. Le-ta je vse bolj prisotna z naraščanjem kapitalskih povezav. Gospodarstva navadno začnejo svoj proces internacionalizacije z vhodno, sledi izhodna, ki je podkrepljena s kooperativno (Trtnik 1999: 8). Ti procesi po Jakliču (1996: 388) predstavljajo tristopenjski model internacionalizacije. Torej govorimo postopni internacionalizaciji. Jaklič te stopnje poimenuje drugače kot Trtnikova. Prva stopnja je odvisna (pasivna), druga je neodvisna in tretja kooperativna (obe aktivni internacionalizaciji) (Jaklič 1996: 388). Teorijo postopne internacionalizacije omenja tudi Skandinavška šola, avtorja Vahlne in Loustarinen (Svetličič 2004). Skandinavška šola poudarja postopnost procesa internacionalizacije. Kot prvo ali predfazo tega procesa omenja delovanje v domačem okolju, kjer si podjetja skušajo pridobiti določene izkušnje predno se podajo v naslednjo fazo (Svetličič 1999: 45).

Omenjena avtorja navedeta 3 faze; v prvi fazi se investira na trg, ki je lokacijsko blizu (primer: sosednja država). Sledi izvažanje, kasneje se ustanovi podjetje v tujini, ki se na začetku loti manj zahtevnih dejavnosti, nato pa vse bolj zahtevnih (Svetličič 2004).

V nadaljevanju bom predstavila, kaj pravi teorija o tujih neposrednih investicijah in katero pot je ubrala Slovenija v fazi tranzicije.

#### **4.1 SLOVENIJA IN INTERNACIONALIZACIJA**

Slovenija in še nekatere bivše socialistične države se niso držale predvidenega teoretičnega investicijskega razvojnega modela, ki predpiše najprej vhodne investicije in potem izhodne. Napredne tranzicijske ekonomije (tudi Slovenija) so se poslužile obratne poti in začele s TNI v tujini. V obdobju pred tranzicijo smo ravno tako imeli TNI v tujini, ki jih Svetličič poimenuje "sistemske ubežne TNI". Kasneje pa sledijo TNI v domačo državo. V socialističnih državah vhodne TNI niso bile dopuščene. Tipični primer nesledenja predvidenega investicijskega razvojnega modela sta Slovenija in Poljska (Svetličič 2003: 9). Slovenija je izjema, ki odstopa od predvidenega postopnega modela internacionalizacije v začetnih fazah, druge tranzicijske države pa več ali manj sledijo temu modelu (Svetličič 2003: 10). Ključno vlogo v procesu internacionalizacije imajo TNI, na makro in na mikro nivoju. Privatizacija in green-field investicije postanejo pomembne oblike TNI, potencialna rast novih trgov vzpodbuja vstop na nove trge, globalna konkurenčnost zahteva globalno financiranje in izkoriščanje konkurenčnih vložkov. Takšne vloške lahko proizvajajo nizkstroškovne države s stabilnim okoljem. Tako se predhodno zaščiten nacionalna področja strateškega pomena, začnejo odpirati tujim investitorjem. (Inotai 1996: 381–382). Z internacionalizacijo lastnih podjetij pa spodbujamo tudi domače podjetništvo in konkurenčnost na domačem trgu (Svetličič, Rojec, Trtnik 2000: 627). Predvsem zadnja leta v Sloveniji izstopajo tista podjetja (med njimi tudi KD), ki so globalna ob nastanku in velja investicija v tujino za njihovo prvo mednarodno potezo (Jaklič in Svetličič 2003: 154).

Za slovenska finančna podjetja in zagotavljanje donosnosti njihovih naložb je pomembna izhodna internacionalizacija. Izhodna internacionalizacija ima več pojavnih oblik; kot izvoz, kot neposredna tuja investicija ali kot razne pogodbene oblike dolgoročnega sodelovanja med podjetji (Svetličič, Rojec in Trtnik 2000: 623). Družba KD se ni držala predpostavljene poti postopne internacionalizacije, ampak je začela najprej z izhodno internacionalizacijo, ki ji je sledila kooperativna in nazadnje vhodna. Slednja se odvija predvsem na željo poslovnih partnerjev, ki pristopijo k družbi v želji po sodelovanju (Intervju z analitikom 2 2007). KD velja za najbolj internacionalizirano slovensko investicijsko družbo, saj ima največ neposrednih naložb v tujini in je bila prva, ki se je lotila investiranja na oddaljene trge ter odpiranja skladov v tujini. Po



svojih skladih v tujini je še danes številčno vodilna v Sloveniji. Po besedah analitika 2 družbe KD (2007) je razlog za uspešno internacionalizacijo družbe ravno njena agresivnost pri osvajanju novih trgov, odprtost za poslovanje s tujci in dobra analiza bodočih trgov.

Velik vpliv na internacionalizacijo slovenskega finančnega sektorja pa je imela privatizacija. V nadaljevanju bom predstavila pojem privatizacije in njen vpliv na finančni sektor v Sloveniji.

## **5. PRIVATIZACIJA**

Bannock (et al. 1987) pojem privatizacije definira kot "prodajo državnega kapitala v nacionaliziranih industrijah ali drugih podjetjih privatnim investitorjem, pri čemer država izgubi, ali pa ne, kontrolo v njih." Vsebinsko naj privatizacija ne bi bila le premik proti privatni lastnini ali stran od državne, ampak hkrati tudi premik od državne regulacije, ki omejuje pravice posameznika pri uporabi sredstev (Mencinger 1995).

"Privatizacija ali olastninjenje podjetij je lastninsko preoblikovanje podjetij z družbeno lastnino v podjetja s privatno lastnino oziroma z znanimi lastniki na celotnem trajnem kapitalu preoblikovanega podjetja z namenom doseči učinkovitejše poslovanje podjetij." (Žnidaršič Kranjc 1999) Lahko bi rekli, da je glavni razlog za privatizacijo predvsem zmanjšanje vpliva države na odločitve podjetij in obenem poenostavljanje in reduciranje birokratskih postopkov. Poleg tega je namen privatizacije tudi povečati priliv sredstev v državni proračun, povečati konkurenco na trgu ter doseči višji življenjski standard (Praprotnik 2002: 13–14).

Načinov privatizacij je več vrst (Simoneti in Boehm 1992):

- konvencionalna centralizirana metoda privatizacije,
- decentralizirana metoda privatizacije,
- masovna privatizacija – proces, kjer se podjetja v državni lasti takoj preoblikujejo v delniške družbe, delnice podjetja pa se brezplačno razdelijo prebivalcem države preko certifikatov ali preko investicijskih družb in pokojninskih skladov;
- indirektna privatizacija.

- spontana ali divja privatizacija,
- delitev podjetij na velika in mala.

Slovenija se je v obdobju tranzicije poslužila mešanice več vrst privatizacij (masovne, odplačne, postopne, decentralizirane, kontrolirane, vključevanje institucionalnih lastnikov in ustavitve rasti poslovnih skladov družbenih podjetij). (Žnidaršič Kranjc 1999: 42)

### **5.1 PRIVATIZACIJA IN RAZVOJ INVESTICIJSKIH SKLADOV V SLOVENIJI**

Z začetkom privatizacije se v Sloveniji pojavijo investicijski skladi. V Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij iz leta 1992 so bili prvič tudi uzakonjeni kot subjekti privatizacije. Pogoji za ustanovitev investicijskih skladov so bili opredeljeni v Zakonu o investicijskih skladih in družbah, ki je stopil v veljavo leta 1994 (Žnidaršič Kranjc 1999: 41). Za začetek investicijskih skladov v Sloveniji je pomembno razumevanje Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij in razumevanje dogodkov, ki jih je le-ta sprožil.

Bistvo Zakona o preoblikovanju podjetij je bilo v preoblikovanju družbene lastnine v privatno in državno. Slednje pomeni olastniti podjetja in porazdeliti družbeni kapital med vse subjekte družbe, v podjetjih pa vzpostaviti kapitalsko upravljalno službo, ki bo omogočala bolj učinkovito upravljanje s kapitalom podjetja (Žnidaršič Kranjc 1999: 41–42).

V Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij je bila predvidena odplačna in tudi brezplačna razdelitev družbenega kapitala državljanom RS ter zaposlenim v podjetjih v postopku privatizacije. Po zakonu naj bi se družbeni kapital razdelil na sledeč način:

- 40 % družbenega kapitala gre institucionalnim lastnikom, od katerih 20 % prejme Sklad za razvoj, ki mora ta kapital naprej razdeliti pooblaščenim investicijskim družbam; 10 % družbenega kapitala dobi Odškodninski sklad, s katerim bo lahko pokrival finančne potrebe v denacionalizacijskih postopkih; preostalih 10 % družbenega kapitala dobi Kapitalski sklad pokojninskega in invalidskega zavarovanja;

- 20 % družbenega kapitala je namenjenih brezplačni interni razdelitvi delnic privatiziranih podjetij v zameno za lastniške certifikate, ki jih je vsem svojim državljanom izdala RS;
- Ostalih 40 % družbenega kapitala pripada odplačni privatizaciji na sledeče možne načine: notranji odkup delnic, javna prodaja delnic in javni razpis z zbiranjem ponudb (Žnidaršič Kranjc 1999: 43).

Da bi lažje razumeli privatizacijsko zgodbo in njen vpliv na razvoj investicijskih skladov, bom le-to predstavila na praktičnem primeru. Za praktični primer sem si izbrala investicijsko družbo KD Group d. d.

## **5.2 NASTANEK DRUŽBE KD**

Začetki segajo družbe KD segajo v čas Zadružne zveze Slovenije. V začetku devetdesetih se je pojavila potreba po ustanovitvi zaokroženega poslovnega sistema slovenskih kmetov, ki bi ga sestavljali blagovni finančni in investicijski sektor. Investicijski sektor je bil tisti, ki je manjkal. Vodilni v Zadružni zvezi so računali, da bodo lahko ustanovili družbo za upravljanje s certifikati, s katero bi lahko zagotovili sistem, ki bi omogočal konkurenčen razvoj slovenskega kmetijstva. Toda Zakon o investicijskih družbah je iz privatizacijskega procesa izločil edino zadruga ter jim prepovedal zbiranje certifikatov. Pojavila se je ideja, da bi to zbiranje opravil nekdo drug za Zadružno zvezo. Pomembni možje te ideje (Leo Frelih, Janez Bojc, Milan Kneževič in Miha Demšar) so izpeljali hišni natečaj za kandidata, ki bi ta projekt strokovno izpeljal. Med prijavljenimi na razpisu je bil tudi Matjaž Gantar (Gaši 2004: 12–13). Izbrana je bila družba PM&A, kjer je bil Gantar namestnik direktorja. Novoustanovljena družba (leta 1994) je dobila ime Kmečka družba (Gaši 2004: 20). V poslovnem načrtu zadružne pooblaščen družbe za nastajajočo Kmečko družbo d. d. piše, da sta podlago za združevanje partnerjev predstavljala predvsem takrat še neobstoječi Zakon o investicijskih skladih in predvidena privatizacija, ki naj bi se deloma izvajala preko pooblaščenih investicijskih družb. Taka družba je tudi osnovni smoter povezovanja partnerjev k skupnemu projektu (Gaši 2004: 50).

Certifikatov niso zbirali samo od kmetov, temveč tudi na terenu (Gaši 2004: 25). To so dosegli s pomočjo velike oglaševalske kampanje. Glavni sopobiralci oziroma partnerji pri pobiranju certifikatov so bili: Slovenska zadružna kmetijska banka, PM&A in

manjše število fizičnih oseb. V procesu zbiranja certifikatov so jim konkurirali mnogi.<sup>3</sup> KD-ju je uspelo zbrati skupno 120.000 certifikatov (Intervju z analitikom 2 2007). Danes je ime drugačno – Skupina KD Group (Gaši 2004: 24). Kakšen je bil razvoj družbe in njena področja investiranja, bo predstavljeno v poglavju Naložbe in internacionalizacija izbranega praktičnega primera KD d. d.

Ker je investiranje v tujino osrednja tema diplomskega dela, v nadaljevanju predstavim osnove investiranja in ovire, s katerimi se podjetja pri tem srečujejo.

## **6. TUJE NEPOSREDNE INVESTICIJE IN OVIRE TER TVEGANJA FINANČNIH PODJETIJ PRI NJIH**

Ko se podjetja odločajo za investiranje na tuje trge, jih zanimajo sledeči dejavniki :

- velikost trga in rast trga,
- kupna moč,
- nizki stroški poslovanja,
- pravni okvir oziroma regulative,
- davčno okolje in vzpodbude,
- administrativni postopki,
- kakšen je rating države,
- bližina države (Svetličič, Rojec in Trtnik 2000: 623–45).

Menim, da so isti dejavniki pomembni tudi pri investicijah finančnih podjetij na tujih trgih. Toda pri raziskovanju za praktični del svoje naloge, se je izkazalo, da dejavnik ugodnega davčnega okolja, za izbrano investicijsko družbo, le ni tako pomemben. Na vprašanje, kako pomembne so davčne oaze za KD pri izbiri trgov v tujini, so analitiki družbe KD odgovorili, da gre za precej nepomemben dejavnik pri izbiri trgov. Ta dejavnik vzamejo v poštev le v redkih primerih, in sicer takrat, kadar je to pomembno za njihove stranke (Intervju z analitikom 1 in Intervju z analitikom 2 2007).

Pri izboru same naložbe v določeno podjetje na tujem trgu pa ekonomski subjekt (v mojem primeru investicijsko podjetje) sledi trem korakom:

---

<sup>3</sup> V prilogi A je tabela s prikazom DZU, ki so konkurirale Kmečki družbi pri zbiranju certifikatov in delež zbranih certifikatov 1. 1. 1993.

1. Temeljna analiza – gre za analizo, ki določa izbor delnic, ki jih finančno podjetje želi kupiti (Mramor 1992: 131).<sup>4</sup>
2. Tehnična analiza – se opira na analizo gibanja trga naložb in analizo obnašanja ekonomskih subjektov. Spremlja gibanje cen delnic in iz preteklih podatkov poskuša predvideti morebitne spremembe v prihodnosti (Mramor 1992: 135).
3. Izbor ob predpostavki učinkovitosti finančnega trga – izbira naložbe je posledica predpostavljajanja, da finančni trg deluje učinkovito.<sup>5</sup>

Pri investiranju na tuje trge podjetja naletijo na razne ovire, ki so predstavljene v nadaljevanju.

### **OVIRE PRI INVESTIRANJU V TUJINO**

Pri neposrednih investicijah na tujih trgih so ovire sledeče (Svetličič, Rojec in Trtnik 2000: 635):

- pomanjkanje znanja, informacij, kapitala in kadrov,
- veliko tveganje,
- težave v zvezi z nadzorom in upravljanjem podjetja v tujini,
- neprepoznavne blagovne znamke investitorja,
- visoki stroški trženja,
- težaven prodor,
- neprijazno davčno, pravno in administrativno okolje ali nepoznavanje le-tega,
- neustrezni odnosi Slovenije s posamičnimi državami,
- neugodna zakonodaja, klima, regulativa v Sloveniji,
- neugodna zakonodaja, klima, regulativa v tuji državi,
- oddaljenost,
- korupcija v državi prejemnici,
- premajhna pomoč vlade podjetjem, ki želijo investirati (z vidika sofinanciranja ali z vidika navezovanja prvih stikov s tujimi podjetji),
- premajhna pomoč diplomatsko konzularnih predstavništav,
- pomanjkanje lastnih sredstev,

---

<sup>4</sup> Ta analiza se usmeri predvsem v tista podjetja, ki so delnice izdala. Temelji na informacijah o finančni moči podjetja, podatkih o preteklih izplačilih dividend, stopnji rasti celotnega prihodka podjetja v preteklosti, tržnih možnostih v prihodnosti, značilnosti panoge v kateri je podjetje, značilnostih njegove konkurence in splošnega ekonomskega in političnega stanja v državi in svetu (Mramor 1992: 131).

<sup>5</sup> Za bolj podrobno razlago vseh treh korakov izbora naložb glej Mramor 1992.

- težave pri zagotovitvi zavarovanj,
- kulturne razlike,
- nacionalistično vedenje potrošnikov, javnosti, oblasti,
- oblikovanje distribucijskih poti,
- nizke marže, postavljanje cene,
- omejena dostopnost in visoka cena finančnih sredstev.<sup>6</sup>

Finančne institucije se srečujejo pri svojem poslovanju tudi z zgoraj naštetimi ovirami, značilnimi za TNI, npr. pomanjkanje informacij, tveganje, nelikvidnost, neugoden razvoj politične situacije, zakonodaja itd. Izpostaviti pa je potrebno oviro, ki je prav posebej značilna za ta sektor. Gre za oviro tveganja v mednarodnih financah. Finančne institucije se namreč v večji meri izpostavljajo prav tej oviri oziroma nevarnosti pri investicijah. Pomembno je, da se tveganje redno spremlja, da se ne bi spremenilo v dejansko izgubo. Tveganj je več vrst in v nadaljevanju bom omenjeno oviro bolj podrobno predstavila.

### **6.1 OVIRE INVESTICIJSKIH DRUŽB PRI INVESTIRANJU V TUJINO**

Na praktičnem primeru KD Group lahko izpostavimo naslednje ovire, s katerimi se ta investicijska družba v glavnem srečuje na tujih trgih:

- nerazvito pravno in infrastrukturno okolje,
- nizka likvidnost,
- netransparentnost,
- visoki transakcijski stroški pri nakupih in prodajah,
- pomanjkanje informacij ali otežkočen dostop do informacij o naložbah in zadevah povezanih z naložbami,
- lastniška struktura podjetij, ki se izkaže za problematično, če gre za visok državni delež (npr. Rusija),
- obstajajo podjetja, ki jih želiš kupiti, pa jih ne moreš, ker ne kotirajo na borzi, ali pa kotirajo in jih je težko kupiti, ker se zelo malo trguje z njimi,
- politični vzroki,

---

<sup>6</sup> V prilogi B se nahaja tabela razdelitve ovir pri zunanji internacionalizaciji/zunanjih investicijah po Jakličevi in Svetličiču (2003: 151).

- zakonodaja; pridobitev dovoljenj od agencije, da lahko kupuješ na določenih območjih, birokracija z dovoljenji,
- visoka stopnja korupcije.<sup>7</sup>

Družba KD kot največjo oviro pri svojih investicijah na tujih trgih izpostavlja "nerazvito pravno in infrastrukturno okolje", kar sem postavila na prvo mesto med ovirami tudi v svoji hipotezi. KD se dostikrat sreča s tem problemom, ko želi vložiti v določeno podjetje, ki vsem drugim kriterijem ustreza, pa zaradi nerazvitega pravnega ali infrastrukturnega okolja tega ne more storiti. Kot praktični primer takšne ovire analitik KD-ja (Intervju z analitikom 2 2007) izpostavi Makedonijo. KD ima željo tam vložiti/odkupiti podjetje, toda pogoji, ki bi omogočali varen prehod lastništva iz enega podjetja na drugega, niso zagotovljeni, zato skrbnik (agencija) KD-ja ne dovoli te investicije, dokler se slednje ne uredi (Intervju z analitikom 2 2007). Kot primer slabe infrastrukture lahko omenimo Albanijo, kjer obstaja borza, vendar brez papirjev – borza na črno. Nerazvito pravno in infrastrukturno okolje je dejansko ovira, s katero se investicijske družbe največkrat srečajo in na podlagi praktičnega primera sem svojo hipotezo tudi potrdila. Izpostavila bi, da se s to oviro investitorji prednostno srečajo na regiji Vzhodne Evrope in novo razvijajočih se trgov, kamor v veliki večini vlagajo – ugotovimo lahko, da so našteve ovire, ki jih KD izpostavi pri svojem poslovanju, ravno tako ovire drugih investicijskih podjetij, ki vlagajo na Vzhodne trge (med njimi tudi oddaljene trge).

"Tveganje" pa je posledica ovir, s katerimi se srečujejo finančne institucije na tujih trgih. Ker ni zanemarljivega pomena za investitorje, ampak ima velik vpliv na njihove odločitve in lahko predstavlja tudi oviro, sledi pregled tveganj finančnih institucij.

---

<sup>7</sup> Podjetja se poslužijo podkupovanja, da se lahko udeležijo nekega posla; npr. nakupa premoženja določenega podjetja. To podjetju omogoči začetne pogovore o možnosti nakupa in velja za običajno prakso v nekaterih vzhodnoevropskih državah. Rusija je značilen primer (Intervju z analitikom 1 2007).

## 6.2 TVEGANJA FINANČNIH INSTITUCIJ

**Obrestno tveganje:** opredelimo kot tveganje potencialne izgube zaradi neugodnega gibanja obrestnih mer (Rosenberg 1993: 165).<sup>8</sup>

**Tržno tveganje:** se pojavi zaradi sprememb v gibanju obrestnih mer, tečajev in cen premoženja (Saunders 1999: 106).<sup>9</sup>

**Kreditno tveganje:** pojmuje kot neizpolnitev obveznosti kreditojemalca iz sklenjenih kreditnih pogodb (Modra linija holding d. d. 2006: 8).<sup>10</sup>

**Valutno tveganje:** je tveganje, da bodo spremembe v vrednosti valute vplivale na vrednost premoženja v tujini (Saunders 1999: 111).<sup>11</sup>

**Likvidnostno tveganje:** nanaša se na spremembo v povpraševanju ali ponudbi vrednostnih papirjev, ki lahko povzroči večje nihanje tržne cene (Veselinovič 1995: 257).<sup>12</sup>

**Tehnološko tveganje:** se pojavi takrat, ko investicije v tehnologijo ne prinesejo znižanja stroškov, ki so ga investitorji predvideli (Saunders 1999: 110).

**Državno tveganje:** Zajema široko področje različnih tveganj, vključujoč politično in ekonomsko tveganje (Prohaska 1999: 193). Gre za koncept ocene rizičnosti okolja, v katerem se neki posli dogajajo. Ocenjuje se poslovno okolje, inflacijo in politični riziko.

---

<sup>8</sup> Finančne institucije so mu izpostavljene takrat, kadar so slabo predvidele gibanje obrestnih mer in bo to gibanje negativno vplivalo na investicije (Saunders 1999: 104).

<sup>9</sup> Z vidika poslovanja z vrednostnimi papirji je to tveganje izgube vrednosti zaradi spremembe cen vrednostnih papirjev, ki sestavljajo naložbeni portfelj. Tako tveganje lahko izhaja iz dejavnikov, povezanih z izdajateljem vrednostnega papirja, kot tudi zaradi sprememb makroekonomskih pogojev poslovanja v okolju, v katerem se izvaja naložbena politika (Rosenberg 1993: 195). To tveganje lahko zmanjšamo z razpršitvijo portfelja v več vrednostnih papirjev različnih izdajateljev, ki delujejo v različnih panogah. Tržno tveganje je resno tveganje za delničarje družbe (Modra linija holding d. d. 2006: 8).

<sup>10</sup> Načeloma so temu tveganju izpostavljene vse vrste finančnih institucij, bolj izpostavljene pa so mu tiste, ki dajejo dolgoročne kredite ali kupujejo dolgoročne obveznice (Saunders 1999: 107).

<sup>11</sup> Gre za spremembe, ki se pojavijo pri nihanjih valut. Seveda moramo imeti dve različni valuti, da lahko govorimo o riziku; npr.: slovenski investitor investira na Japonskem. Lahko ga opredelimo tudi kot tveganje potencialne vrednosti izgube instrumenta (portfelja) zaradi spremembe enega ali več deviznih tečajev (Kristl 2004: 58).

<sup>12</sup> Zgodi se lahko, da je vrednostni papir težko ali nemogoče prodati v kratkem času po razumni ceni, zato ga prodamo po nižji, ker tako od nas terjajo okoliščine. Nelikvidnost povečuje razliko med ponujeno in povpraševalno ceno na trgu; ti dve se lahko močno razlikujeta od povprečne tržne cene (Veselinovič 1995: 257). Pri vrednostnih papirjih se v praksi tako tveganje pojavi takrat, kadar želijo investitorji prodati vrednostne papirje v čim krajšem času.



Te ocene podajajo naslednje institucije: komercialne banke, izvozno-kreditne agencije, mednarodne finančne institucije, specializirani časopisi, informacijski sistemi, bonitetne agencije (Mrak 2005). Bonitetne agencije ocenjujejo tako države kot podjetja. Za finančna podjetja, ki imajo investicijske sklade, so ocene bonitetnih agencij ene izmed tistih, ki jih upoštevajo pri analizi države, v katero bi radi vlagali (Mrak 2005). To je tveganje kreditodajalca, ki je povezano z varnostjo države, iz katere je kreditjemalec (Veselinovič 1995: 312). Saunders (1999: 113) ga opredeli kot tveganje, da bi bila izplačila od tujih posojiljemalcev prekinjena ali motena zaradi vmešavanja tujih vlad.

**Skrito tveganje (off balance sheet risk):** to tveganje se nanaša na financiranje iz neobičajnih virov (Saunders 1999: 108).<sup>13</sup>

**Insolventnost:** je tveganje, da finančna institucija ne bi imela dovolj kapitala za kompenziranje oziroma nadomestilo pokrivanja izgub, ki so posledica nenadnega padca vrednosti njenega premoženja glede na njene obveznosti. To tveganje je posledica kateregakoli od zgoraj naštetih tveganj (Saunders 1999: 114).<sup>14</sup>

Tveganje, ki najbolj pesti investitorje, je deželno tveganje, saj le-to zajema značilnosti večjih tveganj v enem.<sup>15</sup> Katero pa je tisto, ki je najbolj izpostavljeno pri mojem praktičnem primeru, bom predstavila v poglavju o naložbah. Sledi poglavje, ki uvrsti finančne institucije na trgu in pojasni pod katero vejo finančnih institucij spadajo investicijski skladi. Opredelila bom tudi ostale pojme, ki jih zasledimo v finančnem sistemu.

---

<sup>13</sup> Torej se ne financiramo tako, da se zadolžimo, ampak se financiramo s pomočjo npr. združevanj podjetij, partnerstev na področju raziskav in razvoja in možnosti zakupov (zakupna doba). Tveganje je povezano s prekomerno rastjo premij, nagrad in nepredvidenih izdatkov, ki se pojavijo v teh procesih. To tveganje je na bilanci prikazano posebej, kot neobičajno tveganje (Saunders 1999: 108).

<sup>14</sup> Tveganje odpoklica – podrobnejša razlaga v Prohaska, Zdenko (1999) *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

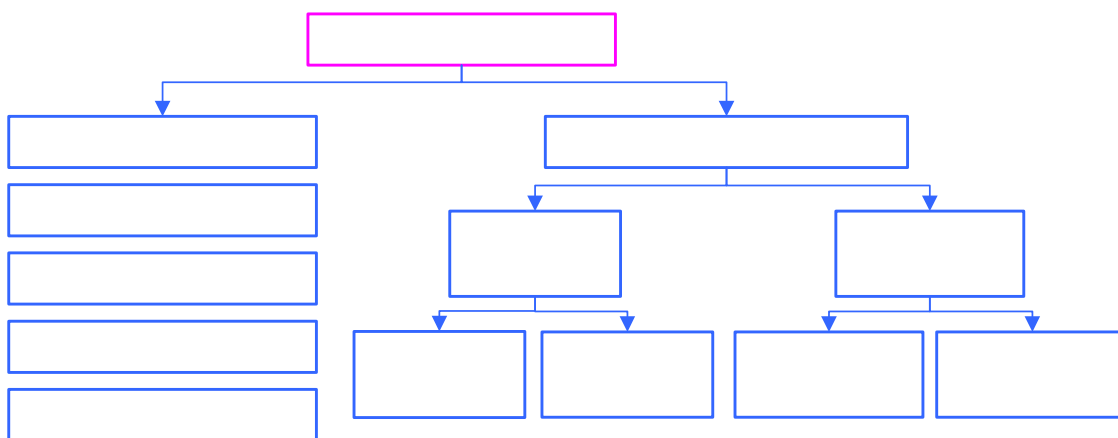
<sup>15</sup> Tveganja po Mraku (2005) so predstavljena v prilogi C.

## 7. FINANČNI SISTEM IN TRG KAPITALA

**Finančni sistem** je pomemben del narodnega gospodarstva. Sestavljajo ga finančne institucije, finančni trgi in finančni inštrumenti. Naloga finančnega sistema je vzpostavitev povezave med varčevalci in investitorji (Bahovec 2004: 3).

**Finančne institucije** so finančni posredniki za prenos finančnih prihrankov med končnimi varčevalci in končnimi investitorji. Glede na funkcionalno načelo delimo finančne institucije na depozitne in nedepozitne. Depozitne finančne institucije imajo skupno značilnost, in sicer zbiranje finančnih prihrankov varčevalcev na osnovi vlog oziroma depozitov z različnim rokom zapadlosti (vezane vloge, vloge na vpogled). Največkrat prenašajo zbrana sredstva varčevalcev na deficitne gospodarske celice z odobravanjem posojil, delno pa tudi z nakupom njihovih vrednostnih papirjev (Prohaska 1999: 6, 7). Depozitni finančni posredniki so komercialne banke, hranilno-kreditna združenja, hipotekarne banke in kreditne zveze (Bahovec 2004: 4).

**Skica 7.1:** Finančne institucije



Vir: Bahovec (2004: 3).

*Nedepozitne finančne institucije* delimo v dve podskupini: pogodbene finančne institucije in investicijski skladi. Pogodbene finančne institucije na podlagi sklenjenih pogodb, zagotavljajo različne vrste izplačil denarnih zneskov v prihodnosti. Sem štejemo pokojninske sklade in zavarovalniške družbe (Prohaska 1999: 8).

Investicijski skladi omogočajo posameznikom, da naložijo svoje finančno premoženje posredno v vrednostne papirje. Investicijski skladi so čisti finančni posredniki, saj

varčevalcem omogočajo predvsem zmanjševanje tveganja in nudijo strokovno upravljanje prihrankov varčevalcev. Slednje ni lastnost pogodbenih finančnih institucij (Prohaska 1999: 8).

Skupna značilnost nedepozitnih finančnih institucij je predvsem njihova usmerjenost v nakup dolgoročnih vrednostnih papirjev podjetij oziroma države. Ta značilnost je vplivala na dodatno ime za nedepozitne finančne institucije, ki se glasi: investicijske finančne institucije oziroma institucionalni investitorji (Prohaska 1999: 8).

**Finančni trg** je skupek odnosov med ponudbo in povpraševanjem po finančnih sredstvih. Osnovna funkcija (ekonomska funkcija) finančnega trga je učinkovito alociranje finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim ekonomskim celicam (Prohaska 1999: 9–10). Finančna funkcija finančnih trgov pa je zagotavljanje likvidnosti in možnosti razpršitve naložb (diverzifikacija) (Bahovec 2004: 6).

### **7.1 DELITEV FINANČNEGA TRGA**

Najširša delitev je delitev na denarni trg in na trg kapitala. Ta dva trga se med seboj razlikujeta glede na rok prenosa finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim celicam na finančnem trgu (Prohaska 1999: 11).

**Trg denarja** je del finančnega trga, na katerem se trguje s kratkoročnimi finančnimi inštrumenti; sem štejemo kratkoročna posojila in vrednostne papirje, ki imajo do dospelja manj kot eno leto. Tipični kratkoročni papirji so: blagajniški zapisi<sup>16</sup> (izda jih centralna banka in poslovne banke), zakladne menice<sup>17</sup> in komercialni zapisi<sup>18</sup> (izda jih nebančni izdajatelj) (Bahovec 2004: 6).

**Trg kapitala** je del finančnega trga za dolgoročne finančne naložbe. Temeljne funkcije trga kapitala po Mramorju (1998: 1) so:

- da omogoča in spodbuja oblikovanje čim večjega obsega prihrankov,
- usmerja zbrane prihranke v čim boljše investicije,

---

<sup>16</sup> To je kratkoročni vrednostni papir, ki se glasi na določen denarni znesek, z določenim rokom dospelosti in določeno obrestno mero (Veselinovič 1995: 56).

<sup>17</sup> Zakladna menica je kratkoročni državni vrednostni papir, namenjen zbiranju denarnih sredstev (Mramor 1993a: 137), bolj prioritarno pa reguliranju obrestnih mer (Ryland 1998: 188).

<sup>18</sup> Kratkoročni vrednostni papir, ki služi za pridobivanje kratkoročnih denarnih sredstev večjim podjetjem (Veselinovič 1995: 58).

- da omogoča oblikovanje optimalnejše likvidnosti ekonomskih subjektov.

Da bi se vse našteje funkcije učinkovito opravljale, je potrebno na trgu zagotoviti varnost, zaupanje, transparentnost, likvidnost, stabilnost in donosnost (Mramor et al. 2000: 304).

Na trgu kapitala poteka trgovanje z dolgoročnimi finančnimi inštrumenti:

- lastniškimi vrednostnimi papirji (delnice podjetij in finančnih institucij),
- dolžniškimi vrednostnimi papirji (obveznice podjetij, bank, države, občin, državnih institucij in skladov) (Bahovec 2004: 7).

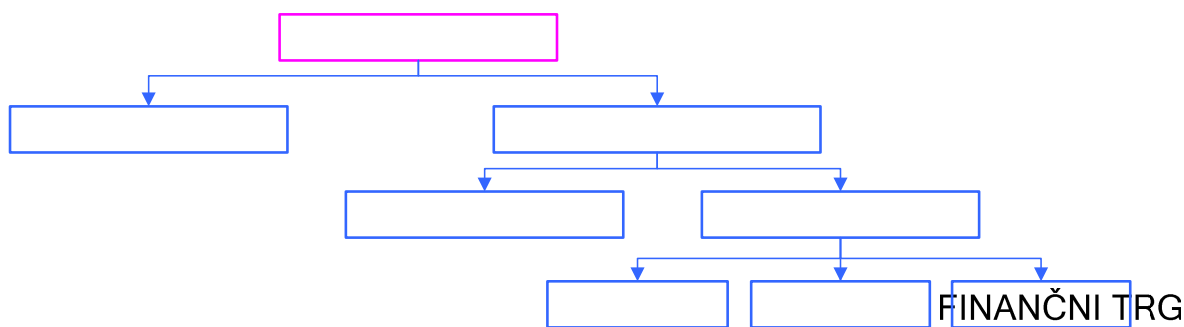
Sredstva, vložena na trgu kapitala, imajo predvsem naložbeno funkcijo, ki naj bi zagotovila vlagatelju večji donos (Špec 1996: 23).

Ena od delitev trga kapitala je na *trg dolgoročnih posojil* in *trg vrednostnih papirjev*.

Trg posojil predstavlja pogodbeno dogovorjeno neposredno razmerje med posojilodajalcem in posojilojemalcem. Trg vrednostnih papirjev pa je za razliko od trga posojil neoseben ali javen trg, kar pomeni, da se kupci in prodajalci med seboj ne poznajo, ker trgovanje večinoma poteka preko agentov ali borznih posrednikov (Prohaska 1999: 11).

**Trg vrednostnih papirjev** se deli na primarni in sekundarni trg, zadnji se deli še na terciarni in kvartarni (Bohorč 2001: 5). Primarni trg je namenjen novoizdanim (emisijskim), prvič ponujenim vrednostnim papirjem. Sekundarni trg je namenjen trgovanju z že obstoječimi finančnimi oblikami. Na tem trgu vrednostnih papirjev se vrši preprodaja vrednostnih papirjev in menjava lastništva (Bahovec 2004: 8).

**Skica 7.1.1:** Ena od možnih delitev finančnega trga



Vir: Dimovski, Gregorič (2000: 1).

Opis skice 7.1.1:

### TRG DENARJA

Finančni trg se deli na trg kapitala in trg denarja. Nadalje se trg kapitala deli na primarni in sekundarni trg; sekundarni trg pa se razdeli še na terciarni, kvartalni<sup>19</sup> in borzo. Omenjene delitve finančnega trga so nam splošno gledano najbolj poznane. Predstavila pa bom še eno delitev finančnih trgov, ki kar najboljše predstavlja praktični primer diplomske naloge, ker se investicije KD Group-a z lahkoto in nazorno uvrstijo vanjo.

PRIMARNI TRG

Po Mraku (2002: 517–21) se razdeli finančne trge glede na model dveh avtorjev Dufey-ja in Giddy-ja na sledeč način:

1. Glede na vlogo denarja na posameznih trgih:
  - a) Finančni trgi, kjer ima denar vlogo plačilnega sredstva (devizni trgi),
  - b) Finančni trgi z vlogo denarja kot kredita (mesto srečanja neto varčevalcev in neto investitorjev).
  
2. Glede na način posredovanja sredstev med neto varčevalci in neto investitorji:
  - a) Trgi brez posredovanja finančnih posrednikov (trgi obveznic, trgi delnic in trgi izvedbenih finančnih instrumentov),
  - b) Trgi s posredovanjem finančnih institucij (denarni trg in trg bančnih kreditov).

---

<sup>19</sup> Terciarni trg: je trg, na katerem se z vrednostnimi papirji, ki kotirajo na borzi, trguje mimo borze; Kvartalni trg: trg, na katerem z večjimi količinami vrednostnih papirjev med seboj trgujejo veliki, zlasti institucionalni investitorji (Ljubljanska borza d. d. 2007).

3. Glede na jurisdikcijo oziroma po lokaciji transakcije, v okviru katere je izvedena transakcija:
- a) Nacionalni finančni trgi – namenjeni transakcijam med rezidenti države:
    - Denarni trg,
    - Kapitalski trg (trg obveznic, delnic in izvedbenih finančnih instrumentov).
  - b) Tuji finančni trgi – finančne transakcije na teh trgih potekajo med rezidenti države in nerezidenti in zapadejo pod jurisdikcijo države, v kateri se transakcija opravlja:
    - Tuji denarni trgi,
    - Tuji kreditni trgi,
    - Trgi tujih obveznic,
    - Trgi tujih delnic.
  - c) Evrofinančni trgi oziroma zunanji finančni trgi – finančne transakcije na teh trgih niso predmet omejevanja, ki jih za te transakcije postavlja nacionalna zakonodaja:
    - Evrovalutni trgi,
    - Trgi evroobveznic,
    - Trgi drugih evrovrednostnih papirjev.

KD družbo bi po tej delitvi umestili na trge s posredovanjem finančnih institucij, ker je finančna institucija, podrobneje investicijska družba. Glede na Mrakovo delitev finančnih trgov je KD prisotna na finančnem trgu z vlogo denarja kot kredita, trgu s posredovanjem finančnih institucij, na nacionalno finančnem denarnem trgu, s skladom KD MM. Z ostalimi slovenskimi skladi (KD Galileo, KD Bond, KD Rastko itd.) je prisotna na nacionalnem finančnem kapitalskem trgu. Na tujih finančnih trgih je glede na sklade KD prisotna na trgu tujih obveznic in tujih delnic (skladi KD DeLux, KD Russia itd.) in tujem denarnem trgu (sklad KD MM). KD je prisotna tudi na vseh evrofinančnih trgih (specifikacija po skladih ni javno objavljena). Po prvi delitvi, kot jo opredeli Bohorč (2001: 5) pa uvrstimo KD na sekundarni trg.

Subjekti finančnega trga so: depozitne družbe, zavarovalnice, investicijske banke, vzajemni skladi, finančna podjetja (Saunders 1999: 1).

## 8. NALOŽBE FINANČNIH INSTITUCIJ

Zakaj se podjetja odločajo investirati v tujino?

Investicije v tujino pripomorejo k boljši konkurenčnosti podjetja na trgu, pridobivanje novih znanj, dopolnjevanje svojih sposobnosti z nekimi novimi, drugačnimi, boljšimi dostopi do proizvodnih dejavnikov, ki so lahko tudi cenejši, ohranjanje ali odpiranje trgov, povečanje učinkovitosti delovanja lastnega podjetja in strateški razlogi (Svetličič, Rojec in Trtnik 2000: 625, 632). Toda Slovenija kot država ima predsodke glede TNI v tujino. Na take vrste investicij gleda namreč kot na odliv kapitala, izvoz delovnih mest, na antipatriotično dejavnost. Nekateri vidijo TNI tudi kot privatizacijske špekulacije oziroma okoriščenja. Ni pa nujno, da investicije v tujino pomenijo erozijo domačih investicij. Odvisno je od načina investiranja TNI. Če se jih investira s pretežno domačimi viri, potem to pomeni, da bo manj sredstev ostalo za domače investicije. Če pa se kapital za investicije najema na tujih trgih, pa pravimo, da TNI v tujini dopolnjujejo domače investicije (Svetličič, Rojec in Trtnik 2000: 628, 640). Med slovenskimi investitorji na tujih trgih prevladujejo naložbe v proizvodnjo, na sektorju storitev pa finančno posredništvo (Jaklič 2003: 209).

Sama naloga se osredotoča na investicijske sklade in njihove investicije. Pri investicijskih skladih moramo razlikovati med portfoljo investicijami in TNI.<sup>20</sup>

Za investitorje v investicijske sklade je pomembna "portfoljo teorija", ki pravi, da investitorji oblikujejo portfelj<sup>21</sup> svojih investicij v pričakovanju, da bodo maksimirali svoj dobiček glede na naložbo. V zakup vzamejo tudi riziko, ki so ga pripravljene sprejeti, seveda pa želijo, da je čim manjši (Fabozzi 1992: 121). Večinoma pri investicijskih družbah prednjačijo TNI v izbrana podjetja.

Družba KD posluje običajno preko podjetij v skupini, kjer ima večinski delež in preko pridruženih podjetij, kjer se lastništvo v kapitalu giblje med 20 % in 50 %. Lažjo predstavo strukture družbe KD predstavlja organigram družbe na naslednji strani.<sup>22</sup>

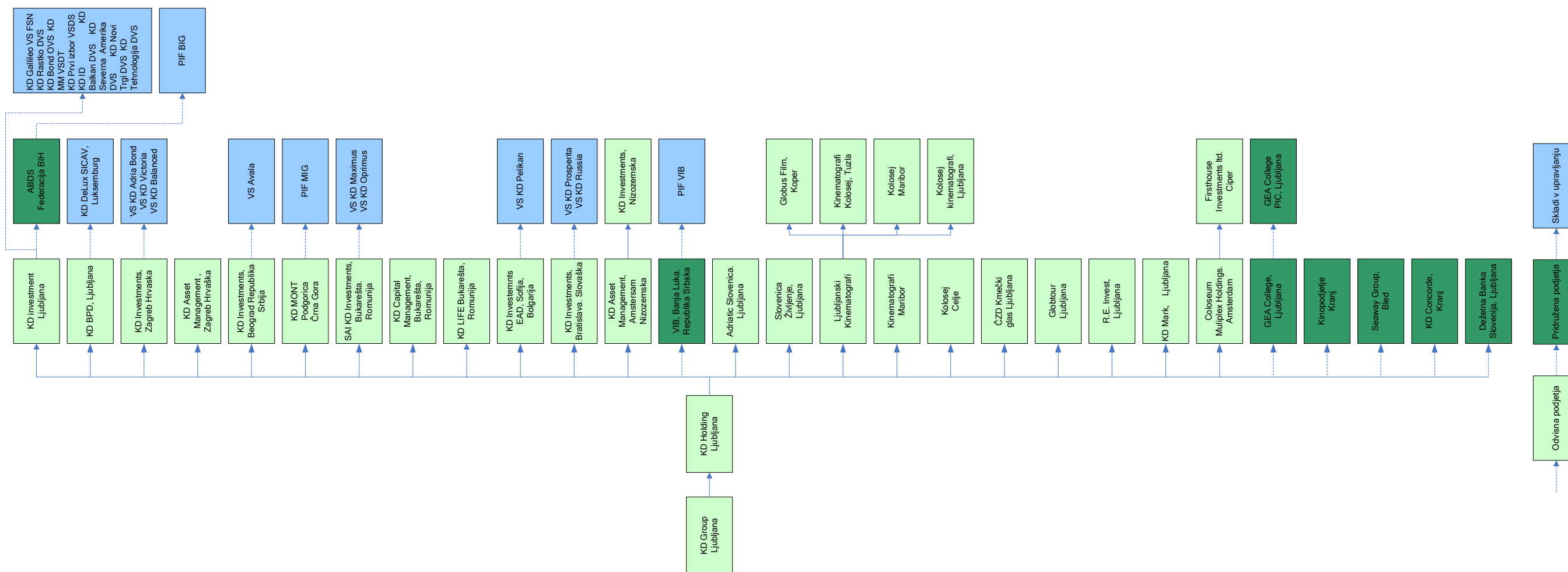
---

<sup>20</sup> Razlika med TNI in portfoljo investicijo je opisana v nadaljevanju.

<sup>21</sup> Portfelj je izbor vrednostnih papirjev ter inštrumentov denarnega trga, ki so v določenem odstotku zastopani v investicijskem skladu ali pri posamezniku ali inštituciji (Leko in Mates 1993: 384).

<sup>22</sup> Skica organigrama je dostopna tudi na internetni strani družbe KD. Povezava do strani je v seznamu virov.

Skica 8.1: Organigram družbe KD



Vir: prirejeno po KD Group d.d. (2006).



Vir: prirejeno po KD Group d. d. (2006m).

Opis skice 8.1:

Danes pod oznako KD spadajo sledeča imena: Skupina KD Group, skupina KD Holding, KD Group, KD Investments, KD BPD.

KD Group – " KD Group, finančna družba, d. d., predstavlja krovno družbo celotne Skupine KD Group in koordinira delovanje vseh družb v Skupini. Osnovna dejavnost KD Group d. d. je dejavnost holdingov. Večina aktivnosti pa poteka v okviru odvisnih družb finančne družbe KD Holding d. d. in njenih pridruženih podjetij" (KD Group 2007g). Ustanovljena je bila 30. novembra 2000 z oddelitvijo od Kmečke družbe d. d. Skupščina delničarjev je 20. junija 2001 sprejela sklep o preimenovanju družbe v KD Group d. d. Leta 2005 je KD Group d. d. s stvarnimi vložki<sup>23</sup> dokapitalizirala KD Holding d. d. Lastništvo večine družb je tako prešlo s KD Group d. d. na KD Holding d. d., katere največji delničar je KD Group d. d." (KD Group 2007g).

Skupina KD Group – je mednarodna poslovna skupina, katere najpomembnejšo dejavnost predstavljajo upravljanje premoženja, zavarovalništvo in kinematografija. Ukvarjajo se tudi z bančništvom, turizmom, založništvom nepremičninami itd. Skupina KD Group je prisotna z odvisnimi družbami tudi na: Nizozemskem, v Luksemburgu, Romuniji, Bolgariji, Republiki Srbiji, Bosni in Hercegovini, Črni Gori, Hrvaškem, Slovaškem, Češkem in Poljskem ter v Chicagu (KD Group 2007n).

KD Holding – KD Holding je matična družba Skupine KD Holding ter hkrati odvisna družba Skupine KD Group. KD Holdingu je matična družba KD Group in le-ta je največji delničar družbe KD Holding. Je finančni holding, katerega dolgoročna dejavnost je upravljanje tržnih in netržnih naložb ter ustvarjanje finančnih donosov, skladnih s strukturo portfelja (KD Group 2007k). Je krovna družba za vse pomembnejše strateške naložbe Skupine KD Holding. Nastala je z delitvijo družbe PID Kmečka družba, pooblaščenca investicijska družba, d. d. Ustanovitev družbe Kmečka družba Holding d. d. je bila vpisana v sodni register 3. januarja 2001. Kmečka družba Holding,

---

<sup>23</sup> Stvarni vložek je nadomestilo, ko namesto denarja pri nakupu vrednostnega papirja zastavimo nepremičnino, pravice intelektualne lastnine ali drugo premoženje (KD Group 2007j).

finančna družba, d. d., se je 20. septembra 2001 preimenovala v KD Holding, finančna družba, d. d." (KD Group 2007h).

KD Investments- "V Sloveniji dejavnost upravljanja investicijskih skladov znotraj Skupine izvaja družba za upravljanje KD Investments d. o. o. Ljubljana. /.../ KD Investments, družba za upravljanje, d. o. o., je bila ustanovljena 24. 2. 1994 kot Kmečka družba d. d., v sodni register je bila vpisana dne 11. 3. 1994" (KD Group 2007i).

KD BDP – je borzno posredniška družba d. o. o., ki se ukvarja z upravljanjem premoženja in posredovanjem pri prodaji in nakupu vrednostnih papirjev. Deluje na vseh področjih Skupine KD Group (KD Group 2007f).

Takšen način poslovanja omogoča KD-ju določene prednosti, kot so širitev KD-jevih produktov na tuje trge, pridobivanje novega znanja o trgu, željah potrošnikov, lažje zagotavljanje ekonomij obsega glede na visoke fiksne stroške, ki nastanejo pri poslovanju, boljše poznavanje poslovnega okolja in možnosti spoznavanja novih trgov preko povezanega podjetja. Poleg tega takšen način poslovanja včasih omogoča boljšo optimizacijo davkov oziroma vpliva na optimizacijo davkov pri konsolidaciji bilanc (Intervju z analitikom 2 2007). KD pojmuje tista podjetja v tujini, kjer ima 100 % lastništvo kot hčerinska podjetja, ker deluje na princip matica (KD Holding) – hči (Intervju z analitikom 2 2007).

V začetku poglavja je predstavljeno, kaj vse podjetje preuči, preden se odloči investirati na tuj trg. K uspehu naložbe pa pripomorejo:

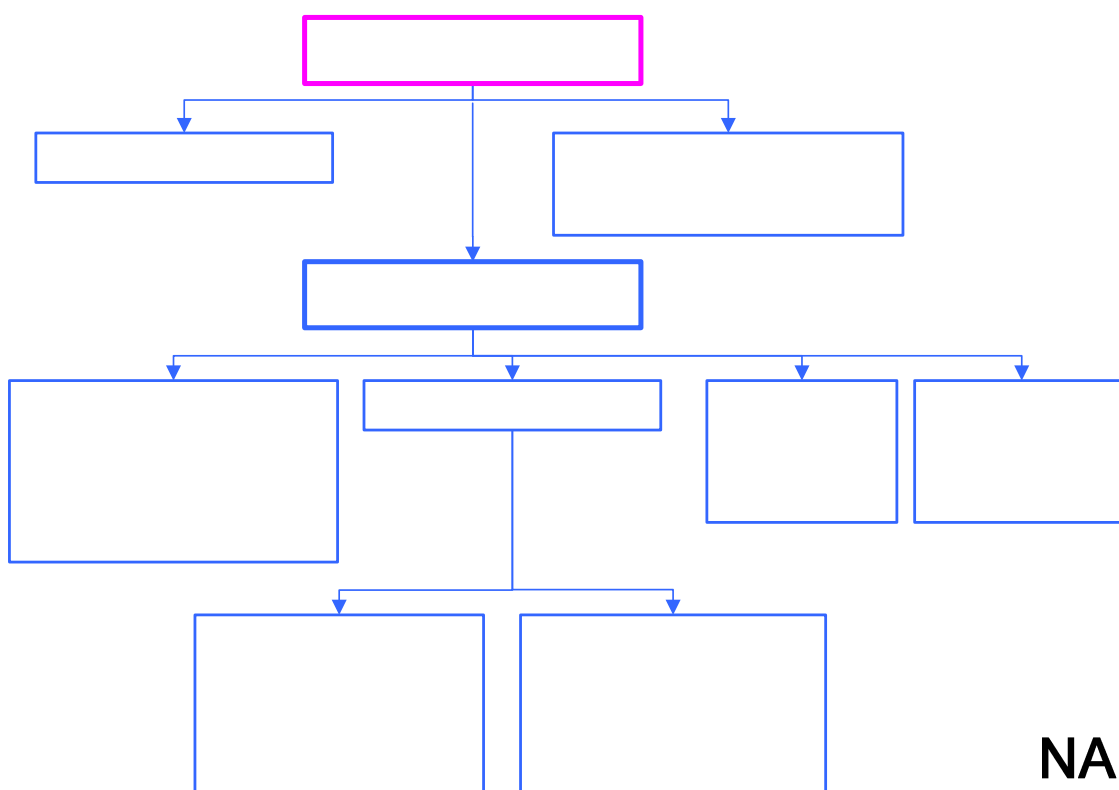
- osebni kontakti s tujimi strankami,
- poznavanje trga,
- mednarodne izkušnje,
- ustrezni kadri,
- prilagajanje potrošnikom,
- dobro poznavanje zakonodaje (Svetličič, Rojec in Trtnik 2000: 635).

Katere naložbe poznamo, ugotavljam v naslednjem podpoglavju.

## 8.1 VRSTE NALOŽB

Prihranki se lahko naložijo na več načinov: v znanje, realno ali finančno. O realnih naložbah govorimo, kadar gre za nakup dolgoročnih realnih dobrin, o finančnih pa, kadar gre za prenos prihrankov na druge ekonomske subjekte in kjer je ta prenos finančne narave (Mramor 1993b: 111). Sredstva lahko vložimo posredno (preko npr.: finančnih zastopnikov, zastopnikov za nepremičnine) ali kar neposredno.

Skica 8.1.1: Delitev naložb



Vir: prirejeno po Bahovec (2004: 9).

Opis skice 8.1.1:

Naložb je več vrst. Poznamo naložbe v znanje, finančne in realne naložbe. Realne naložbe so naložbe v nepremičnine, opremo in trajne potrošne dobrine. Finančne naložbe pa se razdelijo na: naložbe v finančne institucije, v državo, v podjetje in na izvedene naložbe. Naložbe v finančne institucije predstavljajo naložbe v investicijske sklade, v banke in hranilnice, v pokojninske načrte, v zavarovanja, poznamo pa tudi posebne vrste vlog. Finančne naložbe v državo delimo na dolgoročne in kratkoročne.

V FINANČNE INSTITUCIJE  
- v investicijske sklade  
- v banke in hranilnice

Izvedene finančne naložbe so: opcije,<sup>24</sup> nakupni boni in termenske pogodbe.<sup>25</sup> Finančne naložbe v podjetje razdelimo na upniške in lastniške. Upniške finančne naložbe so: obveznice, zakup, terjatve do kupcev, terminski krediti in kratkoročni bančni krediti. Lastniške finančne naložbe so: delnice, deleži družabnikov in naložbe samostojnih podjetnikov.

Salvatore (Svetličič 2004) deli naložbe na neposredne (prevzemi ali greenfield naložbe) in portfeljske (brez nadzora in kontrole). Portfeljske naložbe opredelimo kot skupek naložb, ki so ponavadi podobne npr.: v vrednostne papirje (Brockington 1993: 173). Za portfeljske naložbe je značilno tudi to, da ne smejo presežati meje 10 % lastništva nad vrednostnimi papirji (Svetličič 2004). Jančar (1997: 24) jih definira kot: "...vse investicije v vrednostne papirje, katerih cilj ni prevzeti nadzora v kakem podjetju, temveč dobiti dividende oziroma iztržiti dobiček ob prodaji vrednostnih papirjev". Portfeljske naložbe se delijo na naložbe v lastniške in dolžniške vrednostne papirje (Jančar 1997: 25).

Diplomska naloga se v nadaljevanju osredotoča predvsem na finančne naložbe investicijskih podjetij in njihove investicijske sklade. Izpostavila bom praktičen primer in povedala, kakšen je bil razvoj družbe KD in kako se je začela internacionalizirati ter kam vlaga.

## **8.2 NALOŽBE IN INTERNACIONALIZACIJA IZBRANEGA PRAKTIČNEGA PRIMERA KD D. D.**

Kmečka družba je v svojih začetkih vlagala zlasti v kemijsko, farmacevtsko, živilsko in predelovalno industrijo ter varna in dobra, pa tudi v manjša in bolj problematična podjetja (Čeh 1994). Danes prednjačijo naložbe v finančno industrijo (Intervju z analitikom 2 2007). Kmečka družba je bila v primerjavi z drugimi družbami zelo prilagodljiva. Njena hitra odzivnost na spremembe in dejstvo, da jih je, ker je sama že

---

<sup>24</sup> Opcija je pogodba, ki daje kupcu opcije pravico, a ne zavezo, da opravi nakup ali prodajo izbranega vrednostnega papirja po izbrani ceni, do predpisanega datuma (Veselinovič 1995: 78).

<sup>25</sup> Termenska pogodba: gre za pogodbo (obvezo) med dvema strankama o zamenjavi (nakup/prodaja) dobrine (vrednostnega papirja) na točno določen datum v prihodnosti po danes znani ceni (Ryland 1998: 102).

bila pred njimi, znala predvideti, je naredilo Kmečko družbo drugačno od drugih (Ivanušič 2004: 54). Eden izmed prvih skladov je bil Galileo, ki ga je ustanovila borzno posredniška družba PM&A BPD d. d. leta 1992 in še danes velja za zelo uspešen sklad (Gaši 2004: 62–63). Leta 1996 Kmečka družba d. d. postane upravljalka dela premoženja štirih Dadasovih vzajemnih skladov, med katerimi je tudi znani Rastko 1 (Gaši 2004: 63). Del sredstev teh štirih skladov Kmečka družba d. d. združi v dva vzajemna sklada: Rastko in KD Bond (Gaši 2004: 65). Medtem Kmečka družba d. d. kupuje deleže v mnogih slovenskih podjetjih, npr. Dnevnik d. d., nakup Slovenice d. d., delež v Ljubljanskih kinematografih d. d., Si mobil d. d., Seaway Domus d. o. o. itd. V letu 1998 je znašal tržni delež vzajemnih skladov Kmečke družbe d. d. (na domačih tleh) 54,91 % (Gaši 2004: 77).

30. avgusta 2000 pridobi Kmečka družba d. d. kot prva slovenska družba za upravljanje, dovoljenje za investiranje sredstev svojih vzajemnih skladov na tujih borzah. Začne kupovati deleže tujih podjetij, eno izmed znanih je Oslobođenje – največji neodvisni dnevnik v Federaciji Bosne in Hercegovine (Gaši 2004: 87, 99). Oktobra leta 2000 se PID Kmečka družba d. d. v skladu z Zakonom o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb (ZPSPID), razdeli na tri nove družbe (Gaši 2004: 91):

- Kmečka družba holding (kasneje KD Holding), finančna družba d. d.,
- PID Kmečka družba (kasneje PID KD), pooblaščen investicijska družba d. d.,
- ID Kmečka družba (kasneje ID KD), pooblaščen investicijska družba d. d. .

Leta 2001 pride na čelo Kmečke družbe holding d. d. Matjaž Gantar. Istega leta se ime Kmečke družbe d. d. spremeni v KD Investments, družba za upravljanje, d. d. (Gaši 2004: 103).

Skupina KD Group začne drugo petletko svojega delovanja na tujih trgih. Sledi ustanavljanje mnogih skladov: VictoriaFond, OrbisFond (Hrvaška), KD Prosperita (Slovaška), KD Maximus (Romunija), Avala (Srbija), KD Pelikan (Bolgarija), KD Mont in PIF MIG Fond a. d. – privatizacijski investicijski sklad (Črna Gora), skladi v Sarajevu in Banjaluki; vse tja do leta 2004 (Gaši 2004: 86).

Z vstopom v EU se ustanavljanje skladov na tujih trgih še bolj razbohoti. Ustanovijo se skladi KD DeLux, KD Russia, KD Severna Amerika, KD Novi trgi itd.

## 9. INVESTICIJSKI SKLADI

Investicijske sklade sem kot eno izmed institucij finančnega trga na kratko opisala že v poglavju 7, kjer obravnavam finančni sistem.

V prejšnjem stoletju bi lahko govorili o investicijskih skladih kot o relativno novi finančni instituciji na zahodnih trgih. V 21. stoletju pa lahko rečemo, da so investicijski skladi na vzhodnih trgih nova finančna institucija oz. še razvijajoča se finančna institucija, na Zahodu pa so že uveljavljena finančna institucija. Lahko bi rekli, da so nastali kot posledica potreb ekonomskih subjektov, predvsem prebivalstva s presežnimi finančnimi sredstvi, ter številnih podjetij s primanjkljajem le-teh (Lasič 1997: 11).

V razvitem svetu, kjer prevladuje tržno gospodarstvo, so investicijski skladi izjemno hitro rastoča dejavnost in veljajo za pomembne udeležence na sodobnih finančnih trgih (Mramor et al. 2000: 89). Nudijo široko paleto različnih investicij tako za fizične kot pravne osebe. Investicijske sklade ustanavljajo investicijska podjetja.<sup>26</sup>

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU v nadaljevanju) (čl. 22) opredeli investicijski sklad kot premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v prenosljive vrednostne papirje in ki je bilo financirano z denarjem fizičnih oziroma pravnih oseb ter je v lasti teh oseb. Investicijski sklad ni pravna oseba in se oblikuje ter upravlja izključno v korist lastnikov vzajemnega sklada. Gre za skupek premoženja fizičnih ter pravnih oseb.

Investicijski sklad je ločeno premoženje od lastnega premoženja investicijskega podjetja (Ribnikar 1990: 137). Vlagateljem prinaša nakup delnic investicijskega sklada različne donose:

- izplačilo dividend sklada,
- dohodki iz razdelitve kapitalnih dobičkov (v primeru, ko kapitalni dobiček nastane kot posledica porasta tečajev vrednostnih papirjev v portfelju sklada in ko sklad proda te vrednostne papirje za večjo vrednost, kot jih je kupil),

---

<sup>26</sup> Investicijsko podjetje je lahko delniška družba ali družba z omejeno odgovornostjo (Ribnikar 1990: 137), ki zbira kapital z javno prodajo svojih delnic in delničarjem podjetja daje pravico do udeležbe pri dobičku. Investicijsko podjetje opredelimo kot posebno finančno institucijo, ki ustanavlja in vodi investicijske sklade (Šemrl 1993: 1).

- vlagatelj sam lahko realizira kapitalni dobiček s prodajo delnic investicijskega sklada, če je prodajna cena višja od nakupne.

Glavna značilnost investicijskih skladov je vrivanje med ekonomske subjekte s finančnim primanjkljajem (večinoma so to podjetja, ki izdajajo vrednostne papirje) in ekonomske subjekte s finančnimi prihranki. Ta značilnost uvršča investicijske sklade med *finančne posrednike*. Naloga investicijskih skladov je preoblikovanje finančnih prihrankov v realne investicije produktivnih podjetij (Šemrl 1993: 3).

### **9.1 VRSTE INVESTICIJSKIH SKLADOV**

Poznamo več delitev investicijskih skladov. Osnovna delitev se nanaša na postavke na pasivni strani sklada. Tukaj ločimo odprte in zaprte investicijske sklade (Mramor et al. 2000: 90).

Na aktivno stran bilance, se nanašajo delitve investicijskih skladov glede na vrste investicije, ki jih sklad ima. Na pasivni strani se nahajajo obveznosti sklada. Skladi se ločujejo glede na tveganje in donosnost.

#### **DELITEV SKLADOV GLEDE NA BILANCO**

(Mramor et al. 2000: 90–93)

Po pasivni strani bilance delimo sklade na:

1. Vzajemne sklade:
  - a) odprti vzajemni skladi:
    - skladi s provizijo,
    - skladi brez provizije.
  - b) zaprti vzajemni skladi<sup>27</sup>

Izključna dejavnost obojih je investiranje v vrednostne papirje.

---

<sup>27</sup> Obrazložitev teh skladov se nahaja v prilogi D.



## Po aktivni strani bilance delimo sklade na:

### 1. Sklade glede na tip upravljanja:

- aktivno upravljani skladi – vrednostni papirji in deleži vrednostnih papirjev investicijskega sklada se redno menjajo;
- skladi, katerih značilnost je, da ohranjajo svoje premoženje dalj časa nespremenjeno – običajno so to skladi, ki spremljajo nek indeks;
- *unit investment trust* – ob nastanku takega sklada se določi število certifikatov, ki se bodo izdali in to število se ne spreminja. Običajno investirajo v dolžniške papirje. Vsi prihodki sklada so preneseni na investitorje. Z zapadlostjo dolžniških papirjev sklad preneha poslovati.

### 2. Sklade glede na odnos do kapitalskih dobičkov:

- sklad maksimalnega kapitalskega dobička – cilj sklada je doseganje maksimalnega kapitalskega dobička. Vlaga v zelo tvegane in visoko donosne vrednostne papirje;
- sklad rasti – pomembna je rast sklada, torej kapitalski dobički. Tveganje je malo manjše in skladi rasti vlagajo pretežno v lastniške papirje;
- sklad dohodka – cilj tega sklada je doseči visok tekoči gotovinski dohodek v obliki obresti ali dividend. Sklad vlaga v obveznice podjetij in prednostne delnice;<sup>28</sup>
- sklad rasti in dohodka – gre za kombinacijo zadnjih dveh omenjenih skladov. Vlaga tako v dolžniške kot lastniške vrednostne papirje;
- sklad ravnotežja – sklad pretehta, kdaj so razmere, ki so neugodne za delnice, ugodne za obveznice in obratno. S takšnim poslovanjem je pri neugodnih tržnih gibanjih izguba manjša in pri ugodnih tržnih gibanjih manjši dohodek;
- sklad brez obdavčenj – investira le v neobdavčene obveznice in je primeren za investitorje iz višjih davčnih razredov.

---

<sup>28</sup> Prednostna delnica imetniku daje prednost pri izplačilu vseh še neizplačanih dividend, preden se imetnikom navadnih delnic izplačajo kakršnekoli dividende (Veselinovič 1995: 46). Pravica glasovanja je omejena (Mramor 1992: 104).

### 3. Skladi glede na prevladujočo obliko premoženja:

- skladi delnic – v svojem premoženju imajo lastniške vrednostne papirje. Cilji teh skladov so raznovrstni.

Skladi delnic se delijo še naprej na: *splošne sklade delnic* in *druge delniško orientirane sklade*. Delitev je še bolj podrobna, toda presega okvir te diplomske naloge;

- skladi obveznic – zbrana sredstva investirajo v dolžniške vrednostne papirje. Donosi so manjši in manj tvegani kot pri skladih delnic. Kapitalsko so omejeni in večina dohodkov prihaja od obresti. Ti skladi se delijo še na: obdavčene sklade obveznic in neobdavčene sklade obveznic;
- mešani skladi – investirajo tako v dolžniške kot lastniške vrednostne papirje. Tipični predstavnik te skupine skladov so skladi ravnotežja;
- skladi kratkoročnih vrednostnih papirjev – gre za edino obliko skladov, ki so namenjeni kratkoročnemu investiranju. Premoženje teh skladov sestavljajo kratkoročni dolžniški papirji. Vlagateljem v te sklade je zagotovljena likvidnost in relativna varnost. Donosnost teh skladov je nizka in tveganje je majhno. Te sklade delimo še na: obdavčene sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev in neobdavčene sklade kratkoročnih vrednostnih papirjev;
- skladi nepremičnin – to niso tipični investicijski skladi, saj investirajo v nepremičnine in ne v vrednostne papirje. Značilni so visoki finančni vzvodi. Investira se v nepremičnine ali hipoteke (Mramor et al. 2000: 90–93).

Diplomska naloga se bo osredotočila predvsem na odprte investicijske sklade, zato je potrebna temeljita analiza le-teh.

#### A) ODPRTI INVESTICIJSKI SKLADI

Oprti investicijski skladi imajo tudi drugo ime – vzajemni skladi. To so skladi s spremenljivim obsegom kapitala, kar pomeni, da velikost kapitala oziroma število

delnic sklada ali delnicam podobnih potrdil ni vnaprej določeno (Šemrl 1993: 10–11). Skladi so v vsakem trenutku pripravljene izdati nove delnice sklada investitorjem, ki jih želijo kupiti. In odkupiti svoje delnice od delničarjev, ki jih želijo prodati (Šemrl 1993: 10–11). Zakonsko so odprti investicijski skladi obvezani na odkup delnice na željo delničarja, in sicer po ceni izračunani na podlagi čiste vrednosti sredstev sklada (v nadaljevanju ČVS). Torej prodajo ali kupijo delnice po skladovi ČVS na delnico oziroma potrdilo (Klemenčič 2000: 11). Ribnikar (1990: 138) meni, da morajo odprti investicijski skladi investirati predvsem v vrednostne papirje, ki kotirajo na borzah oziroma na organiziranih trgih vrednostnih papirjev, saj je s tem njihov tečaj vsak trenutek znan. Same delnice odprtih investicijskih skladov pa ne kotirajo na borzah in se tudi ne prodajajo preko sekundarnega trga kapitala (Lasič 1997: 12).

ČVS na delnico oziroma, kot to pri nas imenujemo, 'vrednost enote premoženja' (v nadaljevanju VEP) ali vrednost točke, se izračunava dnevno in se objavlja v finančnem časopisu. Nakupna in odkupna cena delnice oziroma VEP odprtega investicijskega sklada mora odražati tržno vrednost tistih vrednostnih papirjev, ki so v portfelju sklada. Ta vrednost se določi najmanj enkrat dnevno (Klemenčič 2000: 12).

ČVS se izračuna tako, da se od tržne vrednosti vseh sredstev sklada odštejejo morebitne obveznosti, VEP pa dobimo tako, da ČVS delimo s številom izdanih delnic sklada (Klemenčič 2000: 13).

Sklad pridobi dodatna sredstva za nove finančne naložbe takrat, ko se več delnic sklada proda, kot odkupi. V primeru, da se pričakujejo večji odkupi skladov delnic kot prodaja, mora imeti sklad del sredstev v denarju, sicer mora v kratkem času prodati del vrednostnih papirjev iz svoje aktive (Klemenčič 2000: 11). To lahko pomeni neugodno ceno prodaje.

Pri ocenjevanju donosa odprtega investicijskega sklada je smotrno upoštevati dvoje: Razlikovanje med spremembo vrednosti ČVS ter donosnostjo investicije v sklad. V primeru izplačila dohodkov in kapitalskih dobičkov sklada v obliki dividend sklada, ali v primeru, ko sklad izvede delitev vrednosti točke oziroma delnice, se VEP lahko zniža, kar pa ne pomeni, da se s tem zmanjša tudi donos investicije v sklad. Torej, izplačilo vseh kapitalskih dobičkov in dohodkov v dividendah dejansko pomeni zmanjšanje VEP, toda ne zmanjšanje donosa investicije (Klemenčič 2000: 12).

Različne politik posamezne skladov so objavljene v prospektu posameznega sklada (Klemenčič 2000: 12).<sup>29</sup>

Kako je organiziran odprti investicijski sklad, je odvisno od države. Lahko je organiziran kot podjetje oziroma delniška družba, ki je pravna oseba, ali pa ni pravna oseba in gre le za pogodbeno razmerje med udeleženci. Kadar je odprti investicijski sklad organiziran kot podjetje, ga zastopa upravni odbor podjetja. Kadar pa je organiziran kot pogodbeno razmerje, ga zastopa skrbniški odbor oziroma odbor investitorjev. Naloge odborov se ne razlikujejo dosti (Klemenčič 2000: 10–11).

Odprt investicijski sklad je praviloma upravljan od zunaj, nima svojih zaposlenih in celotno delo zanj opravljajo službe, ki so z njim pogodbeno vezane. Podvržen je strogim zakonskim omejitvam, ki določajo njegovo strukturo in način poslovanja ter odgovornost upravljalcev sklada (Klemenčič 2000: 11).

### **1A) Odprti investicijski skladi brez provizije**

Prodajajo svoje delnice po ceni enaki vrednosti delnice, ki je izračunana na podlagi neto vrednosti aktive sklada. Kot pove že ime, ne zaračunavajo provizije ob storitvi.

### **2A) Odprti investicijski skladi s provizijo**

So tisti skladi, ki s pomočjo posrednika ob vsakem nakupu ali prodaji zaračunajo provizijo (Klemenčič 2000: 15). Ti skladi prodajajo svoje delnice s pomočjo finančnih posrednikov ali drugih prodajnih organizacij, ki vrednosti delnice dodajo prodajno provizijo (*load charge*). Čim večji je znesek naložbe, tem manjša je prodajna provizija. Le-ta ne sme preseči 8,5 % zneska naložbe. Pri skladih s provizijo se tako zmanjša kapital, ki ga investitor dejansko investira (Šemrl 1993: 11).

---

<sup>29</sup> V prilogi E so obrazloženi stroški poslovanja odprtih investicijskih skladov.

### 3A) Družina odprtih investicijskih skladov

Pri preučevanju odprtih investicijskih skladov se srečamo s pojmom **družine odprtih investicijskih skladov**. Ideja je, da eno investicijsko podjetje upravlja več skladov. Toda ti skladi se razlikujejo po naložbenih ciljih, investitorji pa lahko prenašajo sredstva iz enega v drug sklad v sklopu družine, le z manjšimi stroški ali celo brezplačno. Pri teh prenosih se upravljalna provizija še vedno zaračunava (Klemenčič 2000: 18).

Skladi v družini skladov načeloma nosijo podobna imena kot drugi skladi v sklopu družine, a zasledujejo različne investicijske cilje in omogočajo možnost enostavnega prenosa sredstev, kar je privlačno za investitorje (Klemenčič 2000: 18). Ti prenosi sredstev se lahko vršijo med različnimi skladi:

- prenos sredstev iz sklada delnic z investicijsko politiko X v sklad delnic z investicijsko politiko Y,
- prenos sredstev iz sklada delnic v sklad obveznic in obratno,
- prenos sredstev iz sklada delnic ali obveznic v mešani sklad in obratno,
- prenos sredstev iz domačega sklada v tuj sklad in obratno,
- prenos sredstev iz enega tujega sklada v drugega ter podobno.

Družine skladov kot obliko ponudbe odprtih investicijskih skladov najpogosteje zasledimo v ZDA, Belgiji, Franciji in Luksemburgu (Klemenčič 2000: 18).

#### DELITEV ODPRTIH INVESTICIJSKIH SKLADOV GLEDE NA INVESTITORJE

##### A) ODPRTI INVESTICIJSKI SKLADI ZA INSTITUCIONALNE INVESTITORJE

Slednji so namenjeni večjim investitorjem, npr.: bankam, zavarovalnicam, pokojninskim skladom, podjetjem ter raznim drugim organizacijam. Značilnost skladov za institucionalne investitorje so visoki vstopni zneski, katerih mali investitorji ne premorejo (Klemenčič 2000: 20).<sup>30</sup>

---

<sup>30</sup> Tudi oportunitetni stroški kapitala so višji za institucionalne investitorje, saj imajo na izbiro veliko več investicijskih možnosti kot mali investitorji. Ti skladi naj bi dosegali visoke donose, kar pričakujejo njihovi investitorji. Ti skladi ne servisirajo množice investitorjev, zato se jim zmanjšajo razni stroški, kot

Podobni skladi zgoraj omenjenim skladom pa so posebna špekulativna oblika skladov – *hedge funds*. Podobnost med tema dvema vrstama skladov je v tem, da se za vstop v sklad zahteva ustrezno bogate investitorje in znaten znesek začetne investicije. Nikakor pa teh dveh skladov ne smemo poenotiti, saj so hedge skladi špekulativna oblika investicijskih skladov (Klemenčič 2000: 20).

## B) ODPRTI INVESTICIJSKI SKLADI ZA MALE INVESTITORJE

Pri teh skladih so zaradi manjše izbire investicijskih možnosti oportunitetni stroški nižji kot pri institucionalnih investitorjih. Izhajajoč iz tega lahko sklepamo, da so tudi donosi veliko manjši kot pri institucionalnih investitorjih. Mali investitorji, ki investirajo v sklade stremijo k večjim donosom, kot jim jih nudijo bančne vloge (Klemenčič 2000: 20).

## DELITEV INVESTICIJSKIH SKLADOV PO INVESTICIJSKIH CILJIH

Delitev razvršča investicijske sklade po njihovih investicijskih ciljih v 22 skupin (Madura 1989: 641). Najbolj priljubljene med investitorji so sledeče skupine skladov (Šemrl 1993: 13–16):

- a) skladi rasti (*growth funds*),
- b) skladi večanja vrednosti kapitala (*capital appreciation funds*),
- c) skladi dividend (*income funds*),
- d) skladi opcij (*option-income funds*),
- e) skladi rasti in dividend (*growth and income funds*),
- f) neobdavčeni skladi,
- g) mednarodni investicijski skladi,
- h) specializirani skladi (*specialty funds*).<sup>31</sup>

---

so operativni, stroški trženja, stroški obveščanja strank in tiskanja obvestil, stroški zaposlenih itd. (Klemenčič 2000: 20).

<sup>31</sup> Podrobnejša delitev investicijskih skladov po investicijskih ciljih je v prilogi F.

## MEDNARODNI INVESTICIJSKI SKLADI

Pri proučevanju naložb na oddaljene trge so mednarodni investicijski skladi posebej relevantni.

Mednarodni skladi delujejo preko povezanih družb. V primeru družbe KD to velja za stalno prakso. Delimo jih na globalne in na tuje. Razlika med sledečima je, da imajo globalni v svojem portfelju, poleg tujih, še domače vrednostne papirje, medtem ko imajo tuji skladi le tuje vrednostne papirje (Šemrl 1993: 16). V družbi KD imajo tako globalne kot tuje sklade. Primer globalnega je KD Prvi Izbor, primer tujega pa KD Russia. V diplomu se bomo poglobili na praktičnem primeru v sklade, ki investirajo v vrednostne papirje določene razvijajoče se države, regije, lahko tudi celine. Ponavadi se od take strategije pričakuje večji donos, hkrati pa tudi večje tveganje.

Pri naložbah v sklade prejmemo vrednostni papir, s katerim izkažemo, da smo vložili sredstva v določen sklad. V Sloveniji imenujemo ta vrednostni papir v primeru odprtega investicijskega sklada, organiziranega kot delniška družba, in ne kot pravna oseba, investicijski kupon. Investicijski kupon prejmemo v zameno za denar, ki smo ga vložili v sklad (Klemenčič 2000: 16).

Kadar pa govorimo o odprtem investicijskem skladu, organiziranem kot delniška družba in pravna oseba, pa investitor sklada prejme v zameno za denar delnico podjetja (Klemenčič 2000: 16). Investicijske kupone lahko kupimo le z denarjem in ne dopušča se možnost nakupa s stvarnim vložkom, kot je to možno pri delnicah.<sup>32</sup>

Informacije, ki jih potrebujemo pri odločanju glede investiranja v investicijske sklade se nahajajo v t. i. 'prospektih' – uradnih listinah, ki nudijo investitorjem informacije, o delovanju odprtega investicijskega sklada, o vrsti sklada, njegovih lastnostih in politiki, prejšnjih poslovnih rezultatih, načinu nakupa in odkupa enot sklada, naložbenih ciljih ter podobnem (Klemenčič 2000: 17).<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup> Podrobnejša obrazložitev investicijskega kupona je v prilogi G.

<sup>33</sup> Elementi, ki jih prospekt mora vsebovati, so v prilogi H.

## **9.2 PREDNOSTI IN SLABOSTI INVESTICIJSKIH SKLADOV**

Investicijski skladi imajo številne prednosti za svoje investitorje. Ravno te prednosti so prispevale k čedalje večjemu zanimanju za takšno obliko varčevanja in investiranja.

### **PREDNOSTI**

#### **Manjše tveganje**

Kadar investiramo v trg vrednostnih papirjev, se vedno srečujemo s tveganjem. Pri skladih je to tveganje nekoliko manjše – kolikšno je, je odvisno od vrste sklada, nikoli pa se mu ne moremo v celoti izogniti. Vzajemni skladi nam omogočajo, da lahko že z majhnim vložkom dosežemo nizko oziroma sprejemljivo stopnjo tveganja.

Dva dejavnika vplivata na manjše tveganje naložb:

- učinkovite razpršitve naložb

Portfelji investicijskih skladov so sestavljeni po načelu razpršitve naložb. To pomeni, da vlagajo svoje premoženje v celo vrsto različnih vrednostnih papirjev. Torej so njihove naložbe razpršene. Ko investitor kupi delnico sklada, kupi delež na paketu različnih vrednostnih papirjev. V portfelju se izravnavajo tečajne izgube nekaterih vrednostnih papirjev s tečajnimi dobički drugih vrednostnih papirjev (Rugg 1986: 40). V primeru, da bi investitor neposredno kupil delnice nekega podjetja in bi se pojavile težave v poslovanju tega podjetja, bi izgubil veliko več sredstev, kot če bi imel delnico sklada, ki vlaga tudi v to podjetje med mnogimi drugimi. Z razpršitvijo naložb se zavarujemo pred različnimi neugodnimi dogodki, ki se lahko pojavijo, in skladi nam to omogočajo.

- cenovna gibanja vrednostnih papirjev so predvidljiva

Pri investicijskih skladih so cenovna gibanja vrednostnih papirjev investicijskih skladov lažje predvidljiva kot cene individualnih vrednostnih papirjev. Kajti cene vrednostnih papirjev investicijskih skladov se gibljejo bolj v tržni smeri (saj tvorijo neko povprečje) kot cene posameznih vrednostnih papirjev. Investicijski skladi z dobro razpršenostjo naložb so zelo primerni za investitorje, sposobne predvideti tržne trende (Rugg 1986: 40).



### **Nizki transakcijski stroški**

To so stroški povezani z nakupom in prodajo vrednostnih papirjev. Opredelimo jih lahko tudi kot: "V denarju izraženo vrednost porabljenega časa za investicije plus stroški provizij" (Šemrl 1993: 19).

### **Prihranek časa**

Večina investorjev želi minimizirati čas, ki ga porabijo za investicijske raziskave. Investitorjem v sklade je ta čas prihranjen, saj se z naložbenimi odločitvami ukvarjajo strokovnjaki za naložbe. Toda investitor v vzajemni sklad ni popolnoma pasiven do svojega premoženja. Investitor se mora že na začetku odločiti za sklad, ki mu najbolj ustreza in v času trajanja naložbe mora upoštevati dogajanja in spremembe, ki lahko vplivajo na donosnost in varnost naložbe (Bahovec 2004: 18–19).

Investitorjem v sklade je prihranjen tudi čas, ki bi ga porabili za vodenje potrebnega knjigovodstva. Upravljalci skladov investitorjem vsaj konec leta pošljejo obvestilo o njihovem sorazmernem deležu sklada (kapitalni dobički, dividende) (Šemrl 1993: 19–20).

### **Nizki stroški**

Skladi zaračunavajo provizije za svoje poslovanje. Obstajajo pa tudi skladi brez prodajne provizije. Upravljalne in odkupne provizije se zaračunavajo. Odkupne predvsem zato, da se omeji kratkoročno trgovanje delnic sklada (Šemrl 1993: 20).

### **Strokovno upravljanje**

Investicijski skladi nam ponujajo visoko kvalificirano strokovno upravljanje s strani visoko usposobljenih menedžerjev, ki so specializirani za sklade relevantna področja (Šemrl 1993: 21). Premoženje vzajemnega sklada upravlja družba za upravljanje, ki ima profesionalno analitsko službo. Namen te službe je, da ves čas spremlja, kaj se na trgu vrednostnih papirjev dogaja in da s pravilno naložbeno politiko povečuje donosnost sklada (Bahovec 2004: 18).

### **Likvidnost**

Sredstva, vložena v investicijske sklade, so visoko likvidna, zaradi možnosti hitre zamenjave delnic skladov za gotovino. V primeru, da gre za odprti sklad, lahko

investitor delnico kadarkoli proda nazaj skladu, le-ta pa jo mora odkupiti še isti dan (Šemrl 1993: 21).

Seveda pa je odvisno, kdaj je rok izplačila odkupljene delnice sklada. Omenjene prednosti skladov zmanjšujejo tveganje in breme investiranja, to pa posledično pomeni manjše skrbi in boljšo kakovost za investitorje (Šemrl 1993: 21).

### **Enostavnejše upravljanje premoženja**

Z vložkom v vzajemni sklad investitor ne pridobi delnic podjetij, temveč le kupone sklada. Če torej želi zamenjati za denar le del svoje naložbe, proda le del kuponov sklada, s čimer se mu ne zmanjša razpršitev premoženja (Bahovec 2004: 19).

**Pozitivni davčni učinki** – v primerjavi z neposrednim imetništvom vrednostnih papirjev (Bahovec 2004: 19).

### **Druge koristi**

V tujini in zdaj tudi pri nas nudijo vzajemni skladi tudi 'izgradni program varčevanja'. Ta program omogoča vlagateljem, da se lahko odločijo za redna in enaka vplačila, avtomatično reinvestiranje dividend in obresti, kar omogoča nižje davke in s tem višje donose (Bahovec 2004: 19).

Pri močno internacionaliziranih skladih so pomembne prednosti učinkovita razpršitev naložb, strokovno in enostavnejše upravljanje premoženja, likvidnost in pozitivni davčni učinki.

## **SLABOSTI**

### **Stroški**

Pri vzajemnih skladih poznamo vstopne, izstopne in upravljalne stroške. Vstopni in izstopni so neposredni (vlagatelj ve zanje), upravljalni pa so posredni in jih vlagatelj ne vidi (Bahovec 2004: 19).

### **Omejitev odločanja vlagatelja**

Vsak investitor ima možnost odločanja, v kateri vzajemni sklad bo vložil svoja sredstva. Nima pa možnosti odločati o portfelju sklada, v katerega bo vložil. Ko se investitor

odloča v kateri sklad bo vložil denar, mu je pri tem v pomoč naložbena politika sklada in ne količina in kakovost posameznih vrednostnih papirjev, ki so trenutno v portfelju sklada. Upravitelj sklada lahko te vrednostne papirje glede na naložbeno politiko in težnje po doseganju višjih donosov kadarkoli zamenja (Bahovec 2004: 19).

### **Število vzajemnih skladov**

Trenutno v Sloveniji še ni močne konkurence ponudnikov vzajemnih skladov. Je pa ponudnikov tujih vzajemnih skladov čedalje več in sčasoma se bo ta konkurenca gotovo še povečala. S povečano oziroma preobilno ponudbo se bo zmanjšala preglednost in enostavnost odločanja vlagatelja (Bahovec 2004: 19).

**Negativni davčni učinki** – v primerjavi z neposrednim lastništvom vrednostnih papirjev.

Glavna pomanjkljivost je **tveganje**, ki se izraža v slabi poslovni uspešnosti investicijskih skladov, v obdobjih padajočih cen vrednostnih papirjev (Šemrl 1993: 22). Kadar padajo cene vrednostnih papirjev, v katere vlaga sklad, se to pozna tudi pri manjšem donosu ali celo v izgubi. Koliko je upada v donosu, je odvisno od portfelja delnic sklada. Torej lahko zaključimo, da so skladi odvisni od nepredvidljivega kapitalskega trga.

Pri investicijskih skladih poznamo sledeče vrste tveganj (NFD 2006):

#### 1. Tveganje skrbništva

Gre za tveganje spremembe vrednosti naložb investicijskega sklada in spremembe varnosti poslovanja, ki bi izhajalo iz napak skrbnika pri opravljanju skrbniških storitev (NFD 2006).

Pri družbi KD to tveganje poimenujejo "pravno tveganje" in ga postavljajo na prvo mesto med tveganji. Zelo pomembno je, da so zagotovljeni vsi pogoji in izpolnjeni vsi standardi, ki zagotavljajo varen prehod lastništva.

#### 2. Tveganje neizpolnitve obveznosti

Da bi sploh lahko govorili o takem tveganju, mora obstajati neko pogodbeno razmerje med družbo in stranko. Torej tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke obstaja takrat, kadar v poslovnem sodelovanju s stranko prihaja do razlik

med dejanskimi in pogodbeno ter zakonsko določenimi pravili in načini izpolnitve obveznosti. Možno je sledeče:

- gre za tveganje, da nasprotna stranka bodisi ne bo izpolnila svojih obveznosti v pogodbeno določenem roku ali obsegu bodisi da obveznosti ne bo nikoli izpolnila;
- gre za tveganje, da nasprotna stranka ne bo izpolnila svojih obveznosti v skladu z drugimi pogodbenimi ali zakonskimi določili.

To tveganje lahko merimo in kot instrument meritve nam služi čas, ki preteče od pogodbeno določenega roka do dejanske izpolnitve pogodbene obveznosti. Drugi instrument meritve pa je obseg izpolnitve pogodbene obveznosti v določenem roku.

### 3. Naložbeno tveganje

Sklad mora imeti naložbeno politiko. Naložbeno tveganje je odvisno od dejavnikov, ki:

- vplivajo na posamezno naložbo investicijskega sklada (nesistematično tveganje);
- vplivajo na vse ali večino naložb investicijskega sklada (sistematično tveganje).

Nesistematično tveganje se lahko odpravi z razpršitvijo naložb. Sistematično tveganje se ne da odpraviti na tak način, ker je odvisno od naložbene politike investicijskega sklada.

### 4. Valutno tveganje

Gre za tveganje spremembe vrednosti naložb investicijskega sklada, ki niso vezane na domačo valuto, zaradi spremembe deviznih tečajev glede na evro. Element tveganja so le negativne spremembe tečajev. Valutno tveganje je odvisno od ciljnih trgov in je sestavni del naložbenega tveganja.

### 5. Likvidnostno tveganje

Nastopi takrat, kadar zaradi velikih izplačil enot premoženja vlagateljem lahko vzajemni sklad zagotovi denarna sredstva le na ta način, da posamezne naložbe vzajemnega sklada proda po zelo neugodni ceni. S tem načinom pomembno zmanjša donosnost oziroma vrednost premoženja vzajemnega sklada.

Za močno internacionalizirane sklade je kot največje tveganje predstavljeno tveganje skrbništva, ki se mu priključijo še ostala tveganja in slabosti glede omejitve odločanja ter negativnih davčnih učinkov.<sup>34</sup>

## **10. INSTITUCIJE VZAJEMNIH SKLADOV**

V našem pravnem sistemu imamo po ZISDU:

- vzajemne sklade,
- investicijske družbe,
- pooblaščne investicijske družbe (ustanovljene za potrebe naše razdelitvene privatizacije),
- družbe za upravljanje (ZISDU 1994).

### **10.1 DRUŽBA ZA UPRAVLJANJE**

Je gospodarska družba, ki se ustanovi izključno za upravljanje vzajemnih skladov in investicijskih družb (Lasič 1997: 16).

Investicijsko upravljanje je proces, s pomočjo katerega ustrezno razpolagamo z denarjem. Drugo ime za investicijsko upravljanje je upravljanje portfelja (Sharpe 1990: 711). Gre za proces, ki je lahko aktiven ali pasiven, relativno nadzorovan ali nenadzorovan. Poznamo več različnih metod upravljanja (Šemrl 1993: 30). Investicijsko upravljanje poteka po določenem postopku. Funkcije investicijskega upravljanja so sledeče:

1. določitev investicijske politike,
2. analiza vrednostnih papirjev,
3. sestava portfelja,
4. revizija portfelja,
5. ocena poslovne uspešnosti (Sharpe 1990: 713).

### **Določitev investicijske politike**

S pomočjo določanja indiferenčnih krivulj se prikaže investicijske cilje investitorjev in le-ti morajo poiskati tisto kombinacijo, ki njihovim ciljem najbolj ustreza glede pričakovanega donosa in tveganja. Tako investitor določi svoj investicijski cilj (Šemrl

---

<sup>34</sup> V prilogi I se nahaja pojasnilo, zakaj menedžerji investicijskih skladov ne ščitijo premoženja investitorjev v obdobju padajočih cen.

1993: 33). V interesu investicijskega sklada je, da si prizadeva za tako investicijsko politiko, ki bo zajela kar največ investicijskih ciljev svojih investitorjev. Pri tem je potrebno upoštevati, da teh investicijskih ciljev ne zadovoljujejo popolnoma že drugi investicijski skladi (Šemrl 1993: 33–34).

#### Družba za upravljanje – investicijska družba

Družba za upravljanje je gospodarska družba. Ustanovi se z namenom upravljanja vzajemnih skladov in investicijskih družb. Vzajemne sklade upravljajo izključno družbe za upravljanje.

Družba za upravljanje pri investicijskih družbah opravlja poslovodno funkcijo (Lasič 1997: 16).

Naloge družbe za upravljanje so:

- ustanovitev ter aktivno upravljanje s premoženjem investicijskih družb,
- organiziranje javne prodaje delnic investicijskih skladov,
- sprotno izračunavanje kazalcev uspešnosti poslovanja investicijskih skladov,
- distribucija dividend,
- redno obveščanje delničarjev in Agencije za trg vrednostnih papirjev (Lasič 1997: 16).

Družba za upravljanje je upravičena do provizij od vplačila in od izplačila posameznega vrednostnega kupona, toda skupaj ne smeta presežati 3 % vrednosti investicijskega kupona. Za upravljanje vzajemnega sklada pa prejme letno provizijo, ki mora biti manjša od 2 % vrednosti vzajemnega sklada (ZISDU 1994: čl. 36).

Nadzor nad poslovanjem investicijskih skladov in družb za upravljanje v RS opravlja Agencija za trg vrednostnih papirjev. Brez omejitev lahko pregleduje knjige, spise in dokumente družbe za upravljanje, ki se nanašajo na poslovanje investicijskih skladov (ZISDU 1994: čl. 111).

## **10.2 INVESTICIJSKA DRUŽBA**

Je delniška družba ustanovljena izključno za javno zbiranje denarnih sredstev v prenosljive vrednostne papirje po načelu omejevanja in razpršitve tveganja (Zobavnik 1994: 6). Investicijska družba je zaprt investicijski sklad. To pomeni, da sta število navadnih delnic in njihova nominalna vrednost določeni, še predno so delnice izdane. Iz tega sledi, da delničar takega investicijskega sklada, ne more zahtevati od investicijske družbe, da mu odkupi delnico. To je ena izmed bistvenih razlik med investicijskim skladom in investicijsko družbo (Lasič 1997: 18). Toda delničar investicijske družbe lahko delnico proda na trgu vrednostnih papirjev. Omenjeno je že bilo, da lahko le družba za upravljanje ustanovi investicijsko družbo. Pri ustanavljanju mora slediti pravilom o sukcesivni ustanovitvi delniške družbe. Investicijska družba lahko začne z javnim vpisovanjem delnic takrat, ko Agencija za trg vrednostnih papirjev izda ustanovitelju dovoljenje za ustanovitev investicijske družbe. Najnižji znesek osnovnega kapitala investicijske družbe je 833.333 evrov (ZISDU 1994: čl. 56). Delnice investicijske družbe so prenosljivi vrednostni papirji, ki zagotavljajo lastnikom-investitorjem vse lastniške pravice v sorazmernem delu. Te pravice vključujejo tudi pravico do upravljanja sklada v razmerju ena delnica : en glas. Posamezna fizična ali pravna oseba ima pravico imeti v lasti največ 5 % delnic investicijske družbe (Lasič 1997: 18).

Investicijsko družbo zastopa, vodi in predstavlja direktor. Obvezni organ investicijske družbe pa je tudi nadzorni svet, ki zastopa delničarje družbe v razmerju do direktorja in družbe za upravljanje (Lasič 1997: 18–19).

## **10.3 POOBLAŠČENA INVESTICIJSKA DRUŽBA**

To je investicijska družba, ustanovljena z namenom zbiranja lastniških certifikatov in odkupa delnic, izdanih in prenesenih na sklad Republike Slovenije za razvoj, v skladu z zakonom o lastninskem preoblikovanju podjetij (Lasič 1997: 19). Naloga pooblaščne investicijske družbe je, da igra vlogo posrednika med posameznimi imetniki lastniških certifikatov in podjetij, ki se lastninijo po Zakonu o lastninskem preoblikovanju podjetij (Lasič 1997: 19).

Pooblašcene investicijske družbe lahko vsem tistim, ki ne želijo vložiti svojega certifikata, neposredno v posamezno podjetje, zmanjšajo tveganje pri naložbi certifikata. To naredijo preko razpršenosti svojih naložb in preko strokovne usposobljenosti osebja (Lasič 1997: 19).

Pooblašcene investicijske družbe imajo nekatere posebnosti, ki pri navadnih investicijskih družbah niso dovoljene:

- možnost prevzemanja večinskih deležev v podjetjih, kar pomeni, da jim je dopuščena vloga aktivnega lastnika;
- do 20 % svojih naložb imajo lahko tudi v nepremičninah (Lasič 1997: 19).

Najnižji znesek osnovnega kapitala je 416.666 evrov, največji znesek osnovnega kapitala pa znaša 41.666.666 evrov (ZISDU 1994: čl. 134). Razlika med navadno in pooblaščeno investicijsko družbo je torej v tem, da je pri slednji znesek osnovnega kapitala omejen navzgor, zato ker naj bi se s tem zagotovila dovolj velika konkurenca med posameznimi družbami (Lasič 1997: 19).

Pooblašcene družbe za upravljanje imajo nalogo upravljati pooblašcene investicijske družbe. Za ustanovitev pooblaščenih investicijskih družb so se večinoma odločile banke, zavarovalnice ter borzno posredniške hiše (Lasič 1997: 20).

Primer: Razlika med KD BPD, KD INVESTMENTS IN KD HOLDING

KD holding je lastnik vsega premoženja, vsa podjetja v lasti KD-ja so kupljena preko holdinga.

Premoženje upravlja KD BPD. Upravljanje je zelo pomembno za KD.

KD Investments je investicijska družba, ustanovitelj in lastnik skladov. KD Investments se ukvarja s samimi skladi.

Nadaljevanje je namenjeno praktičnemu delu. Predstavila bom bistvene podatke o KD in dva tuja sklada. S pomočjo predstavitve teh dveh tujih skladov bom izpostavila dejstva, ki mi bodo v pomoč pri potrditvi zastavljenih hipotez.



## 11. SKLADI V SLOVENIJI- KRATEK PREGLED

Leta 1992 prične poslovati prvi investicijski sklad v Sloveniji, Galileo, ki ga je upravljala borzno posredniška družba PM&A. Konec leta se mu pridruži sklad LBM Piramida (danes: Kombinirani sklad Nove Evrope), ki ga upravlja LB Maksima. Leta 1993 smo imeli 3 vzajemne sklade, leta 1994 pa že 8 (Žnidaršič Kranjc 1999: 109). Do konca leta 1994 je v Sloveniji delovalo 13 vzajemnih skladov, a ustrezne zakonodaje, ki bi urejala njihovo poslovanje ni bilo. Leta 1994 je bil sprejet Zakon o trgu vrednostnih papirjev, ustanovljena pa je bila tudi Agencija za trg vrednostnih papirjev. S sprejetjem Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU), sprejetim istega leta, so morali vsi vzajemni skladi z letom 1995 preiti v upravljanje DZU (Leskovšek 2004: 14).

V Sloveniji se je število vzajemnih skladov zadnjih letih spreminjalo zaradi različnih razlogov. Afere Dadas se Slovenci najbolj spomnimo, saj je posledično vplivala tudi na zmanjšanje zaupanja ljudi v investicijske sklade. Tako do leta 2003 najdemo v Sloveniji 20 delujočih vzajemnih skladov. To število pa se je z vstopom v EU drastično povečalo in danes znaša 101 delujoč vzajemni sklad na slovenskem in kar 125 tujih skladov, med katerimi lahko izbirajo vlagatelji (Vzajemci d. o. o. 2007b).

Tabela 11.1 na naslednji strani nam prikazuje slovenske sklade, ki obstajajo že dalj časa. Leto 2000 sem si vzela za spodnjo mejo prikaza donosov izbranih skladov na slovenskem trgu. Tabela 11.1 prikazuje letne donose med letoma 2000 in 2006.

**Tabela 11.1:** Prikaz letnih donosov domačih skladov od leta 2000-2006

VZAJEMNI SKLAD	LETNA NOMINALNA STOPNJA DONOSA (v %)						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Abančna DZU uravnoreženi	-1,1	8,3	34,2	11,8	17,7	1,8	16,6
Abančna DZU Delniški Aktivni	-1,6	11,6	47,5	14,2	20,8	0,7	23,9
Abančna DZU Mešani	-0,5	15,2	34,3	14,6	17,4	0,4	22,0
Modra kombinacija	-0,6	10,9	49,0	17,8	21,0	6,5	20,1
Infond Hrast	-2,3	16,3	44,8	13,8	16,6	7,13	17,3
KD Galileo	-6,3	22,4	51,7	13,6	18,5	4,3	23,1
KD Rastko	-8,2	15,9	53,3	15,2	21,3	2,7	20,4
KD Bond	5,6	5,5	12,9	7,3	6,4	3,7	1,0
Kombinirani sklad Nove Evrope	3,8	9,6	23,1	12,9	14,3	-1,4	6,1
Pika	2,1	15,6	18,6	7,7	8,5	2,2	7,5
Perspektiva: World mix	-3,2	9,5	28,8	20,2	9,5	4,8	14,7
Alfa uravnoreženi	15,9	19,4	45,8	11,6	17,6	5,9	12,7

Vir: prirejeno po KD BPD d. o. o. (2007) in prirejeno po Abančna DZU, d. o. o. (2007).

Iz tabele 11.1 je razvidno, da so pri veliki večini skladov bili letni donosi v letu 2000 precej nizki ali celo negativni (z izjemo Alfa), v letu 2002 pa so skokovito narasli. Leto 2005 se je za sklade prav tako začelo slabo, v letu 2006 pa so se vzpostavili relativno dobri donosi z izjemo KD Bonda. Za lažji pregled nad višino uspešnih letnih donosov sem le-te pri posamičnih skladih osenčila. Glavni akterji med navedenimi DZU so: KD, Ilirika, KBM Infond in Abančna DZU, ki pa seveda niso edini. Omeniti je treba še: Medvešek&Pušnik d. d., Triglav d. d., Publikum d. d. in ostale novejšje konkurente.<sup>35</sup> V prvih letih je KD-ju močno konkurirala Ilirika, ki se je obdržala vse do danes, in Dadas d. d., ki je propadel.

Donosi slovenskih skladov vsekakor niso slabi, toda slovenski investitorji so se morali podati na tuje trge zaradi plitkosti slovenskega kapitalskega trga in uvajanja novih produktov na trg vzajemnih skladov. Prehod je bil potreben tudi zato, da se naložbe

<sup>35</sup> Za donose vseh ponudnikov glej Vzajemci d. o. o. ali Časnik Finance.

investitorjev bolje razpršijo, kar posledično zagotavlja varnost in likvidnost naložb. Poleg tega so morali v tujino tudi zaradi konkurence, ki je prišla na naše trge, da bi ji lahko konkurirali z bolj raznoliko ponudbo. Pomemben razlog je tudi prepoznavnost, kajti skladi so danes po svetu prepoznavni ali po državi ali po panogi, v katero investirajo, to pa si lahko pridobijo s širitvijo v svet. Obstoječe DZU so bile na nek način prisiljene začeti delovati mednarodno, ker bi drugače počasi propadle zaradi nekonkurenčnosti. Nikakor pa ne smemo zanemariti dejstva, da so se investitorji podali v tujino tudi zaradi pričakovanja večjih donosov, kar izpostavljam v svoji hipotezi, kajti višji donosi pomenijo tudi boljši zaslužek in so vsekakor zelo pripomogli k hitrejši odločitvi vstopa na tuje trge. Za lažjo predstavbo, kako visoki so donosi na tujih trgih v primerjavi z donosi na domačih trgih, je spodaj prikazana tabela (11.2) letnih donosov nekaj izbranih domačih in tujih skladov, poleg pa so še tuji skladi, v katere vlagajo slovenski investitorji. Samih tujih skladov s strani slovenskih investitorjev je bolj malo oziroma so se pojavili v malo večjem številu šele od leta 2006.

**Tabela 11.2:** Prikaz letnih donosov domačih, tujih in slovenskih tujih skladov od 2003 do 2006

PRIMERJAVA LETNIH DONOSOV SKLADOV (domačih, tujih in slovenskih tujih skladov)														
DOMAČI SKLADI	DONOSNOST (%)				TUJI SKLADI	DONOSNOST (%)				SLOVENSKI SKLADI S TUJIMI NALOŽBAMI	DONOSNOST (%)			
	03'	04'	05'	06'		03'	04'	05'	06'		03'	04'	05'	06'
Abančna Delniški Aktivni	14	21	1	24	SGAM Fund - Equities China A	60	-10	28	64	MP-Asia.SI	-	-	34	4,2
KD Rastko	15	21	3	20	PIA Eastern Europe Stock	31	27,6	64	24	KD Balkan	-	-	25	35
Triglav Renta uravnoteženi	13	18	2	13	Raiffeisen Global Mix	7,6	2,2	17	1,3	Triglav Evropa	-	7	12	7,9
Infond delniški	17	18	7	22	SANPAOLO IF Obiettivo AmericaLatina	40	25,2	69	25	KD Novi trgi	-	-	-	12
Krekov sklad skala	14	18	3	12	SGAM equites global emerging countries	12	5,7	27	5,7	MP Global.si	-3	3	35	9,2
KD Bond	7,3	6,4	4	1	PIA Central European Bond	-8,1	16,7	9	2,2	KD DeLux E.E. Bonds <sup>36</sup>	-	-	-2	0,5

Vir: prirejeno po KD BPD d. o. o. (2007), prirejeno po Časnik Finance (2007a, 2007b, 2007c, 2007d, 2007e).

Iz tabele 11.2 lahko vidimo, da so donosi slovenskih skladov s tujimi naložbami veliko večji kot pa so donosi domačih skladov. Lahko rečemo, da so domači donosi že deloma izčrpani. Nekaj izstopajočih donosov je osenčenih, da se lažje vidi velikost razpona v donosih. Tisti tuji skladi, ki zelo izstopajo po donosih, vlagajo na trge Vzhodne Evrope in novo razvijajoče se trge. Družba KD prednostno vlaga ravno v te regije, saj so po njenih pričakovanjih to trgi, ki prinašajo visoke donose. S tem potrjujem svojo hipotezo, da so visoki donosi zelo pomembni za vlagatelje. Mnenje KD-ja glede donosov ni

<sup>36</sup> KD DeLux E. E. je tuj sklad, ustanovljen s strani KD-ja.

osamljeno in danes vidimo, da pričakovanja niso bila zmotna. Iz tabele je lepo razvidno, da napovedi glede visokih donosov v tej regiji držijo. V Sloveniji pa žal še ni možno primerjati večletnih donosov slovenskih skladov v tujini (tujih skladov), saj jih je le peščica s strani družbe KD in NLB.<sup>37</sup> Kot je razvidno, so donosi na teh trgih vsekakor večji, lahko pa vidimo, da so prav tako variabilni. Tukaj se kaže tudi tveganje naložbe v te regije. Za marsikaterega investitorja tako nihanje donosov predstavlja veliko tveganje v naložbo in to tveganje lahko postane ovira pri investiciji.

## **12. ZNAČILNOSTI IZBRANIH TRGOV**

Na kaj vse morajo biti podjetja pozorna, ko se odločijo, na kateri trg in v katero podjetje želijo vlagati, smo obrazložili že v poglavjih o TNI in ovirah pri investiranju. Podjetja si pri svojih analizah trgov pomagajo na različne načine: s pomočjo samostojnih analiz trgov, z ocenami in poročili bonitetnih agencij glede rizičnosti okolja, v katerega želijo vlagati, s proučitvijo javno dostopnih plačilnih bilanc držav, s pomočjo specializiranih časopisov in z raznimi informacijskimi sistemi.

Družba KD za proučevanje trgov uporablja predvsem lastne raziskave, pomaga pa si s poročili centralnih, panožnih bank, ocenami bonitetnih agencij Reuters in Bloomberg, včasih pa naroči tudi študije in analize določenih držav pri Ekonomskem inštitutu za raziskave in razvoj (Intervju z analitikom 2 2007).

Za praktični primer sem si izbrala krovni sklad<sup>38</sup> KD DeLux SICAV, ki deloma vlaga na Jugovzhodno evropsko območje in tuji sklad KD Russia, ki vlaga v Rusijo. Družba KD svojih ocen teh dveh regij ni dala v javnost.

Trge jugovzhodnoevropskih držav, v katere vlaga družba KD, lahko opredelimo kot trge, ki so bodisi šli skozi proces tranzicije bodisi so ravno v procesu. Iz tega sledi, da so te države neto uvoznice kapitala, odprte za zunanje investitorje, da BNP raste, saj se začena tudi rast gospodarstva, ki je v obdobju tranzicije dokaj hitra in nadpovprečna. Podjetja teh držav se želijo internacionalizirati in so pripravljena na sodelovanje s tujimi podjetji, na vhodno internacionalizacijo. Takšno sodelovanje prinaša hitro rast podjetij, če so podjetja uspešna v svoji panogi in če so internacionalizirana, so tudi bolj

---

<sup>37</sup> Kateri so ti tuji skladi slovenskih DZU, je vidno na spletni strani Finance.si/Tuji skladi.

<sup>38</sup> Krovni sklad je sklad, ki vlaga v druge sklade in dosega veliko razpršenost naložb. V splošnem gre za sklad, ki ima bolj tvegan portfelj (Soleco 2007).

konkurenčna domačim podjetjem, kar pomeni, da je uspešnost teh podjetij velika in da so donosi vlagateljev v ta podjetja posledično veliki in hitro rastoči. Takšni trgi so za tuje vlagatelje zelo privlačni, predvsem za tiste, ki so doživeli proces tranzicije iz socialističnega gospodarstva v kapitalistično in ki vedo, kaj vse lahko pričakujejo na takšnih trgih. Ti trgi pa niso privlačni le zaradi omenjenih lastnosti. Če vzamemo za primer Rusijo, je to trg ogromnih surovinskih potencialov. Prav tako je trg bivše Jugoslavije zaradi težke industrije, pa tudi naravnih bogastev zelo zanimiv. Na tem delu Evrope surovinski potenciali še zdaleč niso bili dokončno izkoriščeni. Vsa industrija v povezavi z naravnimi bogastvi obeta dobre donose. Slovenska podjetja se dosti povezujejo s trgi bivše Jugoslavije zaradi poznavanja trga in bivših navez. Poleg tega je Jugoslavija utrpela ogromno škodo zaradi vojne in Slovenija je najbolje seznanjena s stanjem v tej regiji in pozna področja, kamor je smiselno investirati. Prednost je, da se omogoča hitrejši razvoj in posledično to pomeni tudi pričakovanje večjih donosov za finančna podjetja. Ker te države nimajo dosti finančnih sredstev, so tuji vlagatelji zaželeni, predvsem iz Slovenije.

Najboljšo sliko teh trgov lahko predstavim s podkrepitevijo dosežkov, ki so jih te države dosegle med svojim razvojem. Ti dosežki pomagajo analitikom, ko analizirajo trge. Tako analitiki kot investitorji si s temi podatki odgovorijo na vprašanje, zakaj investirati na izbrano območje oziroma in zakaj ne.

Kot vzgled bom predstavila eno jugovzhodnoevropsko in eno vzhodnoevropsko državo.

## Bolgarija

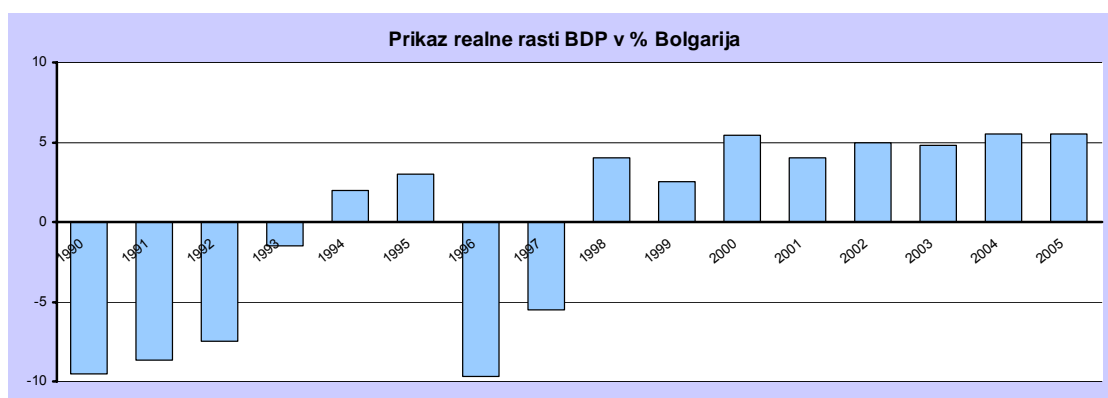
**Tabela 12.1:** Indikatorji razvitosti države Bolgarija

Indikatorji razvitosti države	
Prebivalstvo, skupaj (v milijonih)	7,7
Letna rast prebivalstva (%)	-0,5
Pričakovana starost ob rojstvu, ženske (v letih)	76,3
Pričakovana starost ob rojstvu, moški (v letih)	69
Kvocijent prebivalstva pod pragom revščine, \$2 na dan (PKM) (% prebivalstva)	6,1
BDP (trenutna vrednost v US\$) (v milijardah)	26,65
BDP rast (letna v %)	5,5
BNP na prebivalca, Atlas metoda (trenutna vrednost v US\$)	3450
Inflacija, cene življenjskih potrebščin (letna v %)	5
TNI, neto pritoki (% od BDP)	9,8
Brezposelnost, skupno (% glede na celotno delovno silo)	12,1
Čas, potreben za ustanovitev podjetja (dnevi)	32
Uporabniki interneta (na 1,000 ljudi)	206

Vir: Svetovna banka (2006a).

Bolgarija je država srednjega dohodka, katere BNP na osebo je za 97 % večji od tistega, ki ga je država imela, ko je začela z demokratično reformo. Glavni sektorji njenega gospodarstva so kmetijstvo, turizem, lahka industrija in metalurgija (Svet EU 2005). Naslednji podatki bodočemu investitorju služijo kot pomembno vodilo, v katere sektorje gospodarstva mora vložiti svoja sredstva.

**Graf 12.1:** Prikaz realne rasti BDP v % Bolgarija



Vir: Svetovna banka (2006a).

Skozi zadnjih nekaj let je Bolgarija naredila izrazit napredek proti dolgoročni stabilnosti (glej graf 12.1) in vzdržljivi rasti. Rast BDP-ja na leto je v obdobju od leta 2000–2005 zrasla kar za 5 %. K rasti je največ pripomogel zasebni sektor (75 %) (Svet EU 2005). Podatek, da BDP vztrajno raste in da je k temu največ pripomogel zasebni sektor, pove investitorju, da se mu najbolj splača vlagati v privatna podjetja, ki rastejo in dosegajo visoke letne dobičke. Življenjski standard se je izboljšal zaradi povečevanja ekonomske integracije in povečanja TNI tokov v državo. Dohodek na osebo se je povprečno povečeval za 6 % na leto. Omenjena dejstva bi investitorju, ki želi ustanoviti svoj investicijski sklad v Bolgariji, namignila, da so ljudje počasi pripravljeni začeti razmišljati tudi o varčevanju in jih bo tak način varčevanja lahko pritegnil. Pogajanja za vstop v EU je država uspešno zaključila in postala članica v letu 2007. Članstvo v EU zagotavlja investitorju, da ta država ni več tako šibka, saj ima podporo Unije. Pozitivnim dosežkom navkljub pa Bolgarija ostaja ena izmed najbolj revnih držav Vzhodne in Srednje Evrope. Velik vpliv na revščino je povzročila ekonomska in finančna kriza, ki jo je Bolgarija doživela v letu 1997. Krizo so rešili s pomočjo ekonomske reforme in s pomočjo mednarodnih institucij. Zgodovinska dejstva lahko investitorju prikažejo, na katerih področjih je gospodarstvo šibko in bi se jim bilo morda bolje izogniti. Danes je finančni sektor v državi popolnoma privatiziran. Fokus države je usmerjen na promoviranje gospodarske rasti in zmanjševanje revščine. Oblast je ustvarila klimo, ki vzpodbuja privatne investicije, povečanje produktivnosti in vzdržno rast. Investitor lahko vidi, da s strani oblasti ne bo kakšnih večjih ovir za tuje investitorje, saj le-ta vzpodbuja pritek TNI. Na sledečih sektorjih pa mora Bolgarija še delati povečanje možnosti zaposlovanja, izboljšanje vladanja, prilagajanje EU



direktivam, modernizacija izobraževalnega sistema, investicije v infrastrukturo, izboljšanje zunanjih ravnotežij in zmanjšanje revščine (Svetovna banka 2006a). Ti sektorji so tudi lahko zanimivi za investitorja, ker še niso dobro razviti, z vlaganjem v razvoj pa bi bil investitor na koncu deležen tudi dobička. Bolgarijo lahko označim kot zelo zanimivo državo za investiranje s konstantnimi donosi.

## Rusija

**Tabela 12.2:** Indikatorji razvitosti države Rusija

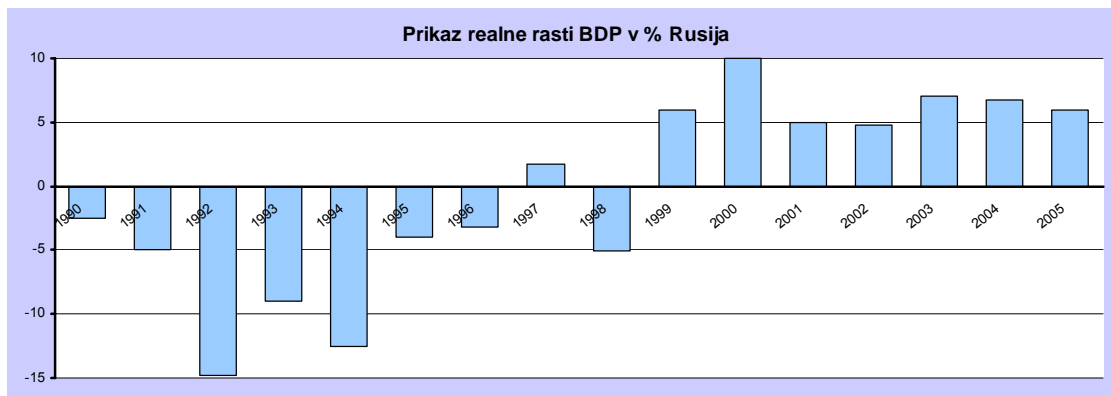
Indikatorji razvitosti države	
Prebivalstvo, skupaj (v milijonih)	143,10
Letna rast prebivalstva (%)	-0,50
Pričakovana starost ob rojstvu, ženske (v letih)	72,40
Pričakovana starost ob rojstvu, moški (v letih)	58,90
Kvocienat prebivalstva pod pragom revščine, \$2 na dan (PKM) (% prebivalstva)	12,10
BDP (trenutna vrednost v US\$) (v milijardah)	763,72
BDP rast (letna v %)	6,40
BNP na prebivalca, Atlas metoda (trenutna vrednost v US\$)	4460,00
Inflacija, cene življenjskih potrebščin (letna v %)	12,70
TNI, neto pritoki (% od BDP)	2,00
Brezposelnost, skupno (% glede na celotno delovno silo)	7,90
Čas potreben za ustanovitev podjetja (dnevi)	33,00
Uporabniki interneta (na 1,000 ljudi)	152,00

Vir: Svetovna banka (2006b).

Gre za državo številnih regij, ki so na različnih stopnjah razvoja. V Rusiji je stopnja izvoza od leta 2000 zelo zrasla, predvsem zaradi visokih mednarodnih cen nafte. Rusija je tudi največja izvoznica zemeljskega plina. Tako kot je zrasel izvoz, pa je zrasel tudi uvoz v državo, zaradi povišanja realnih dohodkov in dviga vrednosti rublja. Suficit v trgovini je zrasel do leta 2005 na kar 118 bilijonov ameriških dolarjev. Prednjači izvoz goriv in surovih materialov. Toda Rusija ni bogata samo s temi bogastvi; ima velike zaloge mineralnih goriv – kar polovico svetovnih zalog premoga in največ petroleja

(Svetovna banka 2006b). Za analitika, ki bi se odločil investirati v Rusijo, bo tako relevanten trg surovin in vsa industrija, povezana s to ponudbo.

**Graf 12.2:** Prikaz realne rasti BDP v % Rusija



Vir: Svetovna banka (2006b).

Rusija je doživela ekonomsko krizo v letu 1998 (Svetovna banka 2006b). Od krize si je lepo opomogla in BDP je od 1998 do 2006 zrasel za kar 57,6 % (glej graf 12.2), realni dohodki populacije pa so zrasli za 65 %. Dosežena je bila nepredstavljiva makroekonomska stabilnost z močnimi proračunskimi in tekočimi zadevami. Močna rast se je malo umirila v letih 2001 in 2002 ter dobila ponoven zagon z letom 2003. Ta informacija pove analitiku, da je stabilnost donosov omogočena, toda le-ti nihajo.

K rasti so prispevali tudi dejavniki odprave administrativnih ovir, hiter razvoj institucij trga, modernizacija in produktivnost drugih nesurovinskih sektorjev. Pozitivni trendi rasti, investicij in proračunskih presežkov ter zmanjševanje revščine se nadaljujejo v letu 2006. Rusija doživi tudi rekordni federalni proračunski presežek v vrednosti 7,5 % BNP. Toda kljub jačanju cen izvoznih elementov so nekateri sektorji v Rusiji še vedno slabo razviti, z majhnim porastom v donosnosti. Izstopajo: industrijski sektor, naftni sektor, proizvodne dobrine za trgovino in veliko povečanje v produkcijskih stroških. Ta postopno padajoča rast vpliva tudi na konkurenčnost v nekaterih vejah industrije. Plače v letu 2006 zrastejo (do 13,2 %), prav tako dohodek na prebivalca (do 11,4 %), brezposelnost pa pade za skoraj 1 %, torej znaša v letu 2006 6,3 %. Šibkost v mikroekonomskih temeljih ruske rasti postavlja pod vprašaj vzdržljivost rasti. Investitorji se morajo poleg omenjenih stvari soočiti še z mnogimi drugimi ovirami – od šibkega vsiljevanja lastniških pravic, nezadostne konkurence, migracijskih ovir do problemov v javni upravi. Vse te ovire vplivajo na to, da so zasebne investicije še vedno

nizke in da upada trgovina manufakturnih proizvodov. Manufakturna proizvodnja je tudi slabo produktivna. Rusija je visoko odvisna od nafte in plina in to vsekakor slabo vpliva na učinkovito integracijo na svetovnih trgih in bolj raznoliko rast. Tako domače kot TNI so v Rusiji nizke glede na njene potrebe, toda kljub temu investicije rastejo in so pomemben faktor gospodarske rasti. Glede na BDP je rast fiksnega investicijskega kapitala od leta 2000 do 2005 zrasla za 9 %, BDP pa za 6 %. V letu 2006 naj bi zrasel fiksni investicijski kapital kar za 10.8 %. Rusija ima 27 % investicij koncentriranih v energijo in naftovode. Čakajo jo izzivi na področju spreminjanja gospodarstva, izboljšanja konkurenčnosti, vzpodbujanja rasti malih in srednjih podjetij, izgradnje človeškega kapitala in izboljšanja vladanja (Svetovna banka 2006b). Rusija je država, kjer so mnogi sektorji primerni za investiranje in kar kličejo po investicijah. Toda pravi dobički za investitorja na tem trgu se bodo pokazali šele v daljšem obdobju. Za hitre in zagotovljene donose se najbolj splača investirati v surovinski sektor, ki že ima največji delež naložb. Toda investitor mora vzeti v obzir še vso ostalo industrijo, ki jo vključuje omenjeni prednjačeni sektor. Tudi v pomožnih industrijah se skrivajo bodoči visoki donosi.

KD vlaga v obe omenjeni državi. Analitiki pa se ne zanašajo le na prej omenjena dejstva, ampak si pogledajo tudi ocene tveganj s strani bonitetnih agencij. Moody's je ocenila, kakšno tveganje predstavljajo države, v katere vlaga KD, oziroma kako tvegana je ta regija za investicije.

**Tabela 12.3:** Ocene Moody's

DRŽAVA	OCENE DRŽAVE				OCENE VLADNIH OBVEZNIC	
	TUJA OCENA		DOMAČA OCENA		TUJA OCENA	DOMAČA OCENA
	Obveznice	Bančni depoziti	Obveznice	Depoziti	-	-
<b>Bosna in Hercegovina</b>	Ba3	B3	Ba1	Ba3	B2	B2
<b>Bolgarija</b>	A1	Baa3	Aa3	Baa1	Baa3	Baa3
<b>Hrvaška</b>	A1	Ba1	Aa1	Aa1	Baa3	Baa1
<b>Romunija</b>	A1	Baa3	Aa3	Aa3	Baa3	Baa3
<b>Rusija</b>	A2	Baa2	A1	A1	Baa2	Baa2
<b>Nizozemska</b>	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa

Vir: Moody's Investors Service (2007).

Iz tabele 12.3 je razvidno, da z izjemo Nizozemske tveganje pri naložbah v navedene države obstaja in je pogojeno z različnimi špekulativnimi lastnostmi vrednostnih papirjev, nezadostnimi karakteristikami, ki bi privlačile morebitnega investitorja, ni varstva izplačila, na dolgi rok pa tudi ni nobenega jamstva za uspešnost investicije. Prisotne so tudi pozitivne ocene, ki pa oznanjajo le sum na majhno možnost poslabšanja investicije v prihodnosti.

Glede na Moody's ocene so omenjene države primerne za naložbe, toda obstaja tveganje. Za območje teh držav/trgov je treba vzeti v poštev, da obstajajo dejavniki, ki lahko slabo vplivajo na investicije. Ti so lahko politične narave: politični nemiri, vojne, upori; socialne: razlike med družbenimi razredi neredi; ekonomske: znižanje izvoznih prihodkov, stavke, povečanje proizvodnih stroškov, nizka ali upadajoča stopnja rasti družbenega proizvoda (Prohaska 1999: 194). Ne smemo pozabiti na dejavnik inflacije, visoke obrestne mere, recesije (Veselinovič 1995: 245). S političnega vidika so ti trgi lahko zelo nepredvidljivi, saj se odločanje v demokratičnem pomenu šele uveljavlja in obstajajo veliki riziki vmešavanja politike v gospodarstvo, nasilnih podržavljanj uspešnih podjetij, hitre menjave političnih oblasti, tudi možnosti državnih udarov. S temi trgi se povezuje še tveganje nelikvidnosti trgov, špekulativnih naložb, manj

opredeljenih zakonskih in davčnih postopkov, nenadnega zaprtja trga, neugodne spremembe zakonodaje itd.

Lahko rečemo, da območje teh trgov na daljši rok prinaša bodočim investitorjem dobre možnosti za naložbe in velike donose. Poudarek je na dolgoročnem investiranju. Ko pa se bo proces tranzicije v teh državah končal, bodo tudi visoki donosi začeli upadati oziroma se bodo stabilizirali in se izenačili z donosi naložb že ustaljenih trgov, npr. trgov Zahodne Evrope. Slovenski investitorji se deloma zanašajo na ponovitev zgodbe, ki se je s tranzicijo odvila pri nas, zato tudi tako apelirajo na te trge.

### 13. SKLADI KD GROUP

Družba KD ima mnogo različnih investicijskih skladov, ki so prikazani v spodnji tabeli.

**Tabela 13.1:** Prikaz skladov KD Group

SKLADI KD GROUP				
<i>delniški vzajemni skladi</i>	<i>obvezniški vzajemni skladi</i>	<i>mešani vzajemni skladi</i>	<i>tuji skladi</i>	<i>skladi denarnega trga</i>
KD Rastko	KD Bond	KD Galileo	KD Russia (delniški)	KD MM
KD Prvi izbor (sklad delniških skladov)	KD DeLux- Eastern European Bonds (podsklad)	KD DeLux- Eastern European Bonds (podsklad)	KD Prosperita (mešani)	
KD Surovine in energija				
KD Tehnologija				
KD Nova energija				
KD Vitalnost				
KD Balkan				
KD Novi trgi				
KD Severna Amerika				
KD Rastko				
KD Prvi izbor				
KD DeLux- Eastern European Equities (podsklad)				
KD DeLux- Western European Equities (podsklad)				
KD DeLux- Global Equities (podsklad)				

Vir: prirejeno po KD Group d. d. (2007n).

Obstajajo še drugi KD skladi, ki vlagajo v Romunijo, Bolgarijo, Hrvaško in Azijo, toda le preko življenjskega zavarovanja (KD Group 2007n).

Za svoj praktični primer sem se na predlog analitika družbe KD Group odločila, da predstavim bolj podrobno krovni sklad KD DeLux SICAV (odprta investicijska družba), saj le ta vlaga na oddaljene trge že skoraj tri leta in dosega lepe donose. K velikim donosom prispevata predvsem njegova podsklada<sup>39</sup> KD DeLux – Eastern European Equities in KD DeLux – Global Equities, ki oba zajemata trge Vzhodne Evrope in novo razvijajoče se trge, poleg že ustaljenih razvitih trgov. Na trgih Vzhodne Evrope so namreč donosi najvišji. Sklad sem izbrala tudi zato, ker je slovenskih skladov v tujini zelo malo, ta pa je že skoraj 3 leta prisoten na trgu in lahko primerjamo donose. Z drugimi tujimi skladi slovenskih investorjev primerjave donosov ne moremo narediti, ker obstajajo šele 1 leto ali manj. Preden se posvetim izbranemu skladu pa bom predstavila sklad KD Russia, ki je nov na tržišču, je pa dobra predstavitev tipičnih ovir s katerimi se soočajo investitorji v tranzicijske države, dobra slika značilnosti trgov v regiji Vzhodne Evrope in ravno tako ena izmed bodočih zgodb 'uspeha' na dolgi rok.

### ***13.1 KD RUSSIA***

Gre za daleč najbolj tvegan sklad KD-ja med vsemi. KD vlaga v Rusijo, ker ima Rusija ogromen surovinski potencial (zemeljski plin in nafta) in zalogo kovin. KD se zanaša na mnenja znanih svetovnih analitikov in družb,<sup>40</sup> ki napovedujejo, da bo Rusija v prihodnosti ena izmed štirih vodilnih držav v svetu. Pričakuje se razvoj. Rusija ima veliko prebivalstva in gre skozi proces tranzicije, demokratizacije.

Za Rusijo se pričakuje nadpovprečno gospodarska rast v primerjavi z EU in to predstavlja tudi problem, v primeru, da se ta pričakovanja izjalovijo. Pričakuje se rast donosov, od 5–7 % na leto (KD Group 2007b). Če bo temu tako, se bo v Rusiji počasi začel generirati denar, ljudje bodo imeli več denarja in več, kot ga bodo imeli, več ga bodo trošili. Ko bodo ljudje namesto osnovnih dobrin začeli kupovati druge, luksuzne dobrine, bo to avtomatsko sprožilo multiplikativne učinke npr.: rast podjetij, kot so

---

<sup>39</sup> Podsklad je poseben portfelj sredstev in obveznosti znotraj družbe, ki ima lastno čisto vrednost sredstev in ga predstavlja poseben razred ali razredi delnic (KD Group 2007j).

<sup>40</sup> Kateri so ti analitiki in družbe, KD ni želel razkriti.

mobilna telefonija, avto industrija, elektronika, računalniška industrija, telekomunikacije, internet, trgovinske verige (kot npr. Mercator, Tuš itd.).

V vsem tem, kar bo razvoj države potegnil za sabo, se vidi glavni potencial KD-ja, da vlaga na to področje (KD Group 2007b). Dejstvo je, da se v večini držav, ki se podajo skozi tranzicijo, dogaja ista zgodba. Toda zaenkrat je Rusija država, kjer ima politika še vedno zelo velik vpliv na gospodarstvo. Ali bo zgodba Rusije prinesla isti uspeh, kot ga je doživela Slovenija, je vprašanje, na katerega odgovor bomo morali počakati še nekaj let.

### ***13.2 KD DELUX SICAV***

KD DeLux je luksemburška odprta investicijska družba s spremenljivim delniškim kapitalom. Ustanovljena je bila 30. decembra 2004 za nedoločen čas kot delniška družba. KD DeLux deluje kot krovni sklad, kar pomeni, da jo sestavljajo štirje podskladi (KD DeLux – Eastern European Equities, KD DeLux – Eastern European Bonds, KD DeLux – Western European Equities, KD DeLux – Global Equities). Vsak od njih pa predstavlja poseben razred sredstev ali obveznosti ter ima ločeno naložbeno politiko in druge posebne značilnosti. "Krovna struktura vlagateljem omogoča, da lahko izbirajo med različnimi podskladi in prehajajo iz enega v drug podsklad" (KD Group 2007a: 9). Družba je enotna pravna oseba. Sredstva posameznih podskladov se vlagajo izključno v korist delničarjev ustreznega podsklada. Za obveznosti posameznega podsklada družba odgovarja izključno s sredstvi tega podsklada. Delnice podskladov so uvrščene na luksemburško borzo vrednostnih papirjev.

Sklad je namenjen malim in institucionalnim vlagateljem, družba pa je ustanovljena z namenom, da delničarjem na primeren način omogoči udeležbo v strokovno vodenem portfelju prenosljivih vrednostnih papirjev, ki ga sestavljajo predvsem delnice in obveznice (KD Group 2007a: 10).

"Glavni cilj delniških podskladov (Equities) je dolgoročna kapitalska rast. Ti podskladi vlagajo dolgoročno, zato je nakup njihovih delnic treba šteti za dolgoročno naložbo" (KD Group 2007a: 10).



"Glavni cilj obvezniških podskladov ("Bonds") je s skrbnim upravljanjem premoženja zagotoviti visoke dohodke in ohranjanje kapitala. Ti podskladi vlagajo srednjeročno, zato je nakup njihovih delnic treba šteti za srednjeročno naložbo" (KD Group 2007a: 10).<sup>41</sup>

Vsi izmed naštetih podskladov so izpostavljeni tržnim ali valutnim tveganjem in tveganjem, ki so neločljivo povezana z naložbami, zato ni mogoče dati nikakršnega zagotovila, da bo vloženi kapital ohranjen ali da se bo povečal. Pomembno je zavedanje, da so naložbe v lastniške vrednostne papirje donosnejše kot naložbe v kratkoročne in dolgoročne dolžniške vrednostne papirje. Toda večje je lahko tudi tveganje, povezano z naložbami v lastniške vrednostne papirje, saj je donosnost naložbe odvisna od dejavnikov, kot so spremembe splošnih tržnih in gospodarskih razmer, ki jih je težko predvideti. "Vlagatelji se morajo zavedati in biti pripravljeni sprejeti večja nihanja cen nakupnih bonov, ki lahko povzročijo večje nihanje cen delnic. Zaradi narave nakupnih bonov je torej vlagateljevo tveganje večje kot v primeru običajnih vrednostnih papirjev" (KD Group 2007a: 3).

Naložbena politika podskladov KD DeLux Eastern European Equities in KD DeLux Eastern European Bonds temelji na specifičnih trgih, ki so izpostavljeni velikim nihanjem, zato so naložbe na teh trgih bolj tvegane. Podsklada vlagata na manj razvite ali nastajajoče trge, zaradi česar sta poleg velikih nihanja izpostavljena tudi nelikvidnosti teh trgov. Nekateri vzhodnoevropski trgi, kjer je mogoče kupiti vrednostne papirje, ne izpolnjujejo določenih pogojev v zakonu iz leta 2002, zato se te naložbe štejejo za naložbe v prenosljive vrednostne papirje, ki niso uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu. Zaradi omenjenih lastnosti se lahko naložbe v take trge štejejo za špekulativne in ravno tako se lahko pripeti, da se poravnave opravijo z znatno zakasnitvijo. Vsa omenjena tveganja za to regijo Evrope posledično lahko povzročijo, da čista vrednost delnic podskladov znatno niha (KD Group 2007a: 3).

---

<sup>41</sup> Predstavitve, značilnosti in letni donosi posameznih podskladov KD DeLux se nahajajo v prilogi J.

## PREDNOSTI VLAGANJ V PODSKLADE KD DELUX CESE

Prednost teh podskladov je sigurno v regiji, ki jo naložbe pokrivajo, saj države Srednje in Vzhodne Evrope v zadnjem desetletju beležijo visoke stopnje gospodarske rasti, kar je vplivalo na zmanjšanje razvojnega zaostanka za najrazvitejšimi.<sup>42</sup> Ko bodo pogoji za zadostitev Maastrichtskim kriterijem izpolnjeni, bo donose veliko lažje napovedati, saj ne bo več velikih inflacijskih nihanj, valutno razmerje bo utrjeno in obrestne mere bodo znižane. Prednost teh skladov je tudi ta, da so cene vrednostnih papirjev, ki izpolnjujejo monetarne in fiskalne pogoje, tudi višje (npr. obveznice). Na KD-ju ne vidijo razlogov, zakaj temu ne bi bilo tako tudi v ostalih državah Srednje in Vzhodne Evrope (KD Group 2007c).

Prednost so tudi boljše kreditne ocene državam (pridobijo jih zaradi večje stabilnosti), ki ponujajo investitorjem zagotovilo za dobro in varno investicijsko priložnost.

Za plodne naložbe so zelo pomembne informacije, saj predstavljajo konkurenčno prednost, ki ni zanemarljiva. Prednost tega sklada je, da je KD preko svojih podjetij tudi fizično prisoten na teh trgih, omogoča vpogled v tekoče dogajanje in pridobivanje prvovrstnih informacij. S spremenjenimi pravili upravljanja skladov KD Delux pa bo možnost investiranja razširjena na celotno Srednjo, Vzhodno in Južno Evropo (KD Group 2007c).

Ostali tuji skladi, ki vlagajo v to regijo, imajo nadpovprečno visoke donose, z neprevelikimi odklanjanji. Izredno visoke donose pa sem zasledila na razvijajočih se trgih, primer: Indija, Kitajska, Južna Amerika, vzhodnoevropski trgi itd.

---

<sup>42</sup> Prednosti in slabosti teh regij so predstavljene v prejšnjem poglavju na primeru Bolgarije in Rusije.

## 14. ZAKLJUČEK

Leta 1991 je Slovenija postala neodvisna. Sledil je proces tranzicije in z njo so prišle marsikaterne spremembe na področju gospodarstva, med drugim tudi možnost za večjo gospodarsko rast.

Že v času Jugoslavije, v zgodnjih 60-ih, je Slovenija začela vlagati v tujino, da bi se izognila omejitvam socialističnega ekonomskega sistema (Svetličič in Bellak 2003: 19). Torej izhodne investicije za Slovenijo niso bile nekaj novega; na novo so se odprli le dodatni trgi za investiranje.

Rast in širitev investicij slovenskih finančnih institucij je potekala veliko počasneje kot pa investicije na podjetniškem sektorju. Pravzaprav lahko rečemo, da se je z 'drugo tranzicijo', vstopom Slovenije v EU, začel pravi razvoj finančnega sektorja, v katerem pa še vedno prevladuje bančništvo. Intenzivno pa se je razširilo zavarovalništvo ki mu sledijo investicijski skladi.

Tranzicija in privatizacija sta zelo pomembni za razvoj investicijskih skladov na slovenskih tleh. Pred vstopom v EU je bila branža investicijskih skladov v Sloveniji za domači trg dobro razvita, investicije v tujino preko skladov pa niso bile možne. Takoj, ko smo stopili v EU pa je možnost investiranja v tujini preko investicijskih skladov zrasla. Danes najdemo na borzi lepo paleto tujih skladov, kamor lahko vlagamo svoje premoženje.

Investicijam na tujih trgih na poti stojijo marsikaterne ovire. V diplomskem delu sem izpostavila najbolj očitno oviro, s katero se srečujejo finančne institucije pri investiranju na oddaljenih trgih – nerazvito pravno, infrastrukturno in administrativno okolje. Ker v diplomski izpostavljam investicijske sklade, moram omeniti, da se poleg omenjene ovire investitorji srečujejo še s pomanjkanjem informacij, neprijaznim davčnim okoljem, nizko likvidnostjo, korupcijo, netransparentnostjo in ostalimi ovirami. Investitorji se srečajo tudi s tveganjem kot posledico teh ovir in kot oviro samo. Najbolj pogosto za izbrani primer KD je pravno tveganje. Pravzaprav lahko rečemo, da se večina ovir, na katere naletijo podjetja pri investiranju v tujini (tudi na oddaljenih trgih) po teoriji TNI, pojavi tudi pri investicijah investicijskih podjetij v tujini (na oddaljenih trgih). Tako

teorija kot praktični primer KD DeLuxa in hiter vpogled v KD Russia so potrdili mojo hipotezo o omenjenih ovirah, s katerimi se srečujejo finančna podjetja pri investiranju na oddaljenih trgih.

Moja druga hipoteza sloni na prepričanju, da so možnosti visokih donosov na oddaljenih trgih in pa deloma že izčrpani donosi na domačih trgih tisti, ki so glavni motiv za investicije finančnih podjetij na oddaljenih trgih. To hipotezo lahko v večjem delu potrdim, ne smem pa izpustiti preostalih prav tako pomembnih razlogov za investiranje investicijskih družb na oddaljenih trgih, ki pripomorejo h končnemu rezultatu – visokim donosom. Na oddaljene trge se namreč vlaga zato, ker imajo ta območja potencial, da se bodo dobro razvijala, to pa posledično prinese visoke donose. Plitkost slovenskega kapitalskega trga in uvajanje novih produktov na trg Vzhodne Evrope sta ravno tako razloga za investiranje na oddaljene trge. K premiku investicij v tujino pa so pripomogle tudi sledeče ugodnosti: razširitev trga, pridobitev novih znanj in izkušenj, boljša konkurenčnost, večja učinkovitost, novi posli in nova poznanstva. Lahko zaključimo, da bodo pričakovani visoki donosi rezultat tudi vseh ostalih ugodnosti, ki nam jih bo prineslo investiranje na oddaljene trge. Praktični primer KD DeLux nam je prikazal, da so donosi visoki in konstantni. Danes lahko potrdimo trditev, ki je napovedala visoke donose in cilj KD-ja, da nudi relativno visoke donose svojim strankam. Težko pa je predvideti, kaj natanko se bo zgodilo v naslednjih sedmih letih s tem skladom in njegovimi donosi. Toda če ga primerjamo s slovenskim skladom Galileom, se mu obetajo uspešna leta. Galileo velja za najuspešnejši slovenski sklad z dolgo dobo obstoja.

Območje Vzhodne Evrope je potemtakem definitivno tisto, kjer se pričakujejo višji donosi, kot so na območju Zahodne, kjer so donosi več ali manj že stabilizirani in ni nekih večjih sprememb. S pomočjo tabel donosov (tabeli 11.1 in 11.2) lahko potrdim hipotezo o deloma izčrpanih domačih donosih, saj se lepo vidi, da je razlika med donosi tujih in domačih skladov precejšnja. Ravno tako se vidi, da so donosi z regije Zahodne Evrope že bolj stabilizirani, manjši. Toda kar ni prisotno na domačem trgu, je pa na tujem, je tveganje. Bolj ko se usmerjamo v neko regijo, kjer se pričakuje višje donose in ki je manj stabilna, večja je stopnja tveganja. Posledično pa višja stopnja tveganja dopušča pričakovanje višjih donosov.

Preučitev gibanja donosov tujih skladov me je pripeljala do zaključka, da so države Vzhodne Evrope in razvijajoči se trgi (Kitajska, Indija itd.) tisti, ki nam bodo prinesli največje donose pri vlaganju v investicijske sklade in TNI. Države na teh področjih so oziroma bodo šle čez proces tranzicije, začeli se bodo procesi privatizacije, ustanavljati se bodo začele delniške družbe, gospodarstvo bo začelo rasti itd. Pomembno je, da si delničar v teh podjetjih, ki bodo rasla z gospodarskim razvojem. Slovenski investitorji se tega dejstva počasi zavedajo, hkrati pa ne smejo pozabiti na konkurenco na trgu finančnih storitev. Vzeti jo morajo kot vzpodbudo za kvalitativno in kvantitativno izboljšanje svoje ponudbe. Tuji finančni posredniki, med katerimi lahko izbiramo, nam namreč ponujajo tiste segmente tujih finančnih storitev, ki jih slovenske finančne institucije ne ponujajo. Ravno tako tuji ponudniki izkoriščajo niše, kjer smo nekonkurenčni. Slovenija ima izredno dobre možnosti, da je prisotna na vseh rastočih trgih Vzhodne Evrope in v KD-ju se tega potenciala dobro zavedajo ter delajo na tem, da pokrijejo čim večje območje. Med finančnimi podjetji je KD eno izmed tistih, ki se je hitro in uspešno internacionaliziralo, k čemur je pripomogla strateška izbira trgov za naložbe, agresivnost pri osvajanju novih trgov in odprtost za poslovanje s tujci. Neposredna prisotnost v tujini je KD-ju pomagala pri izdelavi naložbene politike, sestavi skladov, doseganju razvoja in donosov. Pot, ki jo je KD družba ubrala pri svojih investicijah v tujini, se danes kaže v pestri ponudbi skladov, ki vlagajo na oddaljene trge, in tujih skladov v lasti KD-ja.

Stara modrost pravi, da je zgodovina tista, s pomočjo katere lahko razumemo sedanost in napovemo prihodnost, zato je biti prisoten tam, kjer se bo zgodovina po vsej verjetnosti ponovila, v investicijskem kontekstu najboljša naložba, toliko bolj, če pri tem veliko zaslužimo.

## 15. SEZNAM LITERATURE

### Samostojne publikacije:

- Bahovec, Urh (2004): *Zapiski za pripravo na preizkus strokovnih znanj s področja trženja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Bohorč, Aleksandra (2001): *Investicijski skladi in družbe za upravljanje v Sloveniji ter nova zakonodaja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Brockington, Raymond (1993): *Dictionary of accounting and finance*. London: Pitman.
- Del Fabro, Elena (2005): *Izhodne investicije slovenskega gospodarstva v Makedoniji*. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
- *Dictionary of Economics* (1987): Forth edition. London: Penguin books.
- Dimovski, Vlado in Aleksandra Gregorič (2000): Temelji bančništva. V Urh Bahovec (ur.): *Zapiski za pripravo na preizkus strokovnih znanj s področja trženja investicijskih skladov in prodaje investicijskih kuponov oziroma delnic investicijskih skladov*, 1–45. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Fabozzi, Frank J. (1992): *Capital markets: institutions and instruments*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall.
- Fredman, Albert J. in Russ Wiles (1993): *How mutual Funds Work*. New York: New York Institute of Finance.
- Gala, Jan (2005): *Privatizacija na Poljskem: 1990–2000*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Gaši, Anuša (2004): *KD*. Ljubljana: KD Group.
- Horvat, Gregor (2002): *Primerjava terminskih pogodb in terminskih poslov*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Jaklič, Andreja in Marjan Svetličič (2003): *Enhanced Transition Through Outward Internationalization: Outward FDI by Slovenian firms*. Aldershot, Burlington (VT): Ashgate.
- Jaklič, Marko (2002): *Poslovno okolje podjetja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- KD Group (2007a): *KD DeLux*. Interno gradivo. Ljubljana: KD Group d. d.
- KD Group (2007b): *KD Russia*. Interno gradivo. Ljubljana: KD Group d. d.

- Klemenčič, Lucijan (2000): *Odpri investicijski skladi v svetu in pri nas*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Kristl, Miha (2004): *Devizni tečaj, valutno tveganje in banke*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Lasič, Andrej (1997): *Proces lastninskega preoblikovanja in vloga pooblaščenih investicijskih družb v slovenskem gospodarstvu*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Leko, Vlado in Neven Mates (1993): *Rječnik bankarstva & financija*. Zagreb: Masmedia.
- Leskovšek, Luka (2004): *Analiza uspešnosti upravljanja slovenskih vzajemnih skladov*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Madura, Jeff (1989): *Financial Markets and Institutions*. Saint Paul: West Publishing Company.
- Mencinger, Jože (1995): *Gospodarski sistem in politika Slovenije*. Ljubljana: Uradni list RS.
- Mrak, Mojmir (2002): *Mednarodne finance, 1. natis*. Ljubljana: GV Založba, d. o. o.
- Mramor, Dušan (1992): *Osnove poslovnih financ 1*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Mramor, Dušan (1993a): *Osnove poslovnih financ 2*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Mramor, Dušan (1993b): *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- Mramor, Dušan et al. (2000): *Trg kapitala v Sloveniji: prikazi, analize, mnenja*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- Nacionalna Finančna Družba za upravljanje investicijskih skladov, d. o. o. (2006): *Vzajemni sklad NFD Energija: Načrt o obvladovanju tveganj*. Interno gradivo. Ljubljana: NFD, d. o. o.
- Praprotnik, Maja (2002): *Privatizacija v državah v tranziciji in brezposelnost kot posledica*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Prohaska, Zdenko (1999) *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Rosenberg, Jerry M. (1993): *Dictionary of Investing*. New York (idr.): John Wiley & Sons, Inc.

- Rugg, Donald D. (1986): *The Dow Jones-Irwin Guide to Mutual Funds*. V Šemrl Mojca (1993) *Pomen in upravljanje investicijskih skladov*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Ryland, Philip (1998): *Pocket investor*. London: The Economist: Profile Books.
- Saunders, Anthony (2000): *Financial institutions Management: a modern perspective*, 3. Boston (Mass.): Irwin/McGraw-Hill.
- Sharpe, William F. in Alexander J. Gordon (1995): *Investments*. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall Inc.
- Simoneti, Marko in Andreja Boehm (ur.) (1992): *Privatization in Central and Eastern Europe. 1991: country privatization reports & specific implementation issues*. CEEP annual conference series 2. Ljubljana: CEEP.
- Šemrl, Mojca (1993): *Pomen in upravljanje investicijskih skladov*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Špec, Boštjan (1996): *Poslovanje na podlagi notranjih informacij*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- Tavzes, Miloš (2002): *Veliki slovar tujk*. Ljubljana: Cankarjeva založba.
- Trtnik, Andreja (1999): *Internacionalizacija slovenskih podjetij z neposrednimi naložbami v tujino*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Veselinovič, Draško (1995): *Borzni priročnik*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje, *Ur. l. RS*, št. 6-268/94 (11. 2. 1994).
- Zobavnik, Igor (1994): Lastniški certifikati in pooblašene investicijske družbe. V Lasič, Andrej (1997) *Proces lastninskega preoblikovanja in vloga pooblaščenih investicijskih družb v slovenskem gospodarstvu*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Žnidaršič Kranjc, Alenka (1999): *Investicijski skladi v Slovenij – (ne)uspeh in za koga*. Postojna: Dej.



## Članki v revijah in zbornikih:

- Čeh, Silva (1994): Kmečka družba bo certifikate začela zbirati avgusta. V Anuša Gaši (ur.): *KD*, 48. Ljubljana: KD Group.
- Dimovski, Vlado (1995): Upravljanje investicijskih skladov. *Slovenska ekonomska revija*, 46(1–2), 105–115.
- Gomulka Stanislav (1999): Macroeconomic Policies and Achievements in Transition Economies, 1989–1999. *Economic Survey of Europe* 1.
- Inotai, Andras (1996): Liberalizacija nacionalnih gospodarstev in internacionalizacija podjetij. *Zbornik povzetkov člankov: Mednarodna konferenca ob petdesetletnici ekonomske fakultete*, 381–384. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Ivanušič, Zvone (2004): Spomini. V Anuša Gaši (ur.): *KD*, 54. Ljubljana: KD Group.
- Jaklič, Andreja (2003): Slovenian Outward Foreign Direct Investment. *Facilitating transition by internationalization: outward direct investment from Central European economies in transition*, 205–225. Burlington (VT), Hants: Ashgate.
- Jaklič, Marko (1996): Strategije internacionalizacije srednjih in malih podjetij iz držav s hitro gospodarsko rastjo. *Zbornik povzetkov člankov: Mednarodna konferenca ob petdesetletnici ekonomske fakultete*, 388–394. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Jančar, Gorazd (1997): Portfeljske investicije, vroč denar in beg kapitala: primer Cefte. *Bančni vestnik* 7–8, 24–32.
- Mrak, Mojmir (2004): Ocene poznavalcev. V Anuša Gaši (ur.): *KD*, 148–49. Ljubljana: KD Group.
- Mrak, Mojmir, Matija Rojec in Janez Potočnik (2002): The transition Process in Slovenia: Transformation to an EU-Compatible Economy. *Journal of international relations and development* 5(1), 37–62. Ljubljana: Center za mednarodne odnose, Fakulteta za družbene vede.
- Mramor, Dušan (1998): Dileme razvoja trga kapitala v Sloveniji. Interno gradivo agencije za trg vrednostnih papirjev. V Dušan Mramor et al. (ur.) (2000): *Trg kapitala v Sloveniji: prikazi, analize, mnenja*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.

- Povzetek poslovnega načrta zadružne pooblaščne družbe za nastajajočo Kmečko družbo d. d. (1994). V Anuša Gaši (ur.): *KD*, 50. Ljubljana: KD Group.
- Ribnikar, Ivan (1990): Investicijska podjetja in investicijski skladi. *Bančni vestnik* 4, 137–138.
- Simoneti, Marko, Matija Rojec in Aleksandra Gregorič (2004): Privatization, Restructuring, and Corporate Governance of the Enterprise Sector. V M. Mrak, M. Rojec in C. Silva-Jauregui (ur.): *Slovenia: From Yugoslavia to the European Union*, 224–243. Washington, D.C.: Svetovna banka.
- Svetličič Marjan in Christian Bellak (2003): Investment Development Path of Small Economies: Comparative Evaluation of Austria and Slovenia. V Matija Rojec (ur.): *Facilitating transition by internationalization: outward direct investment from Central European economies in transition*, 17–28. Burlington (VT), Hants: Ashgate.
- Svetličič, Marjan (1999): Izhodne investicije in konkurenčnost. V Rado Bohinc (ur.): *Slovenska korporacija v evropskih razmerah: zbornik razprav*, 45–48. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede, Slovenski raziskovalni inštitut za management.
- Svetličič, Marjan (2003): Theoretical Context of Outward Foreign Direct Investment from Transition Economies. V Matija Rojec (ur.) *Facilitating transition by internationalization: outward direct investment from Central European economies in transition*, 3–16. Burlington (VT), Hants: Ashgate.
- Svetličič, Marjan, Matija Rojec in Andreja Trtnik (2000): Strategija pospeševanja slovenskih neposrednih investicij v tujino. *Teorija in praksa* 4, 623–645.

#### **Intervjuji in predavanja:**

- Čobal, Domen in Jure Sepaher (2005): *Izobraževanje: KD DeLux SICAV, Luksemburg*. Interno gradivo KD. Ljubljana: KD Group d. d.
- Intervju z analitikom 1, zaposlenim na KD Group d. d. Ljubljana, 11. marca 2007.
- Intervju z analitikom 2, zaposlenim na KD Group d. d. Ljubljana, 24. maja 2007.
- Mrak, Mojmir (2005): *Predavanja iz mednarodnih financ, II. semester*.
- Svetličič, Marjan (2004): *Predavanja iz mednarodnih ekonomskih odnosov, I. semester*.

## Internetni viri:

- Abančna DZU d. o. o. (2007): *O skladu*. Dostopno na <http://www.abancna-dzu.si/polzek.asp?MapaID=671> (27. maj 2007).
- Časnik Finance (2007a): *Pregled*. Dostopno na <http://www.finance.si/skladi.php> (22. marec 2007).
- Časnik Finance (2007b): *Sklad KD Balkan, delniški VS*. Dostopno na <http://www.finance.si/skladi.php?mode=zoom&id=KDBAL&tip=vs> (25. marec 2007).
- Časnik Finance (2007c): *Sklad KD Galileo, VS FSN*. Dostopno na <http://www.finance.si/skladi.php?mode=zoom&id=KMG&tip=vs> (25. marec 2007).
- Časnik Finance (2007d): *Sklad MP-Global.Si*. Dostopno na <http://www.finance.si/skladi.php?mode=zoom&id=MPG&tip=vs> (25. marec 2007).
- Časnik Finance (2007e): *Tuji Skladi*. Dostopno na <http://www.finance.si/skladi.php?mode=tuji> (22. marec 2007).
- KD BPD d. o. o. (2007): *Skladi*. Dostopno na <http://www.financna-tocka.si/tecajnica.php?src=menu> (27. maj 2007).
- KD Group (2007c) *Prospekt za ponudbo delnic KD DeLux SICAV*. Dostopno na [http://www.kd-group.si/file/prospektkddelux\\_0307.pdf](http://www.kd-group.si/file/prospektkddelux_0307.pdf) (21. marec 2007).
- KD Group (2007d): *KD DeLux - Central, Eastern & South European Equities*. Dostopno na [http://www.kd-group.si/files/kd\\_delux\\_c\\_e\\_equi\\_maj06.pdf](http://www.kd-group.si/files/kd_delux_c_e_equi_maj06.pdf) (22. marec 2007).
- KD Group (2007e): *KD DeLux - Central, Eastern & South European Bonds*. Dostopno na [http://www.kd-group.si/files/kd\\_delux\\_c\\_e\\_s\\_bonds\\_maj06.pdf](http://www.kd-group.si/files/kd_delux_c_e_s_bonds_maj06.pdf) (22. marec 2007).
- KD Group (2007f): *KD BPD – Osebna izkaznica*. Dostopno na <http://www.kd-group.si/index.php?ndx=156&pid=156&id=153&cmd=lst&t=slo&f> (14. marec 2007).
- KD Group (2007g): *KD Group – Osebna izkaznica*. Dostopno na <http://www.kd-group.si/index.php?ndx=65&pid=65&id=158&cmd=lst&t=slo&f> (14. marec 2007).

- KD Group (2007h): *KD Holding – Osebna izkaznica*. Dostopno na <http://www.kd-group.si/index.php?ndx=4&pid=4&id=326&cmd=lst&t=slo&f> (14. marec 2007).
- KD Group (2007i): *KD Investments – Osebna izkaznica*. Dostopno na <http://www.kd-group.si/index.php?ndx=730&pid=1232&id=1233&cmd=lst&t=slo&f> (14. marec 2007).
- KD Group (2007j): *Slovar pojmov*. Dostopno na <http://www.kd-group.si/index.php?ndx=4&pid=17&id=412&cmd=lst&t=slo&f> (26. marec 2007).
- KD Group (2007k): *Letno poročilo Skupine KD Holding in finančne družbe KD Holding d. d. 2005*. Dostopno na [http://www.kd-group.si/file/lp\\_kdh\\_skdh\\_2005slo.pdf](http://www.kd-group.si/file/lp_kdh_skdh_2005slo.pdf) (28. maj 2007).
- KD Group (2007l): *Kakšna je razlika med navadno (redno) in prednostno delnico?* Dostopno na <http://www.kd-group.si/index.php?ndx=14&pid=144&id=1613&cmd=lst&t=slo&f> (26. marec 2007).
- KD Group (2007m): *Organigram*. Dostopno na <http://www.kd-group.si/index.php?ndx=14&pid=14&id=325&cmd=lst&t=slo&f=organigram> (16. junij 2007).
- KD Group (2007n): *Predstavitev*. Dostopno na <http://www.kd-group.si/index.php?ndx=14&pid=14&id=473&cmd=lst&t=slo&f> (14. marec 2007).
- KD Group (2007o): *Izveček prospekta KD DeLux SICAV*. Dostopno na <http://www.kd-group.si/file/izvlecekprospektakddelux0307.pdf> (22. marec 2007).
- Ljubljanska borza d. d. (2007): *Slovar borznih izrazov*. Dostopno na <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=791&sid=ALwr3wMuRAwP8ovR> (20. maj 2007).
- Modra linija holding d. d. (2006): *Poenostavljen prospekt za sprejem delnic na organiziran trg*. Dostopno na [www.a-tvp.si/ASPDatoteka.asp?ID=500](http://www.a-tvp.si/ASPDatoteka.asp?ID=500) (17. marec 2007).
- Soleco (2007): *Borzni slovar*. Dostopno na <http://www.zlatkoturkovic.com/index.php?viewPage=37> (26. marec 2007).
- Svet EU (2005): *Progress Report on the Action Plan on Economic, Monetary and Financial Statistics for the acceding and candidate countries*. Dostopno na [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/2005/11/10/%7BBBF285DAD-AEC5-483C-B2B0-98C217162A18%7D.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/2005/11/10/%7BBBF285DAD-AEC5-483C-B2B0-98C217162A18%7D.pdf) (29. maj 2007).

- Svetovna banka (2007a): *Bulgaria Country Brief 2006*. Dostopno na <http://www.worldbank.bg/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/ECAEXT/BULGARIAEXTN/0,,contentMDK:20149551~menuPK:305446~pagePK:141137~piPK:141127~theSitePK:305439,00.html> (29. maj 2007).
- Svetovna banka (2007b): *Russia Country Brief 2006*. Dostopno na <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/ECAEXT/RUSSIANFEDERATIONEXTN/0,,contentMDK:21054807~menuPK:517666~pagePK:1497618~piPK:217854~theSitePK:305600,00.html> (29. maj 2007).
- Urad RS za makroekonomske analize in razvoj (2007): *Program reform za izvajanje Lizbonske strategije v Sloveniji: Poročilo o uresničevanju programa 2006*. Dostopno na <http://www.umar.gov.si/projekti/lizbona/2006/SI-porociloNRP2006-slo.pdf> (17. junij 2007).
- Vzajemci d. o. o. (2007a): *Naslovna stran*. Dostopno na <http://www.vzajemci.com/Modules/Funds/Stats.aspx?id=1> (27. maj 2007).
- Vzajemci d. o. o. (2007b): *Statistika skladov*. Dostopno na <http://www.vzajemci.com/Modules/Funds/FundStat.aspx?id=53> (27. maj 2007).

## 16. PRILOGE

Priloga A: Zbran kapital po DZU po vrednosti certifikatov na dan 1.1.1993

Št.	DZU	Zbrana vrednost certifikatov (mio SIT)
1.	Aktiva, d. o. o.	8.243
2.	Arkada, d. o. o.	6.858
3.	Atena, d. o. o.	28.553
4.	A Trust, d. d.	3.366
5.	Avip, d. o. o.	10.019
6.	Cap Invest, d. o. o.	1.138
7.	Certius, d. o. o.	1.798
8.	Divida, d. d.	14.748
9.	Intara S&P, d. o. o.	10.773
10.	KBM Infond, d. o. o.	32.281
11.	Kmečka družba, d. d.	27.274
12.	Krekova družba, d. d.	27.127
13.	Krona, d. o. o.	20.916
14.	LB Maksima	8.377
15.	NFD, d. o. o.	44.073
16.	Nika, d. d.	7.733
17.	Pomurska družba, d. d.	8.213
18.	Primorski skladi, d. o. o.	5.906
19.	Probanka, d. d.	17.367
20.	Pulsar, d. o. o.	675
21.	S Hram, d. d.	4.185
22.	Triglav, d. o. o.	33.308
23.	Vizija, d. o. o.	4.211
SKUPAJ		327.142

Vir: Žnidaršič Kranjc (2000: 74).

Priloga B: Tabela ovir pri investiranju

OVIRE PRI INVESTIRANJU V TUJINO		
ZUNANJE OVIRE		NOTRANJE OVIRE
<i>Izhajajoče iz domačega okolja</i>	<i>Izhajajoče iz države prejemnice investicij</i>	pomanjkanje prednosti, ne transparentnost prednosti, neprilagodljivi produkti.
<b>Ekonomske:</b> odprtost, stopnja internacionalizacije, struktura industrije.	<b>Strukturne:</b> politična situacija v državi, pravni sistem, konkurenca, davčna zakonodaja, intelektualna lastnina, delovna sila, neučinkovite institucije, finančni sistem, distribucijski sistem.	<b>Politika podjetja:</b> proces odločanja, nenaklonjenost rizikom, struktura lastništva, pomanjkanje globalne strategije.
<b>Strukturne:</b> pravni sistem, model privatizacije, konkurenca, institucionalna nerazvitost, nerazvite podporne institucije, funkcionalnost in razvitost finančnih in kapitalskih trgov, promocijska politika internacionalizacije.	<b>Kulturne:</b> jezik, zgodovina, religija, izobraževanje, življenjski stil okolja v katerega investiramo, kulturna raznolikost, okusi. <sup>43</sup>	<b>Organizacijski problemi:</b> neučinkovitost, organizacijska struktura, (de)centralizacija poslovnih nalog, organizacija kulture in klime.
<b>Kulturne:</b> ravnanje managerjev, cosmopolitanizm		<b>Finančna sredstva:</b> (ne)razpoložljivost, visoki stroški.
		<b>Človeški viri:</b> nacionalno usmerjeno razmišljanje, pomanjkanje usposobljene delovne sile, pomanjkanje mednarodnega menedžerskega znanja, neznanje tujih jezikov.
		<b>Investicije:</b> davčne ovire, administrativni standardi in postopki, zakonska določila, ovire pri postopkih odobritev, stroški ustanovitve podjetja.

Vir: Jaklič in Svetličič (2003: 151)

<sup>43</sup> Jaklič in Svetličič navedeta še zunanje ovire pri trgovanju, ki so izpuščene, ker niso relevantne za investicijska podjetja.

## Priloga C: Tveganja v mednarodnih financah po Mraku

Mrak (2005) izpostavi sledeča tveganja v mednarodnih financah:

**Transakcijsko tveganje:** je oblika tečajnega tveganja, da bo pri določeni transakciji, od trenutka, ko smo se odločili zanjo, in do trenutka, ko bo treba plačati, prišlo do spremembe tečaja. To je tveganje ene transakcije povezane s spremembo tečaja. Vpliva na denarni tok subjekta (Mrak 2005).

**Ekonomsko tveganje:** tveganje, pri katerem se spremeni vrednost podjetja, ker je neko podjetje vezano na trg, kjer je prišlo do spremembe deviznega tečaja. To tveganje pomeni spremembo v denarnem toku podjetja skozi množico transakcij (Mrak 2005).

**Računovodsko tveganje:** je tveganje, kjer pride zaradi spremembe deviznega tečaja do spremembe konsolidirane bilance podjetja. To tveganje ne vpliva na denarni tok podjetja.

Konsolidirana bilanca – bilanca enega podjetja, ki vključuje tudi bilance svojih hčerinskih podjetij po svetu (Mrak 2005).

Vsa tri tveganja se nanašajo na spremembe tečajev, so torej tečajna tveganja. Dotaknejo pa se tudi finančnih institucij, čeprav niso izrecno navedena kot tveganja finančnih institucij po Saundersu.

## Priloga D: Obrazložitev zaprtih investicijskih skladov

### Zaprte investicijske skladi

Zaprte investicijske skladi s fiksnim obsegom kapitala. To pomeni, da se ob njihovem nastanku določi velikost sklada in s tem tudi število izdanih delnic (Šemrl 1993: 9). Z računovodske perspektive najdemo na pasivni strani takega sklada delnice, kar pomeni da gre za delniško družbo (Mramor et al. 2000: 91). Z delnicami zaprtih skladov se trguje na borzi (Lasič 1997: 12). Investitor ima možnost kupiti delnice sklada ob ustanovitvi sklada ali od drugega investitorja na sekundarnem trgu (Mramor et al. 2000: 91). V primeru, da pride do odločitve za povečanje sklada, dosedanji delničarji nimajo



pravice do prednostnega nakupa novih delnic. Zaprti investicijski skladi za razliko od *unit investment trusts* svojih delnic ne odkupujejo, ne trgujejo na trgu sami z njimi, temveč to nalogo prepuščajo finančnim posrednikom na sekundarnem trgu kapitala. To pomeni, da mora investitor, ki želi kupiti ali prodati delnico zaprtega sklada, stopiti v kontakt s finančnim posrednikom na sekundarnem trgu kapitala. Tržna cena delnice zaprtega sklada je odvisna od ponudbe in povpraševanja po delnicah sklada na sekundarnem trgu (Šemrl 1993: 9–10). Zaprti sklad je manj pogosta oblika investicijskih skladov (Mramor et al. 2000: 91).

#### Priloga E: Stroški poslovanja odprtih investicijskih skladov

Pri poslovanju vsakega podjetja imamo stroške. Pogledali bomo kakšni so ti pri upravljanju odprtih investicijskih skladov. Ko izbiramo investicijsko podjetje, nam morajo biti na razpolago tudi cene storitev takšnega podjetja. Kadar gre za investicijske sklade, si lahko cene storitev ogledamo v prospektu. V prospektih najdemo višino provizij, ki si jih investicijsko podjetje zaračuna, kadar opravi določeno storitev za stranko. Letna poročila pa so nam v pomoč pri vpogledu v stroške investicijskega podjetja. Le-ta se namreč javno objavljajo in vsak posameznik ima možnost vpogleda v rezultate poslovanja določenega podjetja. Letno poročilo obsega bilanco stanja, izkaz poslovnega izida in izkaz gibanja kapitala.

Ena od delitev stroškov in provizij pri upravljanju investicijskih skladov je sledeča:

- provizije povezane s prodajo,
- provizije na storitve za ukvarjanje s stranko,
- stroški povezani s trgovanjem vrednostnih papirjev oziroma transakcijski stroški,
- upravni in administrativni stroški (Dimovski 1995: 113).

Vlagatelji v sklade se pri svojih investicijah srečujejo z vstopnimi in izstopnimi provizijami skladov, s provizijo menjave skladov, z morebitnimi obdavčitvami itd. Ni pa nujno, da vsak sklad zaračunava vse provizije. Ravno nezaračunavanje posameznih provizij je ena izmed konkurenčnih prednosti sklada na trgu.

## Priloga F: Delitev investicijskih skladov po investicijskih ciljih

Delitev razvršča investicijske sklade po njihovih investicijskih ciljih v 22 skupin (Madura 1989: 641). Najbolj priljubljene med investitorji so sledeče skupine skladov:

### i) skladi rasti (*growth funds*)

Primerni so za investitorje, ki si želijo večjih donosov in so pripravljeni sprejeti povprečno stopnjo tveganja. Svoja sredstva nalagajo v delnice tistih podjetij, za katere se v prihodnosti pričakuje višja stopnja rasti od povprečne. Cilj sklada je povečanje donosov iz kapitalnih dobičkov; stabilne dividende so manj pomembne;

### j) skladi večanja vrednosti kapitala (*capital appreciation funds*)

Drugo ime – skladi hitre rasti. Sestavljeni so iz delnic podjetij, ki imajo zelo visoko potencialno rast. Ta podjetja so lahko še nepreizkušena. Primerni so za investitorje, ki so pripravljeni tvegati možno izgubo v vrednosti delnic. Cilj: doseganje donosov s hitro rastjo vrednosti kapitala oziroma tečajev delnic v portfelju;

### k) skladi dividend (*income funds*)

Primerni so za investitorje, ki si želijo stabilen donos. Ponavadi so sestavljeni iz obveznic. Cilj: vzdrževanje stabilnega donosa;

### l) skladi opcij (*option-income funds*)

Skladi opcij investirajo v delnice in prodajajo opcije nakupa na te delnice. Premije od prodaje opcij povečajo donos sklada. V primeru, da želi imetnik opcije kupiti delnico od sklada, mu jo ta mora prodati;

### m) skladi rasti in dividend (*growth and income funds*)

Sestavljeni so iz delnic podjetij, kjer se pričakuje večja stopnja rasti od povprečne in iz obveznic s stabilnim denarnim pritokom. Primerni so za investitorje, ki si želijo donosov od večje vrednosti kapitala ob nekem stabilnem pritoku denarja;

### n) neobdavčeni skladi

Sestavljeni so iz obveznic države in lokalnih (občinskih, krajevnih, mestnih) oblasti. Donosi od teh obveznic so oproščeni davka na dobiček. Za te sklade se odločajo investitorji, ki spadajo v visoke davčne razrede. Slaba stran teh skladov je v tem, da je njihova tržna vrednost izpostavljena visoki stopnji tveganja, saj imajo obveznice teh skladov običajno dolgo dobo zapadlosti;

### o) mednarodni investicijski skladi

Ti vlagajo v tuje vrednostne papirje. Pri tem se investitorji izognejo pretirano visokim informacijskim in transakcijskim stroškom, ki bi jim bili izpostavljeni z neposrednim nakupom tujih vrednostnih papirjev. Donosi skladov so odvisni od tržnih cen in gibanja valut, na katere se glasijo vrednostni papirji;

p) specializirani skladi (*specialty funds*)

Teh je več vrst. Nekateri investirajo v določeno skupino podjetij, ki se ukvarjajo z določeno panogo kot npr.: v bančništvo, v zdravstvo, v energetiko, v visoko tehnologijo, v turizem itd. Ti skladi lahko investirajo tudi v določene izdelke.

Naložbe v te sklade so zelo tvegane, saj so naložbe slabo razpršene (Šemrl 1993: 13–16).

#### Priloga G: Lastnosti investicijskega kupona

Investicijski kupon izda družba za upravljanje določenega sklada. 25 člen ZISDU (1994) opredeli investicijski kupon kot vrednostni papir, ki predstavlja enoto ali več premoženja odprtega investicijskega sklada, premoženje pa je razdeljeno na enake enote. Investicijski kupon se glasi na ime in se ne more prenašati na druge (ZISDU 1994: čl. 25).

Lastnik kupona ima po ZISDU sledeče pravice:

- pravico do sorazmernega deleža čistega dobička iz naložb vzajemnega sklada,
- pravico do sorazmernega deleža vrednosti sredstev vzajemnega sklada ob njegovi likvidaciji,
- pravico, da družba za upravljanje na zahtevo imetnika investicijskega kupona izplača vrednost investicijskega kupona (ZISDU 1994: čl. 25).

## Priloga H: Lastnosti prospekta

Po Fredmanu ( 1993: 21) mora prospekt vsebovati naslednje podatke:

- opis investicijske politike sklada,
- natančen opis investicijskih ciljev odprtega investicijskega sklada,
- opis storitev, ki jih nudi sklad,
- investicijske omejitve,
- stroške in provizije, ki zadevajo investitorje,
- finančno zgodovino sklada,
- natančen opis o možnostih investicijskega tveganja,
- obrazložitev možnih načinov nakupa in prodaje delnic skala,
- informacije o investicijskem podjetju in o drugih skladih v družini skladov,
- seznam dividend in kapitalskih dobičkov in obrazložitev vpliva davkov na donos investitorja,
- imena in naslove neodvisnega skrbnika in prenosnega agenta.

## Priloga I: 4 glavni razlogi, zakaj menedžerji ne ščitijo investitorjev v obdobju padajočih cen

Menedžerji investicijskih skladov ne ščitijo premoženja svojih delničarjev v obdobjih padajočih cen z obrambnimi dejanji. Kadar pa imamo borznega posrednika, ki v našem imenu vlaga neposredno v vrednostne papirje, je njegova naloga, da zaščiti naše premoženje, če začne vrednost vrednostnih papirjev padati. Pri investicijskih skladih lahko navedemo 4 glavne razloge, zakaj menedžerji ne ščitijo investitorjev:

1. Menedžerji skladov so po zakonu obvezani, da ves čas sledijo določeni politiki, ki so jo predstavili v svojih prospektih. Tako se v obdobjih padajočih cen, menedžerji skladov ne morejo izogniti izgubam, ker bi s postavljanjem sklada v obrambni položaj, kršili politiko, ki so se ji zavezali (Šemrl 1993: 22).

2. "Mnogi menedžerji se bojijo, da bodo v obdobju naraščajočih cen 'zasenčeni' z visoko denarno pozicijo sklada. Denarna pozicija sklada je odstotek premoženja v denarju oziroma v tistih instrumentih, ki se dajo hitro spremeniti v denar. Menedžerji sklada zelo neradi večajo denarno pozicijo s prodajanjem vrednostnih papirjev" (Šemrl 1993: 22–23).
3. Menedžerji neradi spreminjajo vrednostne papirje v denar, še posebej kadar gre za vrednostne papirje, s katerimi se redko trguje ali kateri se prodajajo v velikih količinah. Namreč prodaja takih papirjev lahko zmanjša ceno vrednostnih papirjev. Če menedžer sklada ne pričakuje, da bo vrednost imetja sklada znatno upadla, potem nerad spreminja portfelj sklada (Šemrl 1993: 23).

Investicijski skladi so dolžni slediti državnim predpisom. To je zelo pomembno za zvezne davke na dobiček (Šemrl 1993: 23). Na primeru ZDA lahko pojasnimo zgornjo trditev. Prodaja vrednostnih papirjev v ZDA, ki so bili v portfelju manj kot 3 mesece, mora prinašati v proračunskem letu manj kot 30 % bruto dobička (Rugg 1986: 53). Takšen predpis je ovira za kratkoročno prodajanje vrednostnih papirjev, ker menedžerjem sklada onemogoča, da se v obdobjih padajočih cen znebijo vrednostnih papirjev (ki jim cena pada) in s tem ohranijo vrednost premoženja svojih delničarjev (Šemrl 1993: 23).

Priloga J: Podskladi KD DeLux

### **KD DeLux – Eastern European Equities**

Glavni cilj tega podsklada je dolgoročna kapitalska rast, podsklad namreč vlaga dolgoročno, zato je tudi nakup delnic tega podsklada treba šteti za dolgoročno naložbo. Podsklad vlaga predvsem v lastniške vrednostne papirje in/ali druge vrednostne papirje, enakovredne lastniškimi (KD Group 2007d: 44). Območje poslovanja je Vzhodna, Srednja in Jugovzhodna Evropa (KD Group 2007d: 1). Podsklad vlaga zlasti v gospodarske panoge, in sicer komunikacije, energijo, surovine, infrastrukturo, izdelke široke potrošnje, finance in drugo. Naložbena politika podsklada je usmerjena na

specifične trge, ki jih razkriva samo ime podsklada. Ti trgi so podvrženi velikim nihanjem, zato je tveganje toliko višje (KD Group 2007d: 44).

#### **KD DeLux – Eastern European Bonds**

Cilj podsklada je zagotoviti visoke dohodke in ohranjanje kapitala. Raven dohodkov lahko niha in ta nihanja odražajo spremembe v razponu valut in v ravni obresti, ki jih nosijo naložbe družbe. Naložbe v ta podsklad so srednjeročne. Portfelj tega podsklada so visoko kakovostni vrednostni papirji, ki jih izdajo javne mednarodne organizacije, nadnacionalne organizacije, vlade ali lokalni organi in banke. Vse omenjene institucije se nahajajo v ali poslujejo iz Vzhodne Evrope (KD Group 2007e: 45). Območje poslovanja je omejeno na regije Vzhodne, Srednje in Vzhodne Evrope (KD Group 2007e: 1). Portfelj sestavljajo dolžniški finančni inštrumenti, npr. prenosljivi vrednostni papirji s fiksno ali spremenljivo obrestno mero, menice, blagajniški zapisi itd. Ti trgi so podvrženi velikim nihanjem, zato je tveganje toliko višje (KD Group 2007e: 45).

#### **KD DeLux – Western European Equities**

Cilj podsklada je dolgoročna kapitalska rast, gre torej za dolgoročne naložbe. Razpršen portfelj vrednostnih papirjev je zelo podoben kot pri KD DeLux Eastern European Equities, z razliko, da se vrednostni papirji, v katere vlaga, nahajajo v ali poslujejo iz Zahodne Evrope (KD Group 2007e: 45).

#### **KD DeLux – Global Equities**

Tudi ta podsklad ima za cilj dolgoročno kapitalsko rast, torej gre za dolgoročno naložbo. "Podsklad vlaga predvsem v lastniške vrednostne papirje in/ali druge vrednostne papirje, enakovredne lastniškim, kot so nakupni boni, vezani na lastniške instrumente, in zamenljive obveznice, brez omejitve na posebno geografsko območje ali gospodarsko panogo. V portfelju podsklada so lastniški vrednostni papirji iz vsega sveta" (KD Group 2007: 46e).

### **A) PREDNOSTI IN SLABOSTI KD DELUX SICAV**

#### **Prednosti podskladov KD DeLux SICAV**

- globalna razpršenost naložb,
- udeležba v perspektivnih gospodarskih panogah Srednje, Vzhodne in Južne Evrope,

- udeležba v perspektivnih zahodnoevropskih gospodarskih družbah,
- možnost naložb brez omejitev na posebno geografsko območje ali gospodarsko panogo,
- konkurenčni stroški (Čobal, Sepaher 2005: 6).

#### **Slabosti podskladov KD DeLux SICAV:**

- sklad je ožje usmerjen,
- višje tvegan sklad,
- nihanja.

#### Donosi podskladov

\* v obdobju od 30. decembra 2004 do 30. septembra 2005

KD DeLux – Eastern European Equities: 15,81 %

KD DeLux – Eastern European Bonds: 2,48 %

KD DeLux – Western European Equities: 5,26 %

KD DeLux – Global Equities: 7,06 % (KD Group 2007o: 3–4)

\* v obdobju od 22. 3. 2006 do 22. 3. 2007

KD DeLux – Eastern European Equities: 14,89 %

KD DeLux – Eastern European Bonds: 2,84 %

KD DeLux – Western European Equities: 6,85 %

KD DeLux – Global Equities: 2,31 % (Časnik Finance 2007e)

Priloga K: Stanje domačih skladov na trgu, dne 21.3.07

<b>Pregled</b>					
<b><u>Stanje po trgu 21.3.07</u></b>					
Sklad	Tip	VEP	Dnevno	1 leto*	3 leta*
<a href="#">Abančna DZU Delniški Aktivni2</a>	8	6,17	0,64	33,46	50,53
<a href="#">Abančna DZU Delniški Aktivni2</a>	8	6,17	0,64	33,46	50,53
<a href="#">Abančna DZU Mešani2</a>	7	4,48	0,55	28,48	43,51
<a href="#">Abančna DZU Obvezniški2</a>	3	6,53	0,02	2,27	10,91
<a href="#">Abančna DZU Uravnoreženi2</a>	5	4,47	0,42	22,7	38,13
<a href="#">Delniški Azija2</a>	8	3,99	0,7	NP	NP
<a href="#">Delniški Evropa Vipa Invest2</a>	8	13,67	0,59	42,51	NP
<a href="#">Delniški Svet2</a>	7	0,42	0,73	-0,72	NP
<a href="#">Delniški VS Triglav Azija</a>	9	4,57	0,98	NP	NP
<a href="#">Delniški VS Triglav Balkan</a>	9	6,14	0,3	NP	NP
<a href="#">Delniški VS Triglav Hitro rastoča podjetja</a>	10	4,49	0,83	NP	NP
<a href="#">Delniški VS Živa</a>	8	14,6	0,47	40,67	47,34
<a href="#">Delniški ZDA2</a>	8	3,66	0,59	NP	NP
<a href="#">Ilirika Azija</a>	9	6,15	0,96	NP	NP
<a href="#">Ilirika Modra energija</a>	9	6,19	0,62	NP	NP
<a href="#">Ilirika Modra farmacija</a>	9	6,18	0,62	NP	NP
<a href="#">Ilirika Modra gazela</a>	10	6,65	0,35	NP	NP
<a href="#">Ilirika Modre finance</a>	9	6,62	0,69	NP	NP
<a href="#">Ilirika Vzhodna Evropa</a>	8	9,96	-0,14	37,75	NP
<a href="#">Infond Bric</a>	8	16,56	0,83	17,34	NP
<a href="#">Infond Delniški</a>	8	2,69	0,58	21,04	48,81
<a href="#">Infond Energy</a>	8	14,08	0,61	3,35	NP
<a href="#">Infond Evropa</a>	7	5,89	0,58	7,94	NP
<a href="#">Infond Hrast</a>	6	38,61	0,43	14,91	39,43
<a href="#">Infond Uravnoreženi</a>	8	2,7	0,33	12,5	38,31
<a href="#">KD Balkan, delniški VS</a>	9	7,32	-0,18	46,5	NP
<a href="#">KD Bond, obvezniški VS</a>	4	12,56	0,09	1,34	10,83
<a href="#">KD Galileo, VS FSN</a>	7	13,84	0,58	24,27	49,35
<a href="#">KD MM, VS den. trga</a>	2	45,35	0,02	2,79	NP
<a href="#">KD Nova energija, delniški VS</a>	8	1,17	0,76	NP	NP
<a href="#">KD Novi trgi, delniški VS</a>	9	4,64	0,26	11,11	NP
<a href="#">KD Prvi izbor, VS del. skl.</a>	7	5,47	0,58	6,61	NP
<a href="#">KD Rastko, delniški VS</a>	8	33,54	0,6	25,39	50,28
<a href="#">KD Severna Amerika, delniški VS</a>	8	3,78	0,73	-9,71	NP
<a href="#">KD Surovine in energija</a>	8	4,58	0,23	NP	NP
<a href="#">KD Tehnologija</a>	9	4,48	0,52	NP	NP
<a href="#">KD Vitalnost, delniški VS</a>	8	1	0,98	NP	NP
<a href="#">Krekov Sklad Most</a>	9	24,31	0,65	14,09	NP
<a href="#">Krekov sklad Klas</a>	7	26,32	0,69	-1,79	NP
<a href="#">Krekov sklad Skala</a>	7	80,3	0,7	18,77	34,86
<a href="#">MP-Asia.si</a>	8	5,77	0,63	1,31	NP
<a href="#">MP-Balkan.Si</a>	8	77,2	-0,24	81,6	NP
<a href="#">MP-Energy.si</a>	8	5,32	0,45	5,97	NP
<a href="#">MP-Eurostock.Si</a>	7	6,6	0,69	14,93	NP
<a href="#">MP-GOLD.SI</a>	9	41,56	0,8	NP	NP



<a href="#">MP-Global.si</a>	8	6,18	0,33	5,07	45,79
<a href="#">MP-INDIA.SI</a>	9	40,71	1,79	NP	NP
<a href="#">MP-Plus.si</a>	8	532,9	0,49	0,2	28,95
<a href="#">MP-Tech.si</a>	8	4,4	0,44	-0,4	NP
<a href="#">MP-Turkey.si</a>	8	42,81	-0,15	NP	NP
<a href="#">MP-WATER.SI</a>	7	42,37	0,55	NP	NP
<a href="#">Modra kombinacija</a>	6	4,38	0,33	26,6	53,79
<a href="#">Modra linija</a>	8	1,76	0,51	45,88	NP
<a href="#">Modri kapital</a>	4	0,43	0,05	-0,28	NP
<a href="#">Modri korak</a>	8	7,69	0,74	12,78	NP
<a href="#">Modri sklad skladov</a>	6	6,84	0,48	9,61	NP
<a href="#">NFD Azija/Oceanija</a>	7	4,17	0,61	NP	NP
<a href="#">NFD Energija</a>	9	3,99	0,14	NP	NP
<a href="#">NFD Evro/Amerika</a>	7	5,33	0,66	3,19	NP
<a href="#">NFD Finance</a>	9	4,36	1,13	NP	NP
<a href="#">NFD IT</a>	7	4,53	0,52	NP	NP
<a href="#">NFD Novi trgi</a>	9	4,14	1,09	NP	NP
<a href="#">NFD Obvezniški</a>	3	4,27	0,14	-0,08	NP
<a href="#">NFD Zdravstvo</a>	9	4,23	0,45	NP	NP
<a href="#">NLB Skladi - Dinamični sklad delnic</a>	9	5,29	0,35	2,95	NP
<a href="#">NLB Skladi - Farmacija in zdravstvo</a>	8	4,35	0,57	2,6	NP
<a href="#">NLB Skladi - Južna, srednja in vzhodna Evropa delniški</a>	9	4,83	0,06	NP	NP
<a href="#">NLB Skladi - Kombinirani sklad</a>	5	5,08	0,41	7,5	NP
<a href="#">NLB Skladi - Kombinirani sklad Nove Evrope</a>	5	22,76	-0,02	10,09	15,67
<a href="#">NLB Skladi - Naravni viri</a>	8	4,69	0,69	10,8	NP
<a href="#">NLB Skladi - Sklad evropskih delnic</a>	7	5,19	0,59	10,7	NP
<a href="#">NLB Skladi - Sklad obveznic</a>	3	4,52	0,08	1,93	NP
<a href="#">NLB Skladi - Sklad slovenskih delnic</a>	8	5,92	0,84	53,03	NP
<a href="#">NLB Skladi - Sklad svetovnih delnic</a>	7	5,54	0,66	4,07	NP
<a href="#">NLB Skladi - Visoka tehnologija</a>	8	4,06	0,3	-3,24	NP
<a href="#">NLB Skladi - Visoko rastoča gospodarstva</a>	8	4,76	0,69	8,92	NP
<a href="#">Obvezniški VS Pika</a>	4	22,94	0,06	8,55	17,93
<a href="#">PS Optima</a>	8	4,55	0,48	NP	NP
<a href="#">Perspektiva WorldMix</a>	4	2,67	0,52	18,97	34,17
<a href="#">Primus</a>	7	2,07	0,64	31,99	53,29
<a href="#">Primus Bond</a>	4	0,49	0,16	12,87	NP
<a href="#">Primus International</a>	8	0,58	0,47	6,99	NP
<a href="#">Probanka Alfa1</a>	5	57,2	0,05	12,34	35,05
<a href="#">Probanka Beta1</a>	8	7,25	0,28	13,82	NP
<a href="#">Probanka Gama3</a>	3	4,27	0,01	-0,6	NP
<a href="#">Probanka Globalni4</a>	7	0,83	0,1	NP	NP
<a href="#">Probanka Novi trgi</a>	9	5,02	0,18	NP	NP
<a href="#">Publikum Azijski tigri</a>	9	1,3	0,6	NP	NP
<a href="#">Publikum Balkan</a>	9	2,14	0,38	68,57	NP
<a href="#">Publikum Nova Evropa</a>	9	1,81	0,12	NP	NP
<a href="#">Publikum SCI&amp;TECH</a>	7	1,27	0,74	NP	NP
<a href="#">Publikum USA</a>	7	1,3	0,7	NP	NP
<a href="#">Triglav Evropa, mešani VS</a>	6	5,39	0,46	3,42	NP
<a href="#">Triglav Obvezniški</a>	4	4,55	0,17	4,28	NP
<a href="#">Triglav Rastoči trgi</a>	8	4,7	0,88	NP	NP

<a href="#">Triglav Renta, uravnoteženi VS</a>	<u>6</u>	12,15	0,43	15,62	32,75
<a href="#">Triglav Steber I, delniški VS</a>	<u>8</u>	21,86	0,66	34,42	NP
<a href="#">Triglav Svetovni</a>	<u>7</u>	4,33	0,64	NP	NP
<a href="#">Triglav Top sektorji</a>	<u>8</u>	4,15	0,74	NP	NP
<a href="#">VS Abančna DZU denarni EURO</a>	<u>2</u>	40,43	0,01	NP	NP

\*VEP = Vrednost Enote Premoženja (točke)

█ - označuje sklad z dnevno pozitivnim %

█ - označuje sklad z dnevno negativnim %

█ - označuje sklad z dnevno nespremenjenim %

█ - označuje največjo vrednost v kategoriji

Op.: Za resničnost in popolnost navednih podatkov ter njihovo istovetnost odgovarjajo družbe za upravljanje;

1 - vstopni in izstopni stroški za preostale različne načine varčevanja v skladu so navedeni v prospektu, izvlečku in pravilih;

2 - vstopna provizija je odvisna od načina vplačevanja;

3 - objavljena donosnost VEP je za 3,29 % manjša od dejanske za izplačane prihodke iz naslova obresti, ki jih je sklad 04. 01. 2007 izplačal imetnikom IK v višini 0,1455 EUR (34,8762 SIT) na enoto premoženja;

4 - objavljeni podatki veljajo za nakupe in prodaje pri DZU, izstopni stroški vsebujejo posebno izstopno provizijo v prvem letu od preoblikovanja;

5 - dne 18.01.2007 je bila opravljena renominacija VEP-a;

\* - za preračun vrednosti VEP iz SIT v EUR je uporabljen tečaj zamenjave (1 EUR = 239,640 SIT);

Podatki so vam na voljo za osebno, nekomercialno rabo, ki ne vključuje objave na drugih mestih.

Vir: Časnik Finance (2007a).

Priloga L: Pregled poslovanja tujih skladov 26.3.2007

Stanje tujih skladov										
Stanje na določen datum predstavlja VEP vzajemnega sklada po borznih tečajih tistega dne, enako kot pri časopisnih objavah, in se običajno uporablja kot veljavna obračunska vrednost za naslednji dan!										
Sklad	Valuta	VEP	Ta dan	6 mes	12 mes	36 mes	36 mes letno	Št. enot	Skupna vrednost	Datum
			(%)	(%)	(%)	(%)	(%)			
Fund Partners - NLB Skladi - Garantirani sklad Azija 1*	USD	113,44	-4,97	14,17	NP	NP	NP	22.986,00	2.607.532	16.3.2007
Fund Partners - NLB Skladi - Garantirani sklad Evropa 1*	EUR	99,57	-1,65	0,4	-0,27	NP	NP	69.367,00	6.906.872	16.3.2007
Hypo KAG SEE Opportunities	EUR	199,87	1,14	48,99	88,25	NP	NP	1.034.267,52	206.719.049	26.3.2007
KD DeLux Central, Eastern & South EU Bonds	EUR	96,93	0,16	2,82	2,92	NP	NP	4.345,68	421.227	23.3.2007
KD DeLux Central, Eastern & South EU Equities	EUR	145,33	1,41	14,64	17,55	NP	NP	86.557,90	12.579.460	23.3.2007
KD DeLux Global Equities	EUR	119,45	0,68	6,15	3,22	NP	NP	18.865,62	2.253.498	23.3.2007
KD DeLux Western EU Equities	EUR	121,89	1,51	9,8	9	NP	NP	7.147,79	871.244	23.3.2007
KD Prosperita	SKK	1,21	0,98	9,58	0,16	NP	NP	86.875.256,00	105.119.060	22.3.2007
KD Russia	SKK	1,04	1,94	6,03	0,04	NP	NP	134.659.716,00	140.046.105	22.3.2007
Pioneer Funds Austria America Stock	USD	9,29	0,32	9,94	11,96	26,22	8,07	233.433,00	2.168.593	26.3.2007
Pioneer Funds Austria Asia Stock	EUR	7,37	0,55	11,84	1,94	32,08	9,72	70.911,00	522.614	26.3.2007
Pioneer Funds Austria Austria Stock	EUR	107,39	0,74	28,98	26,42	180,32	41	355.599,00	38.187.777	26.3.2007
Pioneer Funds Austria Central Europe Bond	EUR	17,37	-0,17	7,02	4,09	27,91	8,55	551.142,00	9.573.337	26.3.2007
Pioneer Funds Austria Dollar Bond	USD	111,80	-0,13	1,48	4,53	5,98	1,95	2.824,00	315.723	26.3.2007
Pioneer Funds Austria Eastern Europe Stock	EUR	204,32	1,24	27,27	12,01	117,08	29,48	73.423,00	15.001.787	26.3.2007
Pioneer Funds Austria Energy Stock	EUR	10,92	0,92	16,05	1,87	91,58	24,2	130.910,00	1.429.537	26.3.2007
Pioneer Funds Austria Euro Cash	EUR	86,52	0,03	1,57	3,02	7,88	2,56	203.410,00	17.599.033	26.3.2007
Pioneer Funds Austria Euro Corporate Bond	EUR	106,09	-0,16	0,65	2,01	7,75	2,52	79.618,00	8.446.674	26.3.2007
Pioneer Funds Austria Euro Government Bond	EUR	10,98	-0,36	-0,45	1,01	8,61	2,79	6.284.999,00	69.009.289	26.3.2007
Pioneer Funds Austria Europa Real	EUR	18,18	-0,22	24,35	25,89	NP	NP	138.043,00	2.509.622	26.3.2007
Pioneer Funds Austria Gold Stock	EUR	26,40	0,27	15,13	5,53	41,48	12,26	39.886,00	1.052.990	26.3.2007
Pioneer Funds Austria Guarantee Basket 2010	EUR	1.085,19	0,16	3,71	1,39	NP	NP	18.747,00	20.344.057	26.3.2007
Pioneer Funds Austria Guarantee Basket 2013	EUR	104,22	0,15	5,94	4,45	NP	NP	53.159,00	5.540.231	26.3.2007
Pioneer Funds Austria Master Fonds Emerging Markets	EUR	16,13	0,69	15,79	8,42	NP	NP	53.040,00	855.535	26.3.2007

Pioneer Funds Austria Select Europe Stock	EUR	119,58	0,32	10,47	8,98	57,92	16,45	56.385,00	6.742.518	26.3.2007
Raiffeisen-A.R.-Global-Balanced (VT)	EUR	99,50	0,20	1,5	-1	NP	NP	219.588,97	21.849.103	26.3.2007
Raiffeisen-Emerging-Markets-Aktien (VT)	EUR	165,08	1,00	13,96	6,55	NP	NP	909.075,38	150.070.164	26.3.2007
Raiffeisen-Energie-Aktien (VT)	EUR	186,91	0,86	11,55	4,27	101,24	26,25	1.294.466,28	241.948.692	26.3.2007
Raiffeisen-Eurasien-Aktien (VT)	EUR	164,21	1,31	18,73	16,41	118,54	29,77	5.408.202,33	888.080.905	26.3.2007
Raiffeisen-Euro-Corporates (VT)	EUR	131,88	-0,22	0,59	1,89	8,78	2,84	1.897.600,14	250.255.506	26.3.2007
Raiffeisen-Euro-Liquid (VT)	EUR	89,93	-0,02	0,97	2,14	5,76	1,88	7.388.644,57	664.460.806	26.3.2007
Raiffeisen-Europa-Aktien (VT)	EUR	227,70	0,47	12,57	12,82	62,36	17,53	3.443.220,82	784.021.381	26.3.2007
Raiffeisen-EuroPlus-Rent (VT)	EUR	10,25	-0,19	NP	1,38	10,81	3,48	81.809.334,29	1.863.545.676	26.3.2007
Raiffeisen-Global-Aktien (VT)	EUR	209,61	0,62	6,33	1,68	24,84	7,68	3.297.548,86	691.199.217	26.3.2007
Raiffeisen-Global-Mix (VT)	EUR	743,83	0,34	3,12	0,05	16,93	5,35	395.473,59	294.165.120	26.3.2007
Raiffeisen-Global-Rent (VT)	EUR	66,72	-0,04	-0,33	-0,4	7,51	2,44	6.245.896,17	416.726.192	26.3.2007
Raiffeisen-Health-Care-Aktien (VT)	EUR	92,08	0,52	1,8	-3,12	22,14	6,89	416.212,37	38.324.835	26.3.2007
Raiffeisen-Konvergenz-Rent (VT)	EUR	134,56	-0,10	5,49	3,89	29,01	8,86	3.037.202,90	408.686.022	26.3.2007
Raiffeisen-Osteuropa-Aktien (VT)	EUR	353,58	1,70	25,49	12,23	122,28	30,51	3.631.310,46	1.283.958.752	26.3.2007
Raiffeisen-Pazifik-Aktien (VT)	EUR	122,65	0,62	7,34	-1,28	41,99	12,4	2.258.137,79	276.960.600	26.3.2007
Raiffeisen-US-Aktien (VT)	EUR	95,31	0,45	1,32	-4,64	11,24	3,61	2.487.657,71	237.098.656	26.3.2007
SANPAOLO IF - Obiettivo ALTA TECNOLOGIA R	EUR	55,54	-0,31	4,03	-5,64	5,61	1,84	1.389.456,57	77.170.418	22.3.2007
SANPAOLO IF - Obiettivo AMERICA LATINA R	EUR	298,19	-0,11	27,25	14,39	159,3	37,38	224.026,53	66.802.471	22.3.2007
SANPAOLO IF - Obiettivo BANCHE R	EUR	94,42	0,66	3,58	1,55	36,72	10,99	1.313.709,93	124.040.492	22.3.2007
SANPAOLO IF - Obiettivo CINA R	EUR	70,76	1,24	24,95	27,4	86,9	23,18	3.800.126,68	268.896.964	22.3.2007
SANPAOLO IF - Obiettivo ENERGIA & MATERIE PRIME R	EUR	138,61	1,12	11,58	4,23	71,93	19,8	1.096.951,83	152.048.493	22.3.2007
SANPAOLO IF - Obiettivo EURO breve termine R	EUR	122,73	0,01	0,57	1,21	3,02	1	16.716.303,43	2.051.591.920	22.3.2007
SANPAOLO IF - Obiettivo EURO lungo termine R	EUR	142,11	-0,30	-1,03	0,02	9,33	3,02	20.365.570,06	2.894.151.161	22.3.2007
SANPAOLO IF - Obiettivo EURO medio termine R	EUR	259,27	-0,01	0,06	0,78	3,18	1,05	5.848.172,15	1.516.255.593	22.3.2007
SANPAOLO IF - Obiettivo EURO R	EUR	116,29	1,79	12,68	12,36	69,72	19,28	1.231.445,34	143.204.779	22.3.2007
SANPAOLO IF - Obiettivo EUROPA R	EUR	114,88	1,46	11,21	11,38	62,9	17,66	5.726.871,54	657.903.003	22.3.2007

SANPAOLO IF - Obiettivo FARMA R	EUR	73,61	-0,12	-0,76	-4,93	16,32	5,17	1.267.967,20	93.335.066	22.3.2007
SANPAOLO IF - Obiettivo GIAPPONE R	EUR	85,15	1,01	6,77	-4,73	30,88	9,38	2.471.933,28	210.485.119	22.3.2007
SANPAOLO IF - Obiettivo INDUSTRIA R	EUR	162,04	0,48	13,11	3,77	51,23	14,78	539.240,92	87.378.599	22.3.2007
SANPAOLO IF - Obiettivo LIQUIDITA DOLLARI R	EUR	93,95	-0,38	-2	-5,5	0,04	0,01	2.818.899,73	264.835.630	22.3.2007
SANPAOLO IF - Obiettivo NORD AMERICA R	EUR	72,12	-0,47	5,04	-0,92	22,07	6,87	5.813.237,20	419.250.667	22.3.2007
SANPAOLO IF - Obiettivo OCEANIA R	EUR	170,42	0,12	20,68	19,66	75,75	20,68	418.902,61	71.389.383	22.3.2007
SANPAOLO IF - Obiettivo Paesi Em. EUROPA, M.O. , AFRICA R	EUR	173,82	2,07	18,61	-0,95	90,11	23,88	550.218,60	95.638.997	22.3.2007
SANPAOLO IF - Obiettivo Paesi Emergenti ASIA R	EUR	139,56	0,43	8,73	9,36	58,79	16,67	940.440,26	131.247.843	22.3.2007
SANPAOLO IF - Obiettivo SMALL CAP EUROPA R	EUR	544,09	1,11	20,74	20,9	102,65	26,55	330.017,94	179.559.461	22.3.2007
SANPAOLO IF - Obiettivo TELECOMUNICAZIONI R	EUR	57,65	0,59	13,19	14,32	30,22	9,2	1.081.332,97	62.338.846	22.3.2007
SANPAOLO IF - Valore LIQUIDITA R	EUR	103,68	0,01	1,3	2,3	4,84	1,59	36.844.282,31	3.820.015.190	22.3.2007
SGAM - MONEY MARKET (EURO)	EUR	25,24	0,01	1,59	2,82	6,48	2,11	61.242.108,84	1.545.750.827	23.3.2007
SGAM - MONEY MARKET (USD)	USD	14,75	0,01	2,46	4,82	9,68	3,13	7.932.156,31	116.999.306	23.3.2007
SGAM - BONDS ABSOLUTE RETURN INTEREST RATE	EUR	103,62	0,02	NP	NP	NP	NP	143.392,65	14.858.346	23.3.2007
SGAM - BONDS CHF	CHF	26,50	-0,05	-1,31	-0,02	1,69	0,56	314.957,21	8.346.366	23.3.2007
SGAM - BONDS CONVERGING EUROPE	EUR	27,65	0,39	8,12	5,74	32	9,7	1.401.793,65	38.759.594	23.3.2007
SGAM - BONDS EURO	EUR	36,93	-0,17	-0,48	0,49	6,64	2,17	4.249.016,16	156.916.167	23.3.2007
SGAM - BONDS EURO CORPORATE	EUR	22,36	-0,02	0,86	1,29	7,36	2,4	359.052,82	8.028.421	23.3.2007
SGAM - BONDS EURO HIGH TE	EUR	106,16	-0,17	0,53	1,38	NP	NP	129.754,28	13.774.714	23.3.2007
SGAM - BONDS EURO INFLATION LINKED	EUR	102,42	-0,26	-1,3	-0,34	NP	NP	1.378.923,52	141.229.347	23.3.2007
SGAM - BONDS EUROPE	EUR	35,97	-0,14	-0,07	0,81	6,75	2,2	6.970.647,40	250.734.187	23.3.2007
SGAM - BONDS EUROPE ASSET BACKED SECURITIES	EUR	105,88	0,01	1,68	3,08	NP	NP	2.835.451,52	300.217.607	23.3.2007
SGAM - BONDS EUROPE HIGH YIELD	EUR	22,17	0,25	5,43	7,8	25,39	7,83	11.489.805,03	254.728.978	23.3.2007
SGAM - BONDS US MORTGAGE-BACKED	USD	24,52	-0,29	3,23	6,06	9,81	3,17	12.651.471,61	310.214.084	23.3.2007
SGAM - BONDS US OPPORTUNISTIC CORE PLUS A	USD	30,03	-0,20	NP	NP	NP	NP	3.399.144,15	102.076.299	23.3.2007

SGAM - BONDS WORLD	USD	34,20	0,26	2,23	5,18	3,72	1,22	5.649.286,78	193.205.608	23.3.2007
SGAM - EQUITIES Asia Pac Dual Strategies	USD	9,93	0,07	21,01	23,48	62,62	17,6	3.502.788,94	34.782.694	23.3.2007
SGAM - EQUITIES CHINA	USD	19,94	0,49	28,11	46,09	94,21	24,76	13.932.969,55	277.823.413	23.3.2007
SGAM - EQUITIES EASTERN EUROPE	EUR	37,89	0,99	21,43	13,28	90,13	23,88	4.313.887,57	163.453.200	23.3.2007
SGAM - EQUITIES EUROLAND	EUR	17,01	1,99	9,8	9,59	62,76	17,63	30.163.517,31	513.081.429	23.3.2007
SGAM - EQUITIES EUROLAND CYCLICALS	EUR	22,84	1,41	15,47	8,76	55,76	15,92	23.846.375,73	544.651.222	23.3.2007
SGAM - EQUITIES EUROLAND FINANCIAL	EUR	20,87	2,66	6,56	7,57	77,39	21,05	2.613.878,23	54.551.639	23.3.2007
SGAM - EQUITIES EUROLAND MID-CAP	EUR	32,37	1,40	17,32	14,08	80,69	21,8	876.763,77	28.380.843	23.3.2007
SGAM - EQUITIES EUROLAND SMALL CAP	EUR	205,75	0,83	23,03	17,06	NP	NP	763.407,43	157.071.079	23.3.2007
SGAM - EQUITIES EUROPE	EUR	41,67	1,42	NP	NP	NP	NP	4.858.709,55	202.462.427	23.3.2007
SGAM - EQUITIES EUROPE OPPORTUNITIES	EUR	158,30	1,21	12,78	11,26	NP	NP	1.630.708,68	258.141.184	23.3.2007
SGAM - EQUITIES GLOBAL	USD	36,89	0,63	9,75	12,62	48,71	14,14	2.193.415,08	80.915.082	23.3.2007
SGAM - EQUITIES GLOBAL EMERGING COUNTRIES	USD	10,01	0,75	17	17,1	82,12	22,12	10.854.658,28	108.655.129	23.3.2007
SGAM - EQUITIES GLOBAL ENERGY	EUR	19,26	1,81	19,43	9,45	NP	NP	1.471.218,96	28.335.677	23.3.2007
SGAM - EQUITIES GLOBAL TECHNOLOGY	USD	7,13	0,14	8,5	1,21	18,71	5,88	23.602.139,28	168.283.253	23.3.2007
SGAM - EQUITIES GOLD MINES	USD	26,07	0,33	15,01	19,83	79,95	21,63	4.203.628,28	109.588.589	23.3.2007
SGAM - EQUITIES INDIA	USD	111,82	0,30	11,28	10,7	NP	NP	1.296.446,71	144.968.671	23.3.2007
SGAM - EQUITIES JAPAN CONCENTRATED GROWTH	JPY	1.525,20	0,39	7,36	-1,19	NP	NP	5.917.989,45	9.026.117.509	23.3.2007
SGAM - EQUITIES JAPAN CONCENTRATED VALUE	JPY	15.309,96	0,40	8,74	1,11	NP	NP	878.310,23	13.446.894.489	23.3.2007
SGAM - EQUITIES JAPAN SMALL CAP	JPY	2.354,77	-0,43	-5,91	-24,62	13,68	4,37	2.256.651,00	5.313.894.075	23.3.2007
SGAM - EQUITIES JAPAN TARGET	JPY	2.413,58	0,32	6,57	-7,13	37,19	11,12	11.543.542,84	27.861.264.128	23.3.2007
SGAM - EQUITIES SWITZERLAND	CHF	44,87	1,55	10,13	12,38	67,47	18,75	525.859,69	23.595.324	23.3.2007
SGAM - EQUITIES UK	GBP	18,07	1,07	10,91	2,3	46,35	13,54	786.528,47	14.212.569	23.3.2007
SGAM - EQUITIES US CONCENTRATED CORE	USD	24,32	-0,12	5,42	-3,78	10	3,23	19.872.217,59	483.292.332	23.3.2007

SGAM - EQUITIES US LARGE CAP GROWTH	USD	18,95	0,14	9,72	4,7	14,73	4,69	3.252.971,49	61.643.810	23.3.2007
SGAM - EQUITIES US MID CAP GROWTH	USD	32,66	0,21	14,24	2,4	32,6	9,86	5.830.298,85	190.417.560	23.3.2007
SGAM - EQUITIES US MULTI STRATEGIES	USD	28,67	0,12	9,74	6,48	29,54	9,01	3.813.552,53	109.334.551	23.3.2007
SGAM - EQUITIES US RELATIVE VALUE	USD	30,80	-0,04	9,65	12,12	43,97	12,92	222.661.865,84	6.857.985.468	23.3.2007
SGAM - EQUITIES US SMALL CAP VALUE	USD	27,47	-0,12	11,75	3,18	31,27	9,49	3.380.764,68	92.869.606	23.3.2007
SGAM - EQUITIES US VALUE OPPORTUNITIES	USD	28,00	-0,11	5,8	3,48	19,69	6,17	91.223,00	2.554.244	23.3.2007
SGAM -SGAM FUND/ INDEX EUROLAND	EUR	163,95	2,21	9,32	9,72	NP	NP	589.226,12	96.603.622	23.3.2007
SGAM -SGAM FUND/ INDEX EUROLAND PLUS	EUR	164,18	2,21	10,36	10,86	NP	NP	1.065.916,72	175.002.207	23.3.2007
SGAM -SGAM FUND/ INDEX JAPAN	JPY	16.149,34	0,34	11,89	5,61	NP	NP	108.578,28	.753.467.560	23.3.2007
SGAM -SGAM FUND/ INDEX US	USD	133,31	0,03	9,42	10,63	NP	NP	414.818,95	55.299.514	23.3.2007
SGAM -SGAM FUND/ INDEX US PLUS	USD	132,91	-0,03	9,95	11,4	NP	NP	281.096,95	37.360.596	23.3.2007
SKUPAJ			0,43	9,51	6,91	42,9	12,64			
oznaka označuje najvišjo vrednost v svoji kategoriji										
oznaka "NP" pomeni, da določen podatek ni na voljo										
"6 mes", "12 mes" in "36 mes" je donosnost skladov v zadnjih 6, 12 oz. 36 mesecih.										
"36 mes letno" je povprečni letni donos v zadnjih 36 mesecih po obrestno-obrestnem računu.										
Izpisane so zadnje vrednosti - za pregled starejših in primerjavo med skladi uporabite Arhiv.										

Vir: Časnik Finance (2007f).