

Univerza v Ljubljani
Pravna fakulteta

Diplomsko delo

**ODPRTI INVESTICIJSKI SKLADI
POGODBENEGA NASTANKA
V EVROPSKI SKUPNOSTI**

Avtor:
Boštjan Koritnik

Mentor:
Doc. dr. Klemen Podobnik

Litija, oktober 2005.

Povzetek

Naslov: »**Odprti investicijski skladi pogodbenega nastanka v Evropski skupnosti**«

Avtor: Boštjan Koritnik

Mentor: doc. dr. Klemen Podobnik

Pričajoče delo pokriva ureditev t. i. vzajemnih skladov v Evropski skupnosti (predvsem v zvezi z Direktivo Sveta z dne 20. decembra 1985 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) (UCITS za '*undertakings for collective investment in transferable securities*')) in posameznih državah članicah. Vendar pa dopušča UCITS direktiva več različnih pravnih oblik investicijskih skladov, medtem ko se diplomsko delo osredotoča predvsem na pogodbeni tip skladov, tj. sklade, ki predstavljajo le skupek premoženja brez pravne osebnosti. Ti, tj. vzajemni skladi, so namreč najpogostejša oblika investicijskih skladov v Sloveniji (zakonodaja dopušča še korporativne zaprte investicijske sklade, tj. investicijske družbe), z diplomskim delom pa sem poskušal preveriti splošno zatrjevanje dejstva, da je slovenski trg investicijskih skladov nenavaden v primerjavi s trgi drugih držav članic, saj je kar polovica vsega premoženja investicijskih skladov v tistih mešanega tipa, tj. tistih, v katerih delež portfelja v lastniških oziroma dolžniških vrednostnih papirjih ni prevladujoč. V drugih državah članicah se, nasprotno, delež mešanih skladov giblje med 15 do 20 odstotki. Pojasnilo o tej anomaliji slovenskega trga investicijskih skladov sem skušal dobiti od glavnih upravljavcev premoženja v slovenskih družbah za upravljanje, večinsko mnenje pa je šlo v smeri takratnega neobstoja pravega trga kapitala, in, povezano s tem, za pomanjkanje alternativnih oblik investicijskih skladov v preteklosti. Poleg prevladujočega položaja mešanih skladov je presenetljivo tudi, da je v Sloveniji le en sklad denarnega trga, medtem ko so tovrstni skladi v drugih članicah med najbolj priljubljenimi. Ob upoštevanju dejstva, da slovenska zakonodaja ne dopušča ustanavljanja nepremičninskih skladov in nekaterih drugih, v Evropi dokaj običajnih oblik, bi lahko rekli, da se slovenski kapitalski trg oziroma, bolje rečeno, zakonodajalec, še ni osvobodil reliktov nekdanjega socialističnega reda. In medtem ko zakonodaja ščiti neukega vlagatelja v enaki meri kot dobro poučenega, slovenska industrija upravljavcev premoženja izgublja svoje morebitne prednosti napram tekmcem.

Ključni pojmi: investicijski sklad, vzajemni sklad, UCITS, odprt sklad, pogodbeni sklad, država članica Evropske skupnosti.

Summary

Title: “**Open ended investment funds of contractual origin in the European Community**”

Author: Boštjan Koritnik

Mentor: doc. dr. Klemen Podobnik

The thesis covers the regulation of so-called mutual funds in the European Community (primarily Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)) and also the Member States, respectively. However, the UCITS directive allows for different types of investment funds, while the thesis focuses mainly on the contractual type fund, being a pool of assets with no legal personality. This legal form of investment funds is namely a predominant form in Slovenia (the legislation allows also for corporative closed ended investment funds) and with the thesis I tried to test generally alleged fact of our investment funds’ market being uncommon in comparison with other Member States’ markets, since in Slovenia there is almost a half of all assets in investment funds of the mixed type, i.e. not a prevailing portion of their portfolio in either equity or debt securities. In other EU countries, on the other hand, share of mixed funds in most states varies between 15 to 20 percent. I tried to get an explanation about the described phenomenon of the Slovenian investment funds’ market from the portfolio managers of all Slovenian investment management companies and according to the prevailing opinion the main reason is lack of an adequate capital market and, tied to the previous said argument, of an alternative type investment funds in the past. Besides the prevailing position of mixed funds it is also surprising to have only one money market fund in Slovenia, while those types of funds are among the most popular ones in other Member States. If one takes into account the fact of Slovenian legislation not allowing for real estate funds and some other, in the rest of Europe quite common forms to be established, the conclusion might be of Slovenian capital market or rather the legislator not emancipating from all the relics of former socialist order yet. And while it protects the ignorant investor in the same level as the professional one, Slovenian investment management industry is loosing its potential edge on the competition.

Key subjects: investment fund, mutual fund, UCITS, open ended fund, contractual fund, European Community Member State.

Predgovor

Že sam naslov pričajočega dela, tj. del, ki govorji o odprtih investicijskih skladih pogodbenega nastanka, nakazuje na dejstvo, da ne gre za široko definicijo instituta, kar bi bilo, verjamem, jasno tudi bralcu, ki o zadevi sicer ne ve dosti. Vendar pa bi bilo temu verjetno drugače, če bi se glasil naslov 'Vzajemni skladi v Evropski skupnosti' ali, še bolje, kar v angleškem jeziku, '*Mutual Funds in The European Community*'.

Morda se zdi nenavadno, da razpravljam o naslovu s te plati, a moram morebitnega zanesenjaka in osebo, ki bi želela še podrobnejše kot v pričajočem delu spoznati pojavnost odprtih investicijskih skladov v državah članicah Skupnosti, opozoriti, da bo lahko imel pri tem precejšnje težave. Vendar pa bo lahko pri tem koristil, po mojem mnenju, glavne tri pozitivne lastnosti sicer preveč, tudi za zelo vztrajnega bralca, obsežnega besedila.

Trudil sem se namreč trudil, in to pri krčenju materije ni niti najmanj pomagalo, da bi mu omogočil kolikor mogoče natančen vpogled, a ne natančen v samo ureditev, saj bi zadoščala pričajoča knjižica(ga) kvečjemu za nekaj držav članic, temveč v osnovni ustroj ureditve v povezavi z vsemi možnostmi, ki jih ponuja pri tem za podrobnejši študij svetovni splet.

Morda se bo zdelo včasih dosledno navajanje virov posameznih besednih zvez, celo samo besed, nepotrebno in moteče. A po drugi strani sem prepričan, da bo to v manjši meri moteče za tistega, ki ga zadeva ne bo zanimala, kot dobrodošla za bralca, ki bo želel zvedeti več ali pa, kar me sicer ne bi smelo skrbeti, preveriti pravilnost in ustreznost povzemanj. Pri čemer nujnosti doslednega navajanja iz spoštovanja do avtorja izvornega besedila, nikakor ne zapostavljam.

Druga odlika mojega dela, kar bo morda manj prijetno za tistega, ki bo želel zbrane podatke povzemati, je, da je, kjer je to le bilo mogoče, izpostavljen dvom. Dvom v pravilnost podatkov in izračunov, tudi morebitnih lastnih. Vsekakor me je zbiranje gradiva in nato pisanje pričajočega dela naučilo, da ni nič zagotovo pravilno. Dodana vrednost besedila pa je v tem, da v primeru razhajanju podatkov iz različnih virov le-te navajam, skupaj z morebitno obrazložitvijo, pri kateri so mi pomagali največkrat kar zbiralci podatkov in/ali analitiki sami. In še zadnja, tretja pozitivna lastnost, je pristop k terminologiji. Če kje, bo vztrajni bralec na tem mestu spoznal, kako različno lahko ljudje poimenujejo enake pojave in tudi enako popolnoma različne (zato takšen uvod v pričajoči predgovor). Posledično sem se, po tistem, ko sem se sam že večkrat izgubil v različnih poimenovanjih in, kar je še bolj moteče, v nezanesljivih prevodih pravnih tekstov, posvetil najprej terminološki razjasnitvi pojmov za vsako državo posebej, pri čemer so mi nudili pomoč in tudi pomagali predvsem rojeni govorci

– pravniki in ekonomisti – iz države obravnavane ureditve. V povezavi s prvo pozitivno lastnostjo tako verjamem, da bo preučevanje literature o investicijskih skladih, tako v jezikih obravnavanih držav kot v angleščini, za morebitnega bralca precej olajšano.

Le upanje je, da ni ta imaginarni bralec le upanje. Tolažim se sicer, da bodo odstavek ali dva prebrali tisti, ki so mi ob delu stali ob strani oziroma, bolje rečeno, čakali, da se 'vrnem nazaj', za kar sem jim iskreno hvaležen: primarno Darji za vedno prave besede podpore, pa tudi za konkretno pomoč pri obdelavi anketnega vprašalnika; sestri in mami za potrpljenje ob mojem družinskem vegetiranju; Darjini mami, da ji je delala družbo zadnjih 40 koncev tedna in mi vztrajno ponavljal, da si, kdor ne napiše že doktorata na največ 130 straneh, tega sploh ne zasluži, ter Mitji za iskanje gradiv in moralno oporo. Seveda pa gre velik del zaslug docentu Podobniku, ki mi je sploh ponudil možnost 'raziskovati' nekaj, kar me zanima, me usmerjal, med delom pa vztrajno ponavljal, da se nikamor ne mudi. V nasprotnem verjetno še vedno ne bi končal.

Za konec pa, čeprav nikakor ne najmanj pomembnim, tudi na tem mestu zahvala stotniji pravnikov in ekonomistov, (predvsem) evropskim sodržavljanom, brez katerih bi bila pričajoča 'raziskava' le povzemanje dostopne literature.

Morda se zdi, da bi moral celotno dosedanje izvajanje nasloviti, ne s 'Predgovor', temveč s 'Pred(samo)hvala'. Nikakor tudi ne morem reči, da bi se bralec motil. A ko sem združil gradivo in že napisane fragmente v celoto, sem uvidel, da me je (zelo) zaneslo. Posledično pa mi je preostala le možnost, da sam izpostavim tisto, kar bo (je) v (najverjetnejši) (pre)obsežnosti izgubilo svoj smisel in korist.

Upanje, da se motim, pa ostaja.

Zadnje dejanje študija posvečam spominu na Miškota, ki je bil ob meni vse prebedene noči in zaradi kogar te niso bile samotne. Hvala.

Boštjan Koritnik

Litija, 20. oktober 2005.

KAZALO

Povzetek	2
Summary	3
Predgovor	4
KAZALO	6
Seznam grafikonov, tabel in prilog	9
1. O tezi in njeni preverbi	12
1.1 TEZA	12
1.2 STRUKTURA BESEDILA	13
1.3 METODOLOŠKI PRISTOP	14
1.3.1 <i>Splošno</i>	14
1.3.2 <i>Anketni vprašalnik</i>	15
1.3.3 <i>Osebni viri</i>	15
2. Uvod	16
2.1 KOLEKTIVNE NALOŽBENE SHEME	16
2.1.1 <i>Značilnosti</i>	16
2.1.2 <i>Pravna narava</i>	18
2.1.3 <i>Terminologija</i>	18
2.2 KLASIFIKACIJE INVESTICIJSKIH SKLADOV	20
2.2.1 <i>Zaprti in odprti investicijski skladi</i>	20
2.2.2 <i>Kriterij sestave premoženja</i>	21
2.2.3 <i>Drugi kriteriji</i>	23
3. Investicijski skladi v Sloveniji	24
3.1 RAZVOJ	24
3.2 VELJAVNA UREDITEV	26
3.2.1 <i>Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje</i>	26
3.2.2 <i>Mnenje uporabnikov</i>	28
3.3 STANJE NA TRGU	30
3.3.1 <i>Rast premoženja skladov</i>	30
3.3.2 <i>Vzajemni skladi in njih klasifikacija</i>	31
3.3.3 <i>Anomalija slovenskega trga vzajemnih skladov?</i>	34
4. Investicijski skladi in pravni okvir Skupnosti	36
4.1 UVOD	36
4.2 SEKUNDARNI PRAVNI OKVIR	39
4.3 UCITS DIREKTIVA	47
4.3.1 <i>Splošno</i>	47
4.3.2 <i>Razvoj</i>	50
4.3.3 <i>Pravne oblike UCITS skladov</i>	55
5. Investicijski skladi v državah članicah	58
5.1 AVSTRIJA	58
5.1.1 <i>Razvoj</i>	58
5.1.2 <i>Veljavna ureditev</i>	60
5.1.3 <i>Stanje na trgu</i>	62
5.2 BELGIJA	65
5.2.1 <i>Razvoj</i>	65
5.2.2 <i>Veljavna ureditev</i>	66
5.2.3 <i>Stanje na trgu</i>	68
5.3 CIPER	70
5.4 ČEŠKA	72
5.4.1 <i>Razvoj</i>	72
5.4.2 <i>Veljavna ureditev</i>	75

5.4.3	<i>Stanje na trgu</i>	77
5.5	DANSKA	78
5.5.1	<i>Razvoj</i>	78
5.5.2	<i>Veljavna ureditev</i>	80
5.5.3	<i>Stanje na trgu</i>	82
5.6	ESTONIJA	85
5.6.1	<i>Razvoj</i>	85
5.6.2	<i>Veljavna ureditev</i>	87
5.6.3	<i>Stanje na trgu</i>	90
5.7	FINSKA	92
5.7.1	<i>Razvoj</i>	92
5.7.2	<i>Veljavna ureditev</i>	94
5.7.3	<i>Stanje na trgu</i>	96
5.8	FRANCIJA	99
5.8.1	<i>Razvoj</i>	99
5.8.2	<i>Veljavna ureditev</i>	101
5.8.3	<i>Stanje na trgu</i>	105
5.9	GRČIJA	108
5.9.1	<i>Razvoj</i>	108
5.9.2	<i>Veljavna ureditev</i>	110
5.9.3	<i>Stanje na trgu</i>	112
5.10	IRSKA	115
5.11	ITALIJA	118
5.11.1	<i>Razvoj</i>	118
5.11.2	<i>Veljavna ureditev</i>	121
5.11.3	<i>Stanje na trgu</i>	124
5.12	LATVIJA	126
5.12.1	<i>Razvoj</i>	126
5.12.2	<i>Veljavna ureditev</i>	128
5.12.3	<i>Stanje na trgu</i>	132
5.13	LITVA	134
5.13.1	<i>Razvoj</i>	134
5.13.2	<i>Veljavna ureditev</i>	136
5.13.3	<i>Stanje na trgu</i>	139
5.14	LUKSEMBURG	142
5.14.1	<i>Razvoj</i>	142
5.14.2	<i>Veljavna ureditev</i>	143
5.14.3	<i>Stanje na trgu</i>	144
5.15	MADŽARSKA	146
5.15.1	<i>Razvoj</i>	146
5.15.2	<i>Veljavna ureditev</i>	148
5.15.3	<i>Stanje na trgu</i>	150
5.16	MALTA	153
5.16.1	<i>Razvoj</i>	153
5.16.2	<i>Veljavna ureditev</i>	154
5.16.3	<i>Stanje na trgu</i>	157
5.17	NEMČIJA	160
5.17.1	<i>Razvoj</i>	160
5.17.2	<i>Veljavna ureditev</i>	162
5.17.3	<i>Stanje na trgu</i>	164
5.18	NIZOZEMSKA	166
5.18.1	<i>Razvoj</i>	166
5.18.2	<i>Veljavna ureditev</i>	167
5.18.3	<i>Stanje na trgu</i>	169
5.19	POLJSKA	171
5.19.1	<i>Razvoj</i>	171
5.19.2	<i>Veljavna ureditev</i>	174
5.19.3	<i>Stanje na trgu</i>	176
5.20	PORTUGALSKA	178
5.20.1	<i>Razvoj</i>	178

5.20.2	<i>Veljavna ureditev</i>	181
5.20.3	<i>Stanje na trgu</i>	184
5.21	SLOVAŠKA	187
5.21.1	<i>Razvoj</i>	187
5.21.2	<i>Veljavna ureditev</i>	190
5.21.3	<i>Stanje na trgu</i>	194
5.22	ŠPANIJA	196
5.22.1	<i>Razvoj</i>	196
5.22.2	<i>Veljavna ureditev</i>	199
5.22.3	<i>Stanje na trgu</i>	203
5.23	ŠVEDSKA	206
5.23.1	<i>Razvoj</i>	206
5.23.2	<i>Veljavna ureditev</i>	210
5.23.3	<i>Stanje na trgu</i>	214
5.24	VELIKA BRITANIJA	216
6.	Izsledki in zaključek	218
6.1	PRAVNE OBLIKE.....	218
6.2	RAZMERJA MED VRSTAMI SKLADOV	218
6.3	KRIVCI ZA ANOMALIJO	219
	Literatura.....	221
1.	MONOGRAFIJE IN DELA VEČ AVTORJEV	221
2.	ČLANKI.....	224
3.	DRUGE PUBLIKACIJE	228
4.	PRAVNI VIRI.....	233
	<i>Dokumenti organov Skupnosti</i>	233
	<i>Citirani primeri</i>	240
	<i>Pravni viri držav članic</i>	240
5.	SPLETNI VIRI.....	245
	<i>Skupni in spletni viri ES</i>	245
	<i>Spletni viri za države članice</i>	247
6.	OSEBNI VIRI.....	258
7.	DRUGI VIRI IN PRIPOMOČKI.....	262

Seznam grafikonov, tabel in prilog

Grafikon 1: Mnenje upravljavcev slovenskih družb za upravljanje o ZISDU-1.

Grafikon 2: Razlogi za visoko rast premoženja slovenskih vzajemnih skladov od leta 1997.

Tabela 1: Sredstva slovenskih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 2: Število slovenskih vzajemnih skladov.

Tabela 3: Izboljšanje okvira KNPVP – predlagani koraki.

Tabela 4: Sredstva avstrijskih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 5: Število avstrijskih odprtih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 6: Sredstva belgijskih odprtih investicijskih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 7: Število čeških odprtih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 8: Sredstva čeških odprtih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 9: Sredstva danskih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 10: Število registracij pravil estonskih skladov po posameznih letih.

Tabela 11: Število delajočih estonskih vzajemnih skladov.

Tabela 12: Sredstva estonskih odprtih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 13: Finančno premoženje finskih gospodinjstev (v milijardah EUR).

Tabela 14: Število finskih vzajemnih skladov.

Tabela 15: Objavljeni podatki o številu finskih vzajemnih skladov.

Tabela 16: Sredstva finskih odprtih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 17: Število francoskih odprtih investicijskih skladov.

Tabela 18: Število in oblika francoskih odprtih investicijskih skladov na dan 30. junij 2005.

Tabela 19: Sredstva francoskih odprtih investicijskih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 20: Število grških vzajemnih skladov.

Tabela 21: Sredstva grških vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 22: Sredstva na Irskem registriranih kolektivnih investicijskih schem.

Tabela 23: Število italijanskih vzajemnih skladov.

Tabela 24: Sredstva italijanskih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 25: Oblikovanje pravnega okvira za investicijske sklade v Latviji.

Tabela 26: Število latvijskih odprtih vzajemnih skladov.

Tabela 27: Sredstva latvijskih odprtih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 28: Število litovskih vzajemnih skladov.

Tabela 29: Sredstva litovskih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko .

Tabela 30: Sredstva luksemburških investicijskih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 31: Število javnih madžarskih odprtih investicijskih skladov.

Tabela 32: Sredstva javnih madžarskih odprtih investicijskih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 33: Število malteških kolektivnih naložbenih podjemov odprtrega tipa.

Tabela 34: Sredstva malteških kolektivnih naložbenih podjemov odprtrega tipa, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 35: Sredstva nizozemskih investicijskih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 36: Število in premoženje odprtih in splošni javnosti namenjenih investicijskih skladov z domicilom v Nemčiji na dan 31.12. 2004.

Tabela 37: Sredstva poljskih odprtih investicijskih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 38: Število poljskih investicijskih skladov.

Tabela 39: Delež posameznih vrst portugalskih harmoniziranih (odprtih) investicijskih skladov in njihovo skupno premoženje.

Tabela 40: Sredstva portugalskih investicijskih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 41: Število posameznih označb kolektivnih naložbenih podjemov v prevodih uradnih dokumentov slovaških institucij.

Tabela 42: Število slovaških vzajemnih skladov.

Tabela 43: Sredstva slovaških odprtih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 44: Število subjektov kolektivnega vlaganja v Španiji, ki niso domači investicijski skladi.

Tabela 45: Število španskih investicijskih skladov.

Tabela 46: Sredstva španskih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 47: Sredstva švedskih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Tabela 48: Število švedskih vzajemnih skladov.

Tabela 49: Sredstva britanskih investicijskih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko.

Grafikon 3: Razlogi za prevlado mešanih vzajemnih skladov na slovenskem trgu.

Priloga 1: Sestava naložb slovenskih vzajemnih skladov na dan 30. 6. 2005.

Priloga 2: Directive 85/611/EEC - prečiščeno besedilo s pojasnili.*

Priloga 3: Directive 95/26/EC – izbor.*

Priloga 4: Directive 83/349/EEC – izbor.*

Priloga 5: Directive 78/660/EEC – izbor.*

Priloga 6: Directive 88/627/EEC – izbor.*

Priloga 7: Directive 2000/12/EC – izbor.*

Priloga 8: Directive 86/635/EEC – izbor.*

Priloga 9: Directive 93/6/EEC – izbor.*

Priloga 10: Directive 2004/39/EC – izbor.*

Priloga 11: Directive 93/22/EEC – izbor.*

Priloga 12: Pravne oblike investicijskih skladov v državah članicah Evropske skupnosti.

Priloga 13: Primerjava deležev različnih vrst investicijskih skladov v državah članicah Evropske skupnosti.

* Priloge 2 do 11 se iz praktičnih razlogov nahajajo na priloženi zgoščenki.

1. O tezi in njeni preverbi

1.1 Teza

Kot bo podrobneje predstavljeno v nadaljevanju, je v Sloveniji skoraj polovica vsega premoženja vzajemnih skladov¹ v skladih z mešano strukturo naložb, tj. mešanih vzajemnih skladih.² V literaturi in medijih je bilo moč v zadnjih letih večkrat zaslediti oceno, da je tovrstno stanje posebnost (anomalija) slovenskega trga investicijskih skladov, ki naj bi bila (tudi) posledica kasnejšega razvoja oziroma njegove nezrelosti.³ Vendar pa so avtorji pri tem največkrat navajali podatke o razmerjih med različnimi vrstami (v smislu sestave portfelja, tj. naložbene politike) investicijskih skladov v ZDA ali starih članicah Evropske skupnosti, iz česar sem izpeljal osrednjo tezo, katere preverba je vodila izdelavo pričujočega dela: slovenski trg ni anomaličen, če primerjamo:

- le podatke o odprtih investicijskih skladih pogodbenega nastanka – izključimo korporativne investicijske sklade, trustee in pa zaprte vzajemne sklade (zaprte investicijske sklade pogodbenega nastanka) – in
- podatke o razmerjih v novih članicah Skupnosti.

Glede prve predpostavke, ne pred samim raziskovalnim delom ne po njem, neke utemeljene razlage, zakaj bi dejstvo osredotočenja na institute, ki so enakovredni vzajemnim skladom v Sloveniji, vplivalo na spremembo razmerij, nisem imel. Ker pa je eno pomembnejših vodil pri raziskovalnem delu – če naj se pri tem izpeljuje verodostojne zaključke – primerjalna analiza primerljivih podatkov, sem se odločil za zoženje predmeta raziskave na odprte investicijske sklade pogodbenega nastanka.

Pri določitvi druge predpostavke sem izhajal iz prepričanja, da pri novih članicah Skupnosti trg kapitala, in še toliko bolj industrija investicijskih skladov, še nista prešla iz prvotnih razvojnih stadijev v stanje zrelosti. Posledično sem zaključil, da lahko morebitno anomalnost slovenskega trga vzajemnih skladov, ki se resnično razvija šele v zadnjem desetletju, potrdim ali zavrnem le s primerjavo razmerij v razvojno, v smislu tega segmenta trga kapitala, primerljivih državah. Pri tem pa seveda ne gre za industrije vzajemnih skladov oziroma kapitalske trge ki so kot taki enako razviti, temveč za tiste, ki so se začeli resnično razvijati šele v začetku 90. let, saj je moč predvidevati, da so nekatere vzhodnoevropske države članice

¹ Gre za vzajemne sklade v smislu opredelitve ZISDU-1 (*infra*, razdelek 3.2.1).

² Za podrobnejšo opredelitev glej *infra*, razdelek 3.3.2.

³ Primeroma *infra*, sprotna opomba 118..

trg vzpostavile prej kot druge oziroma je potekal razvoj hitreje.⁴ Še vedno pa seveda krepko zaostajajo za večino starih članic, zaradi česar po mojem prepričanju prejšnje utemeljitve zatrjevane anomalije niso bile ustrezne.

1.2 Struktura besedila

Zaradi tako oblikovane teze je potekalo raziskovanje večplastno. Glavni cilj je bil pridobiti podatke o razmerjih med premoženjem v upravljanju odprtih investicijskih skladov pogodbenega nastanka (v nadalje: vzajemnih skladih po ZISDU-1) v posameznih državah članicah Skupnosti. Vendar pa je bilo treba pred tem določiti:

- morebiten (ne)obstoj vzajemnih skladov po ZISDU-1 v državah članicah;
- razvojno pot oziroma obdobje začetka razvoja kapitalskega trga oziroma investicijskih skladov kot takih.

Iz opisanih pod-ciljev izhaja tudi struktura enot besedila, kakor izhaja iz pričujočega dela. Razlogi olajšanja bralčevega razumevanja so sicer vodili k predhodni teoretični osvetlitvi pojavnne in terminološke plati instituta, nato pa je, kot osrednji samostojni element in prva premisa raziskave, predstavljena zgodovina, veljavna ureditev in pa stanje na slovenskem trgu vzajemnih skladov.

Iz metodoloških razlogov sledi nekoliko daljša obravnava oziroma oris relevantnega pravnega okvira Skupnosti, predvsem v luči dejstva, da temelji zakonodaja o investicijskih skladih držav članic prav na ureditvi Skupnosti. Pri tem sem se rešitev, ki izhajajo iz aktov Skupnosti, dotaknil le v manjši meri, predvsem zaradi že povedanega, tj. da države članice v mnogočem le-te povzemajo. Prvotni namen razdelka je bil tako predstaviti grobi okvir ureditve in pa bralcu olajšati, tudi s pomočjo fragmentov aktov v prilogah, dostop do relevantnih pravnih besedil.

Kot osrednji del besedila lahko štejemo obravnavo pojavnosti investicijskih skladov v posameznih državah članicah. Njihove morebitne posebnosti ter dostopnost prevodov besedil pravnih aktov in literature kot take, so vodili k različno obsežni obravnavi posameznih držav, predvsem pa je bilo za to odločilno dejstvo morebitnega neobstaja instituta, ki bi ustrezal vzajemnim skladom po ZISDU-1, v nacionalni ureditvi. Sicer pa je bila obravnava praviloma strukturirana enako, kot tista pri pojavnosti skladov v Sloveniji.

⁴ Če in zakaj bo morda treba izločiti pri tem podatke za Malto in Ciper, pri katerih razvoj kapitalskega trga ni preprečevala socialistična ureditev, bo ugotovljeno v nadaljevanju, pri obravnavi obeh omenjenih novih članic.

Vloga zaključka je, da postavljeno tezo potrdi ali zavrne in poskuša dobljeni rezultat utemeljiti. Pri slednjem sem izhajal predvsem iz anketnih odgovorov upravljavcev.

1.3 Metodološki pristop

1.3.1 Splošno

Raziskava sloni na proučevanju pojavnosti investicijskih skladov na ravni posameznih narodnih gospodarstev, torej gre za predstavitev z makroekonomskega vidika⁵.

Pri obravnavi ureditve v Sloveniji in na ravni Evropske skupnosti prevladuje deskriptivni pristop v povezavi z metodo kompilacije. Nasprotno je v osrednjem delu, pri obravnavi posameznih držav članic, poudarek na deskriptivnem pristopu v povezavi z analizo pravnih virov, in pa komparativnem pristopu, predvsem pri primerjavi oblik investicijskih skladov s tistimi v Sloveniji. Temelj predstavljenih ugotovitev je bila analiza relevantnih pravnih tekstov posameznih držav članic, poleg tega pa tudi poročila državnih institucij in gospodarskih subjektov.

Namen pridobljenih številskih podatkov, ki jih v luči sledenja predhodnih opredelitev lahko označim za ustrezne in primerljive,⁶ bo njih primerjava, tj. primerjava stanja v določenem trenutku v posameznih državah. Presečni dan za obravnavo sem postavil na 31. junij 2005, čeprav sem se zavedal, da v nekaterih državah podatke objavlja s precejšnjim časovnim zamikom. V novih članicah sem v tovrstnih primerih sam izračunal vsote premoženja domačih skladov, kar, ob njihovem siceršnjem majhnem številu, ni bilo preveč zahtevno. Drugače pa je s starimi članicami, kjer je skladov več 100, zato sem pri njih uporabil podatke za konec prvega četrletja letošnjega leta, ki jih zbira in objavlja organizacija Investment Company Institute (ICI) iz ZDA.⁷ Glede na dejstvo, da primerjava s starimi članicami ni osrednji cilj pričujočega dela, menim, da na verodostojnost končnega rezultata to ni vplivalo. Zaključek temelji, kot sem že omenil, na analizi razmerij med sredstvi skladov različnih investicijskih politik v posameznih državah, s poudarkom na primerjavi podatkov za Slovenijo in povprečja tistih za preostale nove članice Skupnosti. Pri obrazložitvi prevladajočega položaja mešanih vzajemnih skladov bom izhajal iz odgovorov na anketni vprašalnik.

⁵ A. Pulko (2004) *Primerjava vzajemnih skladov v Sloveniji in Evropski uniji*. 6. Univerzalni določitelj vira (*Universal Resource Locator*, v nadalje URL):

http://www.vzajemci.com/files/AndrejaPulko_diploma_julij_2004-1092121813.doc.

⁶ Glej *supra*, razdelek 1.1.

⁷ V luči terminologije ICI in različnih pravnih oblik investicijskih skladov v državah članicah je treba biti pri teh podatkih nekoliko zadržan, o čemer bo podrobnejše govora v nadaljevanju, pri obravnavi posameznih držav.

1.3.2 Anketni vprašalnik

Anketni vprašalnik o nekaterih vidikih vzajemnih skladov v Sloveniji je bil posredovan glavnim upravljavcem premoženja v družbah za upravljanje vzajemnih skladov s sedežem v Sloveniji. V obdobju od 22. maja do 30. septembra 2005 je bilo tako preko telefona in nato elektronske pošte kontaktiranih vseh 13 slovenskih družb za upravljanje oziroma, kot že rečeno, njihovih upravljavcev. Prav vsi so se z odgovori tudi odzvali.

Anketa je obsegala šest vprašanj. Eno od vprašanj je bilo izbirno, preostala pa so bila odprta, kar pomeni, da vprašani niso izbirali med več ponujenimi odgovori, temveč so nanja odgovarjali poljubno.

Statistično analizo pridobljenih odgovorov sem pripravil s pomočjo relativne frekvenčne distribucije⁸, za njen grafični prikaz pa sem uporabil strukturni in pa tridimenzionalni strukturni stolpec.⁹ Zaradi siceršnje (pre)obsežnosti dela sem se izognil zbirniku vprašanj in odgovorov, razen v enem primeru,¹⁰ ko sem jih, zaradi njihove narave in pomena za temo diplomskega dela, nekaj navedel v izvorni obliki.

1.3.3 Osebni viri

Pomembno, celo odločilno vlogo pri usmerjanju in tudi (pravilni) interpretaciji zbranega gradiva so imele institucije oziroma njihovi predstavniki in tudi zasebniki, ki so mi v zadnjem letu nudili pomoč pri delu. Teh je bilo približno 150, medtem ko so v razdelku o osebnih virih (*infra*) našteti le tisti, katerih posredovane podatke sem tudi neposredno uporabil oziroma navajal. O obsegu sodelovanja le dejstvo, da je bilo med nami v zadnjem letu posredovanih, poleg manjšega števila telefonskih pogоворov, faksiranih sporočil in osebnih srečanj, 1294 elektronskih sporočil, od česar sem sam posredoval približno 450 vprašanj in prošenj za informacije, za pisanje teksta neposredno uporabljenih pa je bilo natanko 174 elektronskih sporočil. Prav vsakega od teh imam tudi shranjenega, kar omogoča naknadno preverbo ustreznegra prenosa (in prevoda) tako posredovanih dejstev, mnenj in podatkov.¹¹

⁸ Frekvenčna distribucija (pogostostna porazdelitev) nam pokaže stopnjo (a)simetričnosti razporejanja značilnosti (vrednosti statističnega znaka) okrog centralne vrednosti. Razredne frekvence sem delil s totalno frekvenco, da sem dobil relativne razredne frekvence (strukturne odstotke). (A. Bajt, F. Štiblar (2002) *Statistika za družboslovec*. 54-60.)

⁹ K. Košmelj (2001) *Uporabna statistika*. 21-27, 177-196.

¹⁰ Glej *infra*, razdelka 3.3.1.

¹¹ Kljub zahvali v predgovoru, se jim na tem mestu zopet iskreno zahvaljujem, saj bi bilo brez njihovega truda in potrpljenja delo zelo otežkočeno, rezultat pa precej slabši.

2. Uvod

2.1 Kolektivne naložbene sheme

2.1.1 Značilnosti

Skupni oziroma krovni izraz, ki zajema vse mogoče, v nadaljevanju obravnavane oblike in še več poimenovanj teh istih oblik institutov, je kolektivna naložbena (investicijska) shema (*collective investment scheme (CIS)*). Ta izraz se sicer v Sloveniji dokaj redko uporablja, predstavlja pa, kot rečeno, nadpomenko, za vse oblike institucionalnih vlagateljev, preko katerih nato drugi subjekti – posamezniki, pravne osebe, tudi drugi institucionalni vlagatelji – akumulirajo sredstva, ki so nato upravljana s strani usposobljenih upravljavcev. Vsak subjekt, ki je v tovrsten CIS vložil svoja sredstva, je upravičen do sorazmernega dela pravic, ki izhajajo iz vseh, v CIS vloženih, sredstev. V ozadju CIS je, ne glede na njegovo¹² obliko oziroma pravno naravo, koncept:

- zbiranja premoženja z namenom doseči zadostni obseg za razpršitev naložb v portfelju (*portfolio diversification*) in za stroškovno učinkovito delovanje;
- strokovnega upravljanje premoženja v skladu z naložbeno strategijo.¹³

Ideja je resnično preprosta. Vzemimo za primer, da si z razpoložljivim delom dohodka ne moremo privoščiti nakupa več delnic, temveč le eno samo delnico ene od boljših slovenskih družb. V tem položaju smo soočeni z vrsto neugodnosti:

- reševanje dilem: katero delnico kupiti, ali sploh kupiti, če že kupiti, kdaj nato prodati...;
- trpimo relativno visoke fiksne stroške (odpiranje trgovalnega računa, provizija borznemu posredniku);

¹² Zdi se, da je pri skladnji lažje uporabljati kratico CIS kot samostalnik v moški obliki, čeprav bi bila, ker gre za 'shemo', primernejša ženska. Toliko v pojasnilo (zavestnega) odstopanja od ustrezejšega.

¹³ OECD (2005) *White paper on Governance of Collective Investment schemes (CIS)*. 138-139. URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/10/10/34572343.pdf>. Mednarodno združenje komisij za trg vrednostnih papirjev (IOSCO) opredeljuje CIS precej bolj omejeno, in sicer kot instrument, ki vлага v prenosljive vrednostne papirje, je ponujen javnosti in je, nekoliko nenavadno, odprtga tipa (J. K. Thompson S. Choi (2001) *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*. 4. URL: http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Governance_Systems_for_Collectiveoccpap1.pdf.) Slednje je seveda nenavadno v tem smislu, da posledično nobena investicijska družba po ZISDU-1 ne bi bila tudi CIS, kar je po naravi stvari nedoumljivo. Podrobnejše o tem v nadaljevanju.

- ob nakupu smo podvrženi velikemu tveganju, da bo ravno donos naše naložbe (delnice) manjši od pričakovanj ozioroma da smo izbrali celo v tolikšni meri 'napačen' vrednostni papir, da nam vložek ne bo povrnjen.

Ob upoštevanju visokih fiksnih stroškov celotnega procesa, nižje izhodiščne vrednosti kupljenega papirja in ne-astronomsko visokih rasti trga, je zadnje navedeno verjetno tisto, kar večino t. i. malih vlagateljev odvrne od udejstvovanja na kapitalskem trgu (pri tem odmislimo, v Sloveniji seveda, prodajo t. i. certifikatskih delnic, kolikor jih je pri njih še ostalo).

Da ne bom zašel: CIS vlagatelja reši prve težave, saj naložbe (praviloma) izbirajo za to usposobljeni strokovnjaki, v veliki meri zmanjša fiksne stroške, v še večji meri pa tveganje. Lahko namreč rečemo, da ima CIS tako pri stroških kot tudi pri izboru vrednostnih papirjev z vidika posameznega vlagatelja količinski popust.¹⁴ 1000 malih vlagateljev bi plačalo vsak po 3000 slovenskih tolarjev (SIT) za odprtje trgovalnega računa in še enkrat isti znesek provizije za nakup in nato vknjižbo neke delnice za 60 tisočakov, tj. bi imelo še vsak po 10 odstotkov dodatnih stroškov. CIS, na drugi strani, bi kupil ravno tako 1000 delnic, a ne bi potrošil šest milijonov SIT, temveč le, primeroma, 3000 SIT za odprtje računa in morda tri odstotke provizije borznemu posredniku, tj. več kot štiri milijone SIT manj. Poleg tega pa ni omejen na eno samo delnico, temveč lahko svoja sredstva razdeli med delnice 20 'najboljših' podjetij, ki sestavljajo SBI 20.¹⁵

Res je sicer tudi, da je kapitalski dobiček pri CIS omejen navzgor, a je najmanj v enaki meri omejen tudi navzdol. CIS naloži namreč sredstva v več naložb različne narave, različnih izdajateljev ipd., pri čemer pa je dejstvo, da doseže najvišjo rast vrednosti vedno le ena naložba, ostale, ki imajo nižjo rast, pa posledično skupni dobiček zmanjšujejo. A enako velja tudi na drugi strani: najvišjo izgubo prinese le ena naložba, ostale pa jo znižujejo. Slednje pa je za našega malega vlagatelja tudi najpomembnejše.

Kar pa seveda nikakor ne pomeni, da niso opisane ugodnosti, predvsem strokovno utemeljen izbor naložb, privlačne tudi za bogatejše akterje, posameznike in podjetja.¹⁶

¹⁴ Čeprav je res, da ga lahko s pretiranim (dogovorjenim) trgovanjem 'preusmerijo' na svoj lasten račun.

¹⁵ Podrobno o sestavi in izračunu indeksa na URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=728&sid=Wz1TMzgpTkJnIHEmUUzuagEbHCLEji1q>.

¹⁶ F. Pernek, B. Škof, A. Kobal, U. Rožič (1999) *Finančno pravo in javne finance. Posebni del. 352.* O možnostih in razlogih za vlaganje gospodarskih subjektov v vzajemne skладe: I. Drakulič, Vzajemni sklad za podjetniške naložbe. *Glas gospodarstva* 53-55.

2.1.2 Pravna narava

V državah članicah Skupnosti se pojavljajo predvsem tri osnovne pravne oblike:

- oblika trusta – gre za koncept anglosaškega prava, kjer je podlaga razmerju med vlagatelji in CIS fiduciarne narave: vlagatelji 'zaupajo' premoženje (vložke) zaupniku oziroma skrbniku (*trustee*), ta pa nato posreduje premoženje v upravljanje družbi za upravljanje, medtem ko sam izvaja nadzor; CIS v tej obliki se ponavadi imenuje '*unit trust*';
- korporativna oblika (*corporate form*) – CIS je tu pravna oseba, torej lastnik svojega premoženja (vložkov), vlagatelji pa so delničarji sklada;
- pogodbena oblika – CIS je tu le skupek premoženja in ni pravna oseba, vlagatelji pa ostanejo lastniki tega premoženja (vložkov) v sorazmernih deležih; upravljanje premoženja se vrši na podlagi pogodbe med vlagatelji v CIS in družbo za upravljanje (pri trustu neposrednega razmerja med njimi ni), ta pa ga upravlja v imenu in za račun vlagateljev.¹⁷

Kot je razvidno iz naslova pričajočega diplomskega dela, bo v središču moje pozornosti zadnja kategorija, tj. pogodbena oblika CIS. A za dokončno opredelitev predmeta raziskave je treba določiti še lastnost njih 'odprtosti' (glej *infra*, razdelek 2.2.1).

2.1.3 Terminologija

Kot sem poudaril že v predgovoru, je za obravnavano področje značilna velika terminološka zmeda. Pri tem pa ne gre toliko za jezikovno raven, kot za nedoslednost samih uporabnikov. V pričajočem delu sem se držal (lastnega) pravila, da operiram le z omejenim številom (najraje domačih) terminov, sicer pa uporabljam izraze, ki so v uporabi v posamezni državi, s poudarkom na značilnostih, tudi tistih, ki dajejo temu poimenovanju morda pečat neustreznosti. Posledično bi se želel izogniti utrditvi nekega jezikovnega instrumentarija, ki bi bil lahko v nadaljevanju za bralca moteč. Ne bi bilo namreč konstruktivno, da bi poskušal predstaviti neko pojavnvo celoto lastnosti, jo na določen način poimenovati, nato pa bi že pri obravnavi prvih dveh ali treh ureditev ugotovili, da je prвotno osvojena terminologija le balast.

¹⁷ Zelo podobno tudi *infra*, razdelek 4.3.3. Seveda tu navedeno ni posledica moje pronicljivosti, temveč tekom raziskovanja pridobljenih podatkov in znanja. Posledično sta v pretežni meri vsaj posreden vir najmanj oba dokumenta, navedena v sprotni opombi 13.

Bolj kot sem se bližal koncu svojega 'raziskovanja', bolj mi je bilo jasno, da ni odločilno, in posledično tudi ni pomembno, kako se nek institut imenuje, pač pa, kaj predstavlja.

Tako bo v osrednjem delu besedila govora o tistih CIS, ki izpolnjujejo pogoje t. i. UCITS direktive, tj. direktive 85/611/EGS,¹⁸ zaradi česar bodo imenovani UCITS skladi. V nadaljevanju bodo v ospredju osnovne pravne in tudi nekatere zgolj pojavnne oblike, ki jih poznajo v posameznih državah članicah. Tu bom, kot rečeno, uporabljal predvsem termine, ki so v uporabi v dotični državi (njeni ureditvi) oziroma termine v uradnih, njihovih lastnih prevodih aktov te iste države. V skladu z geografskim 'zoženjem' ciljnih ureditev bom v nadaljevanju uporabljal različne besedne zveze z bolj ali manj identičnim pomenom:

- kolektivne investicijske sheme (*collective investment schemes* (CIS)) – gre za geografsko najbolj 'nevtralno' označbo, ki zajema vse zgoraj predstavljene pravne in siceršnje oblike;
- kolektivni naložbeni podjemi (KNP) (*collective investment undertakings* (CIU), včasih tudi obrnjeno, tj. *undertakings for collective investment* (UCI)) – na podlagi terminologije pravne ureditve na ravni Skupnosti (predvsem še z dostavkom 'v prenosljive vrednostne papirje' ('*in transferable securities*')) se je poimenovanje prijelo v državah članicah;
- investicijski skladi – gre za slovenski ureditvi, vse od predloga prvega zakonskega akta s tega področja,¹⁹ domačo označbo.

Nobena od omenjenih označb, kar sem predhodno že nakazal za CIS, tudi ni omejujoča z vidika pravne oblike, v kateri naj bi se (pojem) konkretiziral.²⁰ Zaradi domačnosti in posledično lažje sledljivosti bom, kjer ne bo poudarka na nacionalni ureditvi, sam uporabljal besedno zvezo 'investicijski sklad(i)'.

¹⁸ Council Directive of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (85/611/EEC).

¹⁹ Predlog za izdajo zakona o vzajemnih skladih, investicijskih družbah in družbah za upravljanje s tezami – ESA 595. Poročevalec Skupščine Republike Slovenije XVIII (11), p. 14.

²⁰ Podobno opredeli More termin 'kolektivni naložbeni podjem za vlaganje v prenosljive vrednostne papirje' (*Undertaking for collective investment in transferable securities*), kot pojem investicijskega sklada v smislu splošnih lastnosti, tj. brez implikacij njegove konkretnne pravne oblike. (M. More, Investicijski skladi in družbe za upravljanje : Osnovne značilnosti novega zakona (ZISDU-1). *Mednarodno poslovno pravo* 12-13.)

2.2 Klasifikacije investicijskih skladov

2.2.1 Zaprti in odprti investicijski skladi

Večina avtorjev, tako slovenskih kot tujih, se pri opredelitvah vrst investicijskih skladov najprej osredotoči na delitev na zaprte in odprte investicijske sklade.²¹

Opredelitev temelja tej delitvi je več, šlo pa naj bi za delitev glede na:

- postavke na pasivni strani (obveznosti) sklada,²²
- na organizacijsko obliko,²³ oziroma
- za delitev glede na število kuponov,²⁴ tj. za morebitno vnaprejšnjo določenost števila kuponov oziroma višine kapitala.²⁵

V severnoameriški literaturi²⁶ je najpogosteje, pričakovano pragmatično, kot temelj delitvi na odprte in zaprte sklade izpostavljena lastnost, ki sicer izhaja iz zgoraj opredeljenih temeljev, tj. da so odprti investicijski skladi (*open-end investment companies* ali *open end mutual funds*) pripravljeni odkupiti ali izdati deleže (enote premoženja, delnice) po čisti vrednosti njihovega premoženja (*net asset value (NAV)*),²⁷ medtem ko se z deleži zaprtih skladov trguje prek borznih posrednikov (t.i.m. brokerjev), enako kot z drugimi delnicami, tako da se njihova cena od NAV lahko razlikuje.²⁸

²¹ Gre za »osnovno delitev«. (M. Pahor (2000) Investicijski skladi. V *Trg kapitala v Sloveniji*, p. 90.)

²² M. Pahor (2000) Investicijski skladi. V *Trg kapitala v Sloveniji*. 87-109. Pahor je pri tej delitvi, kakor sam navaja, izhajal iz: Z. Bodie, A. Kane, A. J. Marcus (1996) *Investments*. A avtorji navedenega dela kot temelj delitvi na odprte in zaprte investicijske sklade ne opredeljujejo postavki na pasivni strani sklada, pač pa način določitve cene za delež sklada (podrobneje v nadaljevanju).

²³ D. Alajbeg, Z. Bubaš, Zoran (2001) *Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala za građane*. 42-43.

²⁴ P. Grilc, M. Juhart (1996) *Pravo vrednostnih papirjev*. 152-153. Grilc na tem mestu (v eni najnatančnejših delitev v slovenski literaturi), izpostavi navedeno delitev le pri skladih vrednostnih papirjev, o kateri bo govor v nadaljevanju.

²⁵ G. Jamnik, J. Krašovec, M. Žnidaršič (2000) Pravna ureditev trgovanja na organiziranih trgih vrednostnih papirjev. V *Trg kapitala v Sloveniji*, 131-209. Tudi sicer je ta opredelitev pri nas najpogostejša.

²⁶ Z. Bodie, R. C. Merton (1998) *Finance*. 50-51. ; Z. Bodie, A. Kane, A. J. Marcus (1996) *Investments*. 103-106. Manj 'strokovno' J. Wuorio (2002) *CNBC Guide to Money & Markets : Everything You Need to Know About Your Finances and Investments*. 64.

²⁷ Gre za čisto vrednost premoženja oziroma 'stvarno' vrednost investicijskega sklada, izračuna pa se kot skupna vrednost vseh vrednostnih papirjev v portfelju sklada (zmnožek vrednostnih papirjev in njihove tržne cene) povečana za vrednost ostalega premoženja (denar na računih, depoziti, odobreni krediti) in zmanjšana za obveznosti sklada.« (*Supra*, sprotina opomba 23, 63.) Drugače, tj. brez upoštevanja obveznosti in 'ostalega premoženja' sklada, Zvi Bodie s soavtorji v treh zgoraj navajanih delih (1992, 1996, 1998), a se zdi, ob upoštevanju raznolikosti pojavnih oblik investicijskih skladov, prva opredelitev ustreznejša.

²⁸ Razlika med tržno ceno deleža zaprtega sklada in njegovo čisto vrednostjo premoženja (NAV) naj še ne bi bila zadovoljivo pojasnjena s strani finančnih teoretikov. Podrobneje: Z. Bodie, A. Kane, A. J. Marcus (1996) *Investments*. 105, sam pa ustreznega vpogleda (in znanja) za to seveda nimam.

Ob tem, le mimogrede, tržna cena deleža pri odprtih investicijskih skladih ne more pasti pod NAV, saj po slednji sklad odkupuje deleže od investorjev, lahko pa je od nje višja, in sicer pri t. i. investicijskih skladih s provizijo (*load funds*).²⁹ Z deleži teh skladov se trguje prek posrednikov, investor pa jim mora plačati provizijo v višini od 3 do 8,5 odstotka NAV,³⁰ bodisi pri vstopu (*front-end load*) bodisi izstopu (*back-end load*) iz sklada ali pa pri obeh. Obstajajo pa tudi skladi z znižano pristopno premijo (*low-load fund*),³¹ oziroma celo brez provizije (*no-load funds*). Enote³² slednjih se namreč odkupujejo neposredno s strani sklada po njihovi NAV brez obračuna prodajne provizije.³³

Če povzamem, je razlika med zaprtimi in odprtimi v tem, da se ob nastanku zaprtih skladov določi velikost sklada in s tem povezano število delnic ali certifikatov, ki se bodo izdali,³⁴ medtem ko pri skladih odprtrega tipa velikost kapitala ali število delnic nista določena.³⁵ Posledično lahko vsakdo, praviloma kadarkoli, kupi enoto odprtrega sklada in, kar je morda še bolj pomembno, tudi zahteva povratni odkup enote tovrstnega investicijskega sklada (pri vzajemnih skladih po ZISDU-1 s strani družbe za upravljanje). Vendar pa možnost povratnega odkupa ne pomeni nujno tudi povrnitev vložka, temveč le izplačilo sredstev v višini vrednosti enot sorazmernega dela premoženja sklada. Relativno težji je postopek umika iz zaprtega sklada, saj mora poiskati imetnik enote kupca na sekundarnem trgu.³⁶ Pri tem pa kupec morda ne bo pripravljen plačati čisti vrednosti premoženja sklada ustrezeno ceno.

2.2.2 Kriterij sestave premoženja

Podlaga drugi pomembnejši razdelitvi je prevladujoča narava premoženja v portfelju sklada. Grilc govorji pri tem o ločitvi glede na način oblikovanja portfelja, opredeljuje pa tri vrste investicijskih skladov:

²⁹ Z. Bodie, A. Kane, A. J. Marcus (1996) *Investments*. 103-106.

³⁰ *Ibidem*. Povedano temelji seveda na podatkih iz ZDA, v Sloveniji pa znašata najpogosteje vstopna in izstopna provizija skupaj tri odstotke.

³¹ *Supra*, sprotina opomba 22.

³² Delež je termin, ki nevtralno označuje nosilca upravičenja udeleženca/delničarja v investicijskem skladu, tj. investicijski certifikat, točko vzajemnega sklada, delnico, kupon ipd.. Sam bom v nadaljevanju temu enakovredno uporabljal izraz 'enota' sklada, čeprav bi bilo na tem mestu pravilneje uporabljati 'delež'. A zaradi njegove večpomenskosti se je v nadaljevanju ta izraz izkazal za neustreznega.

³³ *Supra*, sprotina opomba 22, 105. Zame nekoliko begajoče Pahor. »Pri tem načinu prodaja poteka neposredno in ni nikakršne provizije. Investorji morajo praviloma plačati le 1-odstotno provizijo ob prodaji delnic.« (*Supra*, sprotina opomba 22, p. 90.)

³⁴ Podobno je pri delniški družbi, le da v zaprtem investicijskem skladu ob morebitni odločitvi za povečanje obstoječi delničarji nimajo pravice do prednostnega nakupa delnic.

³⁵ *Supra*, sprotina opomba 16, 353-354.

³⁶ O tem za investicijske družbe in pooblaščene investicijske družbe (tj. v slovenskem prostoru): *supra*, sprotina opomba 25.

- sklade vrednostnih papirjev – gre za klasično obliko, pri kateri je posebno premoženje sestavljeni iz vrednostnih papirjev (npr. delnic, komunalnih, hipotekarnih in sicer obveznic, v tujini pa nalagajo skladi tudi v terminske pogodbe na blago)³⁷;
- krovne (tudi pokritvene, sklade skladov) – premoženje sestavlja deleži na drugih skladih;
- nepremičinske sklade – njihovo premoženje je sestavljeni iz nepremičnin (poslovni in stanovanjski prostori, zemljišča ipd.).³⁸

Včasih je moč pri nepremičinskih skladih zaslediti delitev na t. i. neposredne (*direct*) in posredne nepremičinske sklade (*indirect real estate funds*),³⁹ pri čemer vlagajo slednji v instrumente tistih izdajateljev, ki so dejavni na področju nepremičnin, se ukvarjajo z gradbeništvo ipd.. Seveda pa posledično ti 'nepremičinski skladi' niso nepremičinski v smislu zgornje opredelitve, pač pa le specializirani skladi vrednostnih papirjev.

Med skladi vrednostnih papirjev, kot prvi od zgoraj opredeljenih kategorij, ločimo:

- rentne sklade, katere sestavljajo rentni papirji; organizacija Wiesenberger Investment Companies Service iz ZDA, primeroma, govorji v svoji klasifikaciji o obvezniških skladih (*bond funds*), loči pa sklade korporativnih obveznic (*corporate bond*), vladnih vrednostnih papirjev (*government securities*), komunalnih zadolžnic (*municipal bonds*), sklade komunalnih zadolžnic posamezne države (*municipal single state bonds*) ipd.;⁴⁰
- delniške sklade – sestavljeni so iz delnic, mogoča pa je tudi podrobnejša opredelitev njihovih lastnosti (npr. delniški sklad delnic določene države, panoge);
- mešane sklade – gre za kombinacije med zgornjima sestavama portfeljev.⁴¹

Razlika med tako opredeljenimi skladi leži z vidika vlagatelja predvsem v vprašanju izhodiščnega tveganja in donosnosti sklada, poleg imenovanih skupin pa se v literaturi omenja še specializirane sklade,⁴² ki so t. i. igralci v nišah⁴³ (npr. skladi, ki se osredotočajo na

³⁷ *Supra*, sprotna opomba 24, 149.

³⁸ *Supra*, sprotna opomba 24. Kot že rečeno, gre v navedenem delu za eno najnatančnejših delitev v slovenski literaturi, zato naj mi bralec oprosti njegovo (morebitno) prepogosto povzemanje v pričujočem razdelku. A tople vode pač ni mogoče odkriti, poleg tega pa pri tem ne gre za osrednji del pričujočega diplomskega dela.

³⁹ De Nederlandsche Bank (2004) *Statistical Bulletin March 2004*. 20-23. URL:

http://www.dnb.nl/dnb/bin/doc/SBEmrt04WEB_tcm13-43680.pdf.

⁴⁰ *Supra*, sprotna opomba 29, 106-109.

⁴¹ *Supra*, sprotna opomba 24.

⁴² Grilc te posredno navaja med delniškimi skladi, kjer omenja možnost določitve posameznih delnic, v katere vлага nek sklad (npr. v delnice določene države, panoge), a je seveda mogoče oblikovati tudi specializirane rentne sklade, ki se, primeroma, lahko osredotočijo le na korporativne obveznice naftnih družb.

⁴³ *Supra*, sprotna opomba 22. Primer takega sklada, konkretno osredotočenega na industrijo alkoholnih pijač, je na avstralski borzi kotirajoči *International Wine Investment Fund*, ki je imel le v drugi polovici lanskega leta (2004) 1.776 milijonov ameriških dolarjev čistega dobička (čeprav še vedno 65,9 odstotka manj kot v preteklem

vlaganja v vrednostne papirje s področja naravnih virov, finančnih storitev, zlata in dragocenih kovin, novih tehnologij),⁴⁴ in pa sklade denarnega trga (*money market funds*).

2.2.3 Drugi kriteriji

V literaturi se pojavlja še vrsta drugih kategorij, vendar pa se včasih zgodi, da so v različnih publikacijah – v ZDA ima skoraj vsaka analitska agencija⁴⁵ ali celo večji poslovni časnik svojo razdelitev – drugače poimenovani investicijski skladi z identičnimi lastnostmi. Naj zato omenim le glavne (poleg že predstavljenih) kriterije delitev:

- kriterij investicijske politike: skladi maksimalnega kapitalskega dobička (*maximum capital gain*);⁴⁶ rastoči (*growth*); dohodkovni in rastoči (*growth and income*); dohodkovni (*income*); dohodkovni in varni skladi (*income and security*)^{47,48};
- kriterij vrste emisije;
- kriterij vezanosti naložb: fiksni (*fixed trusts*); gibljivi (*flexible trusts*);⁴⁹ polgibljivi (*semiflexible trusts*);
- kriterij vrste papirjev, ki jih izda(ja) družba za upravljanje – ti papirji so lahko udeležbene listine (certifikati) ali pa delnice družbe za upravljanje.⁵⁰

Kot rečeno, bi bile v luči nadaljnjih izvajanj podrobnejše navedbe, sicer množice obstoječih delitev, nepotrebne,⁵¹ pa tudi sicer to ne bi bilo v skladu z 'vseevropsko naravo' pričajočega dela, tj. dejstvom, da poznajo v državah članicah različne pristope h kategorizaciji in tej ustreznemu poimenovanju investicijskih skladov.

obdobju). (Ernst & Young (2005) *Food and Agribusiness Newsletter*, št. 495 (18. 2. 2005) .URL: [http://www.ey.com/global/download.nsf/Australia/AgriNews_Issue495/\\$file/AgriNews%20495.pdf](http://www.ey.com/global/download.nsf/Australia/AgriNews_Issue495/$file/AgriNews%20495.pdf).)

⁴⁴ *Supra*, sprotna opomba 29, 106-109.

⁴⁵ Analitska agencija Morningstar (ZDA) tako razvršča investicijske sklade v preko 50 različnih kategorij. (A. Furlan, Morningstar – analitska agencija. *Bančni vestnik* 39-42.)

⁴⁶ Z. Bodie, A. Kane, A. J. Marcus (1996) *Investments*. 106-109.

⁴⁷ *Ibidem*.

⁴⁸ Cilji so urejeni padajoče z ozirom na poudarek, ki ga upravljačec sklada namenja zviševanju vrednosti kapitala, oziroma naraščajoče z vidika pomena trenutnih dohodkov in relativne cenovne stabilnosti. Prve in zadnje med kategorijami Grilc (*supra*, sprotna opomba 24) ne navaja, a je res, da se pri tej delitvi vsakoletno poročilo organizacije Wiesenberger na temo investicijskih skladov *Investment Companies* (*supra*, sprotna opomba 29, 106-109.) dotika le »skladov navadnih delnic« (*common stock funds*). Kljub temu pa menim, da je v določeni meri opisano razlikovanje mogoče tudi pri rentnih in mešanih skladih.

⁴⁹ *Supra*, sprotna opomba 29, 107. Npr. gibljivi dohodkovni sklad obveznic (*flexible income bond fund*).

⁵⁰ *Supra*, sprotna opomba 24, 149.

⁵¹ Za dokaz raznovrstnosti pa lahko služi: J. Wuorio (2002) *CNBC Guide to Money & Markets : Everything You Need to Know About Your Finances and Investments*. 52-64.

3. Investicijski skladi v Sloveniji

3.1 Razvoj

Kot pri večini bivših socialističnih držav je tudi v Sloveniji institut investicijskega sklada novost 90. let prejšnjega stoletja.

Prvi investicijski skladi, konkretno prav vzajemni skladi,⁵² so bili ustanovljeni januarja 1992,⁵³ in sicer v okviru nekaterih borzno-posredniških družb.⁵⁴ Čeprav je bil sicer prvi ustrezan pravni akt sprejet šele leta 1994, je bilo pred tem investicijske sklade moč oblikovati na podlagi Zakona o podjetjih⁵⁵ oziroma leta 1993 sprejetega Zakona o gospodarskih družbah⁵⁶ kot splošnih predpisov, ki urejata statusne značilnosti gospodarskih subjektov.⁵⁷ Seveda pa je šlo pri tem za popolnoma neustrezen pravni okvir, še posebej z vidika varstva (malih) vlagateljev.⁵⁸

Želji po vzpostavitvi kompleksnega in celovitega trga kapitala ter vzpostavitvi pogojev za izvajanje Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPP)⁵⁹ sta,⁶⁰ kot rečeno, 26. januarja leta 1994 pripeljali do sprejema Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU).⁶¹ Ta je bil pripravljen v sodelovanju s tujimi strokovnjaki, slovenska ureditev investicijskih skladov pa naj bi postala s tem primerljiva s tistimi v razvitih tržnih gospodarstvih.⁶² Z uveljavitvijo akta, 1. januarja 1995. so morali tako vsi vzajemni skladi preiti v upravljanje družb za upravljanje, s čimer je večina pionirjev, tj. borzno-posredniških hiš, izgubila svojo ekonomsko računico in prepustila svoje mesto drugim.⁶³

⁵² J. Lukovac, B. Jašovič (2000) Zastoj investicijskih skladov. V *Trg kapitala v Sloveniji*, 417-442.

⁵³ S. Horvat (2003) *Pravni vidik vzajemnih skladov v Sloveniji*, 2. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/horvat1002.pdf.

⁵⁴ B. Pečenko, Naložbeni (investicijski) skladi. *Podjetje in delo* 515-5??. Avtor navaja da so v tistem trenutku, tj. septembra leta 1993, delovali pod okriljem borznih hiš naslednji skladi: Rastko I, Neli II in Diver v okviru Dadasa, Galileo v okviru PM & A, Phoenix ter Darko v okviru Kompas Fintrade ter sklad Miha v okviru BPH Niko. Predvsem omemba Dadasa vzbuja pri slovenskih vlagateljih 'prijetne' občutke.

⁵⁵ Ur.l. SFRJ, št. 77/1988, 40/1989, 83/1989, 46/1990, 61/1990, RS, št. 42/1990, 10/1991, 17/1991-I, 55/1992, 55/1992, 13/1993, 30/1993-ZGD, 42/1993 Odl.US: U-I-108/91-39, 66/1993, 66/1993.

⁵⁶ Ur.l. RS št. 30/1993.

⁵⁷ *Supra*, sprotna opomba 19.

⁵⁸ Podobno: *Supra*, sprotna opomba 16, 349.

⁵⁹ Ur.l. RS, št. 55/1992, 7/1993, 31/1993, 43/1993 Skl. US: U-I-133/93-19, 32/1994 Odl. US: U-I-133/93-56, 43/1995 Odl. US: U-I-77/93, 1/1996, 30/1998, 72/1998 Odl. US: U-I-302/98, 101/1999 Odl. US: U-I-26/96). Prečiščeno besedilo: URL: <http://www.ius-software.si/baze/regi/zakoni/b/z929d2at.htm?source=search>.

⁶⁰ *Ibidem*.

⁶¹ Uradni list RS, št. 6-268/1994, p. 332. Besedilo akta je na voljo na URL: http://www2.gov.si/zak/zak_vel.nsf/zakposop/1994-01-0268?OpenDocument.

⁶² *Supra*, sprotna opomba 16, 351.

⁶³ Podobno: A. Žnidaršič Kranjc (1999) *Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga*. 109.

Omenjeni prvi zakon je bil nato večkrat spremenjan, dokler ni bil novembra leta 2002 po hitrem postopku⁶⁴ sprejet zadnji v seriji velikih finančno sistemskih zakonov⁶⁵ s katerim je Slovenija uskladila svojo ureditev finančnega sektorja s pravnim redom Skupnosti: novi Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1)⁶⁶.⁶⁷ Veljati je začel 2. januarja 2003.⁶⁸

Poleg uskladitve z UCITS direktivo⁶⁹ – vključajoč UCITS III, tj. direktivi 2001/107/ES in 2001/108/ES – je želel predlagatelj tudi dokončno zaključiti vprašanje privatizacije z ureditvijo preoblikovanja pooblaščenih investicijskih družb (PID) iz privatizacijskih v normalne finančne institucije.⁷⁰ Kljub večletni pripravi in dolgotrajnih razpravah pa v slednjem, predvsem zaradi interesno pogojenih različnih pogledov,⁷¹ ni uspel, zato se za pooblašcene investicijske družbe⁷² in pooblašcene družbe za upravljanje, ki upravljajo samo pooblašcene investicijske družbe, do sprejema novega zakona uporablja ZISDU, v kolikor ZISDU-1 izrecno ne določa drugače.⁷³

Omenjeni akt iz leta 2002 je torej, sicer s spremembami v vsakem letu po uveljavitvi,⁷⁴ akt, ki celovito ureja pojavnost investicijskih skladov in družb za upravljanje: njih ustanovitev in poslovanje, prodajo investicijskih kuponov oziroma delnic, storitve, ki jih za njih upravljajo druge osebe in nadzor nad temi področji, zakon pa ureja tudi nadzor in pogoje upravljanja pokojninskih vzajemnih skladov po 307. členu ZPIZ-1.⁷⁵

⁶⁴ Predlog zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (EPA: 589-III). Besedilo posredovano iz DZ RS.

⁶⁵ Pred tem Zakon o bančništvu (Ur.l. RS 7/1999), Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Ur.l. RS 56/1999) ter Zakon o zavarovalništvu (Ur.l. RS 13/2000).

⁶⁶ Ur.l. RS, št. 110/2002, 73/2003 Skl.US: U-I-127/03-7, 32/2004, 42/2004, 68/2005 Odl.US: U-I-127/03-44. Uradno prečiščeno besedilo (Ur.l. RS št. 26/2005 z dne 15.3. 2005) je na voljo na URL: <http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlid=200526&stevilka=890>, pri čemer je treba biti pozoren na dejstvo, da je bil enajsti odstavek 237. člena od objave čistopisa razveljavljen (glej *infra*, sprotnejša opomba 74).

⁶⁷ M. More, Investicijski skladi in družbe za upravljanje. *Mednarodno poslovno pravo* 12-13.

⁶⁸ URL: http://zakonodaja.gov.si/rpsi/r08/predpis_ZAKO3428.html.

⁶⁹ Direktiva 85/611/EGS. Uradni list ES (v nadalje: Official Journal oziroma OJ), št.

375/3 z dne 31. 12. 1985, dopolnjena in spremenjena z Direktivo 88/220/EEC, 95/26/EC, 2000/64/EEC, 2001/107/ES in 2001/108/ES. Podrobnejše v nadaljevanju.

⁷⁰ *Supra*, sprotnejša opomba 67.

⁷¹ *Ibidem*.

⁷² Pooblaščena investicijska družba je investicijska družba, ki jo ustanovi pooblaščena družba za upravljanje zaradi zbiranja lastniških certifikatov v skladu z 31. členom Zakona o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPP). (D. Belič, Zakonska ureditev investicijskih skladov in družb za upravljanje. *Svetovalec* 61.)

⁷³ Podrobnejše: URL: http://zakonodaja.gov.si/rpsi/r08/predpis_ZAKO3428.html.

⁷⁴ Nazadnje z odločbo, s katero je Ustavno sodišče RS ugotovilo, da določbe petnajstega, šestnajstega, sedemnajstega in osemnajstega odstavka 236. člena ZISDU-1 niso v neskladju z Ustavo RS ter razveljavilo enajsti odstavek 237. člena ZISDU-1 (Ur.l. RS 68-3006/2005 z dne 18.7. 2005, p. 7030, v veljavi od 19.7. 2005). (URL: <http://www.ius-software.si/Baze/regi/f/s/Z02513AL.htm>.)

⁷⁵ Določba 1. člena ZISDU-1. Zakonodajalcu se je pri 31. točki 3. člena ZISDU-1 prikradla majhna napaka, saj napotuje na 307. člen Zakona o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (ZPIZ), a ZPIZ, razen dveh drugih členov, že od 1.1. 2000 ni bil v veljavi (ZISDU-1 je bil sprejet 29.11. 2002). Gre namreč za 307. člen ZPIZ-1. (URL: http://zakonodaja.gov.si/rpsi/r01/predpis_ZAKO1431.html.)

3.2 Veljavna ureditev

3.2.1 Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje

Kot sem že omenil v uvodu⁷⁶ je investicijski sklad splošen pojem, v ZISDU-1 pa je opredeljen kot podjem, katerega edini namen je javno zbiranje denarnih sredstev (pri vzajemnih skladih gre za javno prodajo enot premoženja) fizičnih in pravnih oseb in nalaganje teh sredstev v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe po načelih razprtisve tveganj.⁷⁷ Ob tem pa zakon prepoveduje tovrstno javno zbiranje denarnih sredstev v katerikoli drugi obliki.⁷⁸

Glede razlage večine uporabljenih pojmov so uporabljene blanketne določbe, ki napotujejo na Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1).⁷⁹⁸⁰ Vrednostni papirji so tako delnice, obveznice in drugi serijski vrednostni papirji,⁸¹ pa tudi investicijski kuponi vzajemnih skladov.⁸²

Nadalje opredeljuje ZISDU-1 dve⁸³ pravni oblikи investicijskega sklada: investicijski sklad in vzajemni sklad.⁸⁴ Za slednjega zakon pravi, da je to »investicijski sklad, oblikovan kot ločeno premoženje:

- ki je razdeljeno na enote, katerih vrednost je na zahtevo imetnika izplačljiva iz tega premoženja, in
- ki ga upravlja družba za upravljanje.«⁸⁵

Vzajemni sklad torej ni samostojna pravna oseba,⁸⁶ temveč le ločeno premoženje⁸⁷ v upravljanju družbe za upravljanje, katerega premoženje pa je last imetnikov investicijskih

⁷⁶ *Supra*, razdelek 2.1.3.

⁷⁷ Člen 2/I. ZISDU-1.

⁷⁸ Člen 2/IV. ZISDU-1.

⁷⁹ Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1) (Ur.l. RS, št. 56/1999, 52/2002-ZJA, 108/2003 Skl. US: U-I-74/03-8, 117/2003 Skl. US: U-I-220/03-4, 16/2004 Skl. US: U-I-249/03-13, 86/2004, 123/2004 Odl. US: U-I-220/03-20). Prečiščeno besedilo je na voljo na URL: <http://www.a-tvp.si/ius.asp?id=221>.

⁸⁰ Člen 3/I. ZISDU-1.

⁸¹ Člen 3/I. ZTVP-1 (na podlagi člena 3/I.(1) ZISDU-1). K vrednostnim papirjem se prišteva tudi izvedene vrednostne papirje, tj. serijske vrednostne papirje, ki jih izda posamezen izdajatelj delnic oziroma obveznic, in ki dajejo imetniku oblikovalno upravičenje do odkupa, prodaje oziroma zamenjave teh vrednostnih papirjev za druge vrednostne papirje izdajatelja, in z uresničitvijo katerega je med imetnikom in izdajateljem sklenjena pogodba o odkupu, prodaji oziroma zamenjavi teh vrednostnih papirjev. (Člen 3/V. ZTVP-1.)

⁸² 126. člen ZISDU-1. Grilc in Juhart uvrščata investicijske kupone med efekte (vrednostne papirje trga kapitala). (P. Grilc, M. Juhart (1996) *Pravo vrednostnih papirjev*. 123.)

⁸³ V drugih državah obstajajo tudi druge pravne oblike investicijskih skladov (M. More, Investicijski skladi in družbe za upravljanje. *Mednarodno poslovno pravo* 12-13: »...kot npr. trust ali pa kot sklad v obliki gospodarske družbe, ki se tudi sama upravlja – torej brez družbe za upravljanje...«) o čemer bo podrobnejše govora v nadaljevanju, pri posameznih državah članicah.

⁸⁴ Člen 2/II. ZISDU-1.

⁸⁵ Člen 9/I. ZISDU-1.

⁸⁶ Člen 112/II. ZISDU-1.

kuponov vzajemnega sklada.⁸⁸ Tako opredeljen institut v celoti ustreza pogodbeni obliki, kakor je bila opredeljena v razdelku o pravni naravi CIS (kolektivnih investicijskih shem, tj. investicijskih skladov) (*supra*, razdelek 2.1.2).

Druga zelo pomembna lastnost vzajemnih skladov po ZISDU-1 je njih 'odprtost', saj daje zakon investitorju v sklad pravico, da v vsakem trenutku od sklada zahteva poplačilo svojega vložka.⁸⁹ Le v izjemnih primerih lahko sklad oziroma, v interesu vlagateljev ali javnosti, Agencija za trg vrednostnih papirjev RS, začasno zaustavi tovrsten odkup.⁹⁰

Za razliko od vzajemnega sklada je investicijska družba investicijski sklad, organiziran kot delniška družba s sedežem v Republiki Sloveniji, katere osnovni kapital je razdeljen na delnice istega razreda, ki so prosto prenosljive in s katerimi se trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev.⁹¹ Gre torej za korporativno obliko investicijskega sklada, za katero veljajo, če ne določa ZISDU-1 drugače, določbe Zakona o gospodarskih družbah.⁹² Za razliko od vzajemnega sklada pa (zaprta) narava investicijske družbe vlagatelju (delničarju) ne omogoča zahtevati odkup delnic s strani sklada.

Za popolnитеv strukture kolektivnega upravljanja slovenskih⁹³ skladov sta potrebna, poleg investicijskega sklada, tudi družba za upravljanje in skrbnik. Pri prvi gre za delniško družbo ali družbo z omejeno odgovornostjo s sedežem v Republiki Sloveniji, ki je pridobila dovoljenje Agencije za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov, skrbnik (premoženja) pa je skrbniška banka ali pod določenimi pogoji tudi druga finančna institucija.⁹⁴ Družba za upravljanje oblikuje vzajemni sklad tako, da sprejme pravila upravljanja vzajemnega sklada in da s skrbnikom sklene pogodbo o opravljanju skrbniških storitev.⁹⁵

Glede investicijske politike oziroma na tej podlagi razlikovanih skladov omogoča ZISDU-1 več oblik kot prej veljavni zakon. Te nove oblike so skladi skladov, indeksni skladi, skladi

⁸⁷ Glej tudi 60. člen ZISDU-1 o pravni ločitvi premoženj sklada, družbe za upravljanje in skrbnika.

⁸⁸ Člen 112/I. ZISDU-1.

⁸⁹ Člen 82/I. ZISDU-1.

⁹⁰ Člen 82/I. ZISDU-1.

⁹¹ Člen 10/I. ZISDU-1.

⁹² 152. člen ZISDU-1.

⁹³ Pri obravnavi slovenske ureditve se bom omejil na investicijske sklade z domicilom v Sloveniji. V bistvenem namreč slovenska ureditev glede družb za upravljanje iz držav članic ne odstopa od ureditve Skupnosti, o čemer bo podrobno govora v nadaljevanju.

⁹⁴ Člen 4/IV. v povezavi s členom 15/I. ZISDU-1.

⁹⁵ Člen 115/II. v povezavi s 15.-52.. členom (o družbi za upravljanje) oziroma 53.-59. (o skrbniku) ZISDU-1.

denarnega trga in pa namenski investicijski skladi⁹⁶, še vedno pa mora biti tak sklad v pravni obliki vzajemni sklad ali investicijska družba.⁹⁷

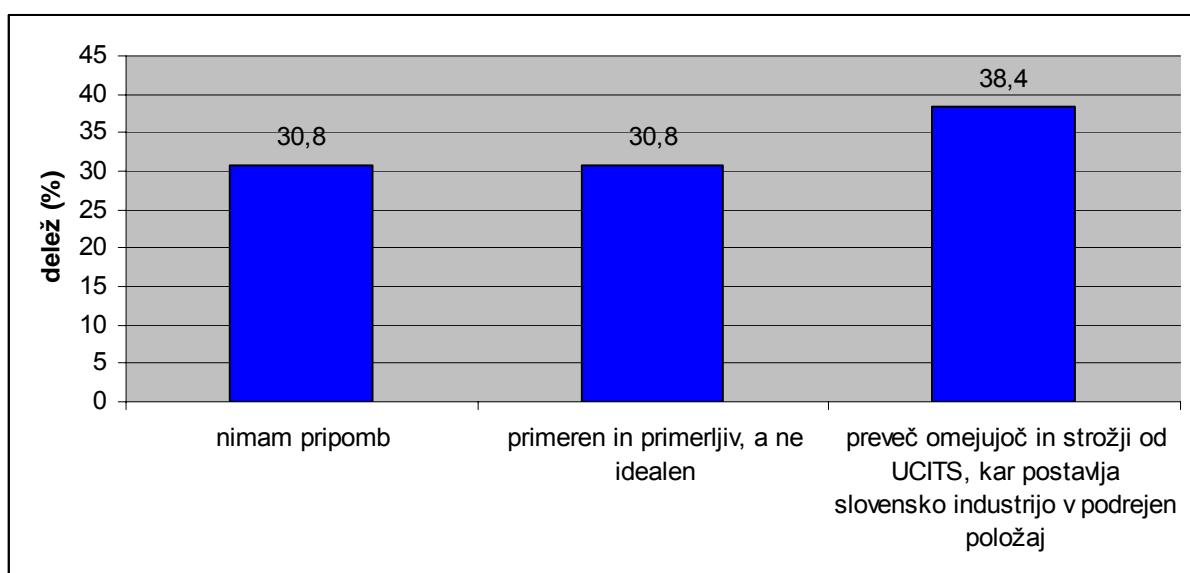
V slovenski ureditvi poznamo torej, čeprav teh označb sam zakon ne vsebuje, zaprte investicijske sklade v korporativni obliki (investicijske družbe) in pa odprte investicijske sklade pogodbenega nastanka (vzajemne sklade). In ravno slednji, čeprav drugače imenovani instituti v drugih državah članicah, so glavni predmet obravnave pričujočega dela.

3.2.2 Mnenje uporabnikov

Skorajda nemogoče je uporabnost in (s tem) kakovost nekega pravnega akta oceniti skozi oči teoreтика-bralca, četudi mu morda mednarodni standardi in rešitve niso tuje. Posledično sem se odločil, da za mnenje o slovenski zakonodaji s področja investicijskih skladov, predvsem ZISDU-1, povprašam tiste, ki poskušajo v okviru njegovih določb maksimizirati svoje, s tem pa tudi dobičke ljudi, ki jim (svoje prihranke) zaupajo.⁹⁸

Tako je približno enak delež tistih upravljavcev slovenskih družb za upravljanje, ki na zakon kot tak pripomb nimajo, in tistih, ki, nasprotno, o zakonu nimajo najboljšega mnenja (Grafikon 1).

Grafikon 1: Mnenje upravljavcev slovenskih družb za upravljanje o ZISDU-1.



⁹⁶ Namenski investicijski sklad je investicijski sklad, katerega naložbena politika je usmerjena v nalaganje sredstev v določeno gospodarsko dejavnost, panogo (vejo), geografsko področje, v določeno vrsto vrednostnih papirjev ipd. (Člen 3/I.(27) ZISDU-1.)

⁹⁷ *Supra*, sprotna opomba 67.

⁹⁸ O vprašanju vrstnega reda prioritet na drugem mestu.

Glavni očitki slednjih se nanašajo na domnevno prevelike zahteve poročanja, kar sicer zvišuje varnost, a nesorazmerno tudi stroške poslovanja, predvsem pa se jim zdi moteče dejstvo, da ZISDU-1 ne omogoča nekaterih alternativnih oblik skladov in naložb: skladov, ki niso usklajeni z UCITS direktivo, zaprtih vzajemnih skladov,⁹⁹ nepremičninskih skladov, hedge skladov in tudi ne visoko tveganih naložb (ne dopušča izpostavljenosti do določenih, predvsem južnih trgov, naložb v izvedene finančne instrumente). Vse to naj bi zakonodajalec onemogočal zaradi varnosti nepoučenih vlagateljev,¹⁰⁰ a je po prepričanju upravljavcev tudi precejšnje število vlagateljev, ki so poučenih in bi želeli biti udeleženi v tovrstnih podjemih. Glede zakonodaje kot take se jih večina najbolj boji njenega prepogostega spreminjanja in pa prevelikega števila podzakonskih aktov, saj oboje zahteva neprestano reorganiziranje poslovanja. Po mnenju enega od vprašanih se razmerje med številom zaposlenih, ki dejansko upravlja in tistimi ki se ukvarjajo z »administriranjem«, veča v korist slednjih, kar povzroči težave predvsem družbam za upravljanje z manj premoženja v upravljanju. Posledično naj bi to v nekaj letih pripeljalo do združitev in s tem manjšega števila upravljavcev.

Poleg ZISDU-1 se je pojavilo nekaj kritik tudi še na Zakon o dohodnini (ZDoh-1) in pa Zakon o preprečevanju pranja denarja (ZPPDen-1), ki da delo v industriji skladov zelo otežujeta. Kakor bo razvidno v nadaljevanju, se zdi, da so utemeljeni predvsem očitki glede omejenih možnosti, ki jih daje slovenska ureditev. Večina držav članic pozna namreč posebne kategorije skladov, ki ne ustrezajo UCITS direktivi, s čimer so dane upravljavcem precej večje možnosti za zadovoljitev ožjih potreb trga, s tem pa tudi ugoditev vlagateljem.

⁹⁹ Tu ne gre za vzajemni sklad po ZISDU, ki je po definiciji odprt, temveč za zaprti investicijski sklad pogodbenega nastanka, kakor jih poznajo v nekaterih državah članicah Skupnosti.

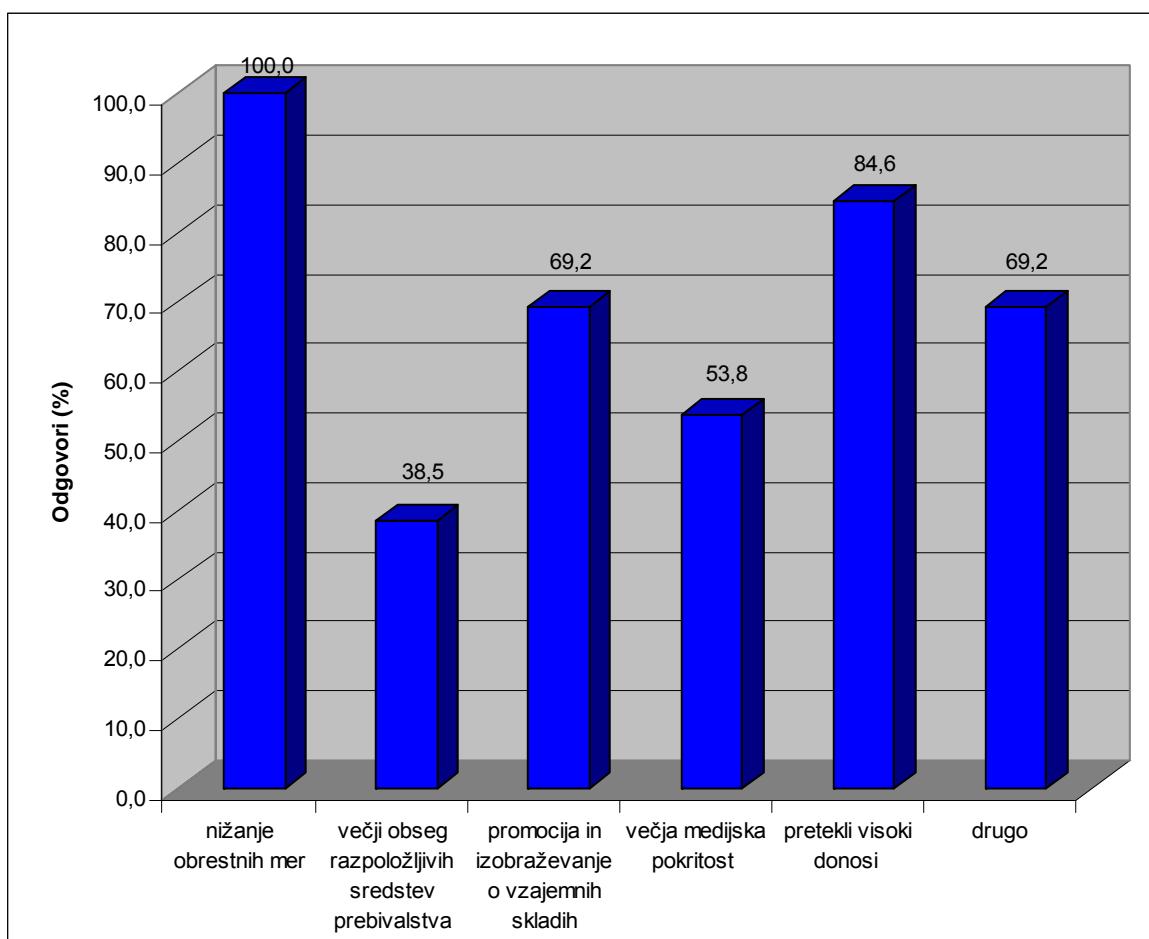
¹⁰⁰ Za definicijo dobro poučenega vlagatelja glej člen 7a. ZISDU-1.

3.3 Stanje na trgu

3.3.1 Rast premoženja skladov

O rasti slovenskih vzajemnih skladov je bilo v zadnjih letih preiloga precej črnila, tako s strani študentov in novinarjev, kot tudi borznih analitikov in drugih strokovnjakov.¹⁰¹ Zato se na tem mestu ne bom spuščal v podrobnejšo predstavitev industrije kot take. Za ponazoritev velike rasti, predvsem v zadnjih osmih letih, le podatek: leta 1998 je 10 družb za upravljanje preko 15 vzajemnih skladov upravljalo približno 4,5 milijard SIT, tj. za polovico več kot leto prej,¹⁰² avgusta letos pa 13 družb za upravljanje v 41 skladih skoraj 295 milijard (*infra*, tabela 1). Prav vsi upravljavci so v anketi med vzroki te rasti izpostavili zniževanje obrestnih mer, velika večina pa še pretekle visoke donose, ki so (pre)mamili vlagatelje (Grafikon 2).

Grafikon 2: Razlogi za visoko rast premoženja slovenskih vzajemnih skladov od leta 1997.



¹⁰¹ Pri čemer, poudarjam, pripadnost eni skupini ne izključuje pripadnosti druge.

¹⁰² B. Novak, M. Gazvoda, M. Divjak (2000) Finančni instrumenti in njihovi trgi. V *Trg kapitala v Sloveniji*. 21-86.

Poleg podanih možnosti so se med razlogi pojavili tudi:

- pojav oziroma ponudbo kombiniranih storitev (npr. življenjskega zavarovanja);
- nizek delež prihrankov v vzajemnih skladih na prebivalca, zaradi česar naj bi se rast nadaljevala, dokler ne dosežemo povprečja razvitejših držav; gre za spremembo varčevalnih navad, in sicer za premik iz tradicionalnih oblik varčevanja v sodobnejše; v tem okviru tudi prepričanje enega od vprašanih, da so »banke (bančni monopol) prej skrbno in ljubosumno čuvale svoje depozitarne varčevalce«;
- »čredni nagon« v povezavi z odlično triletno zgodovino kapitalskega trga; v tem okviru tudi visoka rast cen delnic od prevzema družbe Lek;
- širjenje pretežno pozitivnih izkušenj, ki jih imajo z vzajemnimi skladi v zahodnih državah, in pa utrjevanje zaupanja slovenskih vlagateljev z dolgoletnim poslovanjem družb za upravljanje;
- obdavčitev obresti z Zakonom o dohodnini;
- počasno končevanje tranzicije in pa dejstvo, da postaja Slovenija na področju finančnih produktov normalna država.

V vsakem primeru pa se zdi, da je večina pojavov, ki naj bi rast vzpodbudili, že pri koncu svojega razvojnega stadija, kar verjetno pomeni, da so obdobja ekstremnih rasti že mimo.

3.3.2 Vzajemni skladi in njih klasifikacija

V skladu z tezo, ki sem jo želel preveriti, je bilo treba najprej ugotoviti, kje je postavljena ločnica med mešanimi, delniškimi oziroma obvezniškimi skladi.

V ZISDU-1 o naštetih treh kategorijah ni govora, vsebuje pa zakon določbe o dveh drugih, za pričajoče izvajanje tudi relevantnih¹⁰³, vrstah skladov:

- sklad skladov – vsaj 90 odstotkov naložb sklada mora biti naložb v investicijske sklade;¹⁰⁴
- sklad denarnega trga – prav tako 90 odstotkov morajo sestavljati naložbe v določene instrumente denarnega trga in denarne depozite.¹⁰⁵

Tudi podzakonski akti opredelitve mešanih, delniških in obvezniških skladov ne vsebujejo, neke vrste pravno praznino na tem področju pa so mi potrdili tudi pri regulatorju, tj. Agenciji

¹⁰³ V tem pogledu opredelitev namenskih (75. člen ZISDU-1) oziroma indeksnih (73. člen ZISDU-1) investicijskih skladov za obravnavo ni bistvena (glej v nadaljevanju).

¹⁰⁴ Člen 71/V.(1) ZISDU-1.

¹⁰⁵ Člen 74/I. ZISDU-1.

za trg vrednostnih papirjev (ATVP).¹⁰⁶ Obenem so pojasnili, da uporabljajo pri nadzoru – pred kratkim je bil opravljen pri dveh skladih, ki sta v določenem obdobju svoje naložbe predvsem prodajala, kar je porušilo sicer začrtano razmerje naložb v njunih portfeljih –, interne usmeritve ATVP, ki izhajajo iz predloga Združenja družb za upravljanje investicijskih skladov (ZDU GIZ).¹⁰⁷ Tako naj bi imeli delniški oziroma obvezniški skladi od 75 do 100 odstotkov delnic oziroma obveznic, mešani pa torej med 25 in 75 odstotkov enih ali drugih, tj. praviloma v enakem razmerju.¹⁰⁸ Poudarili so tudi, da v primeru velikih nihanj na trgu in likvidnostnih težav skladom dovolijo začasno odstopanje, tj. imetništvo večjega deleža likvidnejših vrednostnih papirjev,¹⁰⁹ (omejen) manevrski prostor pa omogoča tudi 76. člen ZISDU-1.

Tudi šest od obstoječih 13 slovenskih družb za upravljanje¹¹⁰ oziroma njihovih upravljavcev se je izrecno sklicevalo na napotke za klasifikacijo, ki jih je izdala ZDU GIZ, dva pa sta še posebej izpostavila uravnotežene sklade s 40 do 60 odstotki delnic (pri mešanih naj bi bilo teh med 45 in 75 odstotki).¹¹¹

V prilogi 1, ki prikazuje sestavo naložb slovenskih skladov, razvrščenih glede na 'uradno' poimenovanje 'vrste' (delniški, obvezniški, mešani in dva namenska sklada), je moč opaziti, da je bilo med 24 delniškimi in obvezniškimi skladi sredi letosnjega leta kar 10 takih, ki zgoraj opredeljenih pogojev za svojo 'uvrstitev' niso izpolnjevali.¹¹²

Vendar pa se slika precej spremeni, če pri presoji delniških ne upoštevamo le delnic, temveč vse lastniške vrednostne papirje, torej tudi enote investicijskih skladov, in pa netržne vrednostne papirje (npr. Telekoma Slovenije), ki so vključeni v rubriko 'drugo'.¹¹³ Tudi v prospektih se mnogi upravljavci sklicujejo na dolžniške vrednostne papirje in ne nujno

¹⁰⁶ Alenka Selak, Agencija za trg vrednostnih papirjev (*infra*, osebni viri).

¹⁰⁷ Iz ZDU GIZ so mi žal sporočili, da mi teh podatkov ne morejo posredovati (elektronska pošta z dne 20.7. 2005). Čemu, nisem uspel razbrati. Sicer pa je eden od anketiranih upravljavcev zapisal: »Zakonodajalec je že začel uporabljati napotke o klasifikaciji izdane s strani ZDU...«

¹⁰⁸ Supra, sprotina opomba 106. Na spletnem portalu podjetja Vzajemci.com je moč zaslediti navedbe, po katerih imajo slovenski delniški/obvezniški skladi ponavadi preko 70 odstotkov delnic/obveznic (URL: <http://www.vzajemci.com/slovar.php?pojem=137> in URL: <http://www.vzajemci.com/slovar.php?pojem=138>), pri mešanih pa, sklepam, neka vmesna razmerja.

¹⁰⁹ *Ibidem*.

¹¹⁰ Upravlja skoraj tretjino vseh slovenskih vzajemnih skladov.

¹¹¹ V nadaljevanju sam obeh kategorij ne bom razločeval, saj sicer podatki za Slovenijo s podatki drugih držav, ki te ločitve ne izvajajo (striktno), ne bi bili primerljivi. Evropsko združenje upravljavcev premoženja, denimo, pri opredelitvi obravnnavanih kategorij ne podaja numerične določitve, temveč uporablja besedno zvezo 'sievable portion', tj. precejšen del premoženja (ki naj bo vložen v delnicah oziroma obveznicah). (URL: http://www.efama.org/05Home/20InvFundsTutorial/Inv_Funds_Explained.)

¹¹² V prilogi 1 so delniški in obvezniški skladi razvrščeni po deležu 'karakteristične', tj. prevladujoče vrste naložb znatnaj celotnega portfelja. 'Spornih' je, na prvi pogled, po pet zadnjih skladov v vsaki od obeh kategorij.

¹¹³ Sandi Kodrič, Vzajemci.com (*infra*, osebni viri).

obveznice,¹¹⁴ ob tem pa nikakor tudi ne gre pozabiti, da pri nekaterih skladih (npr. MP Asia¹¹⁵) od izdaje dovoljenja s strani ATVP oziroma njih ustanovitve do opazovanega obdobja oziroma presečnega dne še ni minilo šest mesecev, s čimer imajo v zakonu opredeljeno možnost odstopanja od omejitve vlaganja.¹¹⁶ Posledično jih v tem času, menim, (ne)uradno napotilo ZDU GIZ zavezuje še manj, tj. jim ATVP v vmesnem obdobju glede neustreznega razmerja verjetno dopušča večjo svobodo.

Na neobstoj nekih trdnih pravil klasifikacije se je v medijih že večkrat opozarjalo. Tako je Kodrič podal primer mešanega sklada Galileo, pri katerem je bil delež delnic v portfelju leta 2000 kar 90 odstoten,¹¹⁷ na drugi strani pa je bilo v letu 2002 v nekem trenutku pri prav tako mešanem skladu Vizija pod petino naložb v delnicah.¹¹⁸ Kot navaja, slovenski upravljavci to »elastičnost« zagovarjajo s pojasnilom, da lahko tako sami poskrbijo za to, da razporeditev premoženja vlagateljev ostaja glede na spreminjajoče se razmere na trgu čim bolj optimalna.¹¹⁹

Z uveljavitvijo ZISDU-1 je prišlo na trgu do ureditve vsaj v tem smislu, da morajo upravljavci v prospekt sklada izrecno zapisati začrtane omejitve naložbene politike, medtem ko so prej pogosto v prospekt vpisali le neke splošne postavke za usmeritev sklada.¹²⁰ Seveda pa to ne predstavlja neke celovite rešitve, saj vsi vlagatelji – predvsem nepoučeni, katere naj bi se v prvi vrsti ščitilo – prospekta ne berejo oziroma se zanesajo na objavljano poimenovanje vzajemnega sklada. Posledično se zdi, da bo vprašanje, vse dokler ne bo sprejet o klasifikaciji ustrezan zavezujoč pravni akt, urejeno nezadovoljivo. Za namene nadaljnjih izvajanj pa naj mi bo dopuščeno, ob izostanku natančnih (javno dostopnih) pravil, da upoštevam potrebne podatke o slovenskih skladih v skladu z zatrjevano 'umestitvijo' njihovih upravljavcev.

¹¹⁴ *Ibidem.*

¹¹⁵ Dovolenje ATVP je njegova družba za upravljanje dobila marca letos, sklad pa je bil ustanovljen mesec dni kasneje. (Odločba Agencije za trg vrednostnih papirjev o vlogi Družbe za upravljanje Medvešek Pušnik, družba za upravljanje, d.d., z dne 30.3. 2005. URL: http://www.medvesekpusnik.si/novo/Files/MP-ASIA_ATVP.pdf; URL: <http://www.vzajemci.com/skladi.php?sklad=AS>.)

¹¹⁶ Člen 76/II. ZISDU-1.

¹¹⁷ Na to je opozoril tudi eden od anketiranih upravljavcev. Ne gre pa pozabiti, da takrat pravil (še v večji meri kot sedaj) ni bilo, poleg tega pa je upravljaavec DZU KD Investments, tj. DZU sklada Galileo, zapisal: »...Galileo bo postal sklad fleksibilne strukture sredstev (najbližje tej strukturi so v tujini »absolute return« skladi, ki pa večinoma nastopajo kot hedge skladi).« (Jure Mikuž, KD Investments (*infra*, osebni viri).) Toliko v poudarek, da glede omenjenega sklada ne gre za aktualne očitke oziroma kakorkoli sporno stanje.

¹¹⁸ S. Kodrič, Jabolka in hruške. *Kapital*. URL: <http://www.vzajemci.com/text.php?id=1498>.

¹¹⁹ *Ibidem.*

¹²⁰ S. Kodrič, Nalepke. *Kapital*. URL: <http://www.vzajemci.com/text.php?id=5309>.

3.3.3 Anomalija slovenskega trga vzajemnih skladov?

Da bi lahko preveril tezo o nesorazmerno visokem deležu mešanih vzajemnih skladov na slovenskem trgu, je bilo potrebno najprej določiti premoženje v upravljanju teh skladov. Kakor izhaja iz zgornjega razdelka, sem se bil prisiljen zanesti na dano klasifikacijo skladov, rezultati v tabeli 1 pa kažejo, da je bilo v slovenskih mešanih vzajemnih skladih v zadnjih devetih mesecih približno polovica vsega premoženja.

Tabela 1a: Sredstva slovenskih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v 1000 SIT).

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani skladi	skladi skladov	skupaj
31.12. 2004 ¹²¹	59.606.324	10.625.831	0	139.962.291	0	210.194.446
31.03. 2005 ¹²²	64.619.613	11.698.927	0	148.363.135	0	224.681.675
30.06. 2005 ¹²³	127.444.682	12.893.460	387.468	142.697.653	2.687.796	286.111.059
31.08. 2005 ¹²⁴	133.407.066	13.259.934	855.067	144.038.122	3.402.752	294.962.941

Tabela 1b: Sredstva slovenskih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v 1000 EUR).

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani skladi	skladi skladov	skupaj
31.12. 2004	248.625,9	44.321,8	0	583.801,4	0	876.749,1
31.03. 2005	269.553,8	48.800,0	0	618.880,1	0	937.233,9
30.06. 2005	531.975,6	53.819,4	1.617,4	595.643,0	11.219,3	1.194.274,7
31.08. 2005	556.828,6	55.345,7	3.569,0	601.201,7	14.202,8	1.231.147,8

Vir: Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov, lastni izračuni.¹²⁵

¹²¹ Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov (2005) *Obrazec IS/M-1 za december 2004*. URL: <http://www.zdu-giz.si/docs/ism1-200412.xls>

¹²² Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov (2005) *Obrazec IS/M-1 za marec 2005*. URL: <http://www.zdu-giz.si/docs/ism1-200503.xls>.

¹²³ Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov (2005) *Obrazec IS/M-1 za junij 2005 (popravljen)*. URL: <http://www.zdu-giz.si/docs/ism1-200506b.xls>.

¹²⁴ Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov (2005) *Obrazec IS/M-1 za avgust 2005*. URL: <http://www.zdu-giz.si/docs/ism1-200508.xls>.

¹²⁵ Podatki na URL: http://www.vzajemci.com/vsi_cvs.php se od navedenih nekoliko razlikujejo, glede česar Sandi Kodrič (*infra*, osebni viri), ki te strani ureja, pravi, da prihaja včasih do napak pri prepisu podatkov IS/M-1 v obrazec na strani ZDU GIZ. Vendar pa poudarja, da napak na spletnih straneh Vzajemci.com ne izključuje. Za namene preprostejše primerjave s stanjem v drugih državah članicah, sem podatke, izražene v slovenskih tolarjih (SIT), pretvoril v evre (EUR), in sicer na podlagi srednjih tečajev Banke Slovenije za dan 31.12. 2004: EUR/SIT = 239,7430, za dan 31.3. 2005: EUR/SIT = 239,7281, za dan 30.6. 2005: EUR/SIT = 239,5691, ter za dan 31.8. 2005: EUR/SIT = 239,5837. (URL: http://www.bsi.si/html/financni_podatki/arhiv/dtec2004.zip in URL: http://www.bsi.si/_data/tecajnice/dtec-l.zip).

Resda se v opazovanem obdobju njihov delež neprestano znižuje, a je prevlada še vedno opazna. Vprašanje je seveda, kakšno je stanje v drugih državah članicah in ravno odgovor na to vprašanje bo odločilen za morebitno označbo lastnosti našega trga kot anomalije.

Ob tem pa ni moč mimo dejstva, da je bila rast vsega premoženja v tem času kar 40 odstotna, kar lahko delno pojasnimo tudi z za četrtino več domačih vzajemnih skladov (tabela 2), čeprav je obenem res, da je v tem času dovoljenje za trženje na slovenskem trgu dobil velik del od 92 skladov, upravljanih s strani petih tujih družb za upravljanje.¹²⁶ Tudi ti so namreč 'prevzeli' del razpoložljivih sredstev. Nikakor pa ne gre ob tem spregledati podatka, da je v tem obdobju v industrijo vstopil največji slovenski sklad, tj. iz pooblaščene investicijske družbe preoblikovani Triglav Steber I.¹²⁷

Tabela 2: Število slovenskih vzajemnih skladov.

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani skladi	skladi skladov	skupaj
31.12. 2004	12	7	0	14	0	33
31.03. 2005	12	8	0	14	0	34
30.06. 2005	16	8	1	14	1	40
31.08. 2005	17	8	1	14	1	41

Vir: Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov, lastni izračuni.

Nekoliko je trend večanja deleža delniških skladov na račun obvezniških skladov verjetno povezan tudi s strukturo povečanja števila domačih skladov: število obvezniških je ostalo enako, delniški pa so postali najštevilčnejša kategorija. Smo pa dobili v zadnjem obdobju tudi prvi sklad skladov, sklad denarnega trga, in pa prvi družbeno odgovorni sklad v Sloveniji. Pri slednjem gre sicer za globalno usmerjen delniški sklad, a daje poudarek vlaganjem v družbeno odgovorna, npr. podjetja, katerih delovanje je okolju prijazno.¹²⁸ Dejstvo pa, da so bili v septembru letos ustanovljeni še trije novi delniški skladi,¹²⁹ kaže, da se bo opisani trend manjšanja deleža mešanih skladov še nekaj časa nadaljeval.

¹²⁶ URL: <http://www.vzajemci.com/sms-kode.php>.

¹²⁷ URL: <http://www.triglav-du.si/?id=1,54,85&news=27>.

¹²⁸ Krekova družba (2005) *Klas : delniški vzajemni sklad. Prospekt. 8-9.* URL: http://www.vzajemci.com/files/prospekt_klas_avgust_2005-1124968125.pdf.

¹²⁹ Gre za Sklad evropskih delnic (URL: <http://www.vzajemci.com/skladi.php?sklad=EV>) oziroma Infond Bric in Energy (URL: <http://www.skladi.com/sklad.php?kod=inbr> in URL: <http://www.skladi.com/sklad.php?kod=inen>).

4. Investicijski skladi in pravni okvir Skupnosti

4.1 Uvod

Evropska skupnost je oblika gospodarske povezave, ki združuje elemente carinske unije, skupnih gospodarskih politik, ukrepe ekonomske in monetarne unije¹³⁰ ter elemente skupnega trga¹³¹. Cilj slednjega je zagotoviti prost pretok blaga, oseb, kapitala¹³² in storitev.¹³³ Za vprašanje urejanja investicijskih skladov v evropskem prostoru sta bistveni zlasti zadnji dve od navedenih t.i.m. štirih svoboščin. Prost pretok kapitala je namreč zelo pomemben za oblikovanje in delovanje enotnega evropskega trga finančnih storitev,¹³⁴ cilj tega pa je popolna liberalizacija finančnih storitev in poenotenje zakonodaje posameznih držav članic.¹³⁵

¹³⁰ Cilj postopnega uresničevanja ekonomske in monetarne unije je bil potrjen že oktobra 1972 na konferenci v Parizu. (Enotna evropska listina, OJ L 169, 29.6.1987, Vol. 30. URL:

<http://ccvista.taiex.be/show.asp?link=Fulcrum/CCVista/SI/11986U-SI.doc>.)

¹³¹ Glej člene 2, 3 in 4 Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti (Treaty establishing the European Community) (v nadalje: PES), OJ C 325, 24.12.2002, p. 33. Prečiščeno besedilo v slovenščini je na voljo na URL:

http://www.uradni-list.si/priloge/RS_-2004-027-00024-MP~P015-0000.PDF, prav tako prečiščeno v angleščini pa na URL: http://europa.eu.int/eur-lex/lex/en/treaties/dat/12002E/pdf/12002E_EN.pdf.

Naj na tem mestu opozorim, da je Državni zbor RS sicer že ratificiral Pogodbo o Ustavi za Evropo (Zakon o ratifikaciji Pogodbe o Ustavi za Evropo s sklepno listino (MPUE), Uradni list RS, št. 1/2005 z dne 17.02. 2005; URL: http://www.uradni-list.si/_pdf/2005/Mp/m2005015.pdf - besedilo je tako v angleščini, kot v slovenščini), a naj bi ta po (morebitni) opravljeni ratifikaciji v vseh državah članicah EU predvidoma stopila v veljavo šele 1. novembra 2006, zato sem pri svojem delu še vedno izhajal iz prečiščenega besedila PES iz leta 2002. Tudi sicer pa gre pri Pogodbi o ustavi za Evropo (v nadalje: ustavna pogodba) povečini za prečiščena besedila dosedanjih temeljnih pogodb in njihovih revizij (vključena je sicer tudi Listina o temeljnih pravicah Evropske unije), na katerih od svoje ustanovitve leta 1958 sloni današnja Evropska skupnost ter od leta 1993 Evropska unija. (URL: <http://europa.gov.si/aktualno/teme/ratifikacija-ustave/>.)

Prej navedenih 2., 3. in 4. člena PES ustavna pogodba in tovrstni obliki ne ohranja, ohranja pa znotraj določb skoraj vse pomembnejše pojme in/ali cilje ('notranji trg' (npr. člen I-3.), 'monetarna unija' (npr. člen III-159.), 'carinska unija' (npr. člen III-151.), 'odprto tržno gospodarstvo s svobodno konkurenco' (npr. člen III-177.), 'povezanost ter solidarnost med državami članicami' (člen I-3.) itd.). Določbe ustavne pogodbe sicer ne vsebujejo besedne zveze 'skupni trg' (*common market*) (razen v priloženem Protokolu o posebni ureditvi za Grenlandijo), a menim da to, glede na ohranjene cilje, ne predstavlja vsebinskega odstopanja od PES (glej tudi *infra*, sprotina opomba 133).

¹³² Drugi odstavek 14. člena PES: »Notranji trg zajema območje brez notranjih meja, na katerem je v skladu z določbami te pogodbe zagotovljen prost pretok blaga, oseb, storitev in kapitala.« Gre za člen III-130. ustavne pogodbe, ki se vsebinsko od navedenega v ničemer ne razlikuje: »Notranji trg zajema območje brez notranjih meja, na katerem je v skladu z Ustavo zagotovljen prosti pretok oseb, storitev, blaga in kapitala.« O izostanku bistvenih sprememb zelo podrobno, a še vedno nazorno: P. Grilc, Notranji trg – (gospodarski) hard core po Pogodbi o Evropski uniji. *Pravna praksa* 10-35: »...po pregledu določb o notranjem trgu [bomo] ugotovili, da v tem delu PUE ne prinaša bistvenih novosti. Vsebinske spremembe so malenkostne, največ je dikačijskih in nomotehničnih; še te so domala zanemarljive.« Ob tem Grilc dodaja tudi, da ustavna pogodba predpostavlja v celoti doseženo delovanje notranjega trga.

¹³³ M. Horspool (2003) *European Union Law*, 281-282. Avtorica torej enači cilje skupnega trga z elementi notranjega trga, kakor jih opredeljuje določba 14/II. PES oziroma III.-130 ustavne pogodbe.

¹³⁴ Več avtorjev (2000) *Pravni vidiki pridružitvenega procesa : Sklenitev, vsebina in razlaga Evropskega sporazuma o pridružitvi.* 101-102.

¹³⁵ Več avtorjev (2004) Prost pretok storitev. V *Slovenija in Evropska unija : o pogajanjih in njihovih posledicah.* 24-27.

Posledično poteka regulacija¹³⁶, tj. snovanje pravnih pravil, pretežno na ravni EU, medtem ko pa je nadzor – implementacija in izvrševanje pravnih aktov – še vedno pridržan nacionalni ravni.¹³⁷ Velik korak v smer poenotenja¹³⁸ je bilo oblikovanje minimalnih meril in načel na tem področju, npr. načela kontrole v domači državi (*home country control*), načela enotne licence (*single licence*), načela uskladitve pogojev za izdajo dovoljenj (*authorizations*), meril skrbnosti (*prudential rules*) ter vzajemnega priznavanja nacionalnih nadzornih standardov¹³⁹.¹⁴⁰ Prav zaradi upoštevanja tovrstnih standardov pri oblikovanju zakonodaj pa je nacionalna zakonodaja posamezne članice lahko 'brez škode' podvržena načelu medsebojnega priznavanja (*principle of mutual recognition*) – pravila druge države članice so nadomestljiva z domačimi.¹⁴¹ Da bi namreč zagotovili prehodnost finančnih storitev, je potrebno omogočiti finančnim institucijam delovanje preko celotnega ozemlja Unije. Razlike med nacionalnimi zakonodajami bi terjale registracijo subjekta v vsaki državi, kjer bi ta želel delovati, posebej, to pa bi pretok v veliki meri oviralo. Poleg administrativnega bremena pa bi bili tudi vlagatelji, zavoljo nezaupanja v tuje finančne institucije, bolj naklonjeni tistim iz domačega okolja.¹⁴²

Urejanje investicijskih storitev in trga vrednostnih papirjev¹⁴³ je, ob bančništvu in zavarovalništvu, tretji večji sklop s področja finančnih storitev,¹⁴⁴ saj je ravno kapitalski trg

¹³⁶ Kakor bo pojasnjeno v nadaljevanju, gre tu za regulacijo na ravni direktiv, ki po svoji pravni naravi omogočajo relativno fleksibilnost pri njihovi implementaciji.

¹³⁷ R. Baldwin, C. Wyplosz (2004) *The Economics of European Integration*. 415.

¹³⁸ Za vpogled v dosedanji napredek na tem področju lahko služi tudi Poročilo Odbora za ekonomske in monetarne zadeve o trenutnem stanju povezovanja finančnih trgov EU (2005/2026(INI), A6-0087/2005 Končno) z dne 7.4. 2005, p. 12. URL:

<http://www2.europarl.eu.int/omk/sipade2?L=SL&OBJID=95525&LEVEL=4&MODE=SIP&NAV=X&LSTDODC=N>. Potrjeno z Resolucijo Evropskega parlamenta o trenutnem stanju povezovanja finančnih trgov EU (2005/2026(INI), P6_TA-PROV (2005)0153) z dne 28.4. 2005. URL:

<http://www2.europarl.eu.int/omk/sipade2?PUBREF=-//EP//TEXT+TA+P6-TA-2005-0153+0+DOC+XML+V0//SL&LEVEL=3&NAV=X>.

¹³⁹ *Ibidem*: »...the convergence of the supervisory practices of Member State authorities is key for efficient cross-border operations. Cooperation and mutual trust between supervisory authorities is crucial...«.

¹⁴⁰ M. Čas, S. Jamnik (2000) *Borzno pravo*. 31-32.

¹⁴¹ *Supra*, sprotnejša opomba 137.

¹⁴² *Ibidem*.

¹⁴³ Gre za urejanje »investicijskih storitev, poslovanja pooblaščenih udeležencev na trgu vrednostnih papirjev (bank in borzno posredniških hiš) in poslovanje družb za upravljanje ter vzajemnih skladov«. (*Supra*, sprotnejša opomba 135.) Kakor bo predstavljeno v nadaljevanju, ne gre le za vzajemne sklade (v smislu ZISDU-1), pač pa tudi za druge oblike kolektivnih naložbenih podjemov, a so druge oblike, glede na to, da imajo, razen trustov, pravno osebnost, najverjetneje zajete med 'pooblaščenimi udeleženci na trgu'. Tudi sicer pa so lahko vzajemni skladi tudi zaprtega tipa (Oxford English Dictionary (<http://dictionary.oed.com/about/>), geslo 'open-ended'), tako da je 'mutual fund' širši od vzajemnega sklada po ZISDU-1. Posledično predvidevam, da se je navedba v citatu nanašala na vzajemni sklad v širšem pomenu (investicijski sklad brez pravne osebnosti in pogodbenega nastanka).

¹⁴⁴ K tem trem tematskim področjem, tj. področju kreditnih ustanov, vrednostnih papirjev in investicijskih skladov je treba prištetи še področje preprečevanja pranja denarja (tako npr.: P. Grilc (2001) *Pravo Evropske unije*. 544.; *Supra*, sprotnejša opomba 140, 32.).

tisti, ki lahko prek pravilno delujočih borz in dejavnih vzajemnih skladov ter institucionalnih investitorjev pripomore k hitrejši gospodarski integraciji.¹⁴⁵

Celotno področje je podrobno urejeno z vrsto direktiv, tj. sekundarnih pravnih aktov Unije¹⁴⁶. Te temeljijo na členih 56 do 60 PES, pred tem pa so bile podlaga splošne določbe Pogodbe o ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti (PEGS)¹⁴⁷ (členi 52 – 73) oziroma členi 73A do 73H Pogodbe o Evropski uniji¹⁴⁸.¹⁴⁹ V nasprotju s primarnimi viri EU, ki imajo naravo mednarodnopravnih norm in zagotavljajo poenotenje prava držav članic,¹⁵⁰ so direktive orodje harmonizacije, ki terjajo zakonodajno delovanje držav članic.¹⁵¹ Glede rezultata oziroma cilja so zavezujoče, a dopuščajo posamezni državi članici, da sama določi način in metode njih prenosa v nacionalno pravo.¹⁵² Za razliko od, na primer, uredb, tako dopuščajo prilagajanje določenim posebnostim in potrebam države članice,¹⁵³ a lahko to vodi do težav, če država članica, ne nujno namerno, napačno razлага določbe direktive in diskrecijo, ki ji jo ta nudi.¹⁵⁴

¹⁴⁵ *Supra*, sprotna opomba 140.

¹⁴⁶ Ustavna pogodba pojem direktive opušča in ga v členu I-33., v katerem opredeljuje pravne akte Unije, nadomešča z evropskim okvirnim zakonom (*European Framework Law*). (R. Zagradišnik: Viri prava v Evropski uniji. *Bančni vestnik* 17-21.) Govori pa še vedno o direktivah, ki jih izdaja Svet guvernerjev, 7. člen Protokola o statusu Evropske investicijske banke, medtem ko četrti odstavek 7. člena Protokola, ki spreminja Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti za atomsko energijo določa, da se v navedenih določbah te pogodbe beseda 'direktiva' zamenja z besedno zvezo 'evropska uredba'. Besedili obeh dokumentov sta na voljo na URL: http://www.uradni-list.si/_pdf/2005/Mp/m2005015.pdf.

¹⁴⁷ Pogodba o ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti, Uradni list RS-MP, št. 7/2004. URL: http://www.uradni-list.si/priloge/RS_-2004-027-00024-MP~P001-0000.PDF.

¹⁴⁸ Pogodba o Evropski uniji, Uradni list RS-MP, 27/2004. URL: http://www.uradni-list.si/priloge/RS_-2004-027-00024-MP~P014-0000.PDF.

¹⁴⁹ *Supra*, sprotna opomba 140.

¹⁵⁰ URL: <http://evropa.gov.si/evroslovar/pravni-viri/index.text.html>.

¹⁵¹ Podobno: *Supra*, sprotna opomba 140, 33.

¹⁵² Tretji odstavek 249. člena PES. Ustavna pogodba v členu I-33. tej opredelitvi le še dostavi, da gre za zakonodajni akt (zakonodajna akta sta po ustavnji pogodbi evropski zakon in evropski okvirni zakon. (G. Krajc, Temeljna določila. *Pravna praksa* 12-15.) Pri tem bi opozoril, da je pri opredelitvi evropske uredbe dikcija zelo podobna, z dostavkom o možnosti, da zavezuje v celoti, in o neposredni uporabi (*direct applicability*) v državah članicah. S tem je Ustavna pogodba za evropsko uredbo le ubesedila tisto (tj. načelo direktnega učinka), kar je bolj ali manj že veljalo vse od leta 1963 in zadeve *Van Gend en Loos NV v Nederlandse Administratie der Belastingen* (C 26/62), kjer je Sodišče Evropskih skupnosti (v nadalje: ECJ) odločilo, da se posamezniki pred domačimi sodišči lahko sklicujejo na pravo Skupnosti (drugače: P. Grilec, T. Illešič (2001) *Pravo Evropske unije*. 107. Avtorja navajata, da je za uredbo neposredno učinkovanje predvideval že tudi 249. člen PES.). Izrecno za direktive velja to od leta 1970 in zadeve C 9/70 *Grad v Finanzamt Traunstein*, kjer je ECJ menilo, da imajo tudi določbe direktiv lahko neposreden učinek (za končno potrditev se šteje primer C 41/74 *Van Duyn v Home Office* iz leta 1974). Podrobnejše glej: J. Steiner, L. Woods (2000) *Textbook on EC law*. 50-59; za novejše primere z besedili odločb tudi: S. Weatherill (2000) *Cases and materials on EC law*. 103-116. Zakaj tovrstnega dostavka ni pri opredelitvi evropskega okvirnega zakona (tj. zaenkrat še direktive), nisem uspel zaslediti. Pregledno o novi ureditvi J. Bedrač, Nova arhitektura pravnih aktov EU. *Pravna praksa* 16-18.

¹⁵³ P. Craig, G. de Búrca (1995) *EC law: Text, Cases and Materials*. 100.

¹⁵⁴ *Supra*, sprotna opomba 133, 88.

4.2 Sekundarni pravni okvir

Sicer pa se pojavnosti investicijskih skladov pravni red Unije neposredno dotika prek sledečih sekundarnih pravnih aktov¹⁵⁵ (kronološka navedba):¹⁵⁶

- Direktiva Sveta z dne 20. decembra 1985 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) (85/611/EGS);¹⁵⁷
- Priporočilo Sveta z dne 20. decembra 1985 glede druge točke člena 25(1) Direktive 85/611/EGS (85/612/EGS);¹⁵⁸
- Direktiva Sveta z dne 22. marca 1988 o spremembah Direktive 85/611/EGS o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) glede naložbenih politik nekaterih KNPVP (88/220/EGS);¹⁵⁹

¹⁵⁵ Poleg že omenjenih direktiv, so tu še uredbe (*Regulations*), ki zavezujejo vse države članice, ne da bi jih le-te integrirale v nacionalno zakonodajo, in pa odločitve Evropskega sodišča (*Decisions*), naslovljene na posamezne države članice oziroma pravne ali fizične osebe in zanje neposredno zavezujoče. Nezavezujoči sekundarni pravni viri so mnenja (*Opinions*) in pa priporočila (*Recommendations*), čeprav je za slednja ECJ v zadevi *Grimaldi* (C 322/88) leta 1989 odločilo, da jih morajo nacionalna sodišča upoštevati pri interpretaciji nacionalne zakonodaje, ki je bila sprejeta s ciljem implementacije prava Skupnosti. (249. člen PEU in nadaljnji; M. Horspool (2003) *European Union Law. 86-92.*; URL: <http://www.ius-software.si/eu/zakonodaja.asp> (tu se med sekundarnimi viri navajajo tudi resolucije (*Resolutions*)).

¹⁵⁶ Seznam sem sestavil s pomočjo iskalnikov (URL: <http://www.ius-software.si/EUII/iskanje/iskanje.asp>; URL: http://europa.eu.int/eur-lex/en/search/search_lif.html), določenih spletnih strani (URL: http://zakonodaja.gov.si/rpsi/r08/predpis_ZAKO3428.html; URL: http://www.efama.org/20Regulation/20Lawsreg/Batch_Directory_view?sel_shelf=UCITS_Dir_Upd; URL: http://www.efama.org/20Regulation/20Lawsreg/Batch_Directory_view?sel_shelf=Other_Dir_Upd; URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=en&model=guichet&numdoc=31985L0611) ter podrobnim pregledom vseh tako najdenih pravnih aktov. Aktov, ki se Direktive 85/611/EGS ali splošno ureditve investicijskih skladov neposredno ne dotikajo, v nobenega od obeh pričujočih seznamov nisem vključil.

¹⁵⁷ Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), OJ L 375 z dne 31.12. 1985, p. 3. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31985L0611:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!CELEXnumdoc&lg=SL&numdoc=31985L0611.

¹⁵⁸ Recommendation 85/612/EEC of the Council of 20 December 1985 concerning the second sub-paragraph of Article 25 (1) of Directive 85/611/EEC, OJ L 100 z dne 19.4. 1988, p. 31. Besedilo v angleščini je na voljo na URL:

http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=31985H0612&model=guichett, medtem ko slovenskega prevoda ni. (URL: <http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=EUII/sl/doc/31985H0612-SI.DOC>)

¹⁵⁹ Council Directive 88/220/EEC of 22 March 1988 amending, as regards the investment policies of certain UCITS, Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investments in transferable securities (UCITS), OJ L 100 z dne 19.4. 1988, p. 31. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31988L0220:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/1988/31988L0220-SL.doc>.

- Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 95/26/EC z dne 29. junija 1995 ki spreminja Direktivi 77/780/EGS in 89/646/EGS na področju kreditnih institucij, Direktivi 73/239/EGS in 92/49/EGS na področju premoženjskega zavarovanja, Direktivi 79/267/EGS in 92/96/EGS na področju življenskega zavarovanja, Direktivo 93/22/EGS na področju investicijskih družb ter Direktivo 85/611/EGS na področju kolektivnih naložbenih podjemov za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) z namenom okrepitev nadzora varnega in skrbnega poslovanja;¹⁶⁰
- Direktiva 2000/64/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 7. novembra 2000 o spremembah Direktiv Sveta 85/611/EGS, 92/49/EGS, 92/96/EGS in 93/22/EGS glede izmenjave podatkov s tretjimi državami;¹⁶¹
- Sklep Komisije 2001/527/ES z dne 6. junija 2001 o ustanovitvi Odbora evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (Notificirano pod dokumentarno številko K(2001) 1501) (Besedilo velja za EGP);¹⁶²
- Sklep Komisije 2001/528/ES z dne 6. junija 2001 o ustanovitvi Evropskega odbora za vrednostne papirje (Notificirano pod dokumentarno številko K(2001) 1493) (Besedilo velja za EGP);¹⁶³
- Direktiva 2001/107/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. januarja 2002 o spremembah Direktive Sveta 85/611/EGS o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o

¹⁶⁰ European Parliament and Council Directive 95/26/EC of 29 June 1995 amending Directives 77/780/EEC and 89/646/EEC in the field of credit institutions, Directives 73/239/EEC and 92/49/EEC in the field of non-life insurance, Directives 79/267/EEC and 92/96/EEC in the field of life assurance, Directive 93/22/EEC in the field of investment firms and Directive 85/611/EEC in the field of undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), with a view to reinforcing prudential supervision, OJ L 168 z dne 18.7. 1995, p. 7. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31995L0026:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/1995/31995L0026-SL.doc>. Prečiščeno besedilo (CONSLEG 1995L0026 — z dne 19.12. 2002) je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/consleg/1995/L/01995L0026-20021219-en.pdf>.

¹⁶¹ Directive 2000/64/EC of the European Parliament and of the Council of 7 November 2000 amending Council Directives 85/611/EEC, 92/49/EEC, 92/96/EEC and 93/22/EEC as regards exchange of information with third countries, OJ L 290 z dne 17.11. 2000, p. 27. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32000L0064:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/2000/32000L0064-SL.doc>.

¹⁶² Commission decision 2001/527/EC of 6 June 2001 establishing the Committee of European Securities Regulators (notified under document number C(2001) 1501) (Text with EEA relevance), OJ L 191 z dne 13.7. 2001, p. 43. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=32001D0527&model=guichett, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32001D0527:SL:HTML>.

¹⁶³ Commission decision 2001/528/EC of 6 June 2001 establishing the European Securities Committee (notified under document number C(2001) 1493) (Text with EEA relevance), OJ L 191 z dne 13.7. 2001, p. 45. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=32001D0528&model=guichett, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32001D0528:SL:HTML>.

- kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP), z namenom zakonsko urediti družbe za upravljanje in izvlečke prospektov;¹⁶⁴
- Direktiva 2001/108/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. januarja 2002 o spremembni Direktive Sveta 85/611/EGS o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP);¹⁶⁵
 - Direktiva 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. novembra 2003 o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje in o spremembni Direktive 2001/34/ES (Besedilo velja za EGP);¹⁶⁶
 - Sklep Komisije 2004/7/ES z dne 5. novembra 2003 o spremembah Sklepa 2001/527/ES o ustanovitvi Odbora evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (Besedilo velja za EGP);¹⁶⁷
 - Sklep Komisije 2004/8/ES z dne 5. novembra 2003 o spremembah Sklepa 2001/528/ES o ustanovitvi Evropskega odbora za vrednostne papirje (Besedilo velja za EGP);¹⁶⁸
 - Direktiva 2004/39/EC Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. aprila 2004 o trgih finančnih instrumentov in o spremembah Direktiv Sveta 85/611/EGS, 93/6/EGS in

¹⁶⁴ Directive 2001/107/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) with a view to regulating management companies and simplified prospectuses, OJ L 041 z dne 13.2. 2002, p. 20. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32001L0107:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/2001/32001L0107-SL.doc>.

¹⁶⁵ Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), with regard to investments of UCITS, OJ L 041 z dne 13.2. 2002, p. 35. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32001L0108:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/2001/32001L0108-SL.doc>.

¹⁶⁶ Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (Text with EEA relevance), OJ L 345 z dne 31.12. 2003, p. 64. Besedilo v angleščini je na URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=en&numdoc=32003L0071&model=guichett, v slovenščini pa na URL: <http://www.a-tvp.si/dobrodosli/izdajatelji%20VP/32003L0071-SL.pdf>. Največkrat se jo označuje kot direktivo o prospektu (*Prospectus directive*), v skladu z določbo člena I/II.(a) pa se nanaša le na kolektivne naložbene podjemne zaprttega tipa.

¹⁶⁷ Commission Decision 2004/7/EC of 5 November 2003 amending Decision 2001/527/EC establishing the Committee of European Securities Regulators (Text with EEA relevance), OJ L 003 z dne 7.1. 2004, p. 32. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004D0007:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004D0007:SL:HTML>.

¹⁶⁸ Commission Decision 2004/8/EC of 5 November 2003 amending Decision 2001/528/EC establishing the European Securities Committee (Text with EEA relevance), OJ L 003 z dne 7.1. 2004, p. 33. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004D0008:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004D0008:SL:HTML>.

Direktive 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter o razveljavitvi Direktive Sveta 93/22/EGS;¹⁶⁹

- Priporočilo Komisije 2004/383/ES z dne 27. aprila 2004 o uporabi izvedenih finančnih instrumentov pri kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) (Besedilo velja za EGP) (Notificirano pod dokumentarno številko C(2004) 1541/1);¹⁷⁰
- Priporočilo Komisije 2004/384/ES z dne 27. aprila 2004 o nekaterih vsebinah poenostavljenega prospekta, kakršnega predvideva program C priloge I k Direktivi Sveta 85/611/EGS (Besedilo velja za EGP) (Notificirano pod dokumentarno številko C(2002) 1541/2);¹⁷¹
- Popravek Direktive 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. aprila 2004 o trgih finančnih instrumentov in o spremembah Direktiv Sveta 85/611/EGS, 93/6/EGS in Direktive 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter o razveljavitvi Direktive Sveta 93/22/EGS (OJ L 145, 30.4. 2004);¹⁷²
- Popravek Priporočila Komisije 2004/383/ES z dne 27. aprila 2004 o uporabi izvedenih finančnih instrumentov pri kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) (OJ L 144, 30.4. 2004);¹⁷³

¹⁶⁹ Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, OJ L 145 z dne 30.04. 2004, p. 1. Besedilo v angleščini je na voljo na URL:

http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=32004L0039&model=guichett, v slovenščini pa na URL: <http://www.ius-software.si/euii/dokumenti/3/2004/32004I0039.htm>.

¹⁷⁰ Commission Recommendation 2004/383/EC of 27 April 2004 on the use of financial derivative instruments for undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (Text with EEA relevance) (notified under document number C(2004) 1541/1), OJ L 144 z dne 30. aprila 2004, p. 34. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: http://www.efama.org/20Regulation/20Lawsreg/UCITS_Dir_Upd/Derivatives_recommendation, medtem ko slovenskega prevoda še ni. (URL: <http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=EUII/slodoc/32004H0383-SI.DOC>.)

¹⁷¹ Commission Recommendation 2004/384/EC of 27 April 2004 on some contents of the simplified prospectus as provided for in Schedule C of Annex I to Council Directive 85/611/EEC (Text with EEA relevance) (notified under document number C(2002) 1541/2), OJ L 144 z dne 30. aprila 2004, p. 44. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: http://www.efama.org/20Regulation/20Lawsreg/UCITS_Dir_Upd/Simpl_prospectus_recomm, medtem ko slovenskega prevoda še ni na voljo. (URL: <http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=EUII/slodoc/32004H0384-SI.DOC>.) Naslov priporočila sem prevedel upoštevaje: Več avtorjev (2001) *Angleško-slovenski pravni slovar* (elektronska izdaja); gesli 'schedule' in 'EEA'.

¹⁷² Corrigendum to Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC (OJ L 145, 30.4. 2004), OJ L 045 z dne 16.2. 2005, p. 18. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/oj/2005/l_045/l_04520050216en00180018.pdf, medtem ko slovenskega prevoda še ni. (URL: [http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=EUII/slodoc/32004L0039R\(01\)-SI.DOC](http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=EUII/slodoc/32004L0039R(01)-SI.DOC).)

¹⁷³ Corrigendum to Commission Recommendation 2004/383/EC of 27 April 2004 on the use of financial derivative instruments for undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (OJ L 144,

- Popravek Priporočila Komisije 2004/384/ES z dne 27. aprila 2004 o nekaterih vsebinah poenostavljenega prospekta, kakršnega predvideva program C priloge I k Direktivi Sveta 85/611/EGS (OJ L 144, 30.4. 2004);¹⁷⁴
- Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2005/1/ES z dne 9. marca 2005 o spremembni direktiv Sveta 73/239/EGS, 85/611/EGS, 91/675/EGS, 92/49/EGS in 93/6/EGS ter direktiv 94/19/ES, 98/78/ES, 2000/12/ES, 2001/34/ES, 2002/83/ES in 2002/87/ES za vzpostavitev nove organizacijske strukture odborov za finančne storitve (L 079 24.3. 2005) (Besedilo velja za EGP).¹⁷⁵

Poleg navedenih aktov, tj. takšnih, ki neposredno posegajo v besedilo izhodiščne direktive 85/611/EGS,¹⁷⁶ pa se področja investicijskih skladov v večji ali manjši meri dotikajo tudi sledeči akti (kronološka navedba):

- Šesta direktiva Sveta z dne 17. maja 1977 o usklajevanju zakonodaje držav članic o prometnih davkih - Skupni sistem davka na dodano vrednost: enotna osnova za odmero (77/388/EGS);¹⁷⁷
- Četrta direktiva Sveta z dne 25. julija 1978 o letnih računovodskih izkazih posameznih vrst družb, ki temelji na členu 54(3)(g) Pogodbe (78/660/EGS);¹⁷⁸

30.4. 2004), OJ L 199 z dne 7.6. 2004, p. 24. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: [http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004H0383R\(01\):EN:HTML](http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004H0383R(01):EN:HTML), medtem ko slovenskega prevoda še ni. (URL: [http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=/EUII/slodoc/32004H0383R\(01\)-SI.DOC](http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=/EUII/slodoc/32004H0383R(01)-SI.DOC).)

¹⁷⁴ Corrigendum to Commission Recommendation 2004/384/EC of 27 April 2004 on some contents of the simplified prospectus as provided for in Schedule C of Annex I to Council Directive 85/611/EEC (OJ L 144, 30.4. 2004), OJ L 199 z dne 7.6. 2004, p. 30. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: [http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=32004H0384R\(01\)&model=guichett](http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=32004H0384R(01)&model=guichett), medtem ko slovenskega prevoda še ni (Vir: URL: [http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=/EUII/slodoc/32004H0384R\(01\)-SI.DOC](http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=/EUII/slodoc/32004H0384R(01)-SI.DOC)).

¹⁷⁵ Directive 2005/1/EC of the European Parliament and of the Council of 9 March 2005 amending Council Directives 73/239/EEC, 85/611/EEC, 91/675/EEC, 92/49/EEC and 93/6/EEC and Directives 94/19/EC, 98/78/EC, 2000/12/EC, 2001/34/EC, 2002/83/EC and 2002/87/EC in order to establish a new organisational structure for financial services committees, OJ L 079 z dne 24.3. 2005, p. 9. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/oj/2005/1_079/1_07920050324en00090017.pdf, v slovenščini pa na URL: http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/sl/oj/2005/1_079/1_07920050324sl00090017.pdf. Podrobnosti o direktivi so na voljo na URL: <http://www2.europarl.eu.int/oeil/file.jsp?id=237652>.

¹⁷⁶ Temu pogoju sicer zadostujejo tudi akti, na katere napotuje prek blanketnih določb sama direktiva 85/611/EGS (s spremembami), a sem jih zaradi preglednosti vključil šele na tem mestu.

¹⁷⁷ Sixth Council Directive 77/388/EEC of 17 May 1977 on the harmonisation of the laws of the Member States relating to turnover taxes - Common system of value added tax: uniform basis of assessment (77/388/EEC), OJ L 145 z dne 13.06. 1977, p. 1. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31977L0388:SL:HTML> (dosedanje spremembe na URL: http://europa.eu.int/eur-lex/en/consleg/reg/en_register_093010.html), v slovenščini pa na URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=31977L0388&model=guichett.

- Sedma direktiva Sveta z dne 13. junija 1983 o konsolidiranih računovodskih izkazih, ki temelji na členu 54(3)(g) Pogodbe (83/349/EGS);¹⁷⁹
- Osma Direktiva Sveta z dne 10. aprila 1984, ki temelji na členu 54(3)(g) Pogodbe o dovoljenjih za osebe pooblaščene za izvajanje obvezne revizije računovodskih listin (84/253/EGS);¹⁸⁰
- Direktiva Sveta 88/627/EGS z dne 12. decembra 1988 o informacijah, ki jih je treba objaviti ob pridobitvi ali prodaji večinskega deleža v podjetju, ki kotira na borzi;¹⁸¹
- Direktiva Sveta 89/298/EEC z dne 17. aprila 1989 o uskladitvi zahtev za pripravo, pregled in razdeljevanje prospektov, objavljenih ob javni ponudbi prenosljivih vrednostnih papirjev;¹⁸²
- Direktiva Sveta 93/6/EGS z dne 15. marca 1993 o kapitalski ustreznosti investicijskih družb in kreditnih institucij;¹⁸³

¹⁷⁸ Fourth Council Directive 78/660/EEC of 25 July 1978 based on Article 54 (3) (g) of the Treaty on the annual accounts of certain types of companies, OJ L 222 z dne 14.8. 1978, p. 11. Besedilo v angleščini je v na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31978L0660:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/1978/31978L0660-SL.doc>. Prečiščeno besedilo (CONSLEG: 1978L0660 – z dne 1.5. 2004) je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/consleg/1978/L/01978L0660-20040501-en.pdf>.

¹⁷⁹ Seventh Council Directive 83/349/EEC of 13 June 1983 based on the Article 54 (3) (g) of the Treaty on consolidated accounts, OJ L 193 z dne 18.07. 1983, p. 1. Direktiva je bila spremenjena z vrsto aktov (podrobnosti o spremembah: URL: http://bodurtha.georgetown.edu/IAS_39/FAS-IAS/EU_Summary_Consolidated%20accounts%20of%20companies%20with%20limited%20liability-%20seventh%20Directive.htm), zato naj bo v pomoč prečiščeno besedilo (CONSLEG: 1983L0349 — z dne 1.5. 2004. URL: http://europa.eu.int/eur-lex/en/consleg/pdf/1983/en_1983L0349_do_001.pdf). Originalno besedilo v angleščini je sicer na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31983L0349:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=SL&numdoc=31983L0349&model=guichett. Direktiva je bila spremenjena z vrsto aktov (glede podrobnosti o spremembah glej URL: http://bodurtha.georgetown.edu/IAS_39/FAS-IAS/EU_Summary_Consolidated%20accounts%20of%20companies%20with%20limited%20liability-%20seventh%20Directive.htm).

¹⁸⁰ Eighth Council Directive 84/253/EEC of 10 April 1984 based on Article 54 (3) (g) of the Treaty on the approval of persons responsible for carrying out the statutory audits of accounting documents, OJ L 126 z dne 12.5. 1984, p. 20. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31984L0253:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31984L0253:SL:HTML>.

¹⁸¹ Council Directive 88/627/EEC of 12 December 1988 on the information to be published when a major holding in a listed company is acquired or disposed of, OJ L 348 z dne 17.12. 1988, p. 62. Direktiva sicer ni več v veljavi (URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=SL&numdoc=31988L0627&model=guicheti). Besedilo v angleščini je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31988L0627:EN:HTML>, medtem ko slovenskega prevoda ni. (URL: http://europa.eu.int/servlet/portail/RenderServlet?search=DocNumber&lg=sl&nb_docs=25&domain=Legislation&coll=&in_force=NO&an_doc=1988&nu_doc=627&type_doc=Directive)

¹⁸² Council Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public, OJ L 124 z dne 5.5. 1989, p. 8. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31989L0298:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/1989/31989L0298-SL.doc>.

- Direktiva Sveta 93/22/EGS z dne 10. maja 1993 o investicijskih storitvah na področju vrednostnih papirjev;¹⁸⁴
- Uredba Sveta (ES) št. 3604/93 z dne 13. decembra 1993 o opredelitvi pojmov za uporabo prepovedi privilegiranega dostopa iz člena 104a Pogodbe;¹⁸⁵
- Direktiva 97/9/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 3. marca 1997 o odškodninskih shemah za vlagatelje;¹⁸⁶
- Direktiva 98/26/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 19. maja 1998 o dokončnosti poravnave pri plačilih in sistemih poravnave vrednostnih papirjev;¹⁸⁷
- Mnenje Evropske centralne banke z dne 16. marca 1999, na prošnjo Sveta Evropske Unije v skladu s členoma 1091(2) in 109f(6) Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti ter členom 5.3 Statuta Evropskega monetarnega inštituta, o dveh priporočilih Evropske komisije glede Direktiv Evropskega parlamenta in Sveta o spremembni Direktive Sveta 85/611/EGS o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP), ref. 98/0242 - COM(1998) 451 končna in ref. 98/0243 - COM(1998) 449 končna (CON/98/54);¹⁸⁸

¹⁸³ Council Directive 93/6/EEC of 15 March 1993 on the capital adequacy of investments firms and credit institutions, OJ L 141 z dne 11.06. 1993, p. 1. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0006:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/1993/31993L0006-SL.doc>. Nobeden od obeh popravkov (OJ L 045 z dne 19.2. 1999, p. 56 DE, in OJ L 090 z dne 25.3. 1998, p. 45 FI – povezava do obeh besedil: URL: http://europa.eu.int/servlet/portail/RenderServlet?search=DocNumber&lg=sl&nb_docs=25&domain=Legislation&coll=&in_force=NO&an_doc=1993&nu_doc=6&type_doc=Directive) se ne nanaša na besedilo v angleščini ozziroma slovenščini, medtem ko je z direktivami vpeljanih sprememb na prilogah IV in V, ki sta relevantni za področje investicijskih skladov, precej. Za prečiščeno besedilo (CONSLEG: 1993L0006 – z dne 13.4. 2005) glej URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/consleg/1993/L/01993L0006-20050413-en.pdf>.

¹⁸⁴ Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field, OJ L 141, 11.6. 1993, p. 27. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0006:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/1993/31993L0022-SL.doc>. Direktiva je bila nazadnje spremenjena z direktivo 2000/64/ES (*supra*, sprotina opomba 161).

¹⁸⁵ Council Regulation (EC) No 3604/93 of 13 December 1993 specifying definitions for the application of the prohibition of privileged access referred to in Article 104a of the Treaty, OJ L 332 z dne 31.12. 1993, p. 4. Besedilo v angleščini na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993R3604:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/1993/31993R3604-SL.doc>.

¹⁸⁶ Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council of 3 March 1997 on investor-compensation schemes, OJ L 084 z dne 26.3. 1997, p. 22. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31997L0009:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31997L0009:SL:HTML>.

¹⁸⁷ Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems, OJ L 166 z dne 11.06. 1998, p. 45. Besedilo v angleščini na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31998L0026:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/1998/31998L0026-SL.doc> (15.5. 2005).

¹⁸⁸ Opinion of the European Central Bank of 16 March 1999 at the request of the Council of the European Union under Articles 109l(2) and 109f(6) of the Treaty establishing the European Community and Article 5.3 of the Statute of the European Monetary Institute on two European Commission proposals for European Parliament and

- Direktiva 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 20. marca 2000 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij;¹⁸⁹
- Direktiva 2000/28/ES Evropskega Parlamenta in Sveta z dne 18. septembra 2000 o spremembi Direktive 2000/12/ES o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij;¹⁹⁰
- Direktiva 2001/34/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 28. maja 2001 o sprejemu vrednostnih papirjev v uradno kotacijo na borzi in o informacijah, ki jih je treba objaviti v zvezi s temi vrednostnimi papirji;¹⁹¹
- Direktiva 2002/87/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. decembra 2002 o dopolnilnem nadzoru kreditnih institucij, zavarovalnic in investicijskih družb v finančnem konglomeratu, ki spreminja Direktive Sveta 73/239/EGS, 79/267/EGS, 92/49/EGS, 92/96/EGS, 93/6/EGS in 93/22/EGS ter Direktivi 98/78/ES in 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta;¹⁹²

Council Directives amending Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), ref. 98/0242 - COM(1998) 451 final and ref. 98/0243 - COM(1998) 449 final (CON/98/54), OJ C 285 z dne 7.10. 1999, p. 9. Besedilo v angleščini je na voljo na URL:

[http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=31999Y1007\(02\)&model=guichett](http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=31999Y1007(02)&model=guichett), medtem ko slovenskega prevoda ni (Vir: URL: [http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=/EUII/slnodoc/31999Y1007\(02\)-SI.DOC](http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=/EUII/slnodoc/31999Y1007(02)-SI.DOC)). Naslov mnenja sem prevedel upoštevaje: Več avtorjev (2001) *Angleško-slovenski pravni slovar* (elektronska izdaja); geslo 'Council of the European Union' in 'European Commission'; Evrokorus (URL: <http://www.gov.si/evrokor/>); geslo 'European Monetary Institute'.

¹⁸⁹ Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council of 20 March 2000 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions, OJ L 126 z dne 26.5. 2000, p. 1. Prečiščeno besedilo (CONSLEG: 2000L0012 — z dne 18.5. 2004) je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/consleg/2000/L/02000L0012-20040518-en.pdf>, originalno v angleščini na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32000L0012:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32000L0012:SL:HTML>.

¹⁹⁰ Directive 2000/28/EC of the European Parliament and of the Council of 18 September 2000 amending Directive 2000/12/EC relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions, OJ L 275 z dne 27.10. 2000, p. 37. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32000L0028:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=SL&numdoc=32000L0028&model=guichett.

¹⁹¹ Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities, OJ L 184 z dne 6.7. 2001, p. 1. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32001L0034:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/2001/32001L0034-SL.doc>.

¹⁹² Directive 2002/87/EC of the European Parliament and of the Council of 16 December 2002 on the supplementary supervision of credit institutions, insurance undertakings and investment firms in a financial conglomerate and amending Council Directives 73/239/EEC, 79/267/EEC, 92/49/EEC, 92/96/EEC, 93/6/EEC and 93/22/EEC, and Directives 98/78/EC and 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council, OJ L 035 z dne 11.2. 2003, p. 1. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32002L0087:EN:HTML>, v slovenščini pa na URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/2002/32002L0087-SL.doc>.

- Sklep Skupnega odbora EGP št. 60/2004 z dne 26. aprila 2004 o spremembri Priloge IX (Finančne storitve) k Sporazumu EGP - Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2002/83/ES (življenjsko zavarovanje).¹⁹³

4.3 UCITS direktiva

4.3.1 Splošno

Vsi zgoraj navedeni pravni akti v določenem obsegu spreminjajo prvo navedeno direktivo 85/611/EGS o kolektivnih naložbenih podjemih iz leta 1985, t.i.m. UCITS¹⁹⁴ direktivo, ki je postavila temelje¹⁹⁵ možnosti za čezmejno trženje enot premoženja investicijskih skladov¹⁹⁶ in pa oblikovanju t.i.m. evropskega potnega lista¹⁹⁷, certifikata, ki omogoča pravni osebi skladu¹⁹⁸ (na primer družbi za upravljanje, ki upravlja investicijski sklad, ki je v skladu z UCITS direktivo, in je ustanovljena in registrirana pri pristojnem nadzornem organu države članice (v nadalje: domača država članica)), prosto izvajanje določenih aktivnosti¹⁹⁹ tudi v vseh drugih državah članicah (v nadalje: država članica gostiteljica).²⁰⁰ Vse, kar tovrsten sklad oziroma družba za upravljanje potrebuje, je priglasitev pri lokalnem nadzornem organu, ki pa mu te, pod pogojem, da je registriran v drugi državi članici in izpolnjuje lokalna pravila

¹⁹³ Decision of the EEA Joint Committee No 60/2004 of 26 April 2004 amending Annex IX (Financial services) to the EEA Agreement, OJ L 277 z dne 26.8. 2004, p. 172. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/obj/2004/l_277/l_27720040826en01720174.pdf, medtem ko slovenskega prevoda še ni (URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=SL&numdoc=22004D0060&model=guichett).

¹⁹⁴ Gre za kratico besedne zvezze '*undertakings for collective investment in transferable securities*', za katero se pri slovenskih prevodih sekundarne zakonodaje uporablja kratica KNPVP (kolektivni naložbeni podjemi za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje). Ker pa se tudi v slovenskih strokovnih besedilih uporablja kratica iz angleščine, tj. UCITS, tudi sam zavoljo lažje sledljivosti v pričujočem delu od tega praviloma ne bom odstopal.

¹⁹⁵ Pri tem je treba opozoriti, da gre za temelje v najširšem smislu, saj je bilo zgoraj navedeno omogočeno šele s spremembami direktive leta 2002 (podrobnejše v nadaljevanju). Nazorno to pokaže Grilčeva navedba iz leta 2001 (P. Grilc (2001) *Pravo Evropske unije*, p. 546.), ko je v veliki meri še veljal prvoten tekst: »Direktiva postavlja temelje za poslovanje skladov in DZU.« Kot rečeno, so bili leta 2002 ti temelji precej razširjeni.

¹⁹⁶ E. P. Davis, B. Steil (2001) *Institutional Investors*. 192-193. Glej tudi uvodno izjavo k Direktivi 85/611/EGS.

¹⁹⁷ A. H. Abdel-Khaleq, Offering Islamic funds in the US and Europe. *International Financial Law Review* 55-57. URL:

<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=647534401&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>. O analognem pristopu na področju pokojninskih skladov podrobno: B. Birmingham, 'All for one and one for all' - The EU Directive allows cross-border pension funds. *Pensions : An International Journal* 107-117. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=536103461&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.

¹⁹⁸ »...legal entity of the fund...«.
(URL:http://www.ey.com/global/content.nsf/International/Investment_Management_-_UCITS_-_Overview.)

¹⁹⁹ J. K. Thompson, S. Choi (2001) *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*. 12. URL: http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Governance_Systems_for_Collectiveoccpap1.pdf.

²⁰⁰ Za konkreten primer glej: D. Newton, T. Barker, No level playing field for EU cross-border investment funds. *International Tax Review* 45-48. URL:

<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=99509018&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.

trženja, ne more odreči.²⁰¹ Avtorizacija, tj. pridobitev certifikata v eni državi članici, je tako veljavna v vseh.²⁰² UCITS (KNPVP) pomeni torej takšen tip kolektivne investicijske sheme (*collective investment scheme (CIS)*), ki je v skladu z UCITS direktivo ter se lahko posledično dokaj prosto trži v Evropskem gospodarskem prostoru (EEA).²⁰³ Potrebno pa je ob tem opozoriti, da je državi članici, kakor izhaja iz šestega odstavka 1. člena direktive, omogočeno, da vpelje za investicijske sklade s sedežem na njenem ozemlju dodatne oziroma strožje zahteve od tistih določenih s samo direktivo, če le gre za določbe, ki se splošno uporabljajo.²⁰⁴ Že v uvodu k zakonodaji ES sem poudaril pomen načela medsebojnega priznavanja (*principle of mutual recognition*), uveljavitvi katerega je dala temelje odločitev ECJ v zadevi *Cassis de Dijon*²⁰⁵. Temelj ureditvi področja vrednostnih papirjev v EU je postal tako nastal model harmonizacije²⁰⁶: medsebojno priznavanje v kombinaciji z minimalno harmonizacijo pravil in alokacijo primarnega nadzora dejavnosti domači državi članici (državi članici, v kateri ima regulirani subjekt sedež oziroma je v njej registriran).²⁰⁷ Prvi primer opisanega modela harmonizacije (oziroma prva direktiva s področja vrednostnih papirjev, ki se je poslužila koncepta potnega lista²⁰⁸) pa je bila ravno UCITS direktiva 85/611/EGS.²⁰⁹

A namen snovalcev ni bil le vzpostaviti evropski kapitalski trg (katerega pomembni akterji so investicijski skladi oziroma družbe za upravljanje le-teh)²¹⁰, temveč tudi zaščita konkurence in vlagateljev.²¹¹ Kakor je navedeno v uvodu k direktivi, so obstajale med zakonodajami posameznih držav članic v zvezi s kolektivnimi naložbenimi podjemti bistvene razlike, ki so

²⁰¹ URL: http://www.ey.com/global/content.nsf/International/Investment_Management_-_UCITS_-_Overview.

²⁰² *Supra*, sprotna opomba 197.

²⁰³ Na ustreznost tovrstne interpretacije kaže posredno tudi točka 2.51 Uredbe Sveta (ES) št. 2223/96 z dne 25. junija 1996 o Evropskem sistemu nacionalnih in regionalnih računov v Skupnosti (URL: <http://ccvista.taiex.be/show.asp?link=/Fulcrum/CCVista/SI/31996R2223-SI.doc>): »...vzajemni skladi (vključno z naložbenimi skladi, vzajemnimi naložbenimi skladi in drugimi kolektivnimi investicijskimi shemami, npr. podjetja za kolektivne naložbe v prenosljive vrednostne papirje);...«

²⁰⁴ *Supra*, sprotna opomba 197.

²⁰⁵ *Rewe-Zentral AG v Bundesmonopolverwaltung für Branntwein*: 120/78 [1979] ECR 649, ECJ. Sodišče je dejalo, da se mora dopustiti dostop na trg produktom, ki so legalno na trgu v eni državi članici, tudi v drugo državo članico brez zahtev po zadostitvi dodatnih zakonskih pogojev. (N. Moloney (2002) *EC securities regulation. 14.*) Gre za preskok v programu harmonizacije notranjega trga, od uveljavljanja enakih standardov v vseh državah članicah, do režima medsebojnega priznavanja. (E. Ferran (2004) *Building an EU Securities Market. 2.*) Podrobneje o zadevi glej *supra*, sprotna opomba 133, 206-208.

²⁰⁶ Možnosti je več, od popolne, delne, do prostovoljne harmonizacije.

²⁰⁷ N. Moloney (2002) *EC securities regulation. 14.*

²⁰⁸ E. Ferran, Eilis (2004) *Building an EU Securities Market. 2*, sprotna opomba 9 (sklicujoč se na M. Andenas, S. Kenyon-Slade (ur.) (1993) *EC Financial Market Regulation and Company Law* (London: Maxwell). p.8).

²⁰⁹ *Supra*, sprotna opomba 207.

²¹⁰ N. Moloney, New frontiers in EC capital markets law: From market construction to market regulation. *Common Market Law Review* 809-843. URL:

<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=450201471&Fmt=4&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.

²¹¹ Uvodna izjava k Direktivi 85/611/EGS.

izkrivljale pogoje konkurence in niso zagotavljale enakovredne zaščite za imetnike enot premoženja.

Vendar pa je kljub tem ciljem precejšen del regulative, ki se tiče zaščite vlagateljev, v rokah države članice gostiteljice. Domača država članica je namreč pristojna 'le' za določitev zakonskih pogojev upravljanja in certificiranja sklada, medtem ko je določanje pravil razkrivanja podatkov in prodajnih tehnik v rokah države članice gostiteljice (ti skladi so podvrženi »tržnim zakonitostim«²¹² države, na katere trgu se pojavljajo).²¹³ Ravno tu pa se je smoter UCITS direktiv²¹⁴ pokazal, saj so pripeljale zakonske okvire držav članic glede pravil o dovoljenjih, nadzoru, obliki in dejavnosti kolektivnih naložbenih podjemov ter podatkih, ki jih morajo objavljati,²¹⁵ do *najmanj* skupnih izhodišč. Ta pa so bila, kot že rečeno, zadostno jamstvo, da se je kolektivnim naložbenim podjemom v državah članicah, ob upoštevanju veljavnih predpisov o pretoku kapitala, dovolilo trženje enot premoženja v drugih državah članicah, ne da bi imele slednje možnost podrejati te podjeme ali enote njihovega premoženja kakršnim koli določbam, razen določbam, ki v teh državah ne spadajo na področje, ki ga pokrivajo UCITS direktive.²¹⁶

Za namene nadaljnjih izvajanj bom izhajal, v kolikor ne bo izrecno navedeno drugače, iz besedila v prilogi 2 (priloženo na zgoščenki), katerega temelj je prečiščeno besedilo UCITS direktive Urada za uradne publikacije Evropskih skupnosti²¹⁷, ki vsebuje vse zgoraj navedene direktive in njih spremembe, objavljene pred februarjem 2002 (vključuje torej spremembe vpeljane z direktivami 88/220/EGS, 95/26/ES, 2000/64/ES, 2001/107/ES in 2001/108/ES), medtem ko sem kasnejše spremembe vnesel sam.²¹⁸

²¹² A. Frangež (2003) *Prilaganje investicijskih skladov ureditvi Evropske unije*. 26, 37.

²¹³ Supra, sprotina opomba 196, 193.

²¹⁴ Mišljena je prva, tj. direktiva 85/611/EGS, ter vse sledeče, ki so jo spreminjale.

²¹⁵ Uvodna izjava k Direktivi 85/611/EGS.

²¹⁶ *Ibidem*.

²¹⁷ Gre za, s pomočjo sistema CONSLEG, prečiščeno besedilo direktive 1985/611/EGS z dne 13.2. 2002 (Consolidated TEXT produced by the CONSLEG system of the Office for Official Publications of the European Communities (CONSLEG: 1985L0611 - 13/02/2002)). Med delom na podlagi omenjenega besedila je prišlo do objave nove prečiščene verzije, ki vključuje tudi še spremembe vpeljane z Direktivo 2004/39/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. aprila 2004. To mi je služilo za preverbo že opravljenega in je (v angleščini) na voljo na URL: http://europa.eu.int/eur-lex/en/consleg/pdf/1985/en_1985L0611_do_001.pdf, medtem ko slovenskega prevoda še ni (Vir: URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/Result.do?T1=V1&T2=1985&T3=611&RechType=RECH Consolidated&Submit=Iskanje>).

²¹⁸ Pri tehtanju verodostojnosti besedila in njegove dostopnosti sem se odločil za verodostojnost, zaradi česar je besedilo v angleškem jeziku. Uradnih prevodov nekaterih aktov namreč še ni na voljo (glej sprotne opombe, zgoraj), posledično pa bi lastni prevodi (lahko) budili sum v jezikovno ustreznost prečiščenega besedila.

4.3.2 Razvoj

Seveda pa sta prej opisani doseg in pomen UCITS direktive rezultat mnogih pogajanj in zakonodajnih posegov. V času, ko je bilo sprejeto prvotno besedilo, so veljale namreč v državah članicah ostre omejitve glede vrst produktov, ki se lahko tržijo, kar je odražalo tudi besedilo takratnega akta. Prvotna UCITS direktiva tako na primer ni »dovoljevala« skladov skladov (*funds of funds*) ali nepremičninskih skladov (*real estate funds*), dveh oblik, ki sta bili in sta tudi v Evropi že povsem običajni.²¹⁹

Po definiciji so UCITS sicer takšni podjemi (kolektivne investicijske sheme (CIS)), katerih edini namen je kolektivno vlaganje v javnosti zbranega kapitala v prenosljive vrednostne papirje (*transferable securities*) in ki delujejo (ti podjemi) na načelu razprtitev tveganja.²²⁰ Slednje zagotavljajo določbe, ki omejujejo vlaganje večjega dela skladovega premoženja oziroma njegove vrednosti v posamezne vrednostne papirje²²¹, s čimer se prepreči 'odvisnost' od posamezne naložbe.²²² Drugi del definicije oziroma pogoje je, da se lahko enote ali delnice UCITS na zahtevo vlagatelja neposredno ali posredno povratno odkupijo iz premoženja podjema²²³ (tj. odprtega investicijskega sklada).²²⁴ Navedeno definicijo, ki bi lahko bila razumljena precej široko, v veliki meri zožijo nadaljnje določbe direktive – predvsem četrti odstavek 1. člena in pa 2. člen, ki med drugim iz UCITS izrecno izvzame investicijske sklade zaprtega tipa.²²⁵

Preambula Direktive 85/611/EGS je določala, da bodo kolektivni naložbeni podjemi, ki niso zajeti v direktivi, predmet usklajevanja na poznejši stopnji, kar se je uresničilo predvsem z direktivo 2001/108/ES o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o KNPVP. Gre za t. i. direktivo o proizvodih (*Product Directive*), ki je skupaj z direktivo 2001/107/ES oziroma t.i.m.

²¹⁹ *Supra*, sprotna opomba 199, 12. Še vedno pa ni omogočeno ustanavljanje t.i.m. hedge skladov, ker: »The UCITS Directives prohibit UCITS funds from engaging in short sales and also severely restrict the amount of borrowing and leverage which a UCITS fund may utilise.« (M. Jackson. (2003) *Retail Hedge Funds – The Irish Perspective*, 3. URL: <http://www.abanet.org/intlaw/hubs/programs/Annual0313.03-13.05.pdf>.)

²²⁰ Direktiva 85/611/EGS, člen 1/II.(1). Dikcija se v pretežni meri ujema z definicijo investicijskega sklada po prvem odstavku 2. člena slovenskega Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) (Ur.l. RS, št. 110/2002, 73/2003 Skl.US: U-I-127/03-7, 32/2004, 42/2004, 68/2005 Odl.US: U-I-127/03-44). Uradno prečiščeno besedilo (Ur.l. RS št. 26/2005 z dne 15. 3. 2005) je na voljo na URL: <http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlid=200526&stevilka=890>.

²²¹ Glej člene 19., 22., 22a., 23.-26. in 36. direktive 85/611/EGS.

²²² *Supra*, sprotna opomba 140, 44-45.

²²³ Direktiva 85/611/EGS, člen 1/II.(2).

²²⁴ »[Direktiva u]veljavlja načelo, da ima imetnik vrednostnega papirja pravico prodaje papirja nazaj, organizacija, ki se ukvarja z zbiranjem kapitala pa obveznost, da ga povratno odkupi iz sredstev zbranega kapitala.« (P. Grilc (2001) *Pravo Evropske unije*, p. 546.)

²²⁵ V slovenski ureditvi, tj. po ZISDU-1 (glej 10. člen in nadaljnje) bi temu ustrezala investicijska družba.

direktivo o družbah za upravljanje²²⁶ (*Management Company Directive; tudi Profession Directive*²²⁷) rezultat več let trajajočih prizadevanj za prilagoditev normativnega stanja dejanskim razmeram na trgu.²²⁸

Direktiva o produktih je razširila obseg premoženja (izbor finančnih instrumentov²²⁹), v katerega lahko vlagajo KNPVP (poleg delnic in obveznic, so bila omogočena tudi vlaganja v instrumente denarnega trga, bančne depozite, izvedene finančne instrumente in pa enote drugih kolektivnih investicijskih schem²³⁰) in razrešila nekatere nejasnosti v zvezi s prvotnim besedilom²³¹ (sprva je bilo, na primer, sporno, kaj zajemajo prenosljivi vrednostni papirji, a je bil z direktivo dodan še 8. odstavek 1. člena, ki nejasnost odpravlja oziroma sam pojem razširja tudi na instrumente denarnega trga²³² (glej prilog 2)), medtem ko je direktiva o družbah za upravljanje okreplila kapitalske in organizacijske zahteve, ki se nanašajo na družbe

²²⁶ Pogosto se uporablja izraz UCITS III, ki označuje direktivo 85/611/EGS s spremembami, ki sta jih prinesli ti direktivi (in vse prejšnje, seveda).

²²⁷ T. Blondeau, O. Renner, UCITS III: Luxembourg ahead of the game. *FS Regulatory Focus (November 2002 edition)*, 4-5. URL: http://www.pwccglobal.com/pl/eng/about/events/rap_um_kapital.pdf.

²²⁸ Evropski parlament je že leta 1993 zavrnil predlog za nekaj, s temo direktivama vpeljanih, sprememb. (URL: <http://www2.europarl.eu.int/oeil/file.jsp?id=62212>.) Komisija je nato leta 1998 izdala dva predloga za spremembe direktive 85/611/EGS. (Irish Financial Services Regulatory Authority (2003) *Consultation Document: UCITS - Implementation of the Provisions of Directive 2001/107/EC, I.* URL: [http://www.ey.com/global/download.nsf/Ireland/cb_consultation_management_directive_260503/\\$file/CB%20-%20Consultation%20Doc%20-%20Management%20Directive%20-%2020260503.pdf](http://www.ey.com/global/download.nsf/Ireland/cb_consultation_management_directive_260503/$file/CB%20-%20Consultation%20Doc%20-%20Management%20Directive%20-%2020260503.pdf).) Kot je razvidno iz Sixth Progress Report on the Financial Services Action Plan (Report from the Commission to the Council and the European Parliament (COM(2002) 267 final), 13) sta direktivi ukrepa v okviru istega leta s strani Komisije objavljenega Akcijskega načrta za finančne storitve (Financial Services Action Plan ((FSAP), tudi 'Monty Review'). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0267:FIN:EN:PDF>). V FSAP sta združena pregled takratnega stanja in načrt aktivnosti na natančno določenih pomembnejših področjih trga vrednostnih papirjev, saj je »postalo jasno, da za dosego želenih ciljev harmonizacija prek direktiv poteka prepočasi in brez dodatnih aktivnosti ne prinaša spodbudnih rezultatov.« (*Supra*, sprotnej opomba 140, 31-32.) Kot eden od razlogov za sprejem FSAP se navaja tudi neuspešnost direktive 93/22/EGS pri uvedbi enotnega 'potnega lista' za investicijske družbe in storitve. (Vir: M. Senn (2005) *Decentralization of Economic Law – An Oximoron*, 8. URL: <http://www.lse.ac.uk/collections/CARR/pdf/Disspaper28.pdf>, enako: Opinion of the European Economic and Social Committee on the 'Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on investment services and regulated markets, and amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and European Parliament and Council Directive 2000/12/EC' (COM(2002) 625 final - 2002/0269 (COD)), OJ C 220 z dne 16.9. 2003, p. 1: »...The existing directive no longer provides an effective framework for undertaking investment business on a cross-border basis in the EU...The ISD does not provide sufficient harmonisation to allow effective mutual recognition of investment firm licences...« URL: http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oi/dat/2003/c_220/c_22020030916en00010005.pdf.)

²²⁹ URL: <http://www2.europarl.eu.int/oeil/file.jsp?id=62212>.

²³⁰ Glej predvsem 5. člen direktive 2001/108/ES oziroma 19. člen spremenjene direktive 85/611/EGS (Priloga 1). Razlogi so razvidni iz Common position adopted by the Council on 5 June 2001 with a view to the adoption of a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), with regard to investments of UCITS ([COD 1998/0243](#)), na voljo pa je na URL: http://www.europarl.eu.int/commonpositions/2001/pdf/c5-0296-01_en.pdf.

²³¹ Financial Services Authority (2005) *International Regulatory Outlook 2005*, 40. Na voljo na URL: http://www.fsa.gov.uk/pubs/plan/iro_2005/iro_2005.pdf.

²³² URL: http://www.ey.com/global/content.nsf/International/Investment_Management_-_UCITS_-_Product. Na tej strani so zelo pregledno navedene najpomembnejše, z direktivo o produktih vpeljane spremembe.

za upravljanje.²³³ Omogočila jim je, da za nekatere storitve uporablajo potni list, in uvedla nov dokument v okviru razkritja podatkov, in sicer izvleček prospekta. Ta izvleček mora biti 'vlagatelju prijazen'²³⁴ (*investor friendly*),²³⁵ pri čemer je treba poudariti, da mora biti vlagatelju ponujen ta izvleček 'poleg' in ne 'namesto' samega prospekta.²³⁶

Obseg sprememb je bil tolikšen, da so se pojavljala mnenja, da UCITS sploh ne obstaja več, saj da ne gre več za podjeme, ki bi vlagali izključno v prenosljive vrednostne papirje (*transferable securities*).²³⁷ Sam menim, da zamenjava terminologije ni ne potrebna in ne smiselna, saj je bila glavna ideja tako prvočne direktive kot tudi vseh njenih sprememb definirati prenosljivost na način, ki bo še zagotavljal ravnotežje med prostim pretokom kapitala in storitev ter zaščito vlagateljev.²³⁸ Slednja je bila tudi razlog za prepoved vlaganja v določene finančne instrumente, a se je z leti raven tveganja znižala tudi pri teh. Posledično pa se zdi, da zakonodajalec s spremembami prvočne direktive ni spremenil tudi cilja regulacije, le naložbe, ki niso prenosljivi vrednostni papirji, so izgubile tisti del tveganja, ki je v izhodišču urejanja na ravni skupnosti preprečeval, da bi se prva direktiva imenovala le 'Direktiva o kolektivnih naložbenih podjemih', torej brez dostavka o prenosljivih vrednostnih papirjih. Menim torej, da lahko v pretežni meri govorimo o kontinuiteti pristopa k urejanju področja investicijskih skladov, zaradi česar sprememba terminologije, razen s čisto jezikovne ravni, ni potrebna.

Res je sicer, da je kot namen direktive o produktih naveden cilj »zagotovitve prostega čezmejnega trženja širšega spektra podjemov kolektivnega vlaganja, ki so UCITS, ob tem pa tudi zagotovitve enotne *minimalne* ravni zaščite vlagatelja«²³⁹ (poudaril B.K.), a se zdi, da je

²³³ Opinion of the European Central Bank z dne 16. marca 1999, OJ C 285 z dne 7.10. 1999, p. 9. URL: http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oi/dat/1999/c_285/c_28519991007en00090013.pdf. V istem dokumentu (mnenju o predlogih obeh direktiv) je ECB predlagala, da naj se v izogib nadaljnjam različnim interpretacijam s strani držav članic oblikuje enoten akt: »...discussion of a complete and integral new version of the UCITS Directive would be preferable. This is all the more the case since the UCITS Directive appears to have been interpreted differently by Member States. Such different interpretations are undesirable in the context of a single money and financial market and may lead to competitive distortions and misallocation of funds.«

²³⁴ Primeroma glej tretji odstavek 28. člena direktive 85/611/EGS (Priloga 1).

²³⁵ URL: http://www.ey.com/global/content.nsf/International/Investment_Management_-_UCITS_-_Management.

²³⁶ Prvi odstavek 27. ter četrti odstavek 28. člena direktive 85/611/EGS.

²³⁷ Freshfields Bruckhaus Deringer (2002) *UCITS schemes - The new investment powers for UK UCITS*, 1. URL: <http://www.freshfields.com/practice/corporate/publications/pdfs/4376.pdf>.

²³⁸ P. Grilc (2001) *Pravo Evropske unije*, p. 545: »Skupni cilj vseh direktiv o trgu kapitala je varstvo investorjev in vzpostavitev pogojev za nemoteno delovanje trga... Posebne pozornosti so deležni mali investorji.«

²³⁹ URL: <http://www2.europarl.eu.int/oeil/file.jsp?id=168292>, razdelek 'Legislative final act' Evropskega parlamenta z dne 12.1. 2002: »...to ensure the free cross-border marketing of the UCITS of a wider range of collective investment undertakings, while providing a uniform minimum level of investor protection.«

normativno sledenje dejanskemu stanju na trgu še vedno nezadostno,²⁴⁰ tendence k dodatnemu varstvu vlagateljev pa vedno močnejše.²⁴¹

Zadnja sprememba UCITS direktive, vpeljana marca leta 2005 z direktivo 2005/1/ES, je prenesla svetovalno funkcijo z Odbora za sti ke KNPVP (obdržal pa je ta svoje »komitološke«²⁴² naloge) na Evropski odbor za vrednostne papirje (*European Securities Committee* (ESC)) (gre za svetovanja Komisiji pri »uresničevanju njenih regulativnih pooblastil«²⁴³).²⁴⁴ Glavno odgovornost pri nadzoru nad implementacijo zakonodaje ES na področju UCITS sedaj nosita torej ESC in pa Odbor evropskih regulativnih organov s področja vrednostnih papirjev (*Committee of European Securities Regulators* (CESR))²⁴⁵.²⁴⁶ Se pa Komisija zaveda, da so od uveljavitve bistvenih sprememb, februarja 2004, med državami članicami nastala razhajanja pri tolmačenju in izvajanju spremenjenih določb (skladi se zavoljo tega, na primer, še vedno soočajo s težavami pri uporabi potnega lista za produkte). Posledično je Komisija julija 2005 izdala Zeleno knjigo o izboljšavi zakonodajnega okvira EU za investicijske skладe, v kateri obravnava načine za kratkoročno in srednjeročno pospeševanje razvoja sektorja investicijskih skladov z izhajanjem iz obstoječe zakonodaje, pri čemer pa naj bi se še vedno jamčila zahtevano visoka raven varstva vlagateljev (tabela 3).²⁴⁷

Tabela 3: Izboljšanje okvira KNPVP – predlagani koraki.

Tema	Ukrep	Predlagani datumi
Postopek pregleda KNVP	Postopek posvetovanja Poročilo s povratnimi informacijami v zvezi z javnim posvetovanjem; izjava COM o naknadnih ukrepih	julij/nov. 2005 feb./marec 2006

²⁴⁰ Zelena knjiga o izboljšavi zakonodajnega okvira EU za investicijske skладe, 12.7. 2005, KOM(2005) 314 končno, 2-4. Na voljo na URL:

http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/greenpaper_sl.pdf.

²⁴¹ V potrditev mojega razmišljanja lahko služi članek (*supra*, sprotna opomba 210), kjer avtorica razpravlja o novem trendu, ki med drugim vodi tudi k »more paternalistic rules which proactively seek to shelter investors from decision-making.« Na podobno stališče (ne glede (pretirane) zaščite vlagateljev, temveč splošnega odnosa ES do svoboščine) sklepam, morda zmotno, iz Grilčeve navedbe: »Na dosedanji mačehovski odnos Skupnosti do prostega pretoka kapitala *tudi* (poudaril B.K.)...« (P. Grilc (2001) *Pravo Evropske unije*, p. 545.)

²⁴² Uvodna izjava 34 k direktivi 2005/1/ES.

²⁴³ *Ibidem*.

²⁴⁴ *Ibidem*, 31-35.

²⁴⁵ Znotraj tega deluje skupina strokovnjakov za področje UCITS (*Expert Group on Investment Management*).

²⁴⁶ Arendt & Medernach (2004) *Legal Update*, 9-10. URL: http://wwwarendt-medernach.com/upload/pdf/LegalUpdate_20040330.pdf.

²⁴⁷ *Ibidem*, 2.

1. Prednostni ukrepi		
Pojasnitev primernega premoženja KNPVP	Sprejem izvedbene zakonodaje	marec/april 2006
Postopki priglasitve	Smernice CESR ²⁴⁸ za postopek priglasitve	jesen 2006
Priporočila o izvedenih instrumentih in izvlečku prospekta	Objava dokončne ocene izvajanja države članice (CESR in COM)	jesen 2005
Smernice CESR o prehodnih določbah	Vmesno poročilo o nacionalnem izvajjanju	jesen 2005
2. Delovanje na podlagi sedanjega okvira		
Potni list za družbe za upravljanje	Analiza pogojev, ki so potrebni za spodbujanje učinkovitega delovanja potnega lista za družbe za upravljanje (za podjetja)	začetek leta 2006
Distribucija, prodaja, promocija skladov	Ocena razmerja med KNPVP in MiFID ²⁴⁹ Analiza vrzeli v drugostopenjskih ukrepov MiFID	začetek leta 2006 sredina leta 2006
3. Dolgoročni izzivi		
Čezmejne spojitev/združevanja	Delo specializirane forumske skupine	zima 2005-poletje 2006
Varstvo vlagateljev	Analiza tveganj in kontrol tveganj v evropskem sektorju investicijskih skladov (CESR in COM): spremeljanje dela IOSCO ²⁵⁰ ; priprava in objava študij Komisije	
Alternativne naložbe	Delo specializirane forumske skupine	zima 2005-poletje 2006

Vir: Komisija Evropskih Skupnosti.²⁵¹

²⁴⁸ Odbor evropskih regulativnih organov s področja vrednostnih papirjev (<http://www.cesr-eu.org/>).

²⁴⁹ Direktiva 2004/39/ES z dne 21. aprila 2004 o trgih finančnih instrumentov (*supra*, sprotna opomba 169).

²⁵⁰ Mednarodno združenje agencij za trg vrednostnih papirjev (*International Organization of Securities Commissions* (<http://www.iosco.org/>)).

²⁵¹ *Supra*, sprotna opomba 240, 11-12.

4.3.3 Pravne oblike UCITS skladov

Tretji odstavek 1. člena UCITS direktive²⁵² določa tri možnosti za ustanovitev UCITS podjema (kar pritrjuje opredelitvi UCITS kot pojma, ki »v smislu skupnega imenovalca brez konkretizacije pravne oblike označuje pojem investicijskega sklada«²⁵³):

- ustanovitev na podlagi pogodbe (*Law of Contract*) – takšen investicijski sklad ali '*common fund*' (vzajemni sklad) ni pravna oseba,²⁵⁴ pač pa iz naložb sklada sestavljen skup premoženja, ki je v lasti vseh investorjev, upravlja pa ga za to specializirano podjetje – menedžer sklada;²⁵⁵
- ustanovitev na podlagi fiduciarnega posla²⁵⁶ – v takšnem '*unit trustu*' (naložbeni vzajemni sklad²⁵⁷) temelji odnos med investorjem in skladom oziroma menedžerjem sklada na zaupnem razmerju ter se presoja po pravilih '*Trust Law*'²⁵⁸ (institucija trusta²⁵⁹ je poznana predvsem v državah z anglosaksonskim pravnim sistemom²⁶⁰); ob tem pa v nadaljevanju 1/III. direktiva določa, da bodo za potrebe te direktive '*unit trusts*' vključeni med vzajemne sklade (*common funds*);²⁶¹
- ustanovitev na podlagi statuta – gre za sklad, ustanovljen na podlagi posebnega statuta kot delniška družba v skladu z veljavno zakonodajo²⁶² (vsaka članica lahko sama določi

²⁵² Direktiva 85/611/EGS, člen 1/III.(1): »Such undertakings may be constituted according to law, either under the law of contract (as common funds managed by management companies) or trust law (as unit trusts) or under statute (as investment companies).«

²⁵³ S. Horvat (2003) *Pravni vidik vzajemnih skladov v Sloveniji*, p. 3, sprotnej opomba 2. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/horvat1002.pdf.

²⁵⁴ M. Čas, S. Jamnik (2000) *Borzno pravo*, 44.

²⁵⁵ F. Pernek, B. Škof, A. Kobal, U. Rožič (1999) *Finančno pravo in javne finance. Posebni del*, 352-353.

²⁵⁶ *Supra*, sprotnej opomba 254.

²⁵⁷ Navedeni prevod izraza '*Unit Trust*' se dokaj dosledno uporablja v prevodih sekundarne zakonodaje ES v slovenščino, npr. v točki 2.51(b) Uredbe Sveta (ES) št. 2533/98 z dne 23. novembra 1998 o zbiranju statističnih informacij s strani Evropske centralne banke: »...vzajemni skladi (vključno z naložbenimi skladi, vzajemnimi naložbenimi skladi in drugimi kolektivnimi investicijskimi shemami, npr. podjetja za kolektivne naložbe v prenosljive vrednostne papirje)...« (URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/1998/31998R2533-SL.doc>) V angleščini se ta fragment glasi: »...mutual funds (including investment trusts, unit trusts and other collective investment schemes, e.g. undertakings for collective investment in transferable securities-UCITS)...« (Council Regulation (EC) No 2533/98 of 23 November 1998 concerning the collection of statistical information by the European CentralBank, OJ L 318 1998 z dne 27.11. 1998, p. 1. URL: http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/1998/l_318/l_31819981127en00080019.pdf.) Pogostost uporabe pa morebitne neustreznosti seveda ne izključuje.

²⁵⁸ *Supra*, sprotnej opomba 255, 352.

²⁵⁹ V nadaljevanju izraza ne bom pisal v kurzivi, saj je ob pomanjkanju ustreznega slovenskega izrazoslovja verjetno najprimernejše, če termin kot tak kar poslovenim.

²⁶⁰ I. Ribnikar, Investicijska podjetja in investicijski skladi. *Bančni vestnik* 137-138.

²⁶¹ Direktiva 85/611/EGS, člen 1/III.(2): »For the purposes of this Directive 'common funds' shall also include unit trusts.«

²⁶² *Supra*, sprotnej opomba 254.

pravno obliko takega sklada²⁶³); gre za investicijsko družbo (*investment company*),²⁶⁴ za delniško družbo z variabilnim kapitalom.²⁶⁵

Ustanoviti je torej mogoče sklad brez ali s pravno subjektiviteto, pri čemer se pri slednjih, ki delujejo v državi gostiteljici, pojavlja nevarnost za pojav posredne diskriminacije z vidika davčnih obveznosti,²⁶⁶ kar, zaradi razlikovanja v višini stroškov skladov vodi do neenakega položaja vlagateljev. Tovrstne težave so v veliki meri zmanjševale pomen in uspeh UCITS direktive glede ustanavljanja enotnega trga investicijskih skladov.²⁶⁷ Tudi v nedavni zadevi pred ECJ²⁶⁸ je Komisija izrazila stališče, po katerem so zavezanci za davek na dodano vrednost (DDV) le tiste odprte investicijske družbe (SICAV), ki se upravljajo 'same' (*selfmanaged*), in za to ne pooblastijo nekega zunanjega subjekta.²⁶⁹ A je ECJ sledila mnenju generalnega pravobranilca Madure, po katerem naj se zavezost SICAV za DDV presoja »glede na naravo njene dejavnosti in ne njen pravno obliko.«²⁷⁰ Velja torej, da je vsak

²⁶³ *Supra*, sprotina opomba 255, 352.

²⁶⁴ Odločitev sodišča v zadevi C-8/03 *Banque Bruxelles Lambert SA (BBL) v Belgian State*, ¶ 8 (podrobnejše *infra*, sprotina opomba 268). Generalni pravobranilec (*Advocate General (AG)*) Madura v svojem mnenju k isti zadevi (glej *infra*, sprotina opomba 269, ¶ 11): »Unlike special investment funds, a SICAV [open-ended investment company (*société d'investissement à capital variable*)] has a legal personality distinct from that of its investors. It is so named as its capital may vary on a continuing basis, according to subscriptions and the buyingback of shares, and valuation of its assets.«

²⁶⁵ *Supra*, sprotina opomba 255, 352.

²⁶⁶ Written Question P-2279/02 by Carles-Alfred Gasòliba i Böhm (ELDR) to the Commission. Modification of the Spanish Law on personal income tax, OJ 242 E z dne 9.10. 2003, p. 16. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:92002E2279:EN:HTML>. O problematiki, s poudarkom na življenjskih zavarovanjih in pokojninskih skladih, tudi: M. Reynolds, EU Briefings. *International Financial Law Review* 64. URL:

<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=37270226&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.

²⁶⁷ *Supra*, sprotina opomba 200. Članek vsebuje tudi pojasnilo glede razlogov za nezakonitosti sedanjega stanja.

²⁶⁸ C-8/03 *Banque Bruxelles Lambert SA (BBL) v Belgian State*: 8/03 [2004] ECR, ECJ. Banka BBL je v Bruslju za odprto investicijsko družbo (SICAV) iz Luksemburga opravljala storitve upravljanja, belgijske pristojne institucije pa so odločile, da je s temi storitvami zavezana plačilu davka na dodano vrednost (*Value Added Tax (VAT)*) ter ji naložile tudi plačilo kazni. BBL je sprožila postopek proti državi, sklicujoč se predvsem na dejstvi, da po luksemburški zakonodaji luksemburški SICAV niso obdavčljivi subjekti ter da enako za storitve upravljanja posebnih investicijskih skladov določa tudi člen 13B(d)(5) in (6) Šeste Direktive Sveta 77/388/EGS (glej *infra*, sprotina opomba 271. Belgijsko sodišče je v dvomu uporabilo institut predhodnega vprašanja. (Odločitev sodišča v zadevi C-8/03 *Banque Bruxelles Lambert SA (BBL) v Belgian State* z dne 21. oktobra 2004 (glej tudi *infra*, sprotina opomba 264). URL:

http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=62003J0008&model=guichett)

²⁶⁹ Mnenje AG Poiares Madure z dne 18. maja 2004 v zadevi C-8/03 *Banque Bruxelles Lambert SA (BBL) v Belgian State*, ¶ 14. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62003C0008:EN:HTML>.

V nadaljevanju je podana tudi obrazložitev Komisije: »...like a holding company, a SICAV which is not selfmanaged only holds securities and does not carry out taxable transactions.«

²⁷⁰ *Ibidem*, ¶ 15.

SICAV, ki je UCITS, tj. ustanovljen v skladu z UCITS direktivo, tudi obdavčljiv subjekt (v smislu 4. člena direktive 77/388/EGS²⁷¹).²⁷²

Sicer pa je premoženje sklada razdeljeno na enote, njihova skupna vrednost pa izraža tudi vrednost premoženja sklada. Posle upravljanja mora pri investicijskem skladu voditi družba za upravljanje (*management company*),²⁷³ posle, povezane s sredstvi pa depozitarna organizacija²⁷⁴ (ti dve funkciji nista združljivi²⁷⁵). Investicijska družba sama (tj. profesionalni investicijski upravljavci, ki so družbo ustanovili) upravlja svoje premoženje, lahko pa se upravljanje tudi tu prenese na drug subjekt.²⁷⁶ Tudi investicijska družba je dolžna določiti depozitarja,²⁷⁷ ki v nobenem primeru ni v vlogi skrbnika, pač pa ima natančno določene dolžnosti, katerih izvajanje prispeva k, s pravnimi normami usklajenemu, delovanju sklada.²⁷⁸ Vse to, med drugim tudi izrecna dolžnost upravljavca, da deluje v interesu vlagateljev,²⁷⁹ pa zagotavlja temelje za nadaljnjo rast sredstev v upravljanju in razvoj samih UCITS.

Preden se posvetim ureditvam investicijskih skladov v posameznih državah članicah, naj opozorim, da meja med domačimi in tistimi UCITS skladi, katerih enote se tržijo preko meje države domicila, ni vedno jasno določena. Kot navaja Thompson in kakor bo razvidno v nadaljevanju, predvsem na primerih Belgije, Nizozemske in Nemčije, se UCITS pogosto, najverjetneje zaradi razlogov davčne narave, ustanovijo v eni državi (npr. Luksemburgu) z namenom trženja pretežno v drugi. V nekaterih državah, npr. na Cipru, domačih skladov sploh ni, pač pa 'domačini' le tržijo enote skladov z domicilom v drugi državi članici Skupnosti.²⁸⁰

Seveda pa tovrstno delovanje, po mojem mnenju, vodi k še večji integraciji kapitalskih trgov in tudi sicer harmonizaciji zakonodaj držav članic, saj te ne želijo izpuščati iz rok davčnih prihodkov, zato se trudijo omogočiti ponudnikom čim boljše pogoje.

²⁷¹ Šesta Direktiva Sveta z dne 17. maja 1977 o usklajevanju zakonodaje držav članic o prometnih davkih - Skupni sistem davka na dodano vrednost: enotna osnova za odmero (77/388/EGS) - OJ L 145 z dne 13.06. 1977, p. 1. Podrobnejše glej *supra*, sprotnejša opomba 177.

²⁷² Odločitev ECJ (First Chamber) v zadevi C-8/03 *Banque Bruxelles Lambert SA (BBL) v Belgian State* z dne 21. oktobra 2004 (OJ C 300/17 z dne 4.12. 2004). URL: http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/oy/2004/c_300/c_30020041204en00170017.pdf. O pomenu odločitve za (izrecno luksemburške) sklade: J. Hames, Y. Zeippen, The benefits for funds from the BBL case. *Business Review*. URL: http://www.ey.com/GLOBAL/content.nsf/Luxembourg_E/media_press_articles_BBL_case_June04.

²⁷³ Direktiva 85/611/EGS, členi 1a/I.(2), 5.-6..

²⁷⁴ Direktiva 85/611/EGS, členi 1a/I.(1), 7.-11..

²⁷⁵ Direktiva 85/611/EGS, člen 10/I.

²⁷⁶ *Supra*, sprotnejša opomba 254, 45. Glej tudi člena 13a. in 13b. direktive 85/611/EGS.

²⁷⁷ Direktiva 85/611/EGS, členi 14.-18..

²⁷⁸ *Supra*, sprotnejša opomba 199, 11.

²⁷⁹ Direktiva 85/611/EGS, člen 5g/I.(b): »...in particular it must not prevent the management company from acting, or the UCITS from being managed, in the best interests of its investors;«

²⁸⁰ *Supra*, sprotnejša opomba 197, 16.

5. Investicijski skladi v državah članicah

5.1 Avstrija

5.1.1 Razvoj

Pravno urejanje investicijskih skladov v Avstriji ima svoje začetke v letu 1963, ko je bil sprejet zakon o investicijskih skladih (*Bundesgesetz über Kapitalanlagefonds (Investmentfondsgesetz*²⁸¹ - InvFG)).²⁸² Pri pripravi besedila zakona je zakonodajalec izhajal iz okvirov ustreznih švicarskega in nemškega akta,²⁸³ kar je imelo za posledico, da ureja le odprte investicijske sklade (*Kapitalanlagefonds* oziroma *Investmentfonds des offenen Typs*,²⁸⁴ v nasprotju z zaprtimi investicijskimi skladi (*Investmentfonds des geschlossenen Typs*))²⁸⁵. V letu 1968 je bila nato sprejeta novel, s katero je zakonodajalec prepovedal oglaševanje skladov skladov,²⁸⁶ nove spremembe na področju investicijskih skladov pa so sledile še v letih 1987, 1993, 1998, 2001 ter zadnja leta 2003.²⁸⁷

Največjo prelomnico je pomenilo leto 1993, saj je zakonodajalec (pod istim imenom)²⁸⁸ sprejel nov zakon.²⁸⁹ V pravni okvir investicijskih skladov je tako vključil spremembe, ki jih je narekovala takratna davčna reforma, obenem pa je želet zakonodajo na tem področju²⁹⁰ uskladiti s pravnim redom ES, tj. z UCITS direktivo.²⁹¹ Kljub nekaterim očitkom, da uskladitev ni bila popolna,²⁹² mu je to v veliki meri tudi uspelo.²⁹³

²⁸¹ Pri prevodih uporabljenih besednih zvez in terminov so mi pomagali nekateri avstrijski strokovnjaki (glej *infra*, osebni viri).

²⁸² A. Triplat (2002) *Investicijski skladi v Sloveniji v primerjavi z Avstrijo*. 18. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/triplat456.pdf.

²⁸³ *Ibidem*.

²⁸⁴ Manfred Heider, Austrian Federal Economic Chamber (*infra*, osebni viri): »The open-end investment fund is the 'Kapitalanlagefond'. However, the popular, non-technical name for such funds is 'Investmentfonds'.«

²⁸⁵ Mag. Claudia Greda (*infra*, osebni viri).

²⁸⁶ Triplatova (*supra*, sprotna opomba 282, 18 (sprotna opomba 20)) navaja kot razlog takratno prepričanje, da ti skladi ne upoštevajo v zadostni meri načela razprtisive tveganja. Vira navedbe žal nisem zasledil, tako da je nisem mogel preveriti, se mi pa zdi, da jo je, z ozirom na naravo tovrstnih skladov, treba jemati z rezervo.

²⁸⁷ *Supra*, sprotna opomba 282.

²⁸⁸ URL: <http://www.voeig.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/3.1.3>.

²⁸⁹ Investmentfondsgesetz (InvFG), Zvezni uradni list (v nadalje: BGBI) št. 532/1993.

²⁹⁰ »Simultaneous with the creation of the European Economic Area (EEA) on January 1, 1994, Austria adapted the legal framework of its financial markets to EU standards.« (E. Hlawati, Austria. *International Financial Law Review: Banking Yearbook 1994*, 14-16. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=1385346&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.)

²⁹¹ *Supra*, sprotna opomba 282.

²⁹² Glej npr. pisno vprašanje P-2044/96, ki ga je zastavil Marlies Mosiek-Urbahn (PPE) (Restriction of the movement of capital and services for unit trusts in Austria), OJ C 365 z dne 4.12. 1996, p. 73. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:91996E2044:EN:HTML>.

²⁹³ *Ibidem*, odgovor Komisije z dne 18.9. 1996. Tudi *supra*, sprotna opomba 284: »...the Austrian legislation in this field is strongly influenced by the relevant EU regulations.«

Leta 2001 je prišlo do dveh novel. Prva je uvedla 'diskriminatoryni pristop' k obdavčenju tujih skladov,²⁹⁴ kar je že vzpodbudilo zanimanje Komisije,²⁹⁵ z drugo pa se je zakon prilagodil spremembam, vpeljanim z zakonom o nadzoru finančnega trga (*Finanzmarktaufsichtsgesetz*²⁹⁶). S 1. aprilom 2002 so bile namreč vse nadzorstvene funkcije od Zveznega ministrstva za finance in Agencije za vrednostne papirje (*Bundes-Wertpapier-Aufsicht*) prenesene na novo nadzorno institucijo - Agencijo za nadzor finančnega trga (*Finanzmarktaufsicht* (FMA)).²⁹⁷ V procesu licenciranja preverja FMA med drugim tudi organizacijsko strukturo in načrtovane mehanizme notranjega nadzora posameznega investicijskega sklada.²⁹⁸

S 1. septembrom 2003 je nato stopil v veljavo še Zvezni zakon o investicijskih skladih nepremičnin (*Bundesgesetz über Immobilienfonds (Immobilien-Investmentfondsgesetz)* (ImmoInvFG)),²⁹⁹ razlogi za njegov sprejem pa so bili v hitrem širjenju tujih nepremičninskih investicijskih skladov na trgu in v potrebi po dodatnih možnostih vlaganj zasebnih pokojninskih skladov.³⁰⁰ Ob tem so bile v avstrijsko pravo s temeljitimi spremembami InvFG³⁰¹ vpeljane tudi novosti UCITS III³⁰²: 'evropski potni list' za družbe za upravljanje ter razširitev njihovih možnosti investiranja, izvleček prospekta,³⁰³ program upravljanja s tveganji, itn.. Družba za upravljanje lahko po novem dobi tudi licenco za upravljanje individualnih portfeljev posameznih strank.³⁰⁴ Z novelo se je natančneje uredila možnost prenosa obveznosti družbe za upravljanje na tretjo osebo, pri čemer je določeno, da odgovornost prve ni nikoli izključena.³⁰⁵

²⁹⁴ *Supra*, sprotna opomba 282. K veljavni ureditvi sodijo tudi aktualna navodila o obdavčitvi investicijskih certifikatov (Investmentfondsrichtlinien - Erlass des BM für Finanzen vom 21. Juli 2003, GZ 14 0611/132 - IV/14/03). (M. Fellner in E. Fritzche, Siemer-Siegl-Füreder & Partner (*infra*, osebni viri).)

²⁹⁵ »...the Commission has issued requests for information to Germany and Austria about what it considers discriminatory tax treatment between domestic and foreign investment funds.«

(T. Perrin, Headlines worldwide pay and benefits. *Pensions : An International Journal* 88-96. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=436794181&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.)

²⁹⁶ BGBI I 2001/97. (URL: http://www.fma.gv.at/de/fma/fma-wiru/entstehu/index_ht.htm.)

²⁹⁷ URL: <http://www.fma.gv.at/en/fma/abouthe/index.htm>.

²⁹⁸ J. K. Thompson, S. Choi (2001) *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*. 48. URL: http://www.worldbank.org/finance/assets/images/Governance_Systems_for_Collectiveoccpap1.pdf.

²⁹⁹ BGBI I 80/2003 z dne 26. avgusta 2003. Besedilo v nemškem in angleškem jeziku je na voljo na URL: [http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/04b17a9c362af53dc1256c28003be97d/55dbc5512fc8a9b2c1256fa30034ff5d/\\$FILE/Gegen%C3%BCberstellung%20Englisch%20Deutsch.pdf](http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/04b17a9c362af53dc1256c28003be97d/55dbc5512fc8a9b2c1256fa30034ff5d/$FILE/Gegen%C3%BCberstellung%20Englisch%20Deutsch.pdf). Glej tudi *Risikohinweisverordnung*, BGBI II št. 596/2003 z dne 30 decembra 2003.

³⁰⁰ FMA (2004) *Annual Report of the Financial Market Authority 2003*. 43. URL: <http://www.fma.gv.at/en/pdf/annualre.pdf>.

³⁰¹ BGBI I 80/2003.

³⁰² Direktivi 2001/107/ES in 2001/108/ES. Glej tudi *supra*, sprotne opombe 164, 165 in 226..

³⁰³ Primeroma glej člen 6/I. InvFG 1993.

³⁰⁴ FMA (2005) *Annual Report of the Financial Market Authority 2004*. 121. URL:

http://www.fma.gv.at/en/pdf/jb04_eng.pdf. Podrobnejše o vseh spremembah na straneh 120-122.

³⁰⁵ *Ibidem*.

5.1.2 Veljavna ureditev

Že omenjeni *Investmentfondsgesetz* (InvFG)³⁰⁶ pozna le obliko investicijskega sklada (*Kapitalanlagefonds*, *Investmentfonds*³⁰⁷), ustanovljenega na podlagi pogodbe (*contractual form*), tj. pogodbe med družbo za upravljanje oziroma investicijskim skladom in vlagateljem.³⁰⁸

V prvem odstavku 1. člena vsebuje definicijo investicijskega sklada – je posebno premoženje, katerega enaki deleži so inkorporirani v vrednostnih papirjih, in ki je v solastnini (*Miteigentum*) imetnikov deležev.³⁰⁹

Kot že rečeno, pa ureja le odprte sklade,³¹⁰ tj. takšne, ki so zavezani k odkupu certifikatov (*Anteilscheine*, tudi *Investmentzertifikaten*³¹¹) od vlagateljev.³¹² Pri tem loči med skladi, ki so namenjeni širši javnosti (*Publikumsfonds*³¹³) in pa posebnimi skladi (*Spezialfonds*), ki lahko imajo največ 10 vlagateljev - pravnih oseb, ki so družbi za upravljanje znani.³¹⁴

Družbe za upravljanje (*Kapitalanlagegesellschaften*, tudi *Investmentfondsgesellschaften*, redkeje *Beteiligungsgesellschaft*) so po zakonu edine upravičene izvrševati iz premoženja sklada izhajajoče pravice.³¹⁵ To počnejo v svojem imenu in za račun vlagateljev, pri čemer so dolžne varovati njihove³¹⁶ in pa interese sklada, ki ga upravlja.³¹⁷ Zakon omogoča, poleg delniške družbe (*Aktiengesellschaft*), ustanovitev družbe za upravljanje tudi v obliki družbe z

³⁰⁶ Supra, sprotna opomba 289. Besedilo zakona v nemškem jeziku je na voljo na URL: [http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/04b17a9c362af53dc1256c28003be97d/77deb5b87fbcd462c1256d8100420c09/\\$FILE/InvFG%201993%20idF%20BGBI%20I%20180-2004.pdf](http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/04b17a9c362af53dc1256c28003be97d/77deb5b87fbcd462c1256d8100420c09/$FILE/InvFG%201993%20idF%20BGBI%20I%20180-2004.pdf), povezava do tistega v angleškem jeziku pa na URL: <http://www.voeig.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/3.1.3>. Ob tem naj opozorim, da so v nemškem besedilu vključene tudi spremembe iz leta 2004 (BGBI. I 180/2004), ki v angleškem jeziku še niso na voljo. Sicer pa so avstrijski zakonski akti ter odločbe višjih sodišč na voljo preko iskalnika na URL: <http://www.ris.bka.gv.at/bundesrecht/>.

³⁰⁷ Pri tem velja biti pozoren na dejstvo, da predstavlja izraz 'Fonds' tako edinško kot množinsko obliko. (D. Debenjak, B. Debenjak, P. Debenjak (2003) *Veliki nemško-slovenski slovar* (elektronska izdaja), geslo 'fonds'.)

³⁰⁸ 5/I. InvFG 1993: »Die Anteilscheine [...] verkörpern die Miteigentumsanteile an der Vermögenswerten des Kapitalanlagefonds und die Rechte der Anteilinhaber gegenüber der Kapitalanlagegesellschaft sowie der Depotbank...« V potrditev: supra, sprotna opomba 281.

³⁰⁹ 1/I. InvFG 1993: »Ein Kapitalanlagefonds ist ein aus Wertpapieren und/oder Geldmarktinstrumenten und/oder anderen [...] liquiden Finanzanlagen bestehendes Sondervermögen, das in gleiche, in Wertpapieren verkörperte Anteile zerfällt, im Miteigentum der Anteilinhaber steht...« V potrditev: supra, sprotna opomba 297, 16, 48, 63.

³¹⁰ Glej tudi supra, sprotni opombi 282 in 285.

³¹¹ F. Pernek, B. Škof, A. Kobal, U. Rožič (1999) *Finančno pravo in javne finance. Posebni del.* 353. Gre za vrednostne papirje, ki so lahko imenski ali prinosniški, njihov izdajatelj pa je posamezen sklad (1/I. v povezavi s 5/I. InvFG 1993).

³¹² Člen 10/II. InvFG 1993.

³¹³ URL: <http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/5.1?OpenDocument>. Izraza 'Publikumsfonds' ne v originalnem (tj. nemškem), ne v angleškem besedilu sicer ni moč zaslediti.

³¹⁴ Člen 1/II. InvFG 1993. Določba izrecno navaja, da ti posebni skladi niso UCITS skladi.

³¹⁵ Člen 3/I. InvFG 1993.

³¹⁶ *Ibidem*.

³¹⁷ Člen 5/XIV. InvFG 1993.

omejeno odgovornostjo (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung*), a je dolžna ta imenovati nadzorni odbor.³¹⁸ Posledično velja za družbo ali Zakon o družbah z omejeno odgovornostjo (*Gesetz über Gesellschaften mit beschränkter Haftung*) ali Zakon o delniških družbah (*Aktiengesetz*),³¹⁹ v obeh primerih pa se družba za upravljanje ustanovi za nedoločen čas.³²⁰ Sicer pa sodijo družbe za upravljanje med kreditne institucije,³²¹ zaradi česar so, razen v primeru nasprotne navedbe InvGF, podvržene Zakonu o bančništву (*Bankwesengesetz* (BWG)), ob tem pa je potrebno upoštevati še tudi določbe Zakona o kapitalskem trgu (*Kapitalmarktgesetz* (KMG)) in Zakona o skrbništву (*Depotgesetz*).³²²

Tretji člen v strukturi³²³ je skrbniška banka, katere naloge so izdaja in odkup investicijskih certifikatov sklada, varno deponiranje vrednostnih papirjev skladovega premoženja ter skrb za vodenje dokumentacije sklada.³²⁴ Skrbniško banko določi družba za upravljanje, pogoje za pridobitev tega položaja pa določa že omenjeni Zakon o bančništву.³²⁵

Glavno vodilo pri izboru naložb sklada mora biti razpršitev tveganja (*Risikostreuung*), sicer pa so omejitve glede vrste in količine posameznih instrumentov povzete po UCITS direktivi.³²⁶ Navedene omejitve so nekoliko omiljene pri 'drugih portfeljih premoženja' (ti niso UCITS) in indeksnih skladih.³²⁷ Tudi vlaganje v izvedene finančne instrumente je pod določenimi pogoji³²⁸ skladom splošno omogočeno, le pri pokojninskih skladih (*Pensionsinvestmentfonds* – členi 23a-23g) je postavljen dodaten pogoj v uporabi le z namenom zavarovanja pred tveganji (*Absicherung von Vermögensgegenständen*).³²⁹

Zanimiva (a ne neobičajna) je določba 19. člena, ki prepoveduje uporabo vrste besednih zvez ali kratic, ki se tičejo pojma in pojavnih oblik investicijskih skladov (npr.: *Kapitalanlagegesellschaft*, *Kapitalanlagefonds*, *Investmentfondsgesellschaft*, *Investmentfonds*, *Wertpapierfonds* (sklad vrednostnih papirjev), *Aktienfonds* (delniški sklad)) v imenu ali v povezavi z instrumenti oziroma družbami, ki niso investicijski skladi in njihovi certifikati oziroma družbe za upravljanje.

³¹⁸ Člena 2/III. in 5/V. InvFG 1993. Enako velja za nepremičinske sklade (člen 2/III. in V. ImmoInvFG).

³¹⁹ Supra, sprotna opomba 282.

³²⁰ Člen 5/VIII. InvFG 1993.

³²¹ Supra, sprotna opomba 300, 62.

³²² Ibidem. Tudi supra, sprotna opomba 282.

³²³ Oziroma četrti, če upoštevamo, da so za obstoj sklada, poleg samega sklada in družbe za upravljanje, potrebni tudi vlagatelji.

³²⁴ Člen 23/I. InvFG 1993.

³²⁵ Ibidem.

³²⁶ Glej predvsem 20. člen InvFG 1993.

³²⁷ 20a in 20b InvFG 1993.

³²⁸ 21. člen InvFG 1993.

³²⁹ Člen 23e InvFG 1993.

Med določbami o trženju enot tujih skladov (24.-32. člen) se tiče jezikovne plati tudi določba 28. člena, po kateri morajo biti vse publikacije, promocijska gradiva in uradni dokumenti v nemškem jeziku oziroma mora biti na voljo prevod vanj, pri čemer pa bo, še pomembnejše, v primeru dvoma odločilno prav to besedilo.

Kot že rečeno, je bila leta 2004 sprejeta tudi pravna podlaga za ustanavljanje in upravljanje nepremičninskih investicijskih skladov.³³⁰ Navedena dejavnost spada med bančne aktivnosti,³³¹ družba za upravljanje nepremičninskih skladov pa je lahko, kot tudi sicer, le v obliki delniške ali družbe z omejeno odgovornostjo.³³² Nepremičninski skladi so skladi odprtrega tipa,³³³ za razumevanje njihove narave pa je pomembna določba drugega odstavka 1. člena, po kateri je premoženje investicijskega sklada v lasti družbe za upravljanje, ki si na podlagi zaupnega razmerja lasti in upravlja za vlagatelje.³³⁴ Ta določba kaže, da je morda nepremičninski sklad v avstrijskem pravu oblikovan kot '*Unit Trust*', tj. investicijski sklad, ustanovljen na podlagi fiduciarnega posla, kar pa bi bilo vsaj nenavadno.

Podobno kot InvFG tudi ImmoInvFG opredeljuje t. i. posebni sklad, tj. posebni nepremičninski sklad (*ImmobilienSpezialfonds*).³³⁵ Tudi nepremičninske sklade zavezujejo načelo razprševanja tveganj (sestavljen mora biti iz vsaj 10 različnih oblik oziroma enot premoženja)³³⁶ in taksativno naštete omejitve glede narave in količine instrumentov, v katere sklad vлага.³³⁷ Vrednost nepremičnin, ki sestavljajo premoženje sklada, mora biti s strani neodvisnih strokovnjakov ocenjena najmanj enkrat letno.³³⁸

5.1.3 Stanje na trgu

V zadnjih letih je doživel trg vzajemnih skladov v Avstriji precejšen razcvet, predvsem na račun vstopanja tujih skladov in pa seveda večjega zaupanja vlagateljev. Samo število družb za upravljanje na takšno rast samo po sebi ne kaže – leta 1986 je bilo v Avstriji 18 investicijskih podjetij,³³⁹ leta 2003 26 družb za upravljanje, leto kasneje pa še ena več.³⁴⁰ Bolj

³³⁰ Podrobneje *supra*, sprotna opomba 299.

³³¹ *Supra*, sprotna opomba 300, 43.

³³² Člen 2/III. ImmoInvFG. Enako tudi člen 2/III. InvFG 1993.

³³³ 11. člen ImmoInvFG.

³³⁴ Člen 1/II. ImmoInvFG: »Das Fondsvermögen eines Immobilienfonds steht im Eigentum der Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien, die dieses treuhändig für die Anteilinhaber hält und verwaltet.«

³³⁵ Člen 1/III. ImmoInvFG.

³³⁶ Člena 21/I. in 22/I. ImmoInvFG.

³³⁷ 21.-23. člen ImmoInvFG.

³³⁸ *Supra*, sprotna opomba 300, 43.

³³⁹ *Supra*, sprotna opomba 311, 354.

³⁴⁰ *Supra*, sprotna opomba 300, 65, diagram 10.

zgovorno je število skladov v upravljanju, predvsem tistih tujih: od januarja 2000 do januarja 2005 se je število tujih vzajemnih skladov, katerih enote se (legalno) tržijo v Avstriji podvojilo, tj. doseglo število 3387.³⁴¹ Obseg sredstev v upravljanju je v istem obdobju tudi naraščal, in sicer so povprečni čisti prilivi znašali skoraj 9 milijonov evrov³⁴², pri čemer bode v oči predvsem dejstvo, da upravlja tuji skladi preko 60-krat več premoženja, kot domači³⁴³. Sredi leta 2005 je bilo tudi sicer preko dve tretjini sredstev (88.696,60 milijonov evrov³⁴⁴) v UCITS skladih (od 2074 je bilo UCITS skladov 1033³⁴⁵).

Podatki o premoženju v upravljanju kažejo, da imajo avstrijski vlagatelji najraje t. i. čiste sklade, med katerimi pa močno prevladujejo obvezniški (tabela 4).

Tabela 4: Sredstva avstrijskih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v milijonih EUR).³⁴⁶

	delniški skladi	obvezniški skladi³⁴⁷	skladi denarnega trga	skladi blizu denarnega trga³⁴⁸	mešani skladi	alternativni skladi³⁴⁹	skupaj
31.12. 2004	18.938,50	61.736,34	38,20	10.189,52	33.143,65	787,20	124.833,41
31.03. 2005	19.995,85	64.241,31	43,54	11.785,31	31.836,80	3.542,21	131.445,03
30.06. 2005	21.478,43	67.588,55	45,96	13.387,82	35.544,17	3.703,83	141.748,75

Vir: VÖIG.³⁵⁰

³⁴¹ Vereinigung Ausländischer Investmentgesellschaften in Österreich (VAIÖ) (2005) *Investmentfonds Marktübersicht Februar 2005*, 4. Tudi *supra*, sprotna opomba 300, 123. Povezave do seznamov domačih in tujih skladov na avstrijskem trgu so na voljo na URL: <http://www.fma.gv.at/de/fma/markttei/investme/fonds.htm>.

³⁴² *Supra*, sprotna opomba 300, 9; lastni izračuni. Absolutno gledano številka ni izjemna, a v primerjavi s skupnimi sredstvi v upravljanju, ki so ob koncu leta 2004 znašali približno 125 milijonov evrov (domači skladi 2 milijona), priliv nikakor ni zanemarljiv.

³⁴³ *Ibidem*.

³⁴⁴ URL: <http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/5.2.2.7?OpenDocument>.

³⁴⁵ URL: <http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/5.2.2.8?OpenDocument>.

³⁴⁶ Zaobseženi so tako *Publikumsfonds*, *Specialfonds* in tudi skladi skladov, kar je najverjetneje razlog za velike razlike med temi in podatki Investment Company Institute (ICI) za prvi dve obravnavani obdobji (URL: http://www.ici.org/pdf/vw_12_04_sup_tables.pdf in URL: http://www.ici.org/pdf/vw_03_05_sup_tables.pdf - za prvo četrletje 2005 je npr. skupno premoženje avstrijskih vzajemnih skladov ocenjeno na 79.917 milijonov EUR). Da pa so v tabeli 4 predstavljeni podatki pravilni, priča dejstvo, da so podatki AFM (*supra*, sprotna opomba 300, 9, 123.), konkretno za leto 2004, identični, pri čemer AFM v istem kontekstu pravi, da gre za domače, avstrijske sklade, s čimer sem ovrgel možnost, da gre za tuge sklade. Ker pa so sploh vsi odprtega tipa, odpade tudi nevarnost prištevanja premoženja zaprtih skladov.

³⁴⁷ Vključil sem tudi sklade kratkoročnih obveznic (*short term bond funds*).

³⁴⁸ *Infra*, sprotna opomba 353.

³⁴⁹ Kategorije alternativnih skladov InvFG ne vsebuje, Inge Mauric, VÖIG (*infra*, osebni viri) pa mi je pojasnil, da so to predvsem skladi, ki vlagajo v *hedge* sklade ('samostojni' *hedge* skladi namreč niso dovoljeni) in druge 'alternativne' instrumente.

³⁵⁰ URL: <http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/5.2.2.5?OpenDocument> in URL: <http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/5.2.2.7?OpenDocument>.

Tega pa nikakor ne odraža število posameznih vrst skladov (tabela 5), a je potrebno vzeti v zakup, da gre le za število domačih skladov, kar kaže na to, da ponujajo tujci na trgu predvsem obvezniške sklade. Kar pa zopet ne čudi, saj imajo avstrijski vlagatelji očitno te najraje. Razvoj skladov denarnega trga je, kot posledica dolgotrajne zakonske (ne)ureditve, še v povojih. Kljub podobnemu ozadju, pa se nepremičninski skladi hitro širijo. Koncem leta 2004 so tako štiri družbe za upravljanje nepremičninskih skladov upravljale štiri 'javne' in en posebni nepremičninski sklad, v katerih je bilo skupaj za skoraj 456 milijonov evrov vložkov.³⁵¹

Tabela 5: Število avstrijskih odprtih vzajemnih skladov.

	delniški skladi	obvezniški skladi ³⁵²	skladi denarnega trga	skladi blizu denarnega trga ³⁵³	mešani skladi	alternativni skladi ³⁵⁴	skupaj ³⁵⁵
31.12. 2004	470	548	1	63	884	22	1.988
31.03. 2005	463	556	1	68	821	141	2050
30.06. 2005	468	561	1	71	832	141	2.074

Vir: VÖIG.³⁵⁶

³⁵¹ *Supra*, sprotna opomba 300, 127-128.

³⁵² *Supra*, sprotna opomba 347.

³⁵³ To kategorijo VÖIG imenuje '*near money market funds*'. Sam sem se sprva nagibal k njihovi vključitvi med sklade denarnega trga, a sem se na podlagi mnenja prof. Grilca (*infra*, osebni viri), da uvrščanje skladov na splošni ravni glede na specializacijo najbrž niti ni primerna, premislit. Glede skladov kratkoročnih obveznic sem ravnal drugače, saj po besedah Maurica iz VÖIG-a (*infra*, osebni viri) to kategorijo v drugih združenjih uvrščajo med obvezniške sklade. Opozoriti pa je treba, da sem v prilogi 13 upošteval metodologijo FMA, kakršno sem ugotovil s primerjavo podatkov o premoženju za leto 2004 in izračunom deležev le petih kategorij skladov v letnem poročilu FMA (*Supra*, sprotna opomba 300, 124.). Iz danega grafikona namreč jasno izhaja, da je FMA vključil med sklade denarnega trga tudi *near money market funds* ter med obvezniške tudi sklade kratkoročnih obveznic. Navedeno je torej razlog za odstopanja med tabelo 5 in prilogo 13.

³⁵⁴ *Supra*, sprotna opomba 349.

³⁵⁵ Opazil sem, da se podatki o številu skladov za leto 2004 FMA (*supra*, sprotna opomba 300, 9, 123.) in VÖIG (URL: <http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/5.2.2.6?OpenDocument>) razlikujejo za 33 skladov. Kot mi je pojasnil Inge Mauric, VÖIG (*infra*, osebni viri), FMA v svoje statistike vnesе posamezne sklade takoj, ko jim je izdano dovoljenje za delovanje, medtem ko upošteva VÖIG sklade šele, ko začnejo dejansko delovati. Poleg tega upošteva FMA znotraj omenjenih 2021 skladov tudi štiri nepremičninske. Razlog pa, da se sam sklicujem na podatke VÖIG, je v tem, da jih AFM za leto 2005 še nima/ni objavil.

³⁵⁶ URL: <http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/5.2.2.6?OpenDocument> in <http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/5.2.2.8?OpenDocument>.

5.2 Belgija

5.2.1 Razvoj

Ne le, da sega pojav investicijskih skladov v Belgiji zelo daleč v preteklost, celo ena sploh prvih oblik, recimo temu predhodnikov modernega investicijskega sklada, je bila ustanovljena v Belgiji in sicer že daljnega leta 1822.³⁵⁷ Šlo je za zaprto obliko sklada, ideja tovrstnega instituta pa se je hitro prenesla tudi v Veliko Britanijo in Francijo.³⁵⁸

Tudi prvi zapisi o kolektivnih investicijskih shemah naj bi se – ne nujno protislovno navedenemu v prejšnjem odstavku – nanašali na belgijsko investicijsko družbo *Société des Pays-Bas* s sedežem v Bruslju, datirali pa naj bi v leto 1882.³⁵⁹ Iz obeh navedb je moč reči, da so bili belgijski začetki na tem področju zelo zgodnji.

Za obdobje do leta 1990 podatkov o zakonodaji s področja investicijskih skladov nisem uspel dobiti, čeprav sta bila, primeroma, za ureditev pokojninskih (investicijskih) skladov (*fonds d'épargne-pension*) že leta 1985 sprejeta dva kraljevska dekreta³⁶⁰.³⁶¹ Morda je to povezano z dejstvom, da so imeli pred letom 1990 skoraj vsi kolektivni naložbeni instrumenti, ki so bili ponujeni belgijski javnosti, sedež v sosednjem Luksemburgu.³⁶² Ločnico je predstavljal tistega leta sprejet Zakon o finančnih operacijah in finančnih trgih (*Loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers*³⁶³ (*Law of 4 December 1990 on Financial Operations and Financial Markets*)), ki je, z določbami 105. do 156. člena, v belgijski pravni red prenesel UCITS direktivo,³⁶⁴ s čimer je omogočil domačim investicijskim skladom 'pravičnejše' tekmovanje s t.i.m. *off shore* produkti.³⁶⁵ Omenjeni zakon se je sicer nanašal samo na sklade, ki so zbirali sredstva javno, a so bili že takrat dopuščeni tudi skladi za

³⁵⁷ URL: <http://www.answers.com/topic/mutual-fund>. Na tej spletni strani se navaja omenjeni sklad celo kot sploh prvi, a meni Rouwenhorst drugače: letnica 'rojstva' prvega investicijskega sklada naj bi bila po njegovem tako leta 1774, 'rojstni kraj' pa Nizozemska. (K. G. Rouwenhorst (2005) *The Origins of Mutual Funds. V The Origins of Value: the financial innovations that created modern capital markets.* 249 – 270. URL (osnutek iz leta 2003): http://icf.som.yale.edu/pdf/hist_conference/Geert_Rouwenhorst.pdf. Uporabljeno z dovoljenjem avtorja (elektronska pošta z dne 6.9. 2005).)

³⁵⁸ *Ibidem*.

³⁵⁹ B. Chovancová (2001) *Collective Investments in Slovakia – Right on Track?*. Biatec (National Bank of Slovakia) 38-40. URL: <http://www.nbs.sk/BIATEC/CHOVANCA.PDF>.

³⁶⁰ Royal Decrees of 14 and 15 May 1985 (objavljeno v Uradnem listu Kraljevine Belgije z dne 7. junija 1985).

³⁶¹ H. Delwaide, The Legal Framework of Investment Funds and Companies in Belgium. *Journal of International Banking Law* 326-332.

³⁶² J. K. Thompson, S. Choi (2001) *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries. 24*. URL: http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Governance_Systems_for_Collectiveoccpap1.pdf.

³⁶³ Loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers. Prečiščeno besedilo v francoskem jeziku je na voljo na URL: http://www.cbfa.be/fr/cs/icb/wg/pdf/law_04-12-1990.pdf#open, medtem ko angleškega prevoda ni.

³⁶⁴ *Supra*, sprotna opomba 361.

³⁶⁵ *Supra*, sprotna opomba 362.

t. i. poučene vlagatelje, ki so bili od leta 1997 deležni tudi dodatnih davčnih ugodnosti.³⁶⁶

Slednje je razumljiva posledica dejstva, da gre pri tem za t. i. sklade tveganega kapitala, imenovane *Private Equity Investment Funds* (PRIVAK), ki vlagajo sredstva v podjetja, ki bodo šele začela z delovanjem oziroma takšna, ki so zaradi narave svoje dejavnosti bolj tvegana.³⁶⁷

Pravni okvir je bil nato nekoliko spremenjen z Zakonom o sekundarnih trgih, položaju in nadzoru investicijskih družb, investicijskih posrednikov in svetovalcev (*Law of April 6, 1995 on secondary markets, the status and supervision of investment firms, and investment intermediaries and advisors*)³⁶⁸,³⁶⁹ največji korak naprej pa je predstavljal zakon o določenih oblikah upravljanja kolektivnih naložbenih portfeljev (*Loi du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement (Law concerning certain forms of management of collective investment portfolios)*)³⁷⁰, ki je, v povezavi z Kraljevskim dekretom o nekaterih javnih kolektivnih naložbenih shemah (*Arrêté royal du 4 mars 2005 relatif à certains organismes de placement collectif publics (Royal Decree concerning certain public collective investment schemes)*)³⁷¹, 4. marca letos v pravni red vpeljal UCITS III.³⁷²

5.2.2 Veljavna ureditev³⁷³

Vsi zgoraj navedeni akti so, sicer z vmesnimi spremembami,³⁷⁴ v veljavi še danes, urejajo pa tudi sklade, ki niso usklajeni z UCITS direktivo. Izhodiščno, morda bolje 'krovno' je tako,

³⁶⁶ P. Bienenstock, The legal aspects of private equity. *International Financial Law Review : Yearbook 2000*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=16412&SID=514478>.

³⁶⁷ URL: <http://www.altassets.com/casefor/countries/2001/nz3215.php>.

³⁶⁸ Uradni list Kraljevine Belgije z dne 3. junija 1995.

³⁶⁹ H. Delwaide, Belgian Financial Markets – A new Legal Environment. *Journal of International Banking Law* 106-112.

³⁷⁰ Loi du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement. Besedilo v francoščini je na voljo na URL:

http://www.cbfa.be/fr/cs/icb/wg/pdf/law_20-07-2004.pdf, medtem ko angleškega prevoda žal ni.

³⁷¹ Arrêté royal du 4 mars 2005 relatif à certains organismes de placement collectif publics, Ur.l. z dne 9. marca 2005. Besedilo v francoskem jeziku je na voljo na URL: http://www.cbfa.be/fr/cs/icb/wg/pdf/rd_04-03-2005.pdf#open, medtem ko angleškega prevoda žal ni.

³⁷² Association Belge des Asset Managers (2005) *Rapport Annuel 2004-2005*. 22. URL:

<http://www.beama.be/content/organisatie/index.php?page=jaarverslag#>.

³⁷³ Zaradi že omenjenega izostanka prevodov relevantnih pravnih tekstov v angleščino in/ali nemščino, bo izvajanje, ki se tiče veljavne ureditve, nekoliko skromnejše kot sicer. Sicer pa je moč morebitne spremembe v tej smeri zaslediti na straneh parlamenta (URL: <http://www.fed-parl.be/ukindex.html>), Ministrstva za pravosodje (URL: http://www.just.fgov.be/index_de.htm in URL: <http://www.nbb.be/pub/index.htm>), Ministrstva za finance (URL: <http://www.minfin.fgov.be/portail1/en/> in URL: <http://www.minfin.fgov.be/portail1/de/cadrede.html>) in belgijskega zveznega portala (URL: <http://www.belgium.be/eportal/index.jsp>).

³⁷⁴ Seznam vseh relevantnih še veljavnih aktov je na URL: <http://www.cbfa.be/fr/cs/icb/wg.asp>.

sicer z vsemi naknadnimi akti spremenjeno, besedilo Zakona o finančnih operacijah in finančnih trgih iz leta 1990 (v nadalje: Zakon 1990).³⁷⁵

Slednje pozna obe glavni 'kontinentalni' pravni obliki investicijskih skladov:³⁷⁶

- pogodbeno obliko, tj. vzajemne sklade (*fonds (commun)³⁷⁷ de placement*), ki nimajo pravne osebnosti in gre za skupek premoženja, katerega solastniki so vlagatelji;³⁷⁸
- korporativno oblika, tj. investicijske družbe (*société d'investissement*), ki so same lastnice premoženja, vlagatelji pa so delničarji družbe.³⁷⁹

V okviru obeh je mogoča tako zaprta kot odprta narava:

- pri vzajemnih skladih gre torej za zaprte (*fonds de placement à nombre fixe de parts*) in odprte vzajemne sklade (*fonds de placement à nombre variable de parts*); le pri slednjih gre za vzajemne sklade v smislu ZISDU-1;
- pri investicijskih družbah prav tako ločimo med zaprtimi (*Société d'investissements à capital fixe* (SICAF)) in odprtimi investicijskimi družbami (*Sociétés d'investissement à capital variable* (SICAV)).³⁸⁰

Poleg teh oblik pozna belgijska ureditev še tudi zaprte investicijske sklade listinjenja³⁸¹, podvržene posebnemu režimu, in pa nepremičinske zaprte investicijske sklade korporativnega nastanka, tj. nepremičinske investicijske družbe (SICAFI).³⁸² Sicer pa so tako investicijske družbe kot vzajemni skladi v veliki meri podvrženi skupnim določbam.³⁸³ Glede delitve investicijskih skladov po njihovi investicijski politiki je v Belgiji ločnica postavljena pri 75 odstotkih lastniških oziroma dolžniških vrednostnih papirjev za delniške oziroma obvezniške sklade, medtem ko morajo imeti mešani skladi vsaj po 25 odstotkov v vrednostnih papirjih ene in druge narave.³⁸⁴

³⁷⁵ *Supra*, sprotina opomba 363.

³⁷⁶ *Supra*, sprotina opomba 362, 14, 24, 48, 64.

³⁷⁷ Thompson uporablja navedeno besedno zvezo, ki je identična tisti v uporabi v Franciji, izrecno za Belgijo (*Supra*, sprotina opomba 362, 16.), čeprav je Zakon 1990 ne uporablja. Se pa ustrezna kratica FCP pojavlja tudi v literaturi, katere avtor je belgijski strokovnjak Delwaide (*supra*, sprotni opombi 361 in 369).

³⁷⁸ Člen 111/I. Zakona 1990.

³⁷⁹ Člen 108/I. in II. Zakona 1990.

³⁸⁰ *Ibidem*.

³⁸¹ Za opredelitev glej *infra*, sprotina opomba 720.

³⁸² *Supra*, sprotina opomba 361.

³⁸³ *Ibidem*.

³⁸⁴ URL: http://www.ing.be/private/showdoc.jsp?docid=025528_EN&menopt=prosav|mut|typ.

Vzajemne sklade v imenu vlagateljev upravlja družbe za upravljanje, medtem ko investicijske družbe svoje premoženje največkrat upravljajo kar same.³⁸⁵ Tako družbe za upravljanje kot tudi investicijske družbe so z zakonom zavezane delovati izključno v interesu svojih vlagateljev (imetnikov enot premoženja sklada oziroma delničarjev družbe).³⁸⁶ Za razliko od večine evropskih držav lahko nadzorno funkcijo nad delovanjem investicijskega sklada opravlja poleg depozitarja tudi upravni odbor investicijske družbe oziroma družbe za upravljanje.³⁸⁷

Enotni nadzorni organ akterjev belgijskega kapitalskega trga je od sredine leta 2003³⁸⁸ Komisija za bančništvo, finančne storitve in zavarovalništvo (*Commission bancaire, financière et des assurances (Banking, Finance and Insurance Commission)*), medtem ko je bila pred tem značilna sektorska porazdelitev pristojnosti med različne nadzornike³⁸⁹.³⁹⁰ Posebne pozornosti je bila sicer v zadnjem letu in pol deležna belgijska davčna zakonodaja, ki naj bi v slabši položaj postavljala tuje sklade, saj jim je naložila plačilo posebnega davka kot 'povračilo' za stroške registracije pri regulatorju.³⁹¹ Tuje družbe za upravljanje zahtevajo seveda razveljavitev teh aktov, sklicujoč se pri tem na tretji odstavek 44. člena UCITS direktive³⁹².³⁹³

5.2.3 Stanje na trgu

Statistične zbirke podatkov za belgijsko industrijo žal ne razlikujejo kategorij skladov posebej znotraj odprtih in znotraj zaprtih investicijskih skladov, največkrat pa tudi sicer ne med kategorijama odprtih in zaprtih skladov.³⁹⁴ Posledično sem primoran predstaviti le podatke za celotno industrijo, ki bodo zavoljo tega le okvirni.

³⁸⁵ *Supra*, sprotna opomba 361.

³⁸⁶ *Supra*, sprotna opomba 362, 24, 36.

³⁸⁷ *Ibidem*, 25.

³⁸⁸ Ustanovljena je bila že prej, 1. septembra 2002 z Zakonom o nadzoru finančnega sektorja in finančnih storitvah (*Act on the Supervision of the Financial Sector and the Financial Services*), sicer sprejetim 2. avgusta istega leta (Ur. l. z dne 4. septembra 2002).

³⁸⁹ Povedano se nanaša na posebno komisijo za bančništvo in finančne storitve (CBF) in Komisijo za nadzor zavarovalništva, kjer pa je imela posebno vlogo tudi Belgijska narodna banka (BNB).

³⁹⁰ J. van der Poel, D. Fransens, D. Vanparys (2002) Belgium and the Netherlands revise their approach to supervision. *FS Regulatory Focus (November 2002 edition)*, 17-19. URL:

http://www.pwccglobal.com/pl/eng/about/events/rap_um_kapital.pdf. O obstoju posebnega oddelka za nadzor kolektivnih naložbenih schem glej URL: <http://www.cbfa.be/eng/aboutcbfa/orga/pdf/orga.pdf>.

³⁹¹ Arendt & Medernach (2004) *Legal Update*, 11. URL: http://wwwarendt-medernach.com/upload/pdf/LegalUpdate_20040330.pdf.

³⁹² Glej prilogo 2 (na priloženi zgoščenki).

³⁹³ Oziroma so to zahtevali že pred samim sprejemom dotičnega zakona dne 22. decembra 2003. (URL: <http://www.investmentuk.org/news/research/2004/topic/taxation/belgianletter-0304.pdf>)

³⁹⁴ Tudi sicer mi tovrstnih podatkov iz pristojnih institucij niso uspeli posredovati oziroma so mi potrdili, da tovrstnih podatkov ne zbirajo (*infra*, osebni viri).

Vseh odprtih investicijskih skladov (*mutual funds* po ICI) je bilo tako ob koncu leta 1999 natanko 784, ob koncu prvega letošnjega četrtletja pa že 1313.³⁹⁵ Ob tem je celotna belgijska industrija junija letos upravljalna preko 170 milijard evrov (od tega je bilo 105 milijard vloženih v sami Belgiji) kar predstavlja 7 odstotno rast glede na četrtletje prej.³⁹⁶ Glede na konec leta 1998 pa je ta še precej višja, saj so takrat domači in tuji investicijski skladi na belgijskem trgu upravliali 'le' 6,2 milijarde evrov.³⁹⁷

Med odprtimi skladi, katerih je tudi sicer največ, so najbolj priljubljeni delniški skladi s preko 60 odstotki vsega premoženja v upravljanju. Sledijo jim mešani, medtem ko je v bolj konzervativnih skladih (nekoliko presenetljivo) le nekaj nad desetino vseh sredstev.

Tabela 6: Sredstva belgijskih odprtih investicijskih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v milijonih EUR).³⁹⁸

delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani skladi	drugi skladi	skupaj
30.09. 2004 ³⁹⁹	50.757	10.506	2.163	20.829	23
31.12. 2004 ⁴⁰⁰	52.861	10.338	2.043	21.642	22
31.03. 2005 ⁴⁰¹	71.231	11.657	2.927	28.641	29
					114.485

Vir: Investment Company Institute.

V zadnjih nekaj letih se sicer v Belgiji veliko pozornosti posveča t. i. družbeno odgovornim vlaganjem in s tem tudi družbeno odgovornim skladom (*Socially Responsible Funds* (SRF)).⁴⁰² Pred nekaj letih je bil njihov delež na trgu relativno majhen, saj so upravliali le približno odstotek vsega premoženja v skladih, saj so upravliali le približno odstotek vsega premoženja v skladih,⁴⁰³ ob koncu prvega četrtletju letos pa je bil ta delež že dvakrat višji.⁴⁰⁴

³⁹⁵ *Infra*, sprotni opombi 396 in 397. Podatek za leto 1999 vključuje tudi sklade za (le) institucionalne vlagatelje.

³⁹⁶ Association Belge des Asset Managers (2005) *Communiqué de Presse* (30.8. 2005). URL:

<http://www.beama.be/content/publicaties/index.php?page=persberichten#>.

³⁹⁷ Association Belge des Organismes de Placement Collectif (1999) *Communiqué de Presse de l'ABOPC*. URL: <http://www.beama.be/content/publicaties/index.php?page=persberichten#>. V publikaciji navedene podatke sem v evre preračunal s pomočjo fiksne menjalnega razmerja z dne 1.1. 2001, tj. EUR/BEF = 40,3399. (URL: <http://www.nbb.be/belgostat/PublicatieSelectieLinker?LinkID=841000024|910000082&Lang=E>).

³⁹⁸ ICI je v vseh treh publikacijah, ki so mi služile kot vir podatkov, pri drugih državah upošteval načeloma le odprte investicijske sklade. Predvidevam, da je tudi v tem primeru, zaradi istega poimenovanja, temu tako.

³⁹⁹ URL: http://www.ici.org/pdf/ww_09_04_sup_tables.pdf.

⁴⁰⁰ URL: http://www.ici.org/pdf/ww_12_04_sup_tables.pdf.

⁴⁰¹ URL: http://www.ici.org/pdf/ww_03_05_sup_tables.pdf.

⁴⁰² Z veliko pomočjo 'vseevropske' organizacije Ethibel s sedežem prav v Bruslju (URL: <http://www.ethibel.org/>).

⁴⁰³ Benijts, Tim (2001) *A 10 step action plan towards more and better SRIs in Europe*. Referat predstavljen na konferenci 'Developing information on socially responsible investments' (28. november 2001). URL:

http://europa.eu.int/comm/employment_social/soc-dial/csr/pdf2/098-ACA_Tim-Benijts_Belgium_011128_en.htm.

⁴⁰⁴ Tim Benijts, Lessius Hogeschool (*infra*, osebni viri).

5.3 Ciper⁴⁰⁵

Ciper naj bi bil kot nova država članica Skupnosti v središču moje pozornosti za preverbo postavljene teze. A regulator, tj. agencija za vrednostne papirje in borzo (*Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Κύπρου* (*Cyprus Securities and Exchange Commission*)), mi je sporočil, da na Cipru domačih UCITS skladov, tj. tistih, ki so usklajeni z UCITS direktivo, ni, prav tako pa tudi siceršnjih investicijskih skladov na ciprskem trgu sredi leta 2003 še ni bilo.⁴⁰⁶ Drugače je s tujimi skladi oziroma njihovimi upravljavci s sedežem na Cipru (*off shore*),⁴⁰⁷ katerih pojav in delovanje pa na tem mestu nista potrebna obravnave. Naj omenim le, da temelji ciprsko gospodarsko statusno pravo, ki je v veliki meri odločilna podlaga za ne-UCITS sklade, na angleškem Zakonu o gospodarskih družbah iz leta 1948 (*Companies Act 1948*),⁴⁰⁸ zaradi česar je moč na Cipru najti tudi obliko trusta. Nadzor nad tujimi ne-UCITS skladi (domači ne-UCITS niso dovoljeni!) izvaja Ciprska centralna banka,⁴⁰⁹ aprila letos pa jih je bilo na trgu 17.⁴¹⁰

Dejstvu neobstoja UCITS zelo verjetno botruje tudi, da je bil prvi ustrezni akt sprejet šele leta 2001 (t. i. *UCITS Law*), pa tudi sicer ciprska zakonodaja do maja leta 1999 in sprejetja Zakona 47(I)/99 o tujih kolektivnih naložbenih shemah (*International Collective Investment Schemes Law No. 47(I)/99*), ni omogočala ustanovitev odprtega investicijskega sklada ne glede na njegovo pravno obliko.⁴¹¹ Do takrat je bilo tako mogoče oblikovati investicijski sklad le kot zaprto investicijsko družbo,⁴¹² tj. v korporativni obliki.

Omenjeni akt iz leta 2001, ki je sicer že povzemal določbe prvočne direktive iz leta 1985, je bil kmalu zamenjan z novim aktom, ki je besedilu prejšnjega več ali manj le še dodal rešitve

⁴⁰⁵ Kjer ne bo izrecno drugače navedeno, oziroma, kjer ne gre za lastne sklepe, je vir navedenega komunikacija z Nadio Americanou iz Ciprske agencije za vrednostne papirje in borzo (*infra*, osebni viri). Sicer pa so mi navedeno o neobstoju domačih skladov potrdili tudi v Ciprski centralni banki (i.e. Elena Gregoriadou (*infra*, osebni viri))).

⁴⁰⁶ European Central Bank (2003) *Money, Banking and Financial Market Statistics in the Accession Countries*. 42,43. URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/mbsacmanual2003v2en.pdf>.

⁴⁰⁷ URL: http://www.consulco.com/EN/Information/company_applications/investment_and_mutual_funds.html.

⁴⁰⁸ D. Weston, C. Waddell, C. Brinza, G. Perry, Central and eastern Europe overview. *International Financial Law Review : Yearbook 2001*. URL:

<http://www.iflr.com/?Page=17&PUBID=213&ISS=16398&SID=514532&SM=&SearchStr=Cyprus%20investment%20fund>.

⁴⁰⁹ URL: http://www.centralbank.gov.cy/nqcontent.cfm?a_id=51.

⁴¹⁰ Central Bank of Cyprus (2005) *Register of International Collective Investment Schemes (ICIS) as at April 2005*. URL: http://www.centralbank.gov.cy/media/pdf/ISLSE_ICISDETAILSAPR05.pdf. Publikacija vsebuje tudi podatke o pravnih oblikah, izvoru, naložbenih strategijah in premoženju večine teh podjemov.

⁴¹¹ E. A. Neocleous, Cyprus : International Collective Investment Schemes. *International Financial Law Review : Yearbook 1999*. URL:

<http://www.iflr.com/?Page=17&PUBID=213&ISS=16409&SID=514376&SM=&SearchStr=Cyprus%20investment%20fund>.

⁴¹² *Ibidem*.

direktiv 88/220/ES, 95/26/ES in 2000/64/ES. Končno je bil nato v lanskem letu sprejet zakon, ki je v ciprski pravni red vpeljal rešitve UCITS III⁴¹³: Zakon 200(I)/2004 oziroma Zakon o odprtih kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) in povezana vprašanja iz leta 2004 (*O περι των Ανοικτού Τύπου Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) και περι Συνναφών Θεμάτων Νόμος του 2004 (Open-Ended Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) and Related Issues Law of 2004)*).⁴¹⁴

Glede na dejstvo, da na Cipru domačih skladov ni bilo in še vedno ni, je znotraj Zakona 200(I)/2004 (in enako tistega iz leta 2001) v uporabi le X. poglavje, saj to vsebuje posebna pravila za UCITS sklade, ki tržijo svoje enote izven države domicila (torej tuje na Cipru). Sicer pa dopušča Zakon 200(I) 2004 ustanovitev dveh oblik (odprtih⁴¹⁵) UCITS skladov:

- t. i. običajnih skladov (*Amoibaia Keφαλαια (common fund)*);
- investicijskih družb (*Etaipeieος Επενδύσεων Μεταβλητού Κεφαλαιού (investment company)*) v obliki družbe z variabilnim kapitalom (SICAV), tj. le v obliki delniške družbe – SICAV ne potrebujejo družbe za upravljanje in se lahko upravlja same.

'Običajni' sklad opredeljuje zakon kot skupek premoženja, ki pripada, skupaj in ločeno, imetnikom enot, upravlja pa ga družba za upravljanje (*Management Company*).⁴¹⁶ V povezavi z drugim odstavkom istega člena in navedbama, da tak sklad nima pravne osebnosti ter da vlagatelje navzven, v povezavi s pravicami, ki izhajajo iz njihovega lastništva premoženja sklada, predstavlja družba za upravljanje, je moč nedvomno ugotoviti, da gre pri opisani obliki za pogodbeno naravo razmerja, tj. za vzajemne sklade v smislu ZISDU-1.⁴¹⁷ Zakon na istem mestu določa tudi, da je treba premoženje sklada zaupati v varstvo depozitarju, ta pa mora delovati neodvisno od družbe za upravljanje, ki mu je nalogu sicer dodelila.⁴¹⁸

Kot že rečeno, pa se zaradi neobstoja skladov, ki sicer ustrezajo vzajemnim skladom po ZISDU-1, v podrobnejšo analizo njihovega ciprskega pravnega okvira (še) ne bom spuščal.

⁴¹³ Glej opredeljeni namen Zakona 200(I)/2004 pred samim besedilom tega akta.

⁴¹⁴ Law to Regulate the Structure, Organisation and Operation of Open-ended Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS), their Investment and Borrowing Policy, their Tax Regime, the Supervisory Authority of the Cyprus Securities and Related Issues (200(I) 2004). Besedilo v grškem jeziku je na voljo na URL:

[http://www.cysec.gov.cy/GR/Downloads/LegalFramework/Laws&Regulations/Laws&Regulations_General_GR_N200\(I\)2004.pdf](http://www.cysec.gov.cy/GR/Downloads/LegalFramework/Laws&Regulations/Laws&Regulations_General_GR_N200(I)2004.pdf), v angleškem pa na URL:

http://www.cysec.gov.cy/EN/Downloads/LegalFramework/Laws&Regulations/Laws&Regulations_200_I_-04_EN_version2%20_2_.pdf.

⁴¹⁵ Glej člena 38/I. in 73/I. Zakona 200(I)/2004.

⁴¹⁶ Člen 13/I. v povezavi z 41.-51. členom Zakona 200(I)/2004.

⁴¹⁷ Člen 13/II. Zakona 200(I)/2004.

⁴¹⁸ Člen 13/I. v povezavi z 52/I. Zakona 200(I)/2004.

5.4 Češka

5.4.1 Razvoj

Razvoj češkega trga vrednostnih papirjev je v veliki meri povezan z množično (masovno) privatizacijo prek sistema privatizacijskih vavčerjev (*vouchers*, tudi *coupons*⁴¹⁹), tj. nevladnih vrednostnih papirjev,⁴²⁰ v prvi polovici 90. let prejšnjega stoletja.⁴²¹ S slednjo je želeta vladajoča garnitura doseči podporo volilnega telesa in pospešiti privatizacijo,⁴²² obenem pa ni želeta ocenjevati tržne vrednosti podjetij v državi, kjer trga (še) ni bilo.⁴²³

Vsak polnoletni državljan je tako za simbolično 'ceno' 1000 kron dobil zvežčič neprenosljivih in nematerializiranih vavčerjev (v vrednosti 1000 točk),⁴²⁴ katere so lahko zamenjali za deleže v do 10 podjetjih po lastni izbiri.⁴²⁵ Vrednost omenjenega zvežčiča vavčerjev je bila približno 80.000 kron, kar pomeni, da je šlo za bolj ali manj za »*free distribution*«.⁴²⁶

Rezultati so bili hitro vidni, saj je bilo na Češkem leta 1997 v borzni kotaciji preko 2100 delniških družb s tržno kapitalizacijo približno 30 odstotkov BDP, čeprav ti podatki niso najbolj verodostojni pokazatelj razvoja. Razlog za zadržanost leži v vlogi investicijskih skladov kot posrednikov: navedena tržna kapitalizacija namreč vključuje tako vrednost delnic teh posrednikov kot tudi vrednost vrednostnih papirjev, v katere vlagajo.⁴²⁷ Svetovna banka (*World Bank*) je kasneje ocenila, da je ustrezal dejanski obseg češkega trga vrednostnih papirjev približno 14 odstotkom BDP, kar je primerljivo s trgi ostalih tranzicijskih držav.⁴²⁸ Institut investicijskega sklada je bil torej na Češkem vpeljan leta 1992 s prvim valom vavčerske privatizacije (tega leta je bil objavljen prvi zakon o investicijskih skladih (*Investment Fund Code*⁴²⁹)),⁴³⁰ čeprav je res, da je nekaj prvih skladov 'spontano' nastalo že

⁴¹⁹ URL: <http://www.uniserc.cz/static.do?page=historie.html>.

⁴²⁰ F. H. Stephen, J. G. Backhaus (2003) Corporate governance and mass privatisation: A theoretical investigation of transformations in legal and economic relationships. *Journal of Economic Studies* 389-468. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=446046941&Fmt=4&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.

⁴²¹ IMF (2000) *Report on the Observance of Standards and Codes: Czech Republic - Securities Market*. URL: <http://www.imf.org/external/np/rosc/cze/securit.htm>.

⁴²² P. Koleva, C. Vincensini (2002) The Evolution Trajectories of Voucher Funds: Towards Western-type Institutional Investors?. *Economics of Planning*, 79-105. URL:

<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=338588831&Fmt=2&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.

⁴²³ I. Switek (1992) Reprivatization in Czechoslovakia. V *Reprivatization in central & eastern Europe : country privatization reports & specific implementation issues*. 56-60.

⁴²⁴ P. Bolton, G. Roland (1992) *The Economics of Mass Privatization : Czechoslovakia, East Germany, Hungary and Poland*, 12-13. URL: http://www.princeton.edu/%7Epbolton/PDFS/Eco_Mass_Priv.pdf.

⁴²⁵ *Supra*, sprotina opomba 423.

⁴²⁶ *Supra*, sprotina opomba 424.

⁴²⁷ *Supra*, sprotina opomba 421.

⁴²⁸ *Ibidem*.

⁴²⁹ Leta 1990 je bil najprej sprejet zakon o obveznicah, leto kasneje trgovinski (gospodarski) zakonik, zakon o vrednostnih papirjih in zakon o borzi vrednostnih papirjev, leta 1998 pa nato še zakon o agenciji za trg vrednostnih papirjev, s čimer se je zaokrožil pravni okvir ureditve trga vrednostnih papirjev.

leto prej.⁴³¹ V obeh primerih gre za t.i.m. vavčerske sklade (*voucher funds*),⁴³² za katere se je pričakovalo, da bodo imeli pomembne naloge na trgu, vključujuč zbiranje vavčerjev od posameznikov, sodelovanje na avkcijah primarnih izdaj vrednostnih papirjev, delovanje na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev ter aktivno upravljanje družb.⁴³³ Predvsem je bil njihov namen, da z od posameznikov zbranimi vavčerji vstopijo v posamezna podjetja (izbor naj bo stvar usposobljenih upravljavcev skladov, ne posameznikov), s čimer naj bi čim bolj razpršili tveganje vlagateljev.⁴³⁴

Sicer pa je z 'vavčerskim investicijskim skladom' mišljena paleta različnih pravnih oblik investicijskih skladov, ki so bili ustanovljeni z namenom zbiranja vavčerjev v procesu množične privatizacije. V prvem valu privatizacije so bili organizirani kot delniške družbe, medtem ko so se v drugem valu lahko oblikovali kot zaprti oziroma odprtvi vzajemni skladi, ki za razliko od delniških družb niso imeli pravne subjektivitete.⁴³⁵

Poleg tega so se tudi v procesu denacionalizacije pretežno posluževali investicijskih skladov: Zakon o restituciji (*Law on Restitution*) je bil sprejet leta 1991 in je omogočil vrnitev po letu 1948 zaplenjenega premoženja prejšnjim lastnikom.⁴³⁶ Včasih je bila vrnitev premoženja sicer izvedena v naravi, a največkrat je dobil prvotni lastnik kot kompenzacijo delnice v restitucijskem investicijskem skladu (*general investment restitution fund*) ali pa v privatizacijskem vzajemnem skladu (*privatization mutual fund*).⁴³⁷

Češka vlada vavčerskih skladov do druge polovice 90. let ni pojmovala kot investicijske sklade 'zahodnega' tipa, temveč, zaradi njihove (načrtovane) specifične vloge v privatizaciji, kot poseben instrument kolektivnega vlaganja.⁴³⁸ Ta posebna vloga je bila razlog za ohlapnejšo regulacijo, ki naj bi omogočila lažje restrukturiranje podjetij.⁴³⁹ Vendar pa so bili vsi ti skladi, kot posledica nizkih kriterijev za ustanovitev in delovanje, ohlapnega nadzora, milih zahtev objavljanja podatkov in pa izostanka vzpodbud za uspešnost, praviloma neuspešni.⁴⁴⁰ Poleg tega so bili vavčerski skladi večinoma oblikovani kot zaprti investicijski

⁴³⁰ *Supra*, sprotina opomba 421.

⁴³¹ *Supra*, sprotina opomba 422. Gre za t.i.m. *Crown open-end mutual funds (supra, sprotina opomba 419)*.

⁴³² *Supra*, sprotina opomba 422.

⁴³³ *Supra*, sprotina opomba 421.

⁴³⁴ *Supra*, sprotina opomba 423.

⁴³⁵ *Supra*, sprotina opomba 422. Po drugem valu je bilo odprtih 38, zaprtih 116, takšnih v obliki delniške družbe pa 196 (138 še iz prvega vala). Vsi skupaj so zbrali kar 64 odstotkov vseh razdeljenih vavčerjev.

⁴³⁶ *Supra*, sprotina opomba 424.

⁴³⁷ A. Schwartz, L. D. A. Tyson (1992) Reprivatization in Eastern Europe: Roundtable Report. V *Reprivatization in Central & Eastern Europe : country privatization reports & specific implementation issues. 15-34*. Poleg tega so dobili tudi manjšo denarno odškodnino (30.000 CSK).

⁴³⁸ *Supra*, sprotina opomba 422.

⁴³⁹ *Ibidem*.

⁴⁴⁰ *Supra*, sprotina opomba 421.

skladi⁴⁴¹, kar je še dodatno pripomoglo k temu, da upravljalcem maksimiziranje vrednosti premoženja ni bilo primarni cilj, saj jih vlagatelji za 'uspeh' niso mogli nagraditi z izstopom iz sklada.

Leta 1998 se je z reformami poseglo tudi na področje investicijskih skladov, pri čemer se je vlada odločila za 'pretvorbo' le-teh iz instrumentov korporativnega prestrukturiranja v 'običajna' orodja kolektivnega investiranja, kar je bilo delno motivirano tudi z željo harmonizacije zakona o investicijskih skladih z UCITS direktivo.⁴⁴² Spremembe zakona so skladom, ki izpolnjujejo taksativno naštete kriterije⁴⁴³, naložile postopno pretvorbo iz zaprtih v odprte sklade,⁴⁴⁴ drugim pa omogočila prostovoljno pretvorbo. V prvih dveh letih, tj. dve leti pred začrtanim rokom,⁴⁴⁵ se je prostovoljno 'odprla' že kar polovica skladov.⁴⁴⁶ S tem pa utrjevanja pravnega okvira še ni bilo konec. V letu 2000 je stopila v veljavo vrsta amandmajev veljavnih aktov s področja vrednostnih papirjev, njihov namen pa je bil med drugim učvrstiti pravice manjšinskih delničarjev in pa izboljšati standarde javnega razkrivanja podatkov o poslovanju družb.⁴⁴⁷ Nov val sprememb je nato sledil še v letu 2004⁴⁴⁸, pri čemer je bil sprejet tudi zakon št. 189/2004 o kolektivnem investiranju (*Act No. 189/2004 Coll. on Collective Investment (Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování)*)⁴⁴⁹. Kakor izhaja iz 1. člena navedenega akta, je zakonodajalec z njim uskladil ureditev kolektivnih investicijskih

⁴⁴¹ A. Weiss, G. Nikitin (2002) Effects of Ownership by Investment Funds on The Performance of Czech Firms. In *Designing Financial Systems in Transition Economies: Strategies for Reform in Central and Eastern Europe*. 187-214.

⁴⁴² *Supra*, sprotna opomba 422.

⁴⁴³ Podrobno o kriterijih na URL: http://www.sec.cz/export/EN/Publications/get_dms_file.do?FileId=1408.

⁴⁴⁴ *Supra*, sprotna opomba 421.

⁴⁴⁵ *Supra*, sprotna opomba 422.

⁴⁴⁶ *Ibidem*. Tudi *supra*, sprotna opomba 421. Češka agencija za trg vrednostnih papirjev (*Czech Securities Commission*) je npr. izdala neke vrste priporočilo, v katerem meni, da je »[t]ransformation of investment funds into open-ended types [...] in economic sense incomparably more advantageous than their liquidation.« (URL: http://www.sec.cz/export/EN/Publications/Media_releases.page?query=fund&clear=Delete&PageNumber=2, podrobneje na URL: http://www.sec.cz/export/EN/Publications/get_dms_file.do?FileId=1536.)

⁴⁴⁷ *Supra*, sprotna opomba 421.

⁴⁴⁸ URL: http://www.sec.cz/export/EN/Legal_Regulations/Acts.page. Na strani so tudi povezave do neuradnih prečiščenih besedil nekaterih aktov s področja vrednostnih papirjev.

⁴⁴⁹ Besedilo zakona v češkem jeziku je na voljo na URL:

http://www.sec.cz/export/CZ/Pravni_p_edpisy/get_dms_file.do?FileId=1048, v angleškem pa na URL: http://www.sec.cz/export/EN/Legal_Regulations/get_dms_file.do?FileId=1228, medtem ko relevantni dekreti še niso prevedeni v angleščino. (Jiří Čudejko, Czech Securities Commission (*infra*, osebni viri) Predvsem je med temi pomemben dekret CSC št. 139/2005 Coll., ki je opredelil dovoljene metode in instrumente za upravljanje premoženja sklada (URL: http://www.sec.cz/export/EN/Publications/Media_releases.page?FileId=1345), in pa dekret št. 457/2004 Coll. (*Vyhláška č. 457/2004 Sb., o minimálních náležitostech statutu a povinných náležitostech zjednodušeného statutu fondu kolektivních investování*), katerega besedilo v češkem jeziku je na voljo na URL: http://www.sec.cz/export/CZ/Pravni_p_edpisy/get_dms_file.do?FileId=1013.

shem z UCITS direktivami (tudi z UCITS III⁴⁵⁰), v veljavo pa je stopil z dnem priključitve Republike Češke EU.⁴⁵¹

Ob tem je na trg odprtih investicijskih skladov pozitivno vplivala tudi odločitev o znižanju obdavčitve skladov s prejšnjih 15 na 5 odstotkov. V veljavo je stopila s 1. januarjem 2004, češko združenje investicijskih družb (*Unie investičních společností* (UNIS ČR)) pa pričakuje še nadaljnje znižanje.⁴⁵²

5.4.2 Veljavna ureditev

Veljavni zakon 189/2004 govori o kolektivnih investicijskih skladih (*collective investment funds*), loči pa investicijske sklade (*investiční fond*⁴⁵³ (*investment fund*))⁴⁵⁴ in vzajemne sklade (*podílový fond* (*unit trust*))⁴⁵⁵ ⁴⁵⁶.

Za investicijske sklade je določeno, da so pravne osebe in da zbirajo finančna sredstva z izdajo delnic,⁴⁵⁷ kar dejansko pomeni, da gre v smislu ZISDU-1 za investicijsko družbo, tj. za 'korporativno' obliko investicijskega sklada.⁴⁵⁸ V prid temu zaključku je tudi določba, ki pravi, da mora polno ime sklada vsebovati navedbo 'zaprti investicijski sklad' (*closed-end investment fund*),⁴⁵⁹ kar, v smislu nezavezanosti sklada za povratni odkup delnic na zahtevo vlagatelja,⁴⁶⁰ prav tako ustrezta ureditvi investicijske družbe po ZISDU-1.

Investicijski sklad lahko sam upravlja svoja sredstva, lahko pa to zaupa družbi za upravljanje.⁴⁶¹

Za vzajemne sklade zakon določa, da zbirajo finančna sredstva z izdajo (investicijskih) certifikatov (investicijskih kuponov⁴⁶²) sklada ter da je vzajemni sklad skupen premoženja, ki pripada vsem lastnikom certifikatov vzajemnega sklada, sorazmerno s številom certifikatov, ki jih ima vsak vlagatelj.⁴⁶³ Iz uradnega angleškega prevoda akta (govori o '*unit trusts*') bi

⁴⁵⁰ UNIS ČR (2005) *Czech Republic Country Report 2004*. 4.

⁴⁵¹ 141. člen zakona 189/2004 o kolektivnem investiranju.

⁴⁵² UNIS CR (2004) *Annual Report 2003-2004*. 7, 11. URL: http://www.uniscr.cz/download/223-unis_annual_report_2003-2004.pdf.

⁴⁵³ Izraze v češkem jeziku sta mi posredovala Stroud Kelley ter Martin Hanzlik, UNIS ČR (*infra*, osebni viri).

⁴⁵⁴ 4. in 5. člen zakona 189/2004.

⁴⁵⁵ 6.-13. člen zakona 189/2004.

⁴⁵⁶ 2/I. (c) zakona 189/2004.

⁴⁵⁷ Člen 4/I. zakona 189/2004.

⁴⁵⁸ J. K. Thompson, S. Choi (2001) *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*. 26. URL: http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Governance_Systems_for_Collectiveoccpap1.pdf.

⁴⁵⁹ Člen 4/IV. zakona 189/2004.

⁴⁶⁰ To dejstvo zakon sicer nikjer izrecno ne navaja, a sklepam, da je omenjena nujna sestavina imena 'nujna' z namenom zaščite vlagateljev, tj. da odraža resnično stanje.

⁴⁶¹ *Supra*, sprotnej opomba 458.

⁴⁶² P. Grilc, M. Juhart (1996) *Pravo vrednostnih papirjev*. 149.

⁴⁶³ Člen 6/I. in II. zakona 189/2004.

lahko sklepali, da gre za ustanovitev po *Trust Law*⁴⁶⁴, a so, nasprotno, pogodbene narave,⁴⁶⁵ kakor izhaja že iz dejstva, da so lastniki premoženja sklada upravičenci (vlagatelji), in ne sam trust. Da ti *unit trusts*, kljub že pojasnjениm terminološkim razlikam, v grobem ustrezajo 'slovenskim' vzajemnim skladom, potrjuje tudi določba, po kateri niso pravne osebe.⁴⁶⁶ Za razliko od ZISDU-1, pa pozna na češkem tako zaprte (*uzavřený podílový fond (close-end unit trust)*) kot tudi odprte vzajemne sklade (*otevřený podílový fond (open-end unit trust)*).

Temelj razlikovanja je (ne)obstoj dolžnosti odkupa kuponov s strani sklada,⁴⁶⁷ glede zaprtega vzajemnega sklada pa je zanimivo, da se mora že v statutu določiti čas prenehanja sklada, tj. da je njegov obstoj časovno omejen.⁴⁶⁸

Premoženje obeh oblik skladov v svojem imenu in za račun vlagateljev upravlja investicijska družba (v obliki delniške družbe), tj. družba za upravljanje (*investiční společnost (investment company)*).⁴⁶⁹ Poleg družbe za upravljanje potrebuje vsak vzajemni sklad tudi depozitarja, ki pa je lahko le banka.⁴⁷⁰

Kot že rečeno je bila glavni razlog za zadnje spremembe zakona njegova uskladitev z UCITS direktivo. Tako loči zakon običajne, standardne sklade (*standard funds*) in posebne sklade (*special funds*). Slednji imajo lahko katerokoli od že prej opisanih oblik,⁴⁷¹ ločijo pa se glede na investicijsko politiko.⁴⁷² Običajni skladi so lahko le odprti skladi, ki izpolnjuje kriterije UCITS direktive,⁴⁷³ te kriterije, predvsem omejitve vlaganj⁴⁷⁴ in načelo razprtisitve tveganja, pa povzema tudi sam zakon.⁴⁷⁵

Nadzor nad trgom vrednostnih papirjev⁴⁷⁶ izvaja od ustanovitve leta 1998 agencija za trg vrednostnih papirjev, čeprav je uveljavljanje določb gospodarskega zakonika (določb, ki

⁴⁶⁴ *Supra*, razdelka 2.1.2 in 4.3.3.

⁴⁶⁵ *Supra*, sprotina opomba 458, 14, 49, 63.

⁴⁶⁶ Člen 6/II. zakona 189/2004.

⁴⁶⁷ Člena 10/I. in II. ter 13/I. zakona 189/2004.

⁴⁶⁸ Člen 13/V. zakona 189/2004.

⁴⁶⁹ 14. in člen 7/I. zakona 189/2004.

⁴⁷⁰ Člena 3/I. in 20/II. zakona 189/2004.

⁴⁷¹ Člen 49/I. zakona 189/2004. Torej investicijskega sklada ter odprtega oziroma zaprtega vzajemnega sklada.

⁴⁷² Členi 42/II. ter 51.-57. zakona 189/2004. Za konkreten primer razlikovanja tovrstnih skladov glej npr. URL: <http://www.pioneerinvestments.cz/>.

⁴⁷³ 24/I. zakona 189/2004 in URL: http://www.sec.cz/export/EN/Publications/Media_releases.page?FileId=1345.

⁴⁷⁴ Zakon tako standardnim kot posebnim skladom ne dovoljuje lastništva več kot 20 odstotkov posameznega podjetja (npr. člena 17/VI. In 52/III.), čemur pa se skladi izognejo z nelegalnimi prenosili pravic do odločanja med seboj ali pa prav tako nelegalnim koordiniranjem svojih ravnanj. (D. Earnhart, L. Lízal (2002) *Effects of Ownership and Financial Status on Corporate Environmental Performance*. 14, sprotina opomba 15. URL: <http://www.cerge-ei.cz/pdf/wp/Wp203.pdf>.)

⁴⁷⁵ 28.-35. ter 27. člen zakona 189/2004.

⁴⁷⁶ Za konkretni primer nadzora nad investicijskimi skladi s strani CSC glej URL: http://www.sec.cz/export/EN/Publications/Media_releases.page?FileId=1259.

urejajo menedžerske odkupe in obveznosti javnih delniških družb) še vedno v pristojnosti gospodarskih sodišč.⁴⁷⁷

5.4.3 Stanje na trgu

Ob koncu leta 2004 je bilo na trgu približno 50 domačih odprtih vzajemnih skladov (štiri največje DZU upravlja preko 90 odstotkov vseh sredstev v domačih skladih) in približno 800 takšnih s sedežem v tujini,⁴⁷⁸ sredstva v vseh skupaj pa predstavljajo približno desetino vseh prihrankov gospodinjstev.⁴⁷⁹

Tabela 7: Število čeških odprtih vzajemnih skladov.

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani skladi	skladi skladov	skupaj
31.12. 2004	10	13	7	28	4	62
30.06. 2005	10	12	8	27	10	67

Vir: Czech Securities Commission.⁴⁸⁰

Češki vlagatelji veljajo za precej konzervativne, tako da imajo prednost manj tvegani instrumenti.⁴⁸¹ Posledično so najbolj priljubljeni skladi denarnega trga (tabela 8), ki služijo kot nadomestek varčevalnim bančnim računom.⁴⁸² V delniških skladih je manj kot pet odstotkov sredstev, a ta delež hitro narašča. Drugače je z mešanimi skladi, ki so bili večinoma oblikovani iz bivših privatizacijskih skladov. Ti skladi imajo še vedno negativen neto priliv sredstev, saj se vlagatelji, ki so to postali v času vavčerske privatizacije, še nadalje umikajo.⁴⁸³

Tabela 8: Sredstva čeških odprtih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v milijonih EUR).

	delniški trga	obvezniški trga	denarnega trga	mešani skladi	skladi skladov	skupaj
31.12. 2004	159,6	719,3	2.070,8	738,2	15,1	3.703,0
31.03. 2005	179,0	757,4	2.330,3	694,1	47,6	4.008,4
30.06. 2005	195,9	851,3	2.318,7	650,5	104,2	4.120,6

Vir: UNIS ČR, Czech Securities Commission.⁴⁸⁴

⁴⁷⁷ Supra, sprotina opomba 421.

⁴⁷⁸ Supra, sprotina opomba 450, 1.

⁴⁷⁹ Ibidem, 2-3.

⁴⁸⁰ Jiří Čudejko, Czech Securities Commission (*infra*, osebni viri).

⁴⁸¹ V potrditev glej tudi URL: [http://www.czso.cz/eng/edicniplan.nsf/t/30004C20ED/\\$File/9401q106.xls](http://www.czso.cz/eng/edicniplan.nsf/t/30004C20ED/$File/9401q106.xls).

⁴⁸² Supra, sprotina opomba 450, 2-3.

⁴⁸³ Ibidem.

⁴⁸⁴ Martin Hanzlik, UNIS ČR, in Jiří Čudejko, Czech Securities Commission (*infra*, osebni viri). Zneske v čeških kronah (CZK) sem v evre preračunal s pomočjo srednjih tečajev Češke narodne banke, na voljo na URL: http://wdb.cnb.cz/cnbeng/KURZY.K_VYVOJ_ENG.show_parms.

5.5 Danska

5.5.1 Razvoj

Pogled na zgodovino kolektivnega investiranja na Danskem kaže na zelo razgibano razvojno pot, z nekaj nenadnimi zasuki k razcvetu na eni in stagniraju na drugi strani.

Njegove korenine segajo sicer vse tja do 20. let prejšnjega stoletja, a so se prvi investicijski skladi, kot posebni varčevalni mehanizmi pod okriljem bank (hranilnic in podeželskih bank), pojavili koncem 60. let.⁴⁸⁵

Pravi razvoj trga in tudi samega instituta se je nato nadaljeval šele v prvi polovici 80. let, čemur sta botrovali uvedba davčnih vzpodbud in liberalizacija tujih portfeljskih naložb, pa tudi vse večje banke so v tistem času promovirale varčevanje v skladih, osredotočenih na tuje lastniške delniške papirje.⁴⁸⁶ Pred letom 1982 na Danskem tudi niso imeli neke posebne regulative na področju investicijskih skladov,⁴⁸⁷ nato pa so potrebe trga vodile k oblikovanju zakona o investicijskih skladih, v precejšnji meri 'navdihnjene' s predlogom prve UCITS direktyve.⁴⁸⁸ Je pa ob tem potrebno poudariti, da je bila Danska na področju reguliranja investicijskih skladov na ravni Skupnosti v preteklosti pogosto, zavoljo nekaterih posebnosti svojega kapitalskega trga, predmet posebne obravnave.⁴⁸⁹

Nekaj let po določitvi pravnega okvira je bil trg priča visokim stopnjam rasti, nato pa je prišlo leta 1987, pod vplivom 'črnega pondeljka' na globalnem trgu lastniških vrednostnih papirjev in, do varčevalnih shem neprijazne, davčne reforme, do nenačne ustavitve.⁴⁹⁰ Še več – do stabilizacije trga leta 1992, je bilo zabeleženo vsakoletno nazadovanje⁴⁹¹.⁴⁹² Šele leto 1992 je torej začelo kazati prve znake oživljanja industrije. Takrat je namreč prišlo do primernejše ureditve varčevalnih shem, ki je, skupaj s padanjem obrestnih mer in dvigom

⁴⁸⁵ URL: <http://www.ifr.dk/composite-247.htm>.

⁴⁸⁶ Ibidem.

⁴⁸⁷ K. L. Bechmann, J. Rangvid (2004) *Expenses and the performance of Danish mutual funds*. 4. URL: <http://www.atp.dk/faktum14>.

⁴⁸⁸ Supra, sprotna opomba 485.

⁴⁸⁹ Glej, primeroma, uvodno izjavo k direktivi 88/220/EGS in 54. člen direktive 85/611/EGS (tudi prečiščeno besedilo, priloga 1).

⁴⁹⁰ Supra, sprotna opomba 485.

⁴⁹¹ J. Thompson (2001) *Corporate governance and collective investment instruments*. 4. URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/6/49/1815904.pdf>.

⁴⁹² Supra, sprotna opomba 485. Za primerjavo: leta 1990 je bilo v upravljanju danskih odprtih investicijskih skladov 3,6, v upravljanju portugalskih pa 2,8 milijarde USD. Dve leti kasneje pa je bilo razmerje že 7,9 napram 3,7 milijarde v prid Portugalske. (L.L. Ong, S. Amadou (2004) *The Role of Mature Market Mutual Funds in Emerging Markets: Myth or Mayhem?*. 17. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04133.pdf>).

zavesti o prednostih kolektivnega investiranja, prispevala k stalnem dotoku kapitala v investicijske sklade.⁴⁹³

Na področju zakonodaje pa je vztrajala 'stagnacija' še nekoliko dlje. Že prej omenjeni zakon iz leta 1982 (v veljavi od 1983) je ostal namreč relativno nespremenjen⁴⁹⁴ in močno omejen s kozervativnim pogledom na UCITS direktivo vse do leta 1998, ko je vstopil v veljavo nov, trendom sledeč, zakon. Ta je poleg UCITS skladov uvedel še novo kategorijo skladov s posebnimi cilji (*special purpose fund*).⁴⁹⁵ Pri tem je šlo za indeksne sklade (takšne, ki sledijo indeksu borze vrednostnih papirjev v Kopenhagnu), sklade denarnega trga in sklade skladov⁴⁹⁶ ⁴⁹⁷, torej oblike, ki jih je UCITS direktiva vpeljala šele v letu 2002. Poleg teh je akt omogočil tudi še nekatere druge, tradiciji danskega kapitalskega trga prilagojene oblike, kot npr. čiste sklade hipotekarnih obveznic (hipotekarne obveznice so med danskimi varčevalci najbolj priljubljena oblika investiranja) in pa posebne, delno zaprte sklade, ki vlagajo v nedoločene deleže majhnih in srednjih podjetij (t.i.m. *SME associations*)⁴⁹⁸ ⁴⁹⁹.

Ob koncu leta 2003 je bil nato, z namenom implementacije novosti direktiv o produktih in družbah za upravljanje,⁵⁰⁰ sprejet Zakon o investicijskih združenjih in združenjih s posebnimi cilji ter drugih kolektivnih investicijskih shemah itd., št. 1169 (*Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v (The Investment Associations and Special-Purpose Associations as well as other Collective Investment Schemes etc. Act)*)⁵⁰¹. Omenjeni akt je bil leto kasneje še dvakrat spremenjen,⁵⁰² a ni šlo za večje posege v materijo.

Kljub temu pa je dolgoletno 'regulativno' mrtvilo pustilo sledi in je med glavnimi razlogi (relativnega) zaostajanja danskih skladov za tistimi iz primerljivih držav.⁵⁰³ Vendar pa ne gre

⁴⁹³ *Ibidem*.

⁴⁹⁴ Z izjemo sprememb kot posledice sprememb UCITS direktive iz leta 1989. (*Supra*, sprotna opomba 485.)

⁴⁹⁵ URL: <http://www.ifr.dk/composite-834.htm>.

⁴⁹⁶ 108. člen zakona 1169.

⁴⁹⁷ *Supra*, sprotna opomba 485.

⁴⁹⁸ 109. člen zakona 1169.

⁴⁹⁹ *Ibidem*.

⁵⁰⁰ Direktivi 2001/107/ES in 2001/108/ES. (Prečiščeno besedilo zakona 1169, sprotna opomba 485. URL: [http://www.ifr.dk/media\(472,1033\)/Engelsk_Lov_om_financiel_virksomhed.doc](http://www.ifr.dk/media(472,1033)/Engelsk_Lov_om_financiel_virksomhed.doc)) Za podrobnejše podatke o obeh UCITS III direktivah, glej supra, razdelek 4.3.2.

⁵⁰¹ Povezave do besedil drugih, za področje pomembnih pravnih aktov (tudi podzkonskih) v angleškem jeziku, so na voljo na URL: <http://finanstilsynet.inforce.dk/sw7804.asp> ter <http://finanstilsynet.inforce.dk/sw1324.asp>.

⁵⁰² Zakona št. 491 z dne 9. junija 2004 in št. 1383 z dne 20. decembra 2004.

⁵⁰³ Med 22 razvitetimi trgi so leta 1998 po količini sredstev v upravljanju odprtih investicijskih skladov za Dansko zaostajali le trije: Nova Zelandija, Finska in Norveška. (L.L. Ong, S. Amadou (2004) *The Role of Mature Market Mutual Funds in Emerging Markets: Myth or Mayhem?*. 17. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04133.pdf>)

zanemariti niti, kakor ugotavlja v svoji raziskavi Christensen, nezmožnost optimalnega investicijskega odločanja danskih upravljalcev.⁵⁰⁴

5.5.2 Veljavna ureditev

Področje odprtih investicijskih skladov ureja na Danskem torej zakon št. 1169, nazadnje spremenjen leta 2004.⁵⁰⁵

Ta pozna dve obliki investicijskih skladov, obe oblikovani kot t. i. *associations (Foreninger)* (združenja, združbe, zveze):

- investicijske sklade (*Investeringsforeninger (investment associations)*), ki so UCITS, in
- sklade s posebnimi cilji (*Specialforeninger (special-purpose associations)*).⁵⁰⁶

Slednji so investicijski skladi, ki niso usklajeni z UCITS direktivo in jim je omogočeno vlaganje v širšo paletu instrumentov, tj. brez omejitev, ki veljajo za UCITS sklade, poleg tega pa je le med njimi moč najti, sicer zelo redko, zaprte sklade.⁵⁰⁷ Na Danskem namreč poznajo tako odprte (*Aabne investeringsinstitutter*) kot zaprte investicijske sklade (*Lukkede investeringsinstitutter*), a so slednji 'interne narave', tj. ustanovljeni s strani zasebnih bank in o njih javne informacije niso na voljo.⁵⁰⁸

Association (tj. združenje) predstavlja pogodbeno obliko investicijskega sklada,⁵⁰⁹ v katerem so vsi vlagatelji člani 'združenja', status člana pa omogoča vlagatelju glasovanje na generalni

⁵⁰⁴ »[...] [I]n general Danish mutual funds have performed neutrally, and mutual fund investors have obtained net returns that are not significantly different from the passive benchmark returns. [...] Danish mutual funds have not possessed selection ability. In most cases, their performance have been neutral and in a few cases we find even significantly negative performance. Concerning timing ability the general conclusion is also negative.« (M. Christensen (2003) *Evaluating Danish Mutual Fund Performance*. 12, 20. URL:

http://www.hha.dk/afl/wp/fin/glfm/D03_4.PDF) Povezave do novejših podatkov o rezultatih danskih skladov so na voljo na URL: <http://finanstilsynet.inforce.dk/sw1282.asp>.

⁵⁰⁵ Prečiščeno besedilo št. 147 z dne 9. marca 2005 (The Investment Associations and Special-Purpose Associations as well as other Collective Investment Schemes etc. Act, cf. Act no. 1169 of 19 December 2003 with the amendments consequential upon Act no. 491 of 9 June 2004 and Act no. 1383 of 20 December 2004) je v angleščini na voljo na URL: [http://www.ifr.dk/media\(472,1033\)/Engelsk_Lov_om_financiel_virksomhed.doc](http://www.ifr.dk/media(472,1033)/Engelsk_Lov_om_financiel_virksomhed.doc), v danščini pa na URL: [http://www.ifr.dk/media\(281,1030\)/Lov_om_investeringsforeninger_.doc](http://www.ifr.dk/media(281,1030)/Lov_om_investeringsforeninger_.doc).

⁵⁰⁶ Supra, sprotnej opomba 495. V oboje vlagajo tako zasebni kot institucionalni vlagatelji. Glej tudi člen 1/I.(1) in (2) zakona št. 1169.

⁵⁰⁷ Jens Varder, Danish Financial Supervisory Authority (*infra*, osebni viri). Kot zaprte sklade (spadajo med sklade s posebnimi cilji) navaja: »a few of the "Specialforeninger" and "§115-ordninger"«.

⁵⁰⁸ Michael Christensen, Aarhus School of Business (*infra*, osebni viri).

⁵⁰⁹ J. K. Thompson, S. Choi (2001) *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*. 14, 26, 49, 63. URL:

http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Governance_Systems_for_Collectiveoccpap1.pdf. Enako: supra, sprotnej opomba 491, 11, 21, 51. Razen navedenega, obe deli do najmanjših podrobnosti (med seboj identično, saj je pri obeh sodeloval isti avtor) povzemata besedilo na spletnih straneh danskega združenja

skupščini,⁵¹⁰ ki je najvišji organ sklada.⁵¹¹ Na slednji se izbira člane sveta direktorjev ter upravni odbor in depozitarja.⁵¹²

Zakon določa, da so investicijska združenja odprti skladi, ki so dolžni na zahtevo vlagatelja povrniti protivrednost njegovega vložka,⁵¹³ medtem ko določa za sklade s posebnimi cilji le, da ti povrnejo vložek vlagatelja iz premoženja sklada.⁵¹⁴ V skladu s tem je določba drugega odstavka 48. člena,⁵¹⁵ ki omogoča skladom s posebnimi cilji pod določenimi pogoji tudi zavrnitev takojšnjega izplačila deleža vlagatelju.

Skladom je dovoljeno uporabljati izvedene finančne instrumente le v omejeni meri – prevzete obveznosti so lahko le v višini premoženja sklada, prepovedano pa je tudi zavzemanje špekulativnih položajev.⁵¹⁶

Družba za upravljanje (*Investeringsforvaltningsselskab (Danish management company)*)⁵¹⁷ lahko opravlja le storitve upravljanja skladov,⁵¹⁸ to pa mora opravljati v skladu z načeli poslovnega poštenja in dobre prakse (podrobna navodila o teh načelih mora določiti minister za gospodarstvo).⁵¹⁹

Depozitar (skrbnik) (*Depotselskab*) mora biti danska banka oziroma ustrezena tuja kreditna institucija, s poslovalnico na Danskem.⁵²⁰ Pogosto je depozitar tudi oglaševalec enot sklada, kljub temu pa Dansko združenje investicijskih skladov poudarja neodvisnost sklada in družbe za upravljanje od tovrstne banke.⁵²¹ V potrditev temu gre dejstvo, da banke-oglaševalci pogosto prodajajo tudi enote skladov, ki jih ne promovirajo,⁵²² ob tem pa tudi zakon določa, da mora biti večina članov sveta direktorjev neodvisna od depozitarja.⁵²³

investicijskih družb (<http://www.ifr.dk>), sam pa se bom v nadalje skliceval le še na slednje. Dopusčam pa seveda tudi možnost, da je na spletnih straneh objavljeno besedilo (v angleščini) prepis besedila obeh študij.

⁵¹⁰ Člen 22/I. zakona št. 1169.

⁵¹¹ Člen 21/I. zakona št. 1169.

⁵¹² *Supra*, sprotnej opomba 495. Za funkcije teh organov glej člene 26-35 zakona št. 1169.

⁵¹³ Člen 4/I.(2) zakona št. 1169: »...at the request of a member shall redeem said member's share of the assets with funds derived therefrom.«

⁵¹⁴ Člen 5/I.(2) zakona št. 1169: »...redeem the member's share of the assets with funds derived therefrom.«

⁵¹⁵ Člen 48/II.: »An association or division shall, at the request of a member, redeem units. The articles of association of a special-purpose association may contain a different provision, cf. section 10(2)-(4).«

⁵¹⁶ 89. člen zakona št. 1169. Tudi *supra*, sprotnej opomba 495.

⁵¹⁷ Pred zadnjimi spremembami zakona št. 1169, ko še niso potrebovale avtorizacije, so se imenovale *Administrationsselskab (management company)*. (*Supra*, sprotnej opomba 507.)

⁵¹⁸ URL: <http://www.ifr.dk/composite-287.htm>.

⁵¹⁹ 18. člen zakona št. 1169.

⁵²⁰ Člen 3/V., tudi 4/VIII. zakona št. 1169. Enako tudi: J. K. Thompson, S. Choi (2001) *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*. 66.

⁵²¹ *Supra*, sprotnej opomba 518.

⁵²² *Ibidem*. Združenje navaja tudi, da se je že večkrat zgodilo, da je sklad zamenjal promoterja in/ali depozitarja.

⁵²³ Člena 26/II. in 35/IV. Zakona št. 1169.

Čezmejno prodajo enot ureja zakon v členih 14.-17., sicer pa je za to področje pomembna tudi odredba o oglaševalskih aktivnostih UCITS skladov na Danskem.⁵²⁴

Nadzor nad skladi izvaja v skladu z določbami členov 116.-131. zakona št. 1169 agencija za nadzor finančnega trga⁵²⁵ (*Finanstilsynet (The Danish Financial Supervisory Authority)*), v nadaljevanju pa vsebuje akt tudi kazenske določbe.⁵²⁶ Ko regulator odobri ustanovitev ozziroma delovanje sklada, izvede registracijo agencija za trgovino in gospodarske družbe (*Danish Commerce and Companies Agency*).⁵²⁷

5.5.3 Stanje na trgu

Posledice že omenjenih naprednejših prijemov v drugi polovici 90. let prejšnjega stoletja so se seveda odrazile tudi na premoženju skladov – od leta 1997 do 2003 so bili vsako leto v povprečju 'bogatejši' kar za četrtino,⁵²⁸ največji delež neto prilivov pa je odpadel na sklade, ki vlagajo v danske obveznice.⁵²⁹

V zadnjem obdobju kaže danski trg lepšo podobo. Tako je bila po prilivih v svoje UCITS sklade v letu 2004 Danska celo na petem mestu med članicami EU.⁵³⁰ Kljub temu pa spada danski trg vzajemnih skladov v evropskem okviru med manjše – število vlagateljev se giblje okrog 650.000 (približno 13 odstotkov populacije⁵³¹), ocene pa so, da je (le) v 27 odstotkih danskih gospodinjstev vsaj en član tudi vlagatelj.⁵³² Razlog temu leži v varčevalnih navadah prebivalstva: davčni sistem je bolj naklonjen institucionalnim pokojninskim varčevanjem,

⁵²⁴ Statutory Order on Marketing Carried out by Certain Foreign Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) and certain other Collective Investment Undertakings in Denmark, No. 1118 of 13/12/2000. Na voljo je na URL: [http://www.ifr.dk/media\(192,1033\)/Statutory_order_marketing_UCITS](http://www.ifr.dk/media(192,1033)/Statutory_order_marketing_UCITS).

⁵²⁵ Ustanovljena je bila že leta 1988. (FMA (2004) *Annual Report of the Financial Market Authority 2003*, 10. URL: <http://www.fma.gv.at/en/pdf/annualre.pdf>.)

⁵²⁶ 132. in 133. člen zakona št. 1169.

⁵²⁷ Člen 8/1. zakona št. 1169.

⁵²⁸ *Supra*, sprotna opomba 503, 18, razpredelnica 1B; lastni izračuni. Enako (glede na obdobje 1997-2002) tudi Christensen (*supra*, sprotna opomba 504, 2). Slednji navaja kot enoto 'millions USD', dejansko pa gre za milijarde dolarjev, kar je potrdil tudi preračun podatkov z URL: <http://www.ifr.dk/composite-353.htm> (danska krona (DKK) je bila približno 0.17 ameriškega dolarja (*Supra*, sprotna opomba 487)). Pri nadaljnjih primerjavah je potrebno upoštevati, da so v podatke za obdobje pred letom 2003 vključena tudi sredstva posebnih investicijskih skladov, tj. skladov, ki so namenjeni institucionalnim vlagateljem. (Investment Company Institute (2005) *2005 Investment Company Fact Book*. 102, sprotna opomba 2. URL: http://www.ici.org/pdf/2005_factbook.pdf.)

⁵²⁹ Od leta 1993 se je število enot tovrstnih skladov pomnožilo s faktorjem 12. (*Supra*, sprotna opomba 485.)

⁵³⁰ EFAMA (2005) *Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2004 and Results for Full-Year 2004*. 3. URL:

http://www.efama.org/60Statistics/20MoreStat/European_Statistics/Europeanstat/documentfile.

⁵³¹ *Supra*, sprotni opombi 485 in 487; lastni izračun.

⁵³² *Supra*, sprotna opomba 485.

razširjeno in z dolgo tradicijo je neposredno lastništvo obveznic, razvoj trga se je začel dokaj pozno, poleg tega pa tudi bančni sistem omogoča relativno visoke donose na depozite.⁵³³

Posledično je tudi delež tujih skladov na trgu minimalen – štirje tuji skladi s poslovalnicami na Danskem so 'zasedali' ob koncu leta 2001 približno 5,4 odstotke trga.⁵³⁴ Poleg majhnosti trga in 'navad' vlagateljev, je moč razloge morda iskati tudi v diskriminatorni davčni politiki do tujih (pokojninskih) skladov.⁵³⁵

Davčni režim pa je pomemben še za neko drugo značilnost danskih vzajemnih skladov.

Večina statističnih podatkov, ki so na voljo,⁵³⁶ namreč opredeljuje le dve 'glavni' kategoriji danskih skladov: *equity funds* in pa *bond funds*. Omenjeni se resda delita glede na tuje oziroma domače, vse štiri skupine pa se še podrobno geografsko razdelijo, a podatkov za druge skupine skladov, glede na investicijsko politiko, ni. Christensen v svoji študiji, ko pojasnjuje metodiko dela le-te, navaja, da je pričakovati, da delniški skladi ne bodo vlagali v instrumente z zagotovljenim donosom, skladi z zagotovljenim donosom pa ne v lastniške vrednostne papirje.⁵³⁷ To pojasnjuje s tem, da bi bili v primeru tovrstnih vlaganj skladi opredeljeni kot mešani, kar pa bi (negativno) vplivalo na njihov davčni režim.⁵³⁸ Christensen mi je tudi, glede na novejše podatke, potrdil, da na Danskem skoraj ni uravnoteženih skladov, oziroma da prevladujejo 'čisti' skladi.⁵³⁹ Podatki o mešanih skladih, kakor so prikazani v tabeli 9, pa so tako predvsem posledica dejstva, da so vključeni tudi skladi skladov.

Razlog pa, da pogosto v tovrstnih predstavitvah ni moč zaslediti skladov denarnega trga, je v tem, da jih 'statistično gledano' uvrščajo med monetarne finančne institucije in ne med investicijske sklade,⁵⁴⁰ tako da so njihovi podatki vključeni med kumulativne podatke prvih.

⁵³³ *Ibidem*.

⁵³⁴ *Supra*, sprotnejša opomba 485. Register vseh registriranih in priglašenih finančnih institucij na Danskem je na voljo na URL: <http://www.finanstilsynet.dk/sw1296.asp>.

⁵³⁵ »European countries are under increasing pressure to end tax policies that discriminate against foreign pension funds. The European Commission has decided to take Denmark to the European Court of Justice....« (T. Perrin (2003) Headlines worldwide pay and benefits. *Pensions : An International Journal* 88-96. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=436794181&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD.>)

⁵³⁶ Npr. na URL: <http://www.ifr.dk/composite-353.htm>, <http://www.ifr.dk/composite-819.htm> ali <http://www.finanstilsynet.dk/sw1282.asp>. Na slednji sem našel le en sklad, katerega bi po imenu lahko uvrstili med mešane, uravnotežene, sklade skladov ali sklade denarnega trga, tj. *Euro money fund*.

⁵³⁷ *Supra*, sprotnejša opomba 504, 11,12.

⁵³⁸ *Ibidem*, 23, sprotnejša opomba 23: »Danish mutual funds are not allowed to invest these 25% in the money market, which means that they must invest in either equities and/or bonds. Most funds will, however, choose to invest solely in equities or solely in bonds, since otherwise the fund will be classified as a mixed fund, changing how the fund is taxed.«

⁵³⁹ Michael Christensen, Aarhus School of Business; podobno tudi Ken L. Bechman, Copenhagen Business School (podrobnejše *infra*, osebni viri). Slednji je omenil tudi, da skladov, ki bi vlagali v nepremičnine (še) ni, obstajajo pa že taki, katerih cilj so vrednostni papirji podjetij, ki se ukvarjajo z nepremičninami, gradbenimi posojili ipd..

⁵⁴⁰ Danmarks National Bank (2005) *Balance-sheet statistics for investment associations* (2nd quarter 2005). 5. URL: [http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Publications.nsf/side/IF20050805TT/\\$file/if20050805tt.pdf](http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Publications.nsf/side/IF20050805TT/$file/if20050805tt.pdf).

Tabela 9: Sredstva danskih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v milijonih EUR).⁵⁴¹

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani skladi	skupaj
31.12. 2004	23.971,2	46.409,7	6.222,5	6.816,3	83.419,7
31.03. 2005	26.283,6	48.258,3	6.336,0	7.020,6	87.898,5
30.06. 2005	29.725,6	50.660,9	6.468,5	13.755,6	100.610,6

Vir: Danmarks National Bank,⁵⁴² lastni izračuni.

Podatkov o številu odprtih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko žal ni na voljo, medtem ko je bilo ob koncu leta 2004 vseh skladov 423, tj. 62 manj kot dve leti prej.⁵⁴³ Sicer pa je na Danskem že vse od leta 1985 več delniških kot obvezniških skladov – v letu 2003 je bilo razmerje 212 napram 151 v prid prvih.⁵⁴⁴ Vendar pa njihovo število ne odraža tudi premoženja v upravljanju – v letu 2004 je bilo dobrih 55 odstotkov vseh sredstev v obvezniških skladih (tabela 9).⁵⁴⁵

⁵⁴¹ Skladi skladov so že vključeni. Zneski so iz danskih kron (DKK) pretvorjeni v evre na podlagi srednjih tečajev danske Narodne banke, in sicer: za dan 31.12. 2004: EUR/DKK = 7,4381, za dan 31.3. 2005: EUR/DKK = 7,4495 ter za dan 30.6. 2005: EUR/DKK = 7,4515. (Povezava do navedenih podatkov je na voljo na URL: http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Statistics.nsf/side/PT_Exchange_Rates!OpenDocument, pod kategorijo 'End-month'.)

⁵⁴² URL: [http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Publications.nsf/side/IF20050805Nyt/\\$file/if20050805nyt.pdf](http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Publications.nsf/side/IF20050805Nyt/$file/if20050805nyt.pdf). Podatki, dostopni na URL: <http://www.ifr.dk/composite-353.htm> so sicer precej različni, a sta razloga dva: na navedeni spletni strani so podatki za obvezniške in sklade denarnega trga združeni, poleg tega pa ne vključujejo podatkov za sklade skladov.

⁵⁴³ Investment Company Institute (2005) *2005 Investment Company Fact Book*. 102. URL: http://www.ici.org/pdf/2005_factbook.pdf.

⁵⁴⁴ *Supra*, sprotna opomba 487, 5. Vsako leto je v povprečju 60 odstotkov skladov delniških.

⁵⁴⁵ Največ je vlaganj v danske in pa obveznice razvijajočih se trgov. (URL: <http://www.ifr.dk/composite-948.htm>). Na navedeni spletni strani je navedeno, da je bilo sredi leta 2004 kar 73 odstotkov premoženja v obvezniških skladih. Vendar pa pri tem, glede na dane podatke sodeč, niso upoštevali skladov denarnega trga in pa mešanih skladov.

5.6 Estonija

5.6.1 Razvoj

Prvi investicijski skladi na estonskem trgu so bili zaprti privatizacijski skladi na začetku 90. let prejšnjega stoletja (ti so nato prenehali z delovanjem v letih 1998-2000).⁵⁴⁶ V istem obdobju so se pojavili tudi prvi 'pravi' skladi, a jih je zaradi izostanka ustrezne regulative težko natančneje opredeliti. Svoj konec so, kot rezultat izostanka primerenega pravnega okvira in tudi zaradi neizkušenosti in neznanja upravljavcev in vlagateljev, našli v škandalih in stečajih, a na srečo pri tem ni šlo za izgubo večjega premoženja.

Prvi regulirani odprtji investicijskih skladov so se tako pojavili šele ob koncu leta 1994, saj je dne 27. avgusta 1994 v veljavo stopil Splošni zakon o investicijskih skladih

(*Investeerimisfondi põhimäärus (General Statute of Investment Funds)*), ki pa v ničemer ni sledil UCITS direktivi, temveč je le v grobem opredelil institut investicijskega sklada.⁵⁴⁷ Prvi skladi, ki so bili ustanovljeni na podlagi omenjenega zakona so bili delniški⁵⁴⁸, usmerjeni na trge baltskih držav in Rusije.

Leto 1997 je bilo za industrijo izjemno uspešno,⁵⁴⁹ kar je bila posledica tudi siceršnje rasti kapitalskih trgov v tistem času. Nenadna rast pa je – ne naključno⁵⁵⁰ – sovpadala s sprejemom novega Zakona o investicijskih skladih (*Investeerimisfondide seadus (Investment Funds Act)*)⁵⁵¹, ki je ureditev v mnogočem (omejitve vlaganj, načelo razpršitve tveganj),⁵⁵² čeprav še vedno ne popolnoma,⁵⁵³ približal UCITS direktivi.⁵⁵⁴

⁵⁴⁶ Kjer v tem razdelku (5.6.1) ni drugače navedeno, je zapisano povzetek korespondence z Andrejem Zaborskim, upravljavcem skladov družbe SEB Ühispank Funds (glej *infra*, osebni viri). Sam je podatke (v estonskem jeziku) zbral s pomočjo elektronske podatkovne zbirke estonskih pravnih aktov ESTLEX (URL: <http://estlex.info/estlex/index.jsp>) in pa arhiva poslovnega dnevnika Äripäev (URL: <http://www.aripaev.ee/>).

⁵⁴⁷ Thomas Auväärt, Ministry of Finance of Estonia (*infra*, osebni viri).

⁵⁴⁸ Ti 'delniški' skladi pa v smislu sestave naložb, kot velja za estonske sklade še danes, niso bili vsi 'čisti'.

⁵⁴⁹ Primeroma: septembra 1997 je bila vrednost enote premoženja sklada rasti Ühispanja Kasvufond 10 estonskih kron (EEK), avgusta istega leta že 17 EEK, v naslednjih letih pa je padla do 1,5 EEK.

⁵⁵⁰ *Supra*, sprotina opomba 547.

⁵⁵¹ RT I 1997, 34, 535 (RT - Riigi Teataja (uradni list)). Prečiščeni besedili v estonskem in angleškem jeziku iz julija 2003 sta na voljo na URL:

<http://www.legaltext.ee/en/andmebaas/parafraze.asp?loc=text&lk=et&sk=en&dok=X2006K7.htm&query=Investment+Funds+Act&ttyp=X&ptvyp=RT&pg=1&fr=no>.

⁵⁵² Kar kaže tudi število UCITS skladov (oznaka 'eurofond'), ki so, čeprav so se nekateri prilagodili kasnejše, registrirali svoja pravila upravljanja v tem letu. Podrobnejše *infra*, razdelek 'Stanje na trgu'.

⁵⁵³ Sprejet je bil aprila 1997 in nato spremenjen junija 1998, tudi takrat pa ni v popolnosti povzel določil UCITS glede vlaganj v izvedene finančne instrumente, depozite, instrumente denarnega trga in t.i.m. repo transakcije.

⁵⁵⁴ International Monetary Fund (2000) *Report on the Observance of Standards and Codes : Estonia*. URL: <http://www.imf.org/external/np/rosc/est/securities.htm>.

To leto je bilo prelomno tudi zaradi uvedbe prvih dveh skladov denarnega trga. Na izjemno rast trga v tistem letu kaže tudi analiza še vedno delujočih⁵⁵⁵ skladov glede na čas registracije pravil sklada (Tabela 10).

Tabela 10: Število registracij pravil estonskih skladov po posameznih letih.

1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	junij 2005
7	1	3	2	2	1	0	1	3

Vir: Finantsinspeksiōn,⁵⁵⁶ lastni izračuni.

Kakor je razvidno iz omenjene tabele, je dobra tretjina delujočih skladov registrirala svoja pravila v letu 1997. Pri tem pa je potrebno opozoriti, da to ne pomeni tudi, da so skladi, ustanovljeni na podlagi zakona iz leta 1994, prenehali delovati. Zakon iz leta 1997 je namreč v tolikšni meri spremenil določbe o pravilih, da je bila potrebna ponovna registracija. Med temi skladi je torej tudi nekaj takšnih iz prve polovice 90. let prejšnjega stoletja, a natančnejših podatkov žal ni na razpolago.

(Pre)visoke rasti vrednostnih papirjev iz že omenjenega uspešnega leta 1997 je bilo kmalu konec, dokončen pok 'mehurčka' pa je pomenila gospodarska kriza v Rusiji v naslednjem letu. Posledično je estonski trg vzajemnih skladov skoraj razpadel – več skladov, ki so vlagali na ruski trg, je prenehalo z delovanjem ali pa so jih prevzeli drugi skladi (zdrževanje skladov ni bilo dovoljeno⁵⁵⁷).

V obdobju od 1998 do 2000 so bili tako, posledično, najbolj priljubljeni in najpomembnejši segment industrije skladi denarnega trga.

V času pred vstopom v EU, so bili na področju odprtih investicijskih skladov sprejeti mnogi novi akti. Sedaj veljavni, novi Zakon o investicijskih skladih (*Investeerimisfondide seadus* (v nadalje: IS)),⁵⁵⁸ je tako vstopil v veljavo s 1. majem 2004, vsebuje pa tudi vse nove smernice UCITS direktive.⁵⁵⁹ Zakon je izredno obsežen (ima 337 členov), poleg tega pa ureja dotično materijo še vrsta drugih aktov, prav tako sprejetih v zadnjih letih.⁵⁶⁰

⁵⁵⁵ Gre za formalno še 'obstoječe' sklade, saj sta všteta tudi dva sklada v likvidaciji, ki sta svoja pravila registrirala v letu 1997 oziroma 2001, in pa dva, ki dejansko ne delujeta več. To je razlog, da je skupno število skladov 20, čeprav je trenutno delujočih na estonskem trgu 16. (URL: <http://www.fi.ee/?id=1786&langchange=1>).

⁵⁵⁶ Povezave do spletnih strani z relevantnimi podatki so na URL: <http://www.fi.ee/?id=1786&langchange=1>.

⁵⁵⁷ Drugače Zakon o investicijskih skladih iz leta 2004, 61.-66. ter 167.-173. člen.

⁵⁵⁸ RT I 2004, 36, 251.

⁵⁵⁹ Glej npr. člen 219/III., ki določa objavo izvlečka prospekta (*simplified prospectus*) za vse UCITS sklade (sam prospekt je obvezen pri vseh skladih, čigar enote so ponujene javnosti (219/I.)).

⁵⁶⁰ Spodnji seznam mi je posredovala Helen Korju iz Agencije za finančni nadzor (glej *infra*, osebni viri), besedila vseh, v angleščino prevedenih aktov, pa so na voljo na URL: <http://www.legaltext.ee/indexen.htm> (*Estonian Legal Language Center*):

5.6.2 Veljavna ureditev

V Estoniji je moč ustanoviti štiri vrste investicijskih skladov (*investeerimisfond*⁵⁶¹):

- investicijske sklade, ustanovljene na podlagi pogodbe (*lepinguline fond*),
- investicijske sklade v obliki delniške družbe (*aktsiaseltsina asutatud fond*)⁵⁶²,
- obvezne pokojninske sklade, in
- prostovoljne pokojninske sklade.⁵⁶³

Pri slednjih dveh oblikah gre prav tako za pogodbeno ustanovljene sklade,⁵⁶⁴ za katere pa veljajo posebna, v zakonu o pokojninskih skladih iz leta 2004 (*Kogumispensionide seadus (Funded Pensions Act)*)⁵⁶⁵ določena pravila. Po eni strani bi jim lahko rekli odprtih sklad: ta označba se v vsakem primeru nanaša na dejstvo neomejenega števila enot skladu⁵⁶⁶, medtem ko pa lahko vlagatelj izplačilo vrednosti enot zahteva le v taksativno naštetih primerih.⁵⁶⁷

-
- *Rahandusministri 29.04.1998. a määrusega Nr. 33 "Fondivalitseja regulaarse aruandluse kord"* (Regulation No. 33 of the Minister of Finance of 29 April 1998 "Procedure for Regular Reporting by Management Companies");
 - *Rahandusministri 11. juuni 2003. a määrus nr 73 "Fondivalitseja bilansi ja kasumiaruande skeemid, kirjete sisu, koostamise metoodika ja esitamise kord"* (Regulation No. 73 of the Minister of Finance of 11 June 2003 "Layouts, Content of Items, Methods of Preparation and Procedure for Submission of Balance Sheets and Income Statements of Management Companies");
 - *Rahandusministri 7. jaanuari 2005. a määrus nr 4 "Nõuded Finantsinspeksioonile esitatavate investeerimisfondi aruannete sisule, aruannete koostamise metoodika ning esitamise kord"* (Regulation No. 4 of the Minister of Finance of 7 January 2005 "Procedure for Reporting content, methods of preparation and procedure for submission of reports to Financial Supervision Authority by investment funds");
 - *Rahandusministri 13. septembri 2004. a määrus nr 137 "Nõuded avaliku lepingulise investeerimisfondi osakute avaliku pakkumise prospektile ja lihtsustatud prospektile ning nendes sisalduvate andmete loetelu"* (Regulation No. 137 of the Minister of Finance of 13 September 2005 "Requirements to a prospectus and simplified prospectus for an offering of units of open-ended investment funds and the list of required data");
 - *Eesti Panga presidendi 2. veebruari 2004. a määrus nr 2 "Investeerimisfondi osakuomanike residentsuse aruanne"* (Eesti Pank Governor's Decree 2 February 2004, No 2 "Report on the residency of the owners of investment fund units");
 - *Rahandusministri 11. aprilli 2002. a määrus nr 56 "Investeerimisfondide vara puhasväärtsuse määramise kord"* (Minister of Finance Regulation No 56 of 11 April 2002 "Procedure for Establishment of Net Asset Value of Investment Funds").

⁵⁶¹ Izraze v estonskem jeziku sta mi posredovali Helen Korju, Financial Supervision Authority, in Gerli Polding, National Bank of Estonia (*infra*, osebni viri). Ustreznost prevodov sem preveril s pomočjo podatkovne zbirke pravnih izrazov ESTERM (URL: <http://mt.legaltext.ee/esterm/>).

⁵⁶² 1. člen IS. V smislu ZISDU-1 gre pri prvo navedenih oblikah za vzajemni sklad oziroma investicijsko družbo.

⁵⁶³ URL: <http://www.fi.ee/?id=768&langchange=1>.

⁵⁶⁴ *Supra*, sprotna opomba 547.

⁵⁶⁵ RT I 2004, 37, 252. Vzporeden prikaz besedil v estonskem in angleškem jeziku je na voljo na URL: <http://www.legaltext.ee/en/andmebaas/paraframe.asp?loc=text&lk=et&sk=en&dok=X80046.htm&query=Funde+d+Pensions+Act&ptyyp=X&ptyyp=RT&pg=1&fi=no>.

⁵⁶⁶ Člen 135/II. IS: »*Units of an open-ended fund and a pension fund are issued on a continuous basis and the volume of the issue of units and the number of units to be issued shall not be fixed.*«

⁵⁶⁷ Gre za določbe členov 42/III., 43/III. in 50/III. IS. To pa je razlog, da jih Thomas Auvärt, Ministry of Finance of Estonia (*infra*, osebni viri), označuje kot zaprte.

'Navadni' investicijski skladi so urejeni z že omenjenim *Investeerimisfondide seadus* (IS) iz leta 2004,⁵⁶⁸ ki pa vsebuje tudi kar nekaj splošnih določb, ki se tičejo pokojninskih skladov. IS v drugem členu opredeljuje zaprte (*kinnine investeerimisfond*) in odprte investicijske sklade (*avatud investeerimisfond*)⁵⁶⁹, ločnico pa začrta glede na možnost vlagatelja, da zahteva izplačilo enot sklada, katerih imetnik je. Zanimiva je določitev časovnega roka – sklad je dolžan enote odkupiti v mesecu dni.⁵⁷⁰

Kot že rečeno, zakon določa dva načina ustanovitve: na podlagi pogodbe in kot delniško družbo (*aktsiaselts*⁵⁷¹). Na razlikovanje, ustrezno delitvi na vzajemne sklade in investicijske družbe v slovenskem pravu, kaže uporaba besedne zveze, ki označuje sklad, ustanovljen kot delniška družba - *aktsiaseltsina asutatud fond*. Ta besedna zveza ima namreč še drug, popolnoma enakovreden pravni pomen,⁵⁷² tj. zaprti sklad.⁵⁷³ Dejansko to torej pomeni, da je vsak sklad, ki je ustanovljen kot delniška družba (*aktsiaseltsina asutatud fond*)⁵⁷⁴ tudi zaprt sklad (*kinnine fond*)⁵⁷⁵, tj. da ustreza, vsaj glede osnovnih značilnosti, investicijski družbi po ZISDU-1. Podobno pa pogodbeni skladi tudi nimajo pravne osebnosti,⁵⁷⁶ glede česar ustrezano vzajemnim skladom, vendar pa so lahko tako odprti kot zaprti.⁵⁷⁷

V 4. členu zakon nadalje določa tudi, da je lahko v Estoniji ustanovljen UCITS (*eurofond*) le 'javnosti ponujen' (*avalik*),⁵⁷⁸ odprti investicijski sklad, čeprav je sicer dovoljeno ustanoviti tudi pogodbeni sklad, ki ni namenjen splošni javnosti.⁵⁷⁹

Odprti pogodbeni investicijski sklad je t. i. običajni sklad (*lepinguline fond (common fund)*),⁵⁸⁰ zakon pa ga definira kot denar, pridobljen z izdajo enot, ter drugo premoženje, pridobljeno z vlaganjem tega denarja. Nadalje določa, da si vse to premoženje sklada skupno lastijo imetniki enot (vlagatelji), kar je označeno kot 'skupnost vlagateljev' (*community of*

⁵⁶⁸ Vzporeden prikaz besedil v estonskem in angleškem jeziku je na voljo na URL: <http://www.legaltext.ee/en/andmebaas/paraframe.asp?loc=text&lk=et&sk=en&dok=X80045.htm&query=Investment+Funds+Act&typ=X&ptyyp=RT&pg=1&fr=no>.

⁵⁶⁹ Gre za običajni sklad (*lepinguline fond (common fund)*) v skladu s 105. členom IS.

⁵⁷⁰ Člen 1/I. IS.

⁵⁷¹ Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on reinsurance and amending Council Directives 73/239/EEC, 92/49/EEC and Directives 98/78/EC and 2002/83/EC - Presidency Compromise Text, 2004/0097 (COD), z dne 17. marca 2005, priloga 1. URL:

<http://register.consilium.eu.int/pdf/en/05/st07/st07119-re01.en05.pdf>.

⁵⁷² V estonskem pravnem redu oziroma terminologiji, seveda.

⁵⁷³ Oba navedena pomena navaja podatkovna zbirk estonskih pravnih izrazov ESTERM (URL:

<http://mt.legaltext.ee/esterm/>).

⁵⁷⁴ 1. člen IS.

⁵⁷⁵ Člen 2/II. IS.

⁵⁷⁶ ECB (2003) *Money, Banking and Financial Market Statistics in the Accsission Countries*. 114. URL:

<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/mbsacmanual2003v2en.pdf>.

⁵⁷⁷ *Supra*, sprotnej opomba 547.

⁵⁷⁸ 3. člen IS.

⁵⁷⁹ *Supra*, sprotnej opomba 547.

⁵⁸⁰ Člen 2/I. v povezavi s 105. členom IS.

*unit-holders).*⁵⁸¹ Vlagatelju daje članstvo v tej 'skupnosti', med drugim, pravico, da zahteva povratni odkup svojih enot in pa udeležbo in glasovanje na zboru vlagateljev (*general meeting*).⁵⁸² Na omenjenem zboru imajo vlagatelji možnost sprejemati t.i.m. resolucije, s katerimi odločajo o dopolnitvah pravil sklada, morebitnih združitvah ipd..⁵⁸³

Dovoljena je pretvorba odprtega investicijskega sklada v zaprtega, a ne prej kot v enem letu po objavi sprememb pravil sklada, pri čemer mora biti z resolucijo določeno primerno obdobje, v katerem lahko vlagatelji zahtevajo odkup svojih enot.⁵⁸⁴

Približno ena tretjina določb zakona je namenjenih ureditvi družbe za upravljanje (*fondivalitseja*),⁵⁸⁵ ki je lahko organizirana le v obliki delniške družbe.⁵⁸⁶ Zanimiva je določba 11. člena, ki določa, da je lahko sedež in mesto poslovanja družbe za upravljanje le v Estoniji, medtem ko je pri družbi za upravljanje, ki upravlja sklad, ustanovljen kot delniška družba, to lahko v tujini, pod pogojem, da je podružnica družbe za upravljanje vpisana v estonski register gospodarskih družb.

Tudi sicer je zakon zelo podroben. Določeno je, na primer, da mora imeti upravljalec sklada zaključeno višjo ali tej enakovredno izobrazbo,⁵⁸⁷ vrsta splošnih pogojev pa je določenih v določbah 51. do 56 člena.

Glavno vodilo pri upravljanju premoženja sklada je načelo razpršitve tveganja,⁵⁸⁸ zakon pa dovoljene instrumente vlaganja tudi podrobneje opredeljuje.⁵⁸⁹ Pri tem je na ministru za finance da določi, kdaj in pod katerimi pogoji lahko sklad vлага sredstva v izvedene finančne instrumente,⁵⁹⁰ med posebnimi vrstami skladov pa zakon opredeljuje sklade denarnega trga (*rahaturufond*), nepremičinske (*kinnisvarafond*) ter indeksne sklade (*indeksfond*).⁵⁹¹

Vse tovrstne oblike (tudi skladi skladov) pred uveljavitvijo novega zakona niso bile dovoljene.⁵⁹² Sicer pa nova ureditev, razen za (razumljivo) UCITS sklade in pa odprte

⁵⁸¹ Člen 105/I. IS.: »A common fund [...] is money collected through the issue of units and other assets acquired through the investment of such money, which is owned jointly by the unit-holders (hereinafter community of unit-holders).«

⁵⁸² Člen 110/I. in VI. Podrobneje o zboru vlagateljev členi 126.-134. IS.

⁵⁸³ Člen 126/I. in IV. v povezavi s 127. členom IS.

⁵⁸⁴ 164. člen IS. Pod določenimi pogoji je dovoljena tudi pretvorba sklada, namenjenega javnosti, v takega, ki to ni (165. člen IS).

⁵⁸⁵ 9.-91. člen IS.

⁵⁸⁶ Člen 9/I. IS; tudi 59. člen IS.

⁵⁸⁷ Člen 56/I. IS.

⁵⁸⁸ URL: <http://www.fi.ee/?id=768&langchange=1>.

⁵⁸⁹ Člen 247/I ter členi 255.-268. IS.

⁵⁹⁰ Člen 249/IV. IS.

⁵⁹¹ 252.-254. člen IS.

⁵⁹² *Supra*, sprotna opomba 547.

pogodbene sklade, ki so namenjeni javnosti (tj. vzajemne sklade), ne vsebuje veliko omejitev vlaganj, saj je dovoljeno tudi, na primer, vlaganje v depozite in drage kovine.⁵⁹³

Vsi javnosti namenjeni skladni morajo imeti depozitarja, za katerega pa ni nujno, da je banka.⁵⁹⁴ Vendar pa so v praksi depozitarji le (tri) banke, od katerih ima AS Hansapank⁵⁹⁵, ki je največja estonska banka, skoraj 80 odstotni delež.⁵⁹⁶

Nadzor nad delovanjem vseh navedenih akterjev ter izdajanje licenc je v pristojnosti Agencije za finančni nadzor (Finantsinspeksiōon),⁵⁹⁷ IS pa vsebuje tudi precej kazenskih določb.⁵⁹⁸

5.6.3 Stanje na trgu

V zadnjih dveh letih je v Estoniji opaziti močan porast sredstev v investicijskih skladih (odprtih in zaprtih).⁵⁹⁹ V letu 2004 je bil prirast, glede na leto prej, kar polovičen, tj. od 9,3 milijarde na 13,9 milijarde estonskih kron (EEK), kar znaša približno desetino estonskega BDP.⁶⁰⁰

Tudi število vzajemnih, tj. odprtih investicijskih skladov v zadnjem obdobju precej niha (Tabela 11), kar je posledica nekaterih združitev, pa tudi prenehanj delovanj skladov. Poleg (formalno⁶⁰¹) 18 odprtih investicijskih skladov, od katerih je kar 12 UCITS skladov,⁶⁰² je na estonskem trgu trenutno tudi 22 zaprtih pokojninskih skladov (15 obveznih in 7 prostovoljnih⁶⁰³) in pa 15 tujih investicijskih skladov, katerih promocija je v rokah estonskih družb.⁶⁰⁴

⁵⁹³ *Ibidem.*

⁵⁹⁴ 92. člen IS. Glej tudi člene 93.-104. IS. Za običajne sklade glej člen 111/II.(3). IS.

⁵⁹⁵ URL: <http://www.hansa.ee/est>.

⁵⁹⁶ Vir: povezave na URL: <http://www.fi.ee/?id=1786&langchange=1> in lastni izračuni.

⁵⁹⁷ 284/I. v povezavi z 288. členom IS.

⁵⁹⁸ 302.-319. člen IS.

⁵⁹⁹ Bank of Estonia (2005) *Annual Report 2004*. 43. URL:

http://www.bankofestonia.info/pub/en/dokumentid/publikatsioonid/seeriad/aastaaruanne/_2004/_3.pdf.

⁶⁰⁰ Estonian Financial Supervision Authority (EFSA) (2005) *Yearbook 2004*. 41. URL: <http://www.fi.ee/failid/FIyearbook2004.pdf>. Sicer pa je fiksno menjalno razmerje (najmanj od 31.12. 2004) EUR/EEK = 15,6466, kar sem uporabil tudi pri pretvorbah v tabeli 12, *infra*. (Povezave do menjalnih razmerij so na voljo na URL: http://www.bankofestonia.info/dynamic/erp/erp_en.jsp.)

⁶⁰¹ Dva od teh dejansko že dlje časa ne delujejo več. Glej tudi *supra*, sprotnejša opomba 552.

⁶⁰² URL: <http://www.fi.ee/?id=1786&langchange=1>.

⁶⁰³ Helen Korju, Financial Supervision Authority (*infra*, osebni viri). Po njenih besedah je v zadnjih štirih do petih letih število (predvsem pokojninskih) skladov precej poraslo, čemur je v veliki meri botrovala pokojninska reforma.

⁶⁰⁴ *Supra*, sprotnejša opomba 547.

Tabela 11: Število delajočih estonskih odprtih vzajemnih skladov.

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani skladi ⁶⁰⁵	skladi skladov	skupaj
31.12. 2004	7	5	2	1	0	15
31.03. 2005	6	5	2	1	0	14
30.06. 2005	7	5	2 ⁶⁰⁶	1	1	16

Vir: Helen Korju, Thomas Auväärt, Andrei Zaborski.

Glede sredstev v upravljanju na estonskem trgu dominirajo t. i. čisti skladi, saj je v mešanih vzajemnih skladih le nekaj več kot širi odstotke premoženja (tabela 12).

Tabela 12: Sredstva estonskih odprtih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v tisoč EUR).

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani skladi ⁶⁰⁷	skladi skladov	skupaj
31.12. 2004	195.185,9	217.231,0	91.337,1	21.592,5	0	525.346,5
31.03. 2005	269.260,2	220.790,4	89.779,4	25.224,5	0	605.054,5
30.06. 2005	299.326,1	233.144,8	82.668,2	26.224,5	731,6	642.095,2

Vir: Äripäev, lastni izračuni.⁶⁰⁸

V zadnjem obdobju je sicer moč zaznati izjemno visoko, več kot polovično rast premoženja v delniških skladih (v le 6 mesecih!), medtem ko sredstva v skladih denarnega trga upadajo.

Očitno je to znak rasti in okrepljenega zaupanja vlagateljev v trg vrednostnih papirjev. Tudi sam regulator pričakuje v naslednjih letih nadaljnjo rast tako števila skladov (tudi tujih, ki bodo prišli na estonski trg), kot tudi sredstev v upravljanju.⁶⁰⁹

⁶⁰⁵ Pri edinem mešanem skladu gre za *Hansa Baltic Growth Fund*, pri katerem je razmerje med delnicami in obveznicami 65:35 v korist delnic. Sünne Korasteljov, predstojnik oddelka za finančno stabilnost v Narodni banki Estonije (*infra*, osebni stiki) je sicer ta sklad označil kot indeksni sklad (»...index linked fund...«), a mi je Andrei Zaborski svetoval, naj ga, v skladu s siceršnjo klasifikacijo, uvrstим med mešane sklade.

⁶⁰⁶ Oba sklada, ki se nahajata v tej kategoriji (med skladi denarnega trga) vlagata v obveznice z zelo kratkim rokom dospelja, s čimer sta po definiciji prejšnjega zakona še vedno sklada denarnega trga, po zakonu iz leta 2004 pa ne več. Ker pa rok za preimenovanje oziroma prilagoditev portfelja še ni potekel, se oba še vedno vodita v tej kategoriji. (*Supra*, sprotnejša opomba 546.)

⁶⁰⁷ Glej *supra*, sprotnejša opomba 605.

⁶⁰⁸ Podatke sem črpal iz treh izvodov poslovnega dnevnika Äripäev: št. 1 (2781) z dne 4. januarja 2005, stran 8; št. 62 (2842) z dne 1. aprila 2005, stran 11 in št. 126 (2906) z dne 1. julija 2005, stran 11. Izvode in legendi mi je posredoval Andrei Zaborski (glej *infra*, osebni viri), podatke pa, ki se v omenjenih publikacijah niso nanašali na relevanten datum, so mi ustrezno popravili v analitskem oddelku družbe SEB Ühispank Funds. Naknadno sem skupne vsote primerjal tudi s podatki, posredovanimi od Kristine Paljak, Finacial Supervision Authority (*infra*, osebni viri). Razlike so minimalne, a se zdi, da so posledica vključitve enega od zaprtih skladov v njene izračune. Ker pa, poleg tega, vsote tudi niso razdeljene po tipu sklada, sem ostal pri svojih izračunih. Glej tudi *supra*, sprotnejša opomba 600.

⁶⁰⁹ *Supra*, sprotnejša opomba 600, 4.

5.7 Finska

5.7.1 Razvoj

Začetki organiziranega trgovanja z vrednostnimi papirji segajo na Finskom v leto 1912, kljub temu pa so bili prvi vzajemni skladi ustanovljeni šele v letu 1987.⁶¹⁰ Septembra tega leta je namreč stopil v veljavo prvi zakon o 'navadnih'⁶¹¹ investicijskih skladih (*Sijoitusrahastolaki* (*Act on Common Funds*, tudi *Mutual Funds Act*))⁶¹².⁶¹³ Finska je tako kot zadnja od starih (prvih 15) članic EU ustvarila pogoje za delovanje trga vzajemnih skladov.⁶¹⁴ Vendar pa segajo prvi poskusi v tej smeri že v začetek 70. let prejšnjega stoletja, ko je Finska narodna banka predlagala sprejem zakonodaje o investicijskih družbah, vlada pa je predlog marca leta 1977 posredovala parlamentu.⁶¹⁵ A slednji, zaradi premalo politične podpore, ni bil sprejet, pristop iz predloga pa je v začetku 80. let zamenjal nov model skladov, ki je bil podlaga za leta 1987 sprejeti zakon.⁶¹⁶

Slednji je precej strogo urejal dovoljene vrste investicij in skupno vrednost posameznih investicij vzajemnih skladov,⁶¹⁷ saj je bila eden njegovih glavnih namenov, poleg razvoja finančnega trga, učinkovita zaščita vlagateljev.⁶¹⁸ Od prve spremembe leta 1993⁶¹⁹ je bila zakonodaja nato še večkrat spremenjena,⁶²⁰ predvsem z vidika vsakokratnih sprememb UCITS direktive. Z letom 1994 so bile tako omejitve vlaganj precej omiljene, poleg tega pa so se ustvarili tudi pogoji za trženje enot tujih skladov.⁶²¹

⁶¹⁰ Helsinki Stock Exchange (2002) *90 years of the Helsinki exchanges*. 1, 4. Posredoval Jarmo Holopainen, OMX Exchanges (*infra*, osebni viri).

⁶¹¹ O 'navadnih' zato, ker ureja zaprte investicijske sklade v obliki delniških družb, tj. investicijske družbe (*Sijoitusyhtiö*), zakon o družbah, ki nudijo investicijske storitve (*The Investment Service Companies Act*), sprejet leta 1997. (The Finnish Bankers' Association (FBA) (2003) *Finnish Financial Markets*. 18. URL: http://www.pankkiyhdistys.fi/sisalto_eng/upload/pdf/fifi.pdf.)

⁶¹² Uradni list 1987/480. Besedila tega in kasnejših zakonov o vzajemnih skladih v angleščini niso na voljo. (URL: http://www.rata.bof.fi/Eng/Regulation/Financial_market_legislation/Finnish_legislation/etusivu.htm.)

⁶¹³ The Securities Markets Act (26.5.1989/495), člen 1/III. Prečiščeno besedilo z dne 14.8. 2003 je v angleščini na voljo na URL: http://www.hex.com/files/4PrLxAhKL/liite/The_Securities_Markets_Act_140803.pdf.

⁶¹⁴ P. Pylkkönen (2003) Mutual funds and investment firms in Finland. V *Finnish Financial Markets*. 156-169. URL: http://www.bof.fi/eng/5_tilastot/5.1_Tilastografiikkaa/5.1.5_arvopaperimarkkinat_ja_maksutase/.

⁶¹⁵ *Ibidem*.

⁶¹⁶ *Ibidem*. Enako: Jussi Kanerva, Investment Research Finland (*infra*, osebni viri).

⁶¹⁷ *Supra*, sprotna opomba 611.

⁶¹⁸ *Supra*, sprotna opomba 614. Prepovedana so bila npr. vlaganja v izvedene finančne instrumente, čeprav bi bila ta uporabljena z namenom zavarovanja tveganja.

⁶¹⁹ Uradni list z dne 9.8.1993 (št. 751). (The Securities Markets Act, člen 1/III. (*supra*, sprotna opomba 613).)

⁶²⁰ Spremenjen je bil še leta 1996, nato je bil nov zakon (na podlagi starega) sprejet leta 1999, ta pa je bil zopet spremenje v letih 2001 in 2004.

⁶²¹ *Supra*, sprotna opomba 614.

Istega leta so na helsinški borzi začeli z objavljanjem vsakodnevnih vrednostni enot vzajemnih skladov preko svojega elektronskega sistema trgovanja in obveščanja (HETI),⁶²² leto kasneje pa je vstop Finske v EU povzročil razcvet kapitalskih trgov,⁶²³ kar se je odrazilo tudi na poslovanju vzajemnih skladov. Do tedaj relativno počasno rast premoženja v upravljanju – temu je botrovalo dejstvo, da so bili v začetku 90. let bančni depoziti v celoti zavarovani, poleg tega pa so bile družbe za upravljanje v tistem času ustanovljene predvsem s strani bank, ki niso aktivno tržile enot svojih skladov⁶²⁴ – so nadomestili precej višji čisti prilivi na letni ravni – v letu 1997 so zabeležili kar 107,3 odstotno rast premoženja v upravljanju glede na leto prej.⁶²⁵ Kakor je razvidno iz tabele 13 so temu trendu sledila tudi gospodinjstva, kar kaže, ob siceršnjem višjem razpoložljivem dohodku, na rast zaupanja v vzajemne sklade. V letu 2004 je tako povprečno finsko gospodinjstvo v vzajemne sklade vložilo že vsako deseto enoto prihrankov.⁶²⁶

Tabela 13: Finančno premoženje finskih gospodinjstev (v milijardah EUR).

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
skupaj premoženja	43,9	45,4	45,9	45,5	46,6	50,1	53,4
v vzajemnih skladih	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5	0,5	0,7
delež v odstotkih	NP	NP	0,22	0,66	1,1	1,0	1,3

1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	junij 2005
56,5	62,4	84,5	84,0	81,4	80,0	87,8	96,4	102,0 ⁶²⁷
1,0	1,9	4,0	5,2	5,2	4,9	6,6	8,3	11,6
1,8	3,0	4,7	6,2	6,4	6,1	7,5	8,6	11,4

Vir: The Finnish Bankers' Association,⁶²⁸ lastni izračuni.

Še prej, v letu 1999,⁶²⁹ je, z namenom prilagoditve razmeram na trgu, vstopil v veljavo nov istoimenski zakon (*Act on Common Funds 48/1999*),⁶³⁰ ki je med drugim ustrezneje uredil

⁶²² Supra, sprotna opomba 610, 6.

⁶²³ A. Bohorč (2001) *Investicijski skladi in družbe za upravljanje v Sloveniji ter nova zakonodaja*. 4. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/bohorc12.pdf.

⁶²⁴ Supra, sprotna opomba 614.

⁶²⁵ L.L. Ong, S. Amadou (2004) *The Role of Mature Market Mutual Funds in Emerging Markets: Myth or Mayhem?*. 18. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04133.pdf>. Enako: URL: http://www.ici.org/pdf/01fb_datasec6.pdf.

⁶²⁶ Največji delež prihrankov imajo finska gospodinjstva v obliki depozitov, približno 40 odstotkov. (Supra, sprotna opomba 614).

⁶²⁷ Pri sredstvih v delnicah in obveznicah gre za ocene.

⁶²⁸ URL: http://www.pankkiyhdistys.fi/sisalto_eng/upload/kuvat/rahavar1.gif.

⁶²⁹ Takrat so začeli vrednost enot skladov izražati v evrih, medtem ko so bili nakupi še vedno mogoči v finskih markah. (URL: <http://www.pankkiyhdistys.fi/english/index.html>.)

⁶³⁰ Act on Common Funds 48/1999. Besedilo v finskem jeziku je na voljo na URL:

<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1999/19990048>, medtem ko angleškega prevoda ni na voljo. S finskega Ministrstva za finance (Anna-Maija Marttila (*infra*, osebni viri)) pa so mi sporočili, da je moč angleške prevode

razmerja med posameznimi nadzornimi institucijami in omogočil ustanavljanje t.i.m. posebnih skladov (podrobneje v nadaljevanju).⁶³¹ Dodaten zagon industriji je dala tudi sprememba prejšnje ureditve, s katero je bilo zavarovalnicam dovoljeno imeti v lasti družbe za upravljanje, kar so mnoge izkoristile, jo/jih kar same ustanovile in tržile enote njihovih skladov med svojimi strankami.⁶³²

Zakon o vzajemnih skladih 48/1999 je bil nato prvič spremenjen v letu 2001,⁶³³ predlog pa, ki naj bi ureditev prilagodil direktivama 2001/107/ES in 2001/108/ES, je bil v parlament poslan šele v oktobru 2003.⁶³⁴ V letu 2004 je bil nato tudi sprejet,⁶³⁵ s čimer so se povečale možnosti pri upravljanju skladov,⁶³⁶ pa tudi varnost vlagateljev.⁶³⁷

5.7.2 Veljavna ureditev

Veljavni Zakon o vzajemnih skladih (iz leta 1999, s spremembami) ureja dve vrsti vzajemnih skladov (*Sijoitusrahasto*⁶³⁸):

- navadne sklade (*common funds*), kakor so definirani z UCITS direktivo (gre za pogodbeno obliko), in
- posebne vzajemne sklade (*special mutual funds*), ki lahko tržijo svoje enote le na finskem trgu.⁶³⁹

Načeloma so finski vzajemni skladi odprtega tipa (*avoin sijoitusrahasto*)⁶⁴⁰ – vlagatelj lahko kadarkoli kupi in proda enote skleta – saj zakonodaja ne dovoljuje ustanovitve zaprtih

veljavne finske zakonodaje s področja kapitalskih trgov najti v: *Securities Markets Act and Other Securities Legislation*. Helsinki: Oy Edita Ab, 2001 (ISBN 951-37-3536-2). Navedeno delo v Sloveniji žal ni na voljo.

⁶³¹ *Supra*, sprotnej opomba 614.

⁶³² *Ibidem*.

⁶³³ Uradni list z dne 28.12.2001 (št. 1517). (The Securities Markets Act, člen 4/I. (*supra*, sprotnej opomba 613).)

⁶³⁴ Neznan avtor, Finland. *International Financial Law Review* 57. URL:

<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=521289471&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.

⁶³⁵ URL:

<http://www.tapiola.fi/wwweng/briefly/the+tapiola+group/financial+data/tapiola+fund+management+company+lt+d/review+by+the+managing+director+rahastoyhtio.aspx>.

⁶³⁶ Istega leta pa, na žalost upravljalcev, niso bile sprejete spremembe Zakona o nepremičninskih skladih. O tem podrobneje: H. Kaleva (2004) *The Finnish Ministry of Finance releases its interim report on development of real estate funds*. URL: http://www.kti.fi/pdf/Finn_REITs_report.pdf.

⁶³⁷ Gre, na primer, za možnost ustanovitve indeksnih skladov in pa zahtevo po vlagatelju prijaznem izvlečku prospeka, kar je v finski pravni red vpeljal Dekret ministrstva za finance o prospektu in izvlečku prospeka skleta št. 233/2004 (*Valtiovarainministeriön asetus rahastoesitteestä ja yksinkertaistetusta rahastoesitteestä* (233/2004) (*Ministry of Finance Decree on fund prospectus and simplified fund prospectus* (233/2004)), s čimer je stopil na mesto akta iz leta 2000 (*Valtiovarainministeriön asetus rahastoesitteestä* (782/2000) (*Ministry of Finance Decree on fund prospectus* (782/2000)). (Anna-Maija Marttila, Ministry of Finance (*infra*, osebni viri).)

⁶³⁸ URL: http://www.hex.com/suomi/rahastoyhtiot/index_rahastot.html.

⁶³⁹ URL: http://www.pankkiyhdistys.fi/sisalto_eng/common/showpage.asp?id=575.

⁶⁴⁰ Hannu Hulkonen, The Finnish Association of Mutual Funds (*infra*, osebni viri).

skladov (*suljettu sijoitusrahasto*)⁶⁴¹. Kljub temu pa nekaj posebnih vzajemnih skladov, ki delujejo kot hedge skladi, omejuje nakup in prodajo na posamezna obdobja.⁶⁴²

Pri *common funds* gre za pogodbeno obliko vzajemnih skladov (*contractual fund*),⁶⁴³ premoženje sklada pa je v lasti njegovih vlagateljev.⁶⁴⁴

Posebni skladi so izvzeti od določenih zakonskih omejitev vlaganja.⁶⁴⁵ Dejansko gre pri teh za različne, bolj ali manj znane oblike vzajemnih skladov: sklade skladov, t.i.m. master-feeder ter feeder sklade⁶⁴⁶, sklade, ki delujejo na principu finančnega vrvoda (*leverage funds*), hedge sklade⁶⁴⁷, indeksne sklade⁶⁴⁸ ipd..

Družba za upravljanje (*Rahastoyhtiö*⁶⁴⁹), ki je lahko organizirana le v obliki delniške družbe,⁶⁵⁰ je pravno ločena od samega sklada, pri čemer izvršuje njegove, iz premoženja izhajajoče, pravice.⁶⁵¹ Osnovni princip pri regulaciji njenih investicijskih aktivnosti je zadostna razpršitev znotraj portfelja, zaradi česar je ta med najbolj natančno reguliranimi segmenti finančnega trga.⁶⁵² Kot že rečeno pa omejitve vlaganj, predvsem z vidika *common funds*, v popolnosti sledijo UCITS direktivi.⁶⁵³

Drugo varovalo se tiče kapitala družbe za upravljanje, ki mora znašati najmanj 168.000 evrov, v odvisnosti od višine sredstev v upravljanju pa se lahko povzpne vse tja do 840.000 evrov.⁶⁵⁴ Razlog tovrstnemu pristopu je tudi dejstvo, da dejavnosti vzajemnih skladov, za razliko od tistih investicijskih družb, niso zavarovane z odškodninskim skladom za vlagatelje (*investor compensation fund*).⁶⁵⁵

⁶⁴¹ *Supra*, sprotna opomba 614.

⁶⁴² *Ibidem*.

⁶⁴³ J. Thompson (2001) *Corporate governance and collective investment instruments*. 26, 49, 63. URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/6/49/1815904.pdf>.

⁶⁴⁴ *Supra*, sprotna opomba 639.

⁶⁴⁵ Posebne sklade opredeljuje 12. člen zakona o vzajemnih skladih. (Avenir Fund Management Company (2005) *Monthly Report July 2005*. 2. URL: <http://www.avenir.fi/documents/6/072005Monthlyreport.pdf>.)

⁶⁴⁶ *Feeder* sklad vlaga vsa zbrana sredstva v en sklad, tj. *master-feeder* sklad. Slednji je torej v celoti v lasti *feeder* skladov. (*Supra*, sprotna opomba 614.)

⁶⁴⁷ Finskim hedge skladom pa, za razliko od sicer znanih oblik v drugih državah, ni dovoljeno pridobivanje investicijskih sredstev z izposojo.

⁶⁴⁸ Prvi indeksni sklad je začel zbirati sredstva februarja 2002, temeljil pa je na indeksu HEX25 (gre za indeks 25 najbolj prometnih delnic na helsinški borzi vrednostnih papirjev). (*Supra*, sprotna opomba 610.)

⁶⁴⁹ *Supra*, sprotna opomba 638.

⁶⁵⁰ URL: <http://www.evli.com/en/yksityis/evlirahastot/useinkysytta.html>.

⁶⁵¹ *Supra*, sprotna opomba 643.

⁶⁵² *Supra*, sprotna opomba 614.

⁶⁵³ H. Karppinen, K. Nuotio, J. Karjalainen (2003) Financial market legislation. V *Finnish Financial Markets*. 267-300. URL: http://www.bof.fi/eng/5_tilastot/5.1_Tilastografiikka/5.1.5_arvopaperimarkkinat ja maksutase.

⁶⁵⁴ *Supra*, sprotna opomba 614. Žal nisem uspel ugotoviti morebitnih novih, s spremembami zakona iz leta 2004 drugače določenih, zneskov.

⁶⁵⁵ *Supra*, sprotna opomba 614.

Vlagatelji so zastopani v svetu direktorjev (*board of directors*), poleg tega pa imajo priložnost odločati o določenih zadevah na rednih zborih vlagateljev.⁶⁵⁶

Družba za upravljanje lahko upravlja več skladov⁶⁵⁷ in je zavezana določitvi skrbnika (depozitarja) (*Säilytysyhteisö*⁶⁵⁸), ki je dolžan 'varovati' premoženje sklada, nadzorovati dejavnosti upravljalca ter skrbeti za pravilno oceno vrednosti premoženja, vse to neodvisno od družbe za upravljanje in v korist vlagateljev.⁶⁵⁹

Investicijske sklade (domače in trženje enot tujih⁶⁶⁰), kot tudi druge akterje finančnega trga, nadzoruje agencija za finančni nadzor (*Rahoitustarkastus (Financial Supervision Authority)*)⁶⁶¹,⁶⁶² licence družbam za upravljanje in depozitarjem pa podeljuje Ministrstvo za finance.⁶⁶³ Tuji investicijski skladi pa, ki niso namenjeni javnosti, temveč izključno poklicnim vlagateljem, za trženje svojih enot licence ne potrebujejo.⁶⁶⁴

Spori oziroma zadeve, izhajajoče iz Zakona o vzajemnih skladih, so v pristojnosti posebnega tržnega sodišča (*Market Court*).⁶⁶⁵

5.7.3 Stanje na trgu

Sredi leta 2005 je bilo na Finskem trgu prisotnih 856 skladov,⁶⁶⁶ od katerih jih je bila dobra polovica tujih (*infra*, tabela 14). Med domačimi skladi prevladujejo UCITS skladi (tj. *common funds*), vendar pa število in delež premoženja v upravljanju posebnih skladov raste že vse od leta 1999.⁶⁶⁷

⁶⁵⁶ *Supra*, sprotna opomba 643, 27.

⁶⁵⁷ *Supra*, sprotna opomba 614.

⁶⁵⁸ Jonna Elonen-Kulmala, Bank of Finland (*infra*, osebni viri). Gospa je potrdila tudi pravilnost in ustreznost že prej najdenih prevodov relevantnih izrazov.

⁶⁵⁹ *Supra*, sprotna opomba 643.

⁶⁶⁰ *Supra*, sprotna opomba 653.

⁶⁶¹ URL: <http://www.rata.bof.fi/>.

⁶⁶² T. Schubert, D. Himonas, Finland. *International Financial Law Review: Banking Yearbook* 71-73. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=13276692&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.

⁶⁶³ *Supra*, sprotna opomba 653.

⁶⁶⁴ Financial Supervision Authority (FSA) Interpretation 2/2004 of 28 June 2004 (J. No. 7/125/2004) regarding the marketing in Finland of collective investment undertaking units under the mutual funds act. URL: http://www.rahoitustarkastus.fi/Eng/Regulation/FSA_standards/FSA_interpretations/2_2004.htm.

⁶⁶⁵ Act on Certain Proceedings before the Market Court (1528/2001), člen 2/VII.. URL:

<http://www.finlex.fi/fi/laki/kaannokset/2001/en20011528.pdf>.

⁶⁶⁶ Seznam družb za upravljanje in njihovih skladov, ki se (legalno) tržijo na Finskem, je na voljo na URL: http://www.hex.com/eng/mutual_funds/index_funds.html. Kot mi je pojasnil Jarkko Impolla (*infra*, osebni viri), pa skladi niso zavezani h 'kotiranju' na tem '*Finnish mutual funds' list*'. Kljub temu pa sestavlja navedenih približno 1300 skladov – od tega jih ima okrog 700 domicil na Finskem – veliko večino obstoječih.

⁶⁶⁷ Konec marca 2002 je bilo med približno 300 domačimi skladi 70 posebnih, ki so upravljali že desetino vsega premoženja v vzajemnih skladih (domačih in tujih). (*Supra*, sprotna opomba 614.)

Tabela 14: Število finskih odprtih vzajemnih skladov.⁶⁶⁸

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani skladi	drugi skladi	skupaj
31.12. 2004 ⁶⁶⁹	183	53	29	70	24	359
31.03. 2005 ⁶⁷⁰	190	58	29	72	23	372
30.06. 2005 ⁶⁷¹	202	61	29	76	25	393

Vir: Jussi Kanerva, Investment Research Finland (IRF), lastni izračuni.

Pri tem naj opozorim, da je potrebno biti pri preučevanju statističnih podatkov za obdobje po letu 2002 glede finskega trga precej pazljiv. Za ponazoritev vzemimo tabelo 15, ki prikazuje število finskih vzajemnih skladov po posameznih letih, kakor jih navajata dva največkrat citirana vira. Pri prvem, tj. ICI, se sami sklicujejo na podatke posredovane s strani IRF, pri čemer pa so podatki obeh organizacij, do vključno leta 2002, identični, nato pa se bistveno razlikujejo. So mi pa pri IRF⁶⁷² zagotovili, da so njihovi (tj. ne-posredovani) podatki točni.

Tabela 15: Objavljeni podatki o številu finskih vzajemnih skladov.

Vir	1998	1999	2000	2001 ⁶⁷³	2002	2003	2004
Investment Company Institute ⁶⁷⁴	114	176	241	275	312	249	280
Investment Research Finland (IRF)	114	176	241	275	312 ⁶⁷⁵	329 ⁶⁷⁶	359 ⁶⁷⁷

Število vlagateljev v (samo na Finskem registrirane!) sklade se je v nekaj manj kot štirih letih skoraj podvojilo⁶⁷⁸ in se približuje številki 1.800.000.⁶⁷⁹ Vlaganje v vzajemne sklade je

⁶⁶⁸ Skladi skladov so vključeni v druge kategorije. (Jussi Kanerva, Investment Research Finland (*infra*, osebni viri).)

⁶⁶⁹ Investment Research Finland (2005) *Mutual Fund Report January 2005*. 23. URL: http://www.sijoitustutkimus.fi/fund_reports/2005/rr0501e.pdf

⁶⁷⁰ Investment Research Finland (2005) *Mutual Fund Report April 2005*. 23. URL: http://www.sijoitustutkimus.fi/fund_reports/2005/rr0504e.pdf.

⁶⁷¹ Investment Research Finland (2005) *Mutual Fund Report July 2005*. 25. URL: http://www.sijoitustutkimus.fi/fund_reports/mfr.pdf. Jussi Kanerva iz Investment Research Finland mi je posredoval podatek, po katerem sta bila sredi leta 2005 202 delniška sklada, in ne 203, kakor izhaja iz navedene publikacije. Pojasnil je, da je bila v obdelanih poročilih posameznih skladov napaka, ki pa so jo zaznali šele po izdaji skupnega poročila.

⁶⁷² Jussi Kanerva je po pregledu dokumentacije potrdil, da so bili predstavljeni podatki IRF posredovani tudi ICI.

⁶⁷³ Drugače Heglerjeva, ki navaja, da jih je bilo v istem letu 259. (K. Hegler (2001) *Vzajemni skladi kot oblika varčevanja. Priloga 6*. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/hegler69.pdf.)

⁶⁷⁴ ICI (2005) *2005 Investment Company Fact Book*. 103. URL: http://www.ici.org/pdf/2005_factbook.pdf.

⁶⁷⁵ Investment Research Finland (2003) *Mutual Fund Report January 2003*. 23. URL: http://www.sijoitustutkimus.fi/fund_reports/2003/rr0301e.pdf.

⁶⁷⁶ Investment Research Finland (2004) *Mutual Fund Report January 2004*. 23. URL: http://www.sijoitustutkimus.fi/fund_reports/2004/rr0401e.pdf.

⁶⁷⁷ *Supra*, sprotna opomba 669.

⁶⁷⁸ Konec leta 2001 so imeli finski vzajemni skladi 896.810 vlagateljev. (Investment Research Finland (2002) *Mutual Fund Report January 2002*. 27. URL: http://www.sijoitustutkimus.fi/fund_reports/2002/rr0201e.pdf)

namreč pri Fincih še vedno bolj priljubljeno kot vlaganje v delnice, katerih priljubljenost v veliki meri niha s kapitalskim trgom.⁶⁸⁰ Poleg delniških skladov imajo finska gospodinjstva pomembno vlogo tudi v mešanih/uravnoteženih skladih, kjer je njihov delež več kot polovičen.⁶⁸¹ Glavni razlog za takšno stanje je dejstvo, da tuji vlagatelji splošno sploh ne vlagajo v finske uravnotežene vzajemne sklade.⁶⁸² Sicer pa so vlagatelji na trgu precej konzervativno naravnani, saj odpade največji delež in največja rast (v zadnjem obdobju) na sklade denarnega trga (tabela 16).

Tabela 16: Sredstva finskih odprtih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v milijonih EUR).⁶⁸³

delniški skladi	obvezniški skladi	denarnega trga trga	mešani/ uravnoteženi drugi ⁶⁸⁴	skupaj
31.12. 2004 ⁶⁸⁵	11.198,7	5.954,4	9.242,2	3.665,2 1.014,8 31.075,3
31.03. 2005 ⁶⁸⁶	12.117,2	7.589,1	11.294,1	4.023,3 1.172,7 36.196,4
30.06. 2005 ⁶⁸⁷	12.920,6	9.099,8	12.125,2	4.451,4 1.504,2 40.101,3

Vir: Investment Research Finland, lastni izračuni.

Izredno visokim neto prilivom v zadnjem obdobju navkljub, pa je finski trg investicijskih (v tem primeru vzajemnih) skladov v mednarodnem merilu še precej majhen. A po ocenah strokovnjakov ima (tudi zato) svetlo prihodnost, kar potrjujejo tudi statistični podatki – po podatkih FEFSI je bil finski trg v letu 2004 drugi najhitreje rastoči v Evropi.⁶⁸⁸

⁶⁷⁹ URL: <http://www.sijoitustutkimus.fi/tilastot/monthlystatistics/monthlystatistics.ppt> (diapozitiv 6). Pri tem pa je seveda treba upoštevati, da ima ponavadi vlagatelj sredstva v več skladih. Ocenjuje se, da je dejansko vlagateljev približno 450.000. (URL: http://www.pankkiyhdistys.fi/sisalto_eng/common/showpage.asp?id=575.)

⁶⁸⁰ The Finnish Bankers' Association (2005) Survey on saving and use of credit. 4. URL http://www.pankkiyhdistys.fi/sisalto_eng/upload/pdf/saving_survey2005.pdf.

⁶⁸¹ *Supra*, sprotna opomba 614.

⁶⁸² *Ibidem*.

⁶⁸³ Vključeni so tudi skladi skladov, medtem ko je moč podatke, ki te kategorije ne zajemajo, za prvi dve obdobji dobiti na URL: http://www.ici.org/pdf/ww_12_04_sup_tables.pdf in http://www.ici.org/pdf/ww_03_05_sup_tables.pdf.

⁶⁸⁴ Finska narodna banka objavlja ustrezne statistične podatke (razlike znašajo do ±0,0003 milijona EUR), pri čemer to kategorijo skladov (vrednosti premoženja se v popolnosti ujemata) opredeljuje kot rizične sklade (*risk funds*). URL: http://www.bof.fi/eng/5_tilastot/5.1_Tilastografiikkaa/5.1.5_arvopaperimarkkinat_ja_maksutase/.

⁶⁸⁵ *Supra*, sprotna opomba 669.

⁶⁸⁶ *Supra*, sprotna opomba 670.

⁶⁸⁷ *Supra*, sprotna opomba 671.

⁶⁸⁸ Jussi Kanerva, Investment Research Finland.

5.8 Francija

5.8.1 Razvoj

V začetku 80. let prejšnjega stoletja, ko je bil v večini evropskih držav pravni okvir kolektivnih investicijskih shem šele v povojuh, je bil v Franciji ta že dobro razvit.⁶⁸⁹ Tudi posledično pa je francoski trg vzajemnih skladov eden največjih v svetovnem merilu,⁶⁹⁰ o čemer bo podrobnejše govora v nadaljevanju.

Različne pojavnne in pravne oblike investicijskih skladov so se v Franciji pojavljale že precej pred omenjenim obdobjem. Prvi zaprti investicijski skladi so se tako pojavili že leta 1945, prve odprte investicijske družbe (SICAV) pa so bile ustanovljene šele nekaj let kasneje na podlagi prizadevanj Lorrainovega komiteja (Comité Lorrain).⁶⁹¹ Že leta 1958 so, primeroma, v obliki zaprtih investicijskih skladov ustanavljeni *Societes Immobiliere d'Investissement* (SII), sklade, namenjene financiranju stanovanjske gradnje.⁶⁹² Za pojav prvih vzajemnih skladov (FCP) pa je bilo treba počakati do leta 1967 in edikta 'o udeležbi nameščencev s stalno plačo na rasti'⁶⁹³ (*L'ordonnance sur la participation des salariés aux fruits de l'expansion*).⁶⁹⁴ Po tem letu je poznala industrija v glavnem le še širitev in rast.⁶⁹⁵

Simbol razvoja je lahko tudi dejstvo, da je takratni nadzorni organ finančnega trga že leta 1988 oblikoval nekakšno pravno podlago za upravljanje skladov terminskih poslov, tj. oblike *hedge* skladov.⁶⁹⁶ V isto leto pa sega tudi najpomembnejši, bolj ali manj še vedno veljaven akt na področju vzajemnih skladov, saj je s 23. decembrom začel veljati zakon, s katerim je zakonodajalec implementiral UCITS direktivo.⁶⁹⁷ V skladu s spremembami slednje, se je seveda večkrat spremenjal omenjeni in so se sprejemali tudi drugi akti.

⁶⁸⁹ J. Thompson (2001) *Corporate governance and collective investment instruments*. 3. URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/6/49/1815904.pdf>.

⁶⁹⁰ URL: http://www.afg.asso.fr/afg/uk/afg/whatisafg_nad.html.

⁶⁹¹ Ludivine Thomas, Ruschke - Hartmann - Becker (*infra*, osebni viri). Pri teh in naslednjih podatkih se je posluževala sledečih spletnih strani: URL: <http://www.amf.fr>, URL: <http://www.euronext.fr>, URL: <http://www.sgen.fr> ter nekaterih francoskih študijskih gradiv.

⁶⁹² R. Maurer, S. P. Sebastian, Inflation risk analysis of European real estate securities. *The Journal of Real Estate Research* 47-77. URL:

<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=143843301&Fmt=4&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.

Pri *Societes Immobilieres pour le Commerce et l'Industrie* (SICOMI) gre za enako obliko, le da je namen v financiranju ne-stanovanjske gradnje.

⁶⁹³ Naj mi bralec oprosti nekoliko neroden (lasten) prevod.

⁶⁹⁴ *Supra*, sprotina opomba 691.

⁶⁹⁵ *Ibidem*.

⁶⁹⁶ S. van Straelen, France: a new market place for hedge funds?. *AIMA Journal* 10-11. URL:

<http://www.aima.org/uploads/Asterias65.pdf>. Uporabljeno z dovoljenjem avtorja in izdajatelja publikacije (elektronska pošta z dne 6.9. 2005).

⁶⁹⁷ URL: http://www.afg.asso.fr/afg/uk/french_asset/french_funds_nad.html.

Zakon o modernizaciji finančnih dejavnosti (*The Financial Activities Modernization Act*) iz leta 1996⁶⁹⁸, sprejet z namenom prilagoditve zakonodaje direktivi o investicijskih storitvah (93/22/ES),⁶⁹⁹ je tako družbam za upravljanje omogočil izbiro⁷⁰⁰ statusa:

- družbe za upravljanje kolektivnih naložbenih podjemov za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (UCITS) (*sociétés de gestion organismes de placement collectif en valeurs mobilières (sociétés de gestion d'OPCVM)*), ali
- družbe za upravljanje vseh vrst premoženja (vključujuč UCITS⁷⁰¹) – v tem primeru se imenujejo družbe za upravljanje portfelja (*sociétés de gestion de portefeuille (portfolio management companies)*).⁷⁰²

Sredi leta 2004 je bilo razmerje med številom družb z enim ali drugim statusom že 347 napram 39 v korist zadnjih.⁷⁰³

Zakonodajalec je nato leta 1998⁷⁰⁴ poskrbel za možnost ustanavljanja novih vrst skladov:

- krovnih skladov (*umbrella funds*), ki vlagajo izključno v 'samostojne' pod-sklade, s svojimi upravljavskimi in siceršnjimi politikami;
- 'olajšanih' skladov (*OPCVM allégés*), ki imajo manj zahtevne postopke licenciranja in manj stroge zahteve razprtisitve tveganja pri vlaganju, a so obenem dostopni le 'kvalificiranim' vlagateljem oziroma tistim z vložkom preko pol milijona evrov;⁷⁰⁵
- t.i.m. master feeder skladov (*OPCVM maitres*), pri katerih lahko *feeder* skladi (*OPCVM nourriciers*) vlagajo tudi do 100 odstotkov svojega premoženja v enote enega samega *master feeder* sklada^{706,707},

⁶⁹⁸ Veljati je začel z 2. julijem 1996.

⁶⁹⁹ A. Maffei, French implement the ISD directive. *International Financial Law Review* 18-20. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=12212329&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>. Avtor se navedenega akta dotika predvsem z vidika njegovega vpliva na spremembe finančnega trga kot celote.

⁷⁰⁰ Zanimivo je, da je ta isti akt družbam za upravljanje eno od možnih izbir tudi onemogočil, saj se mora vsaka včlaniti v eno od obstoječih strokovnih združenj. (URL: http://www.afg.asso.fr/afg/uk/afg/joining_nad.html.)

⁷⁰¹ Primeroma člen L. 214-24 CMF v povezavi z L. 532-9. (*infra*, sprotna opomba 717).

⁷⁰² *Supra*, sprotna opomba 700.

⁷⁰³ URL: http://www.afg.asso.fr/afg/uk/afg/members_nad.html.

⁷⁰⁴ Zakon z dne 2. julija 1998. Podrobnejše o teh in drugih oblikah: French Asset Management Association (2005) *The French Asset Management Industry*. URL: <http://www.afg.asso.fr/upload/3/Fichier375.pdf>.

⁷⁰⁵ Členi L. 214-35 (1-6) CMF.

⁷⁰⁶ V literaturi nisem zasledil ustreznih slovenskih izrazov za obe kategoriji, sem pa poskusil najti neko ustrezno besedno zvezo, ki bi bila povezana s pomenom posameznih elementov angleškega poimenovanja, obenem pa bi odražala naravo obeh vrst skladov. Sledič temu cilju sem prišel do besedne zvez 'glavni zbirni' ali 'glavni dotočni sklad' za *master feeder* sklad, in pa 'pritočni sklad' za *feeder* sklad. Angleška beseda '*feeder*' pomeni, med drugim, korito ali pritok, osnovna opredelitev obeh vrst skladov pa je podana zgoraj.

⁷⁰⁷ Člen L. 214-34 CMF.

- sklade skladov (*fonds de fonds*), ki vlagajo vsaj ⁷⁰⁸ in do 35 odstotkov premoženja v drug UCITS, pri čemer pa s svojim vložkom ne smejo preseči prag 35 odstotkov ciljnega sklada (t.i.m. holding ratio, tj. princip razmerja poseti).⁷⁰⁹

Sredi leta 1999 je zakonodajalec 'dovolil' še sklade tveganega kapitala (*fonds communs de placement à risques* (FCPR)),⁷¹⁰ prav tako namenjene 'kvalificiranim' vlagateljem, z januarjem 2001 pa so bili na pariško borzo⁷¹¹ uvrščeni tudi prvi ETF skladi⁷¹²⁷¹³.

Z Zakonom o finančnih vrednostnih papirjih št. 2003-706 z dne 1. avgusta 2003 (*Loi n° 2003-706 de sécurité financière (Act on Financial Securities)*) oziroma njegovo uveljavitvijo z

začetkom leta 2004 so bile v francoski pravni red vpeljane tudi novosti UCITS III.⁷¹⁴

Z ozirom na (skoraj) vseevropsko (ne)prilagajanje pravnih okvirov razvoju trga, se ne zdi pretirana ocena, da je bila Francija tudi pravno gledano na tem področju, poleg Irske in Luksemburga, vlečni konj evropske industrije vzajemnih skladov.

5.8.2 Veljavna ureditev

Kot že rečeno, datira najpomembnejši francoski akt o vzajemnih skladih v leto 1988,⁷¹⁵ vendar pa je bil kodificiran⁷¹⁶ šele deset let kasneje z Monetarnim in finančnim zakonikom (*Code Monétaire et Financier (Monetary and Financial Code)* – v nadalje: CMF).⁷¹⁷

⁷⁰⁸ *Supra*, sprotна opomba 691.

⁷⁰⁹ *Supra*, sprotna opomba 697.

⁷¹⁰ Členi L. 214-36 – L. 214-38 CMF.

⁷¹¹ Gre za Paris Bourse, ki je največja med francoskimi borzami (leta 1995 jih je bilo sedem). (A. G. Wirth, International investing: Vive la France. *Canadian Shareowner* 7-8. URL:

<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=6952199&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.)

⁷¹² ETF skladi (tudi indeksne delnice) so oblika indeksnih skladov (*fonds indicuels*), ki kotirajo na borzi v obliki delnic (zato ETF – Exchange Traded Funds), imetnik pa običajno od družbe za upravljanje ne more zahtevati odkupa. (URL: <http://www.vzajemci.com/slovar.php?pojem=37>.)

⁷¹³ *Supra*, sprotna opomba 697.

⁷¹⁴ O izvedbenih aktih: Working Document DG Markt/G/4 (2005) *Implementation of UCITS Directive 2001/107 - Status Quo*. URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/implementation-2001-107_en.pdf; Working Document DG Markt/G/4 (2005) *Implementation of UCITS Directive 2001/108 - Status Quo*. URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/implementation-2001-108_en.pdf.

⁷¹⁵ Povezave do besedil relevantnih podzakonskih aktov, a le v francoščini, so na voljo na URL: http://www.amf-france.org/affiche_plan.asp?id_Tab=0&lang=en&idplan=129&idsec=4&idrub=27&npos0=0&npos197=0&npos96=0&npos208=0&npos97=0&npos126=0&npos98=0&npos176=1#anc176.

⁷¹⁶ *Supra*, sprotna opomba 697.

⁷¹⁷ *Journal Officiel* (uradni list) z dne 14. decembra 2000. Za področje relevantni so predvsem členi L214-1 do L214-88. Povezave do besedil posameznih členov v francoščini so na voljo na URL:

<http://www.legifrance.gouv.fr/WAspad/RechercheSimplePartieCode;jsessionid=DSEUSokF9vj81MhgalsX3MGYBBIFdddTLSMoyW6DXuoEKfvCryAK!-1688960386!iwsspad6.legifrance.tours.ort.fr!10038!-1!-113745911!iwsspad4.legifrance.tours.ort.fr!10038!-1?commun=&code=CMONFINL.rcv>, besedilo v angleščini (s spremembami do 1.8. 2003) pa na URL: http://www.legifrance.gouv.fr/html/codes_traduits/moneang.htm#p1.

CMF najprej opredeli štiri oblike investicijskih skladov (*unit trusts*⁷¹⁸): kolektivne naložbene podjeme za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (*organismes de placement collectif en valeurs mobilières* (OPCVM)),⁷¹⁹ sklade listinjenja (*securitization fund*),⁷²⁰ 'investicijska združenja' za nepremičnine (*real-property investment partnerships*)⁷²¹ in pa 'varčevalne družbe', ki so povezane z gozdarstvom (*forestry-linked savings companies*).⁷²²

Za namene pričajočega izvajanja je pomembna prva kategorija (OPCVM), znotraj katere loči CMF še dve veliki skupini skladov, splošne (*general purpose UCITS*)⁷²³, ki lahko pridobijo status UCITS, tj. evropski potni list, in pa posebne vzajemne sklade. Zakonske razčlenitve pa s tem še ni konec.

Posebne oblike vzajemnih skladov so:⁷²⁴

- skladi, ki se poslužujejo terminskih poslov (*fonds communs d'intervention sur les marchés à terme* (FCIMT)),⁷²⁵ torej izvedenih finančnih instrumentov (*hedge skladi*);⁷²⁶
- skladi za delodajalce (*fonds communs de placement d'entreprise* (FCPE)),⁷²⁷ ki se ustanovijo, primeroma, z namenom upravljanja prispevkov delodajalcev v okviru varčevalnega načrta podjetja;⁷²⁸
- skladi tveganega kapitala, ki vlagajo vsaj 50 odstotkov premoženja v podjetja, ki ne kotirajo na borzi (FCPR)⁷²⁹, in katerih cilj (tj. cilj skladov) je vzpodbujanje razvoja majhnih in srednjih podjetij;
- skladi, ki vlagajo vsaj 40 odstotkov svojega premoženja v razvojno-raziskovalna podjetja ('innovative' companies) (*fonds communs de placement dans l'innovation* (FCPI))⁷³⁰.⁷³¹

⁷¹⁸ Podobnost z *unit trust* anglosaškega pravnega okolja je seveda le na jezikovni ravni.

⁷¹⁹ Torej gre za UCITS, a ne v smislu skladov, ki bi izpolnjevali pogoje UCITS direktive, temveč tistih, ki jih UCITS direktiva kot take lahko pokriva (so odprtrega tipa, enote so ponujene javnosti ipd.).

⁷²⁰ Členi L. 214-43 – L. 214-49 CMF. Po definiciji CMF je sklad listinjenja solastništvo (*co-ownership*), katerega edini namen je pridobitev terjatev in izdaja enot, ki predstavljajo te terjatve, lahko pa sklad izdaja tudi dolžniške instrumente. Po definiciji Ministrstva za finance RS (Vir: sistem Evroterm) je listinjenje ali sekuritizacija proces, ko se različna kreditna razmerja spreminjajo iz bančnih kreditov v oblike vrednostnih papirjev. Glej tudi člen I/V. (h) UCITS direktive, podrobnejše pa: A. Mejač Krassnig, Listinjenje v Sloveniji. *Bančni vestnik* 9-14.

⁷²¹ Členi L. 214-50 – L. 214-83 CMF.

⁷²² Členi L. 214-85 – L. 214-88 CMF.

⁷²³ URL: http://www.afg.asso.fr/afg/uk/news/monthly_assets_nad.html.

⁷²⁴ Subotič prišteva med posebne še sklade skladov (sam sem se držal navedb regulatorja (AFM)), medtem ko med kolektivne naložbene podjeme prišteva, poleg opredeljenih vzajemnih skladov, še kategorijo 'drugih skladov': nepremičninskih (SCPI), garancijskih (FCC) in drugih skladov. (G. Subotič (2004) *Vzajemni skladi v Sloveniji in EU*. 36. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/subotic1349.pdf.)

⁷²⁵ Člen L. 214-42 CMF.

⁷²⁶ Vpeljani so bili decembra 1987 z Zakonom o trgu terminskih poslov. (*Supra*, sprotna opomba 691.)

⁷²⁷ Člen L. 214-39 – L. 214-40 CMF.

⁷²⁸ *Supra*, sprotna opomba 691.

⁷²⁹ *Supra*, sprotna opomba 710.

Predvsem vlaganje v zadnje tri oblike je podvrženo posebnim davčnim vzpodbudam.⁷³²

Precej bližje slovenski ureditvi,⁷³³ vsaj glede na že naštete, sta obliki znotraj kategorije potencialnih UCITS skladov:

- investicijske družbe odprtega tipa, tj. investicijski skladi s pravno subjektiviteto (*sociétés d'investissement à capital variable* (SICAV) (*open-ended investment company*)) – zanje je predpisana oblika delniške družbe,⁷³⁴ podvrženi pa so zakonu z dne 24. julija 1966^{735,736},
- pogodbeno ustanovljeni investicijski skladi, tj. vzajemni sklade v smislu ZISDU-1 (*fonds commun⁷³⁷ de placement* (FCP) (*common funds⁷³⁸*)), pri katerih so vlagatelji solastniki premoženja sklada^{739 740}.

Slednji so, kot tudi sicer v drugih ureditvah, zavezani večji razpršenosti tveganja naložb,⁷⁴¹ večji transparentnosti in so (zato) prijaznejši do (predvsem 'nepoučenih') vlagateljev.⁷⁴²

Glede opredelitev posameznih oblik in navedenih odstotkovnih kriterijev, moram opozoriti, da je na spletnih straneh AMF⁷⁴³ pri skladih tveganega kapitala in skladih, ki vlagajo v razvojno-raziskovalna podjetja meja 40 odstotkov, medtem ko dostopno besedilo CMF postavlja mejo pri 60 odstotkih. Glede na dejstvo, da je bilo slednje nazadnje posodobljeno avgusta 2003, sem se držal kasnejših navedb AMF.

Vzajemni sklad, tj. FCP⁷⁴⁴, definira zakon kot solastništvo (*co-ownership*) finančnih instrumentov in depozitov, katerega enote se izdajajo in odkupujejo na zahtevo vlagateljev po

⁷³⁰ Člen L. 214-41 CMF. Vpeljani so bili z Zakonom o financah (*Financial Law*) leta 1997, torej aktom, ki je vsako leto sprejeman s strani parlamenta in zadeva proračun države za naslednje leto. (Ludivine Thomas, Ruschke - Hartmann - Becker (*infra*, osebni viri).)

⁷³¹ URL: http://www.ey.com/global/content.nsf/International/France_-_Market_Summary.

⁷³² *Ibidem*. Čeprav kapitalski dobički pogosto tudi pri vlagatelju v UCITS niso obdavčeni – npr. pri računih življenjskega zavarovanja, ki so povezani z vlaganjem v sklade, je tako.

⁷³³ Čeprav je treba biti pozoren na nezanemarljivo dejstvo, da investicijske družbe po ZISDU-1 niso dolžne odkupiti delnic na zahtevo vlagatelja. Pri SICAV temu ni tako (glej npr. člen L. 214-15, tudi v povezavi z L. 214-19 CMF), torej se nanaša podobnost predvsem na FCP.

⁷³⁴ Člen L. 214-15 CMF.

⁷³⁵ *Supra*, sprotnejša opomba 691.

⁷³⁶ Členi L. 214-14 – L. 214-19. CMF.

⁷³⁷ V literaturi se pojavlja tako zapis '*communs*' kot tudi '*commun'*, a se uporablja slednji v samem aktu.

⁷³⁸ Ta izraz je uporabljen v členu 411-2/I. *AMF General Regulations* (URL: http://www.amf-france.org/documents/general/6270_1.pdf), medtem ko je v členu L. 214-2 CMF uporabljen izraz *unit trust*. Ker pa je bil slednji, kot nadpomenka, uporabljen že v členu L. 214-1 CMF, sklepam na nedoslednost prevajanja ali pa pomanjkanje ustreznejših izrazov. Zato bom sam sledil prvo omenjeni možnosti.

⁷³⁹ URL: http://www.afg.asso.fr/afg/uk/french_asset/french_funds_nad.html.

⁷⁴⁰ Člen L. 214-2 CMF. Glej tudi *supra*, sprotnejša opomba 689, 11, 14, 51. Kot zanimivost: za ustanovitev SICAV naj bi bilo potrebnih 75 do 90 dni, za ustanovitev FCP pa pričakovano manj, le približno 45 dni.

⁷⁴¹ Primeroma člena L. 214-4 in L. 214-5.

⁷⁴² URL: <http://www.pratique.fr/argent/epargne/daf1304b.htm>.

⁷⁴³ URL: http://www.afg.asso.fr/afg/uk/french_asset/french_funds_nad.html.

⁷⁴⁴ V kolikor ni izrecno navedeno, za katero obliko vzajemnega sklada, tj. *corporate* ali *contractual* obliko, gre, se nanaša izvajanje na pogodbene vzajemne sklade, tj. tiste brez pravne subjektivitete.

njihovi (tj. enot) čisti vrednosti sredstev (NAV), z zmanjšanjem za morebitno provizijo.⁷⁴⁵

Določba že v uvodu izrecno pove tudi, da FCP nima pravne subjektivitete,⁷⁴⁶ dejstvo solastništva pa dodatno izpeljuje še določilo, da so vlagatelji, v sorazmerju z vložkom in do višine premoženja sklada, odgovorni za dolgove solastništva.⁷⁴⁷

Kot izhaja iz navedenega, je torej FCP odprti sklad (*fond ouvert*), ki odkupuje svoje enote na zahtevo vlagateljev, vendar pa določa člen L. 214-30 CMF izjemo, po kateri lahko v izrednih okoliščinah ter ob pogojih, ko to zahtevajo interesi vlagateljev, družba za upravljanje (v skladu s svojim statutom) začasno preneha s povratnim odkupom oziroma izdajo novih enot.

V naslednjem odstavku pooblašča CMF regulatorja finančnih trgov (*Autorité des marchés financiers* (AMF)), da določi še druge primere, ko lahko statut družbe za upravljanje predvidi tovrsten, tudi stalen, ukrep. AMF je kot takšne določil primere, ko je v prospektu FCP določeno, da bo imel največ 20 vlagateljev oziroma nek drug pogoj (na primer število izdanih enot, zbrano premoženje ali določen rok), in je ta dosežen,⁷⁴⁸ ali pa ko se premoženje sklada zniža pod 300.000 evrov (v primeru prej navedenih pogojev, pod 160.000 evrov).⁷⁴⁹

Sklad navzven zastopa in predstavlja družba za upravljanje,⁷⁵⁰ nad premoženjem sklada pa, ki je ločeno od premoženja družbe za upravljanje, bedi skrbnik (*custodian*).⁷⁵¹ Slednjega s seznama pristojnega ministra izbere sama družba,⁷⁵² oba, tako družba za upravljanje kot skrbnik, pa sta posamično ali solidarno odgovorna za kršitev zakonskih in podzakonskih določb, ki se nanašajo na vzajemne sklade, določil pravil sklada ali katerokoli drugo nezakonito dejanje.⁷⁵³

Nadzor nad delovanjem investicijskih skladov in družb za upravljanje⁷⁵⁴ opravlja že prej omenjeni AMF, ki je nastal leta 2003⁷⁵⁵ z združitvijo tudi za to področje že prej pristojnih⁷⁵⁶

⁷⁴⁵ Člen L. 214-20 CMF: »[...] *A unit trust, which does not have legal personality, is a co-ownership of financial instruments and deposits whose units are issued and redeemed at the request of the holders at their net asset value plus or minus the fees and commissions, as applicable. [...]*«

⁷⁴⁶ *Ibidem*.

⁷⁴⁷ Člen L. 411-23 CMF.

⁷⁴⁸ Člen 411-12 v povezavi s členom 411-13 *AMF General Regulations* (*supra*, sprotna opomba 738).

⁷⁴⁹ Člen 411-14 *AMF General Regulations*.

⁷⁵⁰ Člen L. 214-25 CMF.

⁷⁵¹ Člen L. 214-26 CMF.

⁷⁵² *Ibidem*. Pogosto sta v Franciji skrbnik (depozitar) in družba za upravljanje v isti finančni skupini, pri čemer je običajno skrbnik banka. (Oxford Economic Research Associates (OXERA) (2002) *The Role of Custody in European Asset Management*. 25, 30. URL: <http://www.afg.asso.fr/upload/3/Fichier162.pdf>.)

⁷⁵³ Člen L. 214-28 CMF.

⁷⁵⁴ Seznam in povezave do spletnih strani desetih največjih družb za upravljanje je na URL: <http://www.ey.com/GLOBAL/content.nsf/International/France - Regulations & Links>.

⁷⁵⁵ Financial Security Act z dne 1. avgusta 2003.

⁷⁵⁶ Brdar Turk podrobneje opredeljuje naloge posameznih (prejšnjih) organov (v tej zvezi tudi bančne komisije (*Commision Bancaire*)), pri čemer poudarja, da delovanje le-teh »*ni jasno razmejeno po vrstah storitev na finančnem trgu.*« (A. Brdar Turk (2005) *Upravljanje s tveganji v družbah za upravljanje in vzajemnih skladih*. 32-33. URL: <http://www.cek.ef.uni-lj.si/magister/brdar222.pdf>)

komisije za trg vrednostnih papirjev (*Commission des Opérations de Bourse* (COB)), komisije za finančne trge (*Conseil des Marchés Financiers* (CMF))⁷⁵⁷ in sveta za disciplino finančnega upravljanja (*Conseil de discipline de la gestion financière* (CDGF)).⁷⁵⁸

5.8.3 Stanje na trgu

Kot sem že izpostavil, je Francija po vseh kriterijih velesila v industriji. Ne le, da ima šest milijonov vlagateljev in da je kar petina vseh prihrankov gospodinjstev v skladih⁷⁵⁹,⁷⁶⁰ tudi v svetovnem merilu se uvršča pri vrhu vseh meritev razvitosti trga. Tako ima kar 13 odstotkov vseh svetovnih skladov domicil v Franciji, zaradi česar je na drugem mestu na svetu, takoj za ZDA.⁷⁶¹ Leta 1989 jih je bilo, primeroma, v Franciji (le) približno 900,⁷⁶² sredi leta 1997 5.532,⁷⁶³ v kratkem pa lahko pričakujemo⁷⁶⁴ že osem tisočega (tabela 17).

Tabela 17: Število francoskih odprtih investicijskih skladov.

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani skladi	drugi skladi	skupaj
31.12. 2004 ⁷⁶⁵	1.891	1.323	650	3.101	943	7.908
31.03. 2005 ⁷⁶⁶	1.885	1.308	638	3.083	951	7.865
30.06. 2005 ⁷⁶⁷	1.900	1.289	643	3.054	961	7.847

Vir: French Asset Management Association, lastni izračuni.

Kakor je prikazano v tabeli 18, je razmerje med številom SICAV in FCP skladov približno 1:10, sicer pa v zadnjih letih večjih premikov glede tega ni bilo zaznati.

⁷⁵⁷ O ustanovitvi COB, kot (leta 1996) vrhovnega nadzornega organa, glej *supra*, sprotna opomba 699.

⁷⁵⁸ URL: http://www.amf-france.org/affiche_page.asp?urlDoc=lesmissionsamf.htm&lang=en&Id_Tab=0. O nalogah AMF na področju kolektivnih naložbenih podjemov glej *AMF General Regulations*. Relevanten del besedila akta je na voljo na URL: http://www.amf-france.org/documents/general/6270_1.pdf.

⁷⁵⁹ V državah z manj prebivalci je sicer mogoče doseči tudi višji delež.

⁷⁶⁰ Predvsem prek zavarovalniških produktov, ki so vezani na enote skladov. *Supra*, sprotna opomba 731.

⁷⁶¹ Sledi ji Koreja, ki ima prav tako približno 13 odstotkov vseh skladov na svetu. (A. Khorana, H. Servaes, P. Tufano (2003) *Explaining the Size of The Mutual Fund Industry Around the World*. 1, 9. URL: <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/capri/papers/185khorana.pdf>.)

⁷⁶² F. Pernek, B. Škof, A. Kobal, U. Rožič (1999) *Finančno pravo in javne finance*. Posebni del. 354.

⁷⁶³ Investment Company Institute (ICI) (1997) *International Mutual Funds Survey : Second Quarter 1997*. URL: <http://www.itcilo.it/english/actrav/telearn/global/ilo/equity/iciinter.htm>.

⁷⁶⁴ Čeprav v oči bode dejstvo, da je bilo konec leta 2004 kar 61 skladov več kot sredi letošnjega leta.

⁷⁶⁵ URL: <http://www.afg.asso.fr/upload/13/Fichier71.xls>.

⁷⁶⁶ URL: <http://www.afg.asso.fr/upload/13/Fichier75.xls>.

⁷⁶⁷ URL: <http://www.afg.asso.fr/upload/13/Fichier78.xls>.

Tabela 18: Število in oblika francoskih odprtih investicijskih skladov na dan 30. junij 2005.

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani skladi	drugi skladi	skupaj
SICAV	346	212	139	206	2	905
FCP	1.554	1.077	504	2.848	959	6.942
Skupaj	1.900	1.289	643	3.054	961	7.847

Vir: French Asset Management Association,⁷⁶⁸ lastni izračuni.

Po obsegu premoženja v upravljanju so francoski odprti investicijski skladi že več let na prvem⁷⁶⁹ oziroma drugem mestu⁷⁷⁰ v Evropi, čeprav Francija, tudi računajoč povprečen vložek na prebivalca, za ZDA še vedno krepko zaostaja.⁷⁷¹

Morda presenetljivo je spoznanje, da je v mešanih skladih precej več premoženja kot v obvezniških oziroma delniških, na drugi strani pa so s skoraj 35 odstotnim deležem na prvem mestu skladi denarnega trga. Razlog za tovrstno prevlado slednjih gre morda iskati v dejstvu, da so jim zelo, in tudi precej bolj kot drugim vrstam, naklonjeni tuji vlagatelji⁷⁷² ⁷⁷³.

Se pa v zadnjem obdobju več sredstev zliva v delniške, medtem ko dotok v obvezniške sklade stagnira (*infra*, tabela 19). Tudi v Franciji je najverjetnejši razlog v stalnem nižanju obrestnih mer.⁷⁷⁴

⁷⁶⁸ *Ibidem*.

⁷⁶⁹ S približno 600 milijardami USD v upravljanju so bili leta 1998 za tretjino večji od luksemburških in italijanskih vzajemnih skladov na drugem mestu. (B. Berčič (2002) *Življenjsko zavarovanje vezano na investicijske sklade*. 6. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/bercic588.pdf; M. Božič (2002) *Vzajemni skladi – alternativa varčevanja v prihodnosti*. Priloga 3. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/bozic543.pdf.)

⁷⁷⁰ *Supra*, sprotna opomba 761, 8. Konec leta 2001 so imeli francoski skladi 6,1 odstotek, luksemburški pa 6,5 odstotka vsega premoženja v vzajemnih skladih na svetu.

⁷⁷¹ Pred nekaj leti je odpadel na prebivalca Francije povprečno poldruži milijon SIT vložka v vzajemnih skladih, na prebivalca ZDA pa dvakrat več, pri čemer pa je v tej kategoriji pred obema državama s precešnjo prednostjo Ircka. (N. Božović (2004) *Vzajemni skladi v Sloveniji danes in v prihodnje*. 15, 22. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/bozovic1432.pdf.)

⁷⁷² *Supra*, sprotna opomba 731.

⁷⁷³ Kakor sta v svoji raziskavi (po podatkih iz leta 2000) ugotovila Chocron in Grandjean, se enote skladov denarnega trga precej hitreje obračajo kot sicer enote skladov – podjetja prodajo enote vzajemnih skladov denarnega trga v dveh, enote vzajemnih skladov kot takih pa v treh mesecih. Pri gospodinjstvih je ta razlika še bolj očitna. Podrobneje: M. Chocron, H. Grandjean (2001) The Behaviour of Economic Agents on the Securities Markets in the Third Quarter of 2000. *Banque de France Bulletin*. URL: http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/autres_telechar/behavsm.pdf.

⁷⁷⁴ Potrditev premise v: Banque de France (2004) *Annual Report 2003*. 23. URL: <http://www.banque-france.fr/gb/publications/telnomot/rapport/rap03gb.pdf>.

Tabela 19: Sredstva francoskih odprtih investicijskih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v milijardah EUR).⁷⁷⁵

delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani skladi ⁷⁷⁶	drugi skladi ⁷⁷⁷	skupaj
31.12. 2004 ⁷⁷⁸	184,5	187,3	351,8	215,8	67,1 1.006,5
31.03. 2005 ⁷⁷⁹	197,6	197,3	366,5	223,2	69,1 1.053,7
30.06. 2005 ⁷⁸⁰	213,0	202,3	381,5	231,5	71,6 1.099,9

Vir: Banque de France, lastni izračuni.

Kar se tiče prodajnih poti, imajo banke prevladujoč položaj, saj posredujejo pri kar štirih petinah vseh nakupov,⁷⁸¹ se pa stanje počasi spreminja, tudi v prid neodvisnih posrednikov.⁷⁸² Razlogi za opisano (večletno) stopnjo razvitosti trga so večplastni, vsekakor pa je zakonodajalec dosledno upošteval praktične potrebe upravljalcev in vlagateljev ter jih (zadovoljivo) hitro pretočil v normativni okvir. Khorana, Servaes in Tufano pravilno ugotavljajo, da lahko pretirana regulacija ovira razvoj industrije vzajemnih skladov in vzpodbuja selitev družb za upravljanje v države z nižjimi normativnimi pritiski.⁷⁸³ A ravno v primeru Francije so lahko postregli z izsledki primerjalne študije, ki so jo leta 1998 opravili Franks, Schaefer in Staunton in kjer so primerjali, po posameznih državah, neposredno z regulativo zakriviljene stroške industriji za upravljanje s premoženjem: v Franciji so ti tako pol manjši kot v ZDA in kar štirikrat manjši v primerjavi z Veliko Britanijo.⁷⁸⁴

⁷⁷⁵ Vključeni so tudi t.i.m. feeder skladi. Statistični podatki Investment Company Institute (ICI) se z navedenimi ujemajo, vendar pa sta pri ICI kategoriji delniških in 'drugih' skladov združeni (za prvo četrletje 2005 npr. URL: http://www.ici.org/pdf/ww_03_05_sup_tables.pdf, za konec leta 2004 pa URL: http://www.ici.org/pdf/ww_12_04_sup_tables.pdf).

⁷⁷⁶ Ti so poimenovani kot 'composite investments'.

⁷⁷⁷ Sem so vključeni: *alternative funds of funds, guaranteed funds in structured fund*.

⁷⁷⁸ URL: http://www.banque-france.fr/gb/stat_conjoncture/telechar/stat_mone/opcvm1.pdf.

⁷⁷⁹ URL: http://www.banque-france.fr/gb/stat_conjoncture/telechar/stat_mone/opcvm3.pdf.

⁷⁸⁰ *Supra*, sprotna opomba 778.

⁷⁸¹ Datamonitor (2005) *The French Financial Advice Market 2005* (kazalo). URL:

<http://www.datamonitor.com/~64b6842640c2438f9f20b8af51c8db0b~/Products/Free/Brief/BFFS0378/020BFFS0378.htm>.

⁷⁸² *Supra*, sprotna opomba 739. Ti imajo zaenkrat približno 14 odstotkov (gre za neodvisne strokovnjake, npr. upravljalce spletnne strani *sicavonline*), medtem ko so zavarovalnice pri 11 odstotnem deležu. (*Supra*, sprotna opomba 731.)

⁷⁸³ *Supra*, sprotna opomba 761, 12.

⁷⁸⁴ *Ibidem*.

5.9 Grčija

5.9.1 Razvoj

Investicijski skladi imajo v Grčiji zelo dolgo tradicijo, saj se za prve štejejo investicijski skladi, ki so bili na pobudo grških narodne in trgovinske banke ustanovljeni že leta 1972.⁷⁸⁵ Pri pregledu obstoječih prevodov starejših pravnih aktov⁷⁸⁶ je moč v aktu iz leta 1988 najti določbo, ki se izrecno dotika ureditve vzajemnih skladov,⁷⁸⁷ iz česar je moč sklepati, da je bil tudi zakonski okvir podan že najmanj v drugi polovici 80. let prejšnjega stoletja. Še več, v končnih določbah sedaj veljavnega akta iz leta 1999 (podrobnejše v nadaljevanju) je določeno, da po preteku *vacatio legis* ta nadomesti »*legislative decree 608/1970 'On investment trust companies and mutual funds'*«.⁷⁸⁸ Omenjeni zakonodajni dekret je torej 'vzajemne sklade' urejal že v 70. letih prejšnjega stoletja,⁷⁸⁹ na siceršnje zgodnje začetke pa kaže tudi dejstvo, da je bilo združenje grških investicijskih družb in družb za upravljanje (*Association of Greek Investment Trust and Mutual Fund Management Companies* (pogosteje se uporablja naziv *Association of Greek Institutional Investors (AGII)*)) ustanovljeno že leta 1985,⁷⁹⁰ ko se je na ravni EU zakonodaja šele spreje(ma)la.

Sicer pa je najpomembnejši in, z več spremembami,⁷⁹¹ še vedno veljaven, akt zakon št. 1969 iz leta 1991⁷⁹², ki je na novo uredil podjeme za kolektivna vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (*Oργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες*) in jih uskladil z UCITS direktivo iz leta 1985⁷⁹³. Ti so bili (in so še) v dveh oblikah:

⁷⁸⁵ URL: <http://www.agii.gr/edak.asp>.

⁷⁸⁶ Okvirni seznam je na voljo na URL: http://www.hcmc.gr/english/frame_03.htm.

⁷⁸⁷ Glej določbi 17/I. in 36/III. zakona št. 1806/1988 (*Τροποποίηση της νομοθεσίας για τα χρηματιστήρια αξιών και άλλες διατάξεις* (*Amendment of Legislation concerning the Securities Exchanges and other Provisions*)), Φ.Ε.Κ. (Uradni list grške republike – v nadaljevanju: Ur. I.) št. 207 z dne 20. septembra 1988. Besedilo v grščini je na voljo na URL: <http://www.hcmc.gr/Pdf/Law1806.pdf>, v angleščini pa na URL: http://www.hcmc.gr/english/Pdf/L1806_88.pdf.

⁷⁸⁸ Člen 82/I. zakona 1969/1991 (*Εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, αμοιβαία κεφάλαια, διατάξεις εκσυγχρονισμού και εξνγιάνσεως της κεφαλαιαγοράς και άλλες διατάξεις* (*Investment trust companies, mutual funds, provisions for the modernisation and recovery of the capital market, and other provisions*)), Ur. I. št. 167 z dne 30. oktobra 1991. Besedilo celotnega akta v grščini je na voljo na URL:

<http://www.hcmc.gr/Pdf/Law1969.pdf>, v angleščini pa na URL: <http://www.agii.gr/docs/law.pdf>.

⁷⁸⁹ Resničnost navedenega mi je naknadno potrdil tudi Effi Bourboulas, AGII (*infra*, osebni viri).

⁷⁹⁰ URL: <http://www.agii.gr/enosi.asp?Lang=EN>.

⁷⁹¹ Spremenjen in dopolnjen je bil s predsedniškim dekretom 433/1993 ter zakoni št. 2533/1997, 2937/2001, 2954/2001, 3152/2003 in 3283/2004. (URL: http://www.agii.gr/apofaseis_en.asp.)

⁷⁹² *Supra*, sprotna opomba 788.

⁷⁹³ *Supra*, sprotna opomba 785.

- odprtji investicijski skladi pogodbenega nastanka (*Αμοιβαίο Κεφάλαιο*⁷⁹⁴ (*mutual funds*)), ki so upravljeni s strani družb za upravljanje (*Εταιρία Διαχείρισης* (*mutual fund management companies*));
- investicijske družbe (Εταιρία Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (*portfolio investment companies* (PIC),⁷⁹⁵ tudi *investment trust companies*⁷⁹⁶)), tj. zaprti investicijski skladi korporativne narave.⁷⁹⁷

Kasneje je, kot že omenjeno, sledilo več posegov⁷⁹⁸ zakonodajalca v materijo omenjenega akta, a predvsem z namenom prilagoditve evropskim smernicam in direktivam s področja investicijskih skladov.⁷⁹⁹ Korak v smeri razvoja trga je bilo tudi sprejetje zakona o nepremičninskih vzajemnih skladih leta 1999,⁸⁰⁰ s čimer so se možnosti upravljalcev in vlagateljev še dodatno razširile.

Zadnja velika sprememba se je zgodila v lanskem letu, saj je bil sprejet nov zakon,⁸⁰¹ ki ureja družbe za upravljanje vzajemnih skladov, s čimer je 'prevzel' del pristojnosti zakonu iz leta 1991, ki pa še vedno regulira zaprte investicijske skладe (PIC).⁸⁰² Z novim aktom je bila ureditev prilagojena tudi spremembam UCITS direktive iz leta 2001, s čimer se je omogočilo delovanje novih oblik vzajemnih skladov (indeksnih in skladov skladov), izboljšala pa se je tudi zaščita vlagateljev.⁸⁰³

Odnose med in znotraj družb ter njihova razmerja do vlagateljev ureja, predvsem z namenom delovanja v interesu vlagateljev,⁸⁰⁴ etični kodeks investicijskih in družb za upravljanje vzajemnih skladov (*Code of Ethics of the Mutual Fund Management Companies and Portfolio Investment Companies*), ki ga je sprejela Komisija za kapitalske trge (*Hellenic*

⁷⁹⁴ Prevode izbranih terminov mi je posredoval Effie Bourboulas, AGII (*infra*, osebni viri).

⁷⁹⁵ *Supra*, sprotna opomba 790.

⁷⁹⁶ Neuradno besedilo prevoda zakona 1969/1991 (URL: <http://www.agii.gr/docs/law.pdf>).

⁷⁹⁷ J. Thompson (2001) *Corporate governance and collective investment instruments*. 11, 23, 51. URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/6/49/1815904.pdf>.

⁷⁹⁸ Primeroma *supra*, sprotna opomba 791.

⁷⁹⁹ Glej prečiščeno besedilo zakona 1969/1991 na URL: <http://www.agii.gr/docs/law.pdf>, kjer so v sprotnih opombah označeni viri sprememb prvotnega besedila (žal le tisti, sprejeti do januarja 1999).

⁸⁰⁰ Zakon 2778/1999 (*Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας – Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και άλλες διατάξεις* (*Real Estate Mutual Funds - Investment Companies investing in Real Estate and other provisions*)), Ur. I. A št. 295 z dne 30. decembra 1999. Žal nisem našel ne grškega, ne angleškega besedila.

⁸⁰¹ Zakon 3283/2004 (*A.E.Δ.Α.Κ., Ο.Σ.Ε.Κ.Α., Α/Κ κ.ά. διατάξεις*), Ur. I. A št. 210 z dne 2. novembra 2004.

Besedilo v grščini je na voljo na URL: http://www.hcmc.gr/Pdf/A_2004_0210_3283.pdf, prevoda pa žal (še) ni.

⁸⁰² URL: http://www.agii.gr/apofaseis_en.asp.

⁸⁰³ Bank of Greece (2005) *Summary of Annual Report 2004*. 35. URL:

http://www.bankofgreece.gr/en/publications/pdf/Summary_Annrep2004.pdf.

⁸⁰⁴ »...to ensure that all Funds Management operations are performed, exclusively to the benefit of the investors.« (Poudaril B.K.) (URL: http://www.agii.gr/apofaseis_en.asp) Navedeno je v skladu s členom 30a. zakona 1969/1991.

*Republic Capital Market Commission (HCMC)) leta 1998⁸⁰⁵, še leto prej pa je bil sprejet tudi kodeks poslovanja (*Code of Conduct*) združenja grških institucionalnih vlagateljev (AGII).⁸⁰⁶*

5.9.2 Veljavna ureditev

V skladu z zakonom št. 1969/1991 imajo v Grčiji torej (odprte) vzajemne sklade⁸⁰⁷ in pa zaprte investicijske družbe⁸⁰⁸. Pri obeh oblikah gre za sklade, ki lahko pridobijo evropski potni list, tj. status UCITS v skladu z direktivo.

Tako opredeljuje zakon investicijsko družbo kot odprto družbo z omejeno odgovornostjo (*societe anonyme (SA)*), ki je namenjena izključno upravljanju portfelja prenosljivih vrednostnih papirjev,⁸⁰⁹ nalaga pa ji, enako kot vzajemnemu skladu,⁸¹⁰ še vrsto omejitev, kakršne pozna glede vlaganj tudi UCITS direktiva.⁸¹¹

Zakon vsebuje v delu, kjer je govora o vzajemnih skladih, najprej definicijo podjemov za kolektivna vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (UCITS),⁸¹² ki je identična⁸¹³ tisti v drugem odstavku 1. člena UCITS direktive (priloga 2), v členu 17.a pa nato določa, da mora biti vsak tak podjem, tj. UCITS, v obliki vzajemnega sklada. Nadalje je vzajemni sklad opredeljen kot skupek premoženja brez pravne subjektivitete,⁸¹⁴ sestavljen iz prenosljivih vrednostnih papirjev in gotovine, katerega posamezni deli pripadajo neštetemu številu oseb.⁸¹⁵ Da gre za pravi vzajemni sklad potrjuje tudi določba prvega odstavka 25. člena, po kateri je odkup enot na zahtevo vlagatelja obvezen. Vendar pa omogoča zakon tudi izjemo, ko je mogoče v izrednih primerih, z dovoljenjem ali po samostojni odločitvi Komisije za kapitalske trge (HCMC)⁸¹⁶, odložiti odkup za čas do treh mesecev, to obdobje pa se lahko za isti čas še

⁸⁰⁵ Decision of the Capital Market Commission No. 132/19-5-98, Ur. I. št. 615B z dne 18. junija 1998. Besedilo v angleščini je na voljo na URL: <http://www.agii.gr/docs/conduct.pdf>. Nekatere spremembe so bile vpeljane še z odločitvijo št.. 4/244 z dne 16. 5. 2002, a njeno besedilo v angleščini žal ni na voljo.

⁸⁰⁶ URL: http://www.agii.gr/apofaseis_en.asp. Thompson navaja (*supra*, sprotina opomba 797, 23-24; enako v svojem (skupaj z Sang-Mok Choi-em) delu iz istega leta *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries* na strani 10), da imajo v Grčiji izvršljiv kodeks poslovanja (»enforceable code of conduct«), a se to najverjetneje nanaša na etični kodeks Komisije za kapitalske trge.

⁸⁰⁷ 17.-25. člen zakona 1969/91.

⁸⁰⁸ 1.-16.a člen zakona 1969/1991.

⁸⁰⁹ Člen 1/I. zakona 1969/1991.

⁸¹⁰ 32.-36. člen zakona 1969/1991.

⁸¹¹ Glej 4.-7. člen zakona 1969/1991.

⁸¹² Člen 17/I. zakona 1969/1991.

⁸¹³ Bistvene postavke: vlaganje od javnosti zbranih sredstev v prenosljive vrednostne papirje, v skladu z načelom razprtitev tveganja in zaveza povratnega odkupa enot sklada na zahtevo vlagatelja oziroma skrb za primerljivost tržne cene in čiste vrednosti premoženja (NAV).

⁸¹⁴ Člen 18/I. zakona 1969/1991.

⁸¹⁵ Člen 17a./I. zakona 1969/1991.

⁸¹⁶ Besedilo zakona iz leta 1991 govori sicer o odboru borze (*stock exchange comitee*), a gre za navedeno institucijo (glej npr. URL: http://www.hcmc.gr/english/frame_01.htm, kjer je navedeno, da izvršuje omenjena Komisija tudi naloge na podlagi zakona 1969/1991).

enkrat podaljša.⁸¹⁷ Obvestilo o tovrstnem ukrepu in njegovem prenehanju pa mora biti, zanimivo, objavljeno v dveh dnevno-političnih in enem poslovнем dnevniku iz Aten.⁸¹⁸ Namen zakonodajalca je sicer jasen, tj. zaščita interesa vlagateljev, a je, kljub morebitnemu (takratnemu!) neobstoju ustreznih časopisnih medijev iz drugih krajev, vprašljiva navedena krajevna opredelitev.⁸¹⁹

Vzajemni sklad mora imeti družbo za upravljanje (v obliki družbe z omejeno odgovornostjo (SA))⁸²⁰ in depozitarja (kreditno institucijo)⁸²¹, zanimiva pa je določba, po kateri lahko HCMC vzajemnemu skladu odreče dovoljenje, če vodilno osebje (zastopniki, upravljalci ipd.) obeh subjektov ne premore zadosti dobrega ugleda in izkušenj.⁸²² Ob tem pa morajo tudi sama pravila vzajemnega sklada zagotavljati zadostno varstvo interesov vlagateljev.⁸²³

V prid vlagateljem je tudi določilo, da vlagatelji ne bodo,⁸²⁴ tj. da bo družba za upravljanje napram njim odgovorna za svoja dejanja in opustitve pri upravljanju sklada, tudi za malomarnost.⁸²⁵ Podobno velja tudi za depozitarja,⁸²⁶ oba subjekta pa sta dolžna delovati neodvisno drug od drugega in izključno v interesu vlagateljev.⁸²⁷ V interesu vlagateljev pa je tudi določilo, ki družbi za upravljanje nalaga, da na zahtevo delničarjev – imetnikov vsaj desetine vseh enot sklada – skliče zbor delničarjev, katerega namen je obravnava različnih zadev v zvezi upravljanjem sklada.⁸²⁸

Kazenske določbe zakona pooblaščajo HCMC, da, v primeru kršitev določb zakona 1969/1991 ali odločitev HCMC, sprejetih na njegovi podlagi, naloži družbi za upravljanje in/ali depozitarju denarno kazen.⁸²⁹ V primeru pa, da odgovorne osebe obeh institucij ali celo vlagatelji zavestno kršijo takšativno naštete določbe zakona (npr. tiste glede omejitve vlaganja ali pravne oblike sklada), jim grozi poleg denarne tudi kazen zapora.⁸³⁰ Enako velja za

⁸¹⁷ Člen 25/V. zakona 1969/1991.

⁸¹⁸ *Ibidem*.

⁸¹⁹ Najverjetnejše je bil namen izogniti se morebitni objavi v kakšnem manjšem kraju, a bi bilo po mojem mnenju primernejše, če bi zakon določal obvezo objave v treh ustreznih medijih in še v medijih, ki dosegajo področje bivanja določenega števila vlagateljev. V nasprotnem se mi zdi, da trpi, na škodo prebivalcev drugih grških mest, načelo enake obravnave vlagateljev.

⁸²⁰ Člen 17a/I. v povezavi s 26.-29. členom zakona 1969/1991.

⁸²¹ Člen 17a/II. v povezavi s 30. členom zakona 1969/1991. Določba pravi, da mora biti kreditna institucija (depozitar) ustanovljena v Grčiji ali imeti v njej registrirano podružnico.

⁸²² Člen 17a./III. zakona 1969/1991: »*The competent authorities may not authorise a mutual fund if the directors of the Management Company or of the depository are not of sufficiently good repute or lack the experience required for the performance of their duties...*« V tej zvezi glej tudi 27. člen istega akta.

⁸²³ Člen 17/V. zakona 1969/1991.

⁸²⁴ Člen 18/II. zakona 1969/1991.

⁸²⁵ 28. člen zakona 1969/1991.

⁸²⁶ Člen 18/II. zakona 1969/1991.

⁸²⁷ Člen 30a. zakona 1969/1991.

⁸²⁸ 45. člen zakona 1969/1991. V določenih primerih lahko sklic zbora delničarjev zahteva tudi HCMC.

⁸²⁹ Člen 47/I. zakona 1969/1991.

⁸³⁰ Člen 47/II. in III. zakona 1969/1991.

katerokoli osebo, ki bi, z namenom privabitve vlagateljev, javnosti zavestno predstavljala napačne oziroma zavajajoče prikazovala sicer pravilne finančne podatke o skladu.⁸³¹

Nadzor družb za upravljanje vzajemnih skladov (tudi portfeljev skladov⁸³²) in investicijskih družb, ter izdaja dovoljenj za njihovo delovanje, sta v rokah Komisije za kapitalske trge (HCMC), ki pa ob tem skrbi tudi za izdajo standardov in že omenjenih kodeksov.⁸³³

5.9.3 Stanje na trgu

Do začetka 90. let prejšnjega stoletja je bila grška industrija vzajemnih skladov, kljub danemu zakonodajnemu okviru, še precej šibka. Eden od razlogov je bil, kot navaja Subotič, da so bile kreditne institucije prisiljene (so)financirati javni dolg in usmerjati sredstva v določene sektorje gospodarstva.⁸³⁴ Tako se je lahko začel pravi razcvet vzajemnih skladov šele s koncem procesa deregulacije v začetku 90. let.⁸³⁵ Takrat je predstavljalo premoženje grških vzajemnih skladov le nekaj več kot odstotek BDP, leta 1997 pa že 22,4 odstotkov, kar je primerljivo npr. z Italijo (18,9) in tudi Nemčijo (24,7).⁸³⁶ Morda še boljšo ponazoritev rasti da podatek, da je bilo povečanje sredstev v upravljanju v letu 1993 kar 240 odstotno, čeprav se je nato že v naslednjem letu krepko znižalo in se, do vključno leta 1997, ustalilo pri 60 odstotkih rasti na letni ravni.⁸³⁷ Naslednji dve leti so se skladi, kljub (ruski) krizi, nekoliko 'povečevali', nato pa je bila v letih 2000 in 2001, kljub pozitivnim pričakovanjem⁸³⁸ in nato vstopu v območje evra (EMU)⁸³⁹, rast negativna.⁸⁴⁰ Z letom 2002 se je trend zopet obrnil navzgor.⁸⁴¹ Sicer pa so za zadnjih nekaj let na grškem trgu značilne predvsem velike spremembe z vidika združitev skladov in sprememb njihovih investicijskih politik, kar do neke mere onemogoča realno oceno gibanj (glej opombe k tabeli 20).

⁸³¹ Člen 47/IV. zakona 1969/1991.

⁸³² Capital Market Commission (HCMC) (2000) *Annual Report 1999*. 13-14. URL: <http://www.hcmc.gr/english/Pdf/cmc1999.pdf>

⁸³³ URL: http://www.hcmc.gr/english/frame_01.htm.

⁸³⁴ G. Subotič (2004) *Vzajemni skladi v Sloveniji in EU*. 39-40. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/subotic1349.pdf.

⁸³⁵ *Ibidem*.

⁸³⁶ Bank of Greece (1999) *Annual report 1998*. 232-233. URL: <http://www.bankofgreece.gr/en/publications/pdf/annrep1998.pdf>.

⁸³⁷ L.L. Ong, S. Amadou (2004) *The Role of Mature Market Mutual Funds in Emerging Markets: Myth or Mayhem?*. 18. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04133.pdf>.

⁸³⁸ Podrobneje: Neznan avtor (1998) Greece. *OECD Economic Outlook* 85-87.

URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=37854431&Fmt=4&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.

⁸³⁹ S 1. januarjem 2001. (URL: http://www.ici.org/pdf/ww_12_04_sup_tables.pdf.)

⁸⁴⁰ Hellenic Capital Market Commission (2003) *Annual Report 2002*. 70. URL:

<http://www.hcmc.gr/english/Pdf/Annual%20Report%202002.pdf>.

⁸⁴¹ URL: http://www.ici.org/pdf/ww_12_04_sup_tables.pdf.

Tabela 20: Število grških vzajemnih skladov.

	delniški skladi ⁸⁴²	obvezniški skladi ⁸⁴³	skladi denarnega trga ⁸⁴⁴	uravnoteženi skladi ⁸⁴⁵	skladi skladov ⁸⁴⁶	skupaj
31.12. 2004	106	47	36	29	1	219
01.01. 2005 ⁸⁴⁷	116	63	39	43	1	262
31.03. 2005	112	64	39	42	1	258
30.06. 2005	108	64	38	42	5	257

Vir: AGII, lastni izračuni.

Glede na število v veliki meri prevladujejo delniški skladi, kar pa ne odraža stanja glede sredstev v upravljanju (tabela 21), kjer so na vodilnem mestu skladi denarnega trga. So pa za grški trg, kakor je deloma razvidno iz iste tabele, značilna velika nihanja premoženja posameznih vrst skladov. Vendar pa tu ne gre le za vprašanja dogajanj na ravni družb za upravljanje in sprememb statističnih kategorij, saj Syriopoulos⁸⁴⁸ ravno pri študiji vedenja investitorjev na grškem trgu vzajemnih skladov ugotavlja, da se »različni tipi skladov različno odzovejo na makro- in mikroekonomske šoke in ekonomske cikle« (*»fund classes respond differently to macroeconomic and microeconomic shocks and the economic cycles«*). To sicer že po naravi stvari splošno velja za različno usmerjene vzajemne sklade, a je pri podatkih za grške še nekoliko bolj izstopajoče. Za leto 1998 je tako grška narodna banka zapisala, da so vlagatelji »še vedno« v veliki meri naklonjeni nižjemu tveganju in nižjim dobičkom, tj. skladom denarnega trga.⁸⁴⁹ Že v poročilu za leto kasneje pa je HCMC ugotavljala, da je bil v letu 1999 enako prevladujoč neto priliv v delniške sklade.⁸⁵⁰ Nihanja v eno in drugo smer so

⁸⁴² Povezave do relevantnih podatkov so na URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=31> in URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=32>.

⁸⁴³ Povezave do relevantnih podatkov so na URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=11> in URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=12>.

⁸⁴⁴ Povezave do relevantnih podatkov so na URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=21> in URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=22>.

⁸⁴⁵ Povezave do relevantnih podatkov so na URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=41> in URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=42>.

⁸⁴⁶ Povezave do relevantnih podatkov so na URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=28>, URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=29> in URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=30>.

⁸⁴⁷ Vrsta preimenovanj, združitev, zamenjav kategorij in na novoustanovljenih skladov je povzročila relativno neprimerljivost (kakor je razvidno) podatkov za konec leta 2004 in posamezna obdobja leta 2005, zaradi česar sem vključil še podatke za 1. januar 2005. Investment Company Institute (ICI) je šel, verjetno iz podobnih razlogov, celo tako daleč, da je glede števila in premoženja skladov za dan 31.12. 2004 predstavil podatke, ki se ujemajo z uradnimi za dan kasneje (URL: http://www.ici.org/pdf/ww_12_04_sup_tables.pdf, razpredelnici S10 in S5). Edino odstopanje je zaznati pri delniških skladih, kjer navaja ICI podatek o 5.168 milijonih evrov.

⁸⁴⁸ T. Syriopoulos, Market mispricings and portfolio allocation to mutual fund classes. *Journal of Economics and Finance* 249-266. URL:

<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=220007041&Fmt=4&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.

⁸⁴⁹ Supra, sprotina opomba 836, 64.

⁸⁵⁰ Supra, sprotina opomba 832, 49.

se ugotavljalna za vsako leto posebej.⁸⁵¹ Nazadnje je bilo moč za leto 2004 reči, da so pokazali vlagatelji prevladujoč interes za obvezniške, precej manjšega, a v pozitivnem trendu, za delniške, medtem ko je bil dotok sredstev v skladu denarnega trga negativen.⁸⁵²

Tabela 21: Sredstva grških vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v milijonih EUR).⁸⁵³

	delniški skladi⁸⁵⁴	obvezniški skladi⁸⁵⁵	skladi denarnega trga⁸⁵⁶	uravnoteženi skladi⁸⁵⁷	skladi skladov⁸⁵⁸	skupaj
31.12. 2004	5.125,5	6.417,9	15.404,0	2.951,3	1,4	29.900,1
01.01. 2005 ⁸⁵⁹	5.140,5	7.622,5	15.429,9	3.425,2	1,4	31.619,5
31.03. 2005	5.066,2	9.987,6	14.389,1	1.707,4	2,2	31.152,5
30.06. 2005	5.268,5	10.603,0	11.149,8	2.067,1	85,1	29.173,5

Vir: AGII, lastni izračuni.

Za prvo polovico leta je izstopajoč trend zopet nekoliko drugačen. V oči bode veliko povečanje premoženja obvezniških oziroma zmanjšanje premoženja uravnoteženih skladov v prvem četrletju (tabela 21). A je treba iskati razloge predvsem v spremembah znotraj obeh kategorij,⁸⁶⁰ čeprav so imeli svoj vpliv tudi negativni neto prilivi na ravni trga^{861 862}.

Opisano fleksibilnost vlagateljev, ki ni nujno odstopajoča od razmer na drugih trgih, si lahko razlagamo kot nagnjenost k aktivni investicijski politiki na ravni vlagatelja-posameznika, lahko pa tudi kot neupoštevanje pravila (z ogromno izjemami, ki ga (ne) potrjujejo), da se, ob padanju tečajev, vrednostnih papirjev (ki so vezani na te tečaje) ne prodaja.

⁸⁵¹ Glej, primeroma, letna poročila Grške narodne banke (povezave do besedil so na voljo na URL: <http://www.bankofgreece.gr/en/publications/report.htm>).

⁸⁵² *Supra*, sprotina opomba 803, 34–35.

⁸⁵³ Podatke o deležih posameznih kategorij na določen dan je moč izračunati s pomočjo povezav na URL: <http://www.agii.gr/statistics/mfmarket.asp>.

⁸⁵⁴ *Supra*, sprotina opomba 842.

⁸⁵⁵ *Supra*, sprotina opomba 843.

⁸⁵⁶ *Supra*, sprotina opomba 844.

⁸⁵⁷ *Supra*, sprotina opomba 845.

⁸⁵⁸ *Supra*, sprotina opomba 846. Gre za novo kategorijo. (Effie Bourboulas, AGII (*infra*, osebni viri).)

⁸⁵⁹ *Supra*, sprotina opomba 847.

⁸⁶⁰ *Supra*, sprotina opomba 847.

⁸⁶¹ Gre za 467 milijonov EUR (glej tabelo 21).

⁸⁶² Za preverbo in v izognitev morebitnim napakam pri lastnih izračunih sem pri ICI (URL: http://www.ici.org/pdf/vww_03_05_sup_tables.pdf, razpredelnica S8) preveril tudi same podatke za prvo četrletje 2005, ki pa se, z minimalnimi odstopanjmi pri uravnoteženih skladih (najverjetneje so prištetni skladov), ujemajo.

5.10 Irska

Irska je vsekakor država, ki si z vidika obsega svoje industrije investicijskih skladov zasluži posebno pozornost. Vendar pa na tem mestu, zaradi (pre)obsežnosti siceršnje raziskave ni na mestu njena podrobnejša obravnava. Razlog je v tem, da Irska zakonodaja ne pozna instituta vzajemnega sklada v smislu ZISDU-1, tj. pogodbeno ustanovljenega odprtga investicijskega sklada. Skupaj z Veliko Britanijo je namreč tradicionalna predstavnica že omenjenega *unit trust* koncepta, čeprav se, na račun slednjega, obe vedno bolj nagibata h korporativni obliki investicijskih skladov.⁸⁶³ Ker pa, kot že rečeno, izhajam iz vzajemnega sklada v smislu slovenske ureditve, njena vključitev ni v skladu z zastavljenimi smernicami raziskave. Si pa zaradi svoje izjemne industrije investicijskih skladov in predvsem poučnega vzgleda Irska vsekakor zasluži navedbe nekaterih dejstev. Julija 2005 je bilo na Irskem, vključujuč pod-sklade (*sub-funds*), registriranih 3725 kolektivnih investicijskih shem,⁸⁶⁴ v tabeli 22 navedeni podatki o njihovem premoženju pa ne potrebujejo dodatnega pojasnila. Toliko bolj, če vemo, da je imel leta 2001 povprečno vsak Irec⁸⁶⁵ v odprtih skladih preko 39.000 evrov.⁸⁶⁶

Tabela 22: Sredstva na Irskem registriranih kolektivnih investicijskih shem (v milijonih EUR).

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	30.6. 2005
70.946,14	149.907,2	208.375,2	284.773,0	304.383,1	363.004,5	434.784,1	513.900,1

Vir: Dublin Funds Industry Association (DFIA),⁸⁶⁷ Irish Financial Services Authority (IFSRA).⁸⁶⁸

Morda je potrebno omeniti le, da izstopa Irska tudi glede narave dostopnih statističnih podatkov. Tako DFIA⁸⁶⁹, FSA⁸⁷⁰, kot tudi ICI⁸⁷¹ in EFAMA⁸⁷² namreč ne razpolagajo s podatki, ki bi sklade in njim pripadajoče lastnosti klasificirali glede na njihovo investicijsko politiko oziroma sestavo porfelja (tj. na delniške, obvezniške ipd.).⁸⁷³ Še več, pri tem ni na

⁸⁶³ J. Thompson (2001) *Corporate governance and collective investment instruments.* 14, 18-19. URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/6/49/1815904.pdf>.

⁸⁶⁴ URL: http://www.dfia.ie/public/files/1124444501_copyofindstatsaug05.pdf.

⁸⁶⁵ Ne računajoč izseljencev, seveda.

⁸⁶⁶ French Asset Management Association (AFG) (2002) *Economical and statistical overview: The economics of the industry in 2001.* 22. URL: <http://www.agf.asso.fr/upload/3/Fichier144.pdf>.

⁸⁶⁷ Supra, sprotina opomba 864. Le podatka za leto 1998 oziroma junij 2005.

⁸⁶⁸ URL: http://www.ifsra.ie/data/in_fds_files/netasset.pdf. Ti podatki se nekoliko razlikujejo od podatkov DFIA, najverjetneje, ker gre za že revidirane.

⁸⁶⁹ Declan Casey, Dublin Funds Industry Association (*infra*, osebni viri).

⁸⁷⁰ Gavin Cranley, Financial Services Authority of Ireland (ISFRA) (*infra*, osebni viri).

⁸⁷¹ URL: http://www.ici.org/pdf/ww_03_05_sup_tables.pdf.

⁸⁷² The European Fund and Asset management Association (EFAMA) (2005) *Trends in the European Investment Fund Industry in the First Quarter of 2005.* 4, 6. URL:

<http://www.efama.org/60Statistics/10Current/eurostat/Europeanstat2005/documentfile>.

⁸⁷³ Čeprav je podatke po tovrstni klasifikaciji moč zaslediti v letnem poročilu grškega regulatorja (Capital Market Commission (2000) *Annual Report 1999.* 124. URL: <http://www.hcmc.gr/english/Pdf/cmc1999.pdf>), pa

voljo niti delitev med odprtimi in zaprtimi skladi,⁸⁷⁴ kar je le še razlog več, da ostanem na ravni splošne obravnave. V vsakem primeru pa, ne glede na nedostopnost 'sicer' dostopnih, predvsem pa tistih 'tajnih' podatkov (tudi ali izključno na račun *off-shore* podjemov), je Irska eden vodilnih akterjev na globalnem trgu investicijskih skladov.

Kakor v svoji raziskavi ne-presenetljivo ugotavljajo Khorana, Servaes in Tufano⁸⁷⁵ je v državah, kjer so družbe za upravljanje premoženja deležne prijaznejših davčnih režimov, po pravilu moč najti tudi bolj razvito in bogatejšo industrijo investicijskih⁸⁷⁶ skladov. Gonilo rasti irske (posebej dublinske) industrije investicijskih skladov pa je bila izobražena delovna sila in – zopet ne-presenetljivo – družbam za upravljanje prijazen davčni režim.⁸⁷⁷ Leta 1987⁸⁷⁸ je bil namreč v Dublinu ustanovljen Mednarodni center za finančne storitve (*International Financial Services Center* (IFSC)), ki je družbam za upravljanje ponudil za 10 odstotkov nižji davek na dohodek iz določenih vrst finančnih storitev in dejavnosti (v večini drugih držav plačujejo splošen davek od dohodka pravnih oseb), ob tem pa jim je bila omogočena tudi dvojna višina davčne olajšave za stroške najema oziroma zakupa.⁸⁷⁹ Po mnenju francoskega združenja upravljalcev (AFG)⁸⁸⁰ pa preboj irske industrije ni le posledica *off-shore* centra v Dublinu in prijazne davčne politike,⁸⁸¹ pač pa splošno fleksibilne zakonodaje, ki je nudila upravljalcem vrsto ugodnosti z vidika inovativnosti in ponudbe produktov⁸⁸² (gre za t.i.m. alternativno upravljanje). Irska industrija ima namreč dva široka segmenta kolektivnih naložbenih podjemov za vlaganje v prenosljive vrednostne papirje:

je njihova pravilnost precej vprašljiva – med drugim se navaja, da so imeli irski *mutual funds* septembra 1999 le 20.000 milijonov evrov v upravljanju, tj. malo manj kot Portugalska in 15.000 milijonov manj kot Grčija (?!).

⁸⁷⁴ *Supra*, sprotna opomba 869. Večina je odprtih. (URL:

http://www.ifsra.ie/consumer/cr_fpq_pt_2.asp?cat_fpq=2&id=36&intPage=2.)

⁸⁷⁵ A. Khorana, H. Servaes, P. Tufano (2003) *Explaining the Size of The Mutual Fund Industry Around the World*. 12. URL: <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/capri/papers/185khorana.pdf>. O širšem okvirju na URL: <http://www.dfia.ie/ifsc.php>.

⁸⁷⁶ Avtorji so v tem kontekstu posredno uporabili izraz 'industrija vzajemnih skladov' (*mutual fund industry*), čeprav je sicer, ko je bilo govora o Irski, prevladoval izraz 'industrija skladov' (*fund industry*).

⁸⁷⁷ *Supra*, sprotna opomba 875, 4.

⁸⁷⁸ URL: <http://www.ifsconline.ie/about.html>.

⁸⁷⁹ *Supra*, sprotna opomba 875, 8-9, 12. Avtorji na strani 4 navajajo, da so bile še do pred kratkim družbe, ki se ukvarjajo s finančnimi storitvami, zavezane plačevati le 10 odstoten davek, medtem ko je bil splošen davek na dohodek pravnih oseb 32 odstotkov. Vendar pa je bila ta posebna olajšava leta 2002 za na novo ustanovljene družbe ukinjena, vse družbe pa bodo splošni davčni stopnji (pri dajku od dohodka pravnih oseb znaša sedaj 12,5 odstotka) podvržene s 1.1. 2006. (URL: <http://www.ifsconline.ie/about.html>.)

⁸⁸⁰ French Asset Management Association (AFG) (2002) *Economic and statistical overview: the economics of the industry in 2001*. 21. URL: <http://www.agf.asso.fr/upload/3/Fichier144.pdf>.

⁸⁸¹ Podrobneje o davčnem položaju investicijskih skladov na Irskem, predvsem po spremembah zakonodaje v letu 2000: L. Quirke, A. Walsh, Ireland: Tax treatment of funds in Ireland. *International Tax Review* 53.

URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=54857860&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>; Neznan avtor, Ireland: Investment funds. *International Financial Law Review* 49-51. URL:

<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=53720066&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.

⁸⁸² Več kot četrtnina evropskih kotirajočih indeksnih skladov (ETFs) ima domicil na Irskem. (URL:

<http://www.financedublin.com/sectors/?id=5>.) O Irski in industriji *hedge* skladov s podobnega stališča tudi: S.

- UCITS sklade, ki so podvrženi irski 'UCITS zakonodaji' iz leta 2003 (*European Communities (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations, 2003* (tudi '*the UCITS Regulations*'));
- posebne investicijske sklade, ki niso podvrženi UCITS direktivi (*non-UCITS*), temveč zakonu o *unit trust*-ih, tretjemu delu zakona o družbah iz leta 1990 ter zakonu o komanditnih investicijskih družbah iz leta 1994⁸⁸³ ⁸⁸⁴.

Čeprav skladi iz zadnje skupine niso predmet trženja v EGS, so postali – kot posledica davčnih olajšav in široke palete pravno-pojavnih možnosti – magnet za privabljanje tujih investorjev na irski trg.⁸⁸⁵ Zaenkrat UCITS skladi sicer še vedno 'zavzemajo' nekaj nad polovico trga, a so stopnje rasti premoženja posebnih skladov precej više⁸⁸⁶ – z njimi je torej Irska našla (donosno) tržno nišo.⁸⁸⁷

Za konec naj mi bo dovoljeno citirati uvod v govor evropskega komisarja McCreevy-ja na konferenci o akcijskem načrtu za finančne storitve.⁸⁸⁸ Čeprav gre pri tem za, bolj kot ne, politično obarvano besedilo, pa zadane v srž tega, kar o Irski vemo, in kar lahko pričakujemo tudi v prihodnosti – kot dokaz, česa vsega je zmožna domiselna ekonomska politika:

»Dublin's Docklands 15 years ago – a virtual wasteland. [...] Fifteen years on the biggest success story of the Irish economy is there - home to more than 400 international financial services companies, from every corner of the globe. The diversity, the innovation, the responsiveness of the international financial services industry here to changing global trends gives me great confidence that whatever the challenges that lie ahead, the future of the industry in Ireland is bright.«⁸⁸⁹

van Straelen, France: a new market place for hedge funds?. *AIMA Journal*. URL: <http://www.aima.org/uploads/Asterias65.pdf>; še podrobneje pa: M. Jackson (2003) *Retail hedge funds – the Irish perspective*. URL: <http://www.abanet.org/intlaw/hubs/programs/Annual0313.03-13.05.pdf>.

⁸⁸³ Unit Trusts Act 1990, Part XIII of the Companies Act 1990 in Investment Limited Partnerships Act 1994.

Besedila teh in drugih irskih pravnih aktov so na voljo na URL: <http://www.irishstatutebook.ie/front.html>, povezave do podrobnejših navodil in pogojev za sklade in izvajalce finančnih storitev pa na URL: http://www.ifsra.ie/frame_main.asp?pg=%2Findustry%2Fin%5Ffds%5Fintr%2Easp&nv=%2Findustry%2Fin_av.asp.

⁸⁸⁴ Gavin Cranley, Financial Services Authority of Ireland (*infra*, osebni viri).

⁸⁸⁵ P. Pylkkönen (2003) Mutual funds and investment firms in Finland. V *Finnish Financial Markets*. 156-169. URL: http://www.bof.fi/eng/5_tilastot/5.1_Tilastografiikkaa/5.1.5_arvopaperimarkkinat_ja_maksutase/. O razlogih za Irsko, 'obljubljeno deželo' izvajalcev finančnih storitev: URL: <http://www.ifsconline.ie/reasons.html>.

⁸⁸⁶ P. Pylkkönen (2003) Mutual funds and investment firms in Finland. V *Finnish Financial Markets*. 156-169.

⁸⁸⁷ Podobno: D. Toplak, Luksemburg in Irska daleč pred Slovenijo. *Večer*. URL:

<http://www.vecer.si/vecer2003/default.asp?kaj=6&id=2004032000514751>.

⁸⁸⁸ C. McCreevy (2005) *Regulation – Right and Wrong. Annual Conference on Financial Service Action Plan* (Dublin, 5.4. 2005). URL: http://www.agf.asso.fr/upload/3/Fichier341.mccreevy_050405_regulation.pdf.

⁸⁸⁹ »Dublinski pristaniški doki pred 15 leti – pustota. [...] Petnajst let največje zgodbe o uspehu irskega gospodarstva je tam – dom več kot štiristo mednarodnim družbam finančnih storitev, z vseh koncov zemeljske oble. Raznolikost, inovacije, prilagodljivost tukajšnje mednarodne industrije finančnih storitev na spremenijoče se globalne tendre mi daje veliko zaupanje, da je, kakršnikoli bodo že izzivi, prihodnost industrije na Irskem svetla.« (Prevedel B.K.)

5.11 Italija

5.11.1 Razvoj

Ustanavljanje in delovanje odprtih investicijskih skladov je bilo v Italiji pravno uokvirjeno in s tem dovoljeno šele z zakonom št. 77 z dne 23. marca 1983⁸⁹⁰, njihov nadzor pa je prevzela Komisija za gospodarske družbe in borzo (*Commissione Nazionale per la Società e la Borsa* (CONSOB)).⁸⁹¹ V letu 1984 so bili nato dejansko ustanovljeni prvi skladi,⁸⁹² istega leta pa je bilo s strani 17 družb za upravljanje vzajemnih skladov (*società di gestione dei fondi comuni di investimento*) že ustanovljeno Združenje skladov (*Assofondi*), predhodnik današnjega Združenja upravljalcev premoženja (*Associazione del risparmio gestito*⁸⁹³ oziroma *Assogestioni*), ki je neke vrste predstavnisko telo industrije oziroma njenih akterjev.⁸⁹⁴ Nikakor sicer ne moremo reči, da je bila oziroma da je Italija med najaktivnejšimi akterji razvoja svetovnega trga investicijskih skladov, lahko pa, na drugi strani, mirno zatrdimo, da so bili investicijski skladi vlečni konj razvoja italijanskega trga vrednostnih papirjev. V prvih treh letih so namreč odprti investicijski skladi zbrali in na trg vrednostnih papirjev posredovali približno šest milijard USD, kar je mnogo družb spodbudilo k vstopu na borzo: med leti 1983 in 1989 se je število kotirajočih družb povečalo za več kot polovico.⁸⁹⁵

Drugi veliki zakonodajni poseg na področje investicijskih skladov je sledil v začetku 90. let, v obdobju intenzivne regulativne aktivnosti,⁸⁹⁶ ki je bila v veliki meri posledica pritiskov Skupnosti za harmonizacijo okvirjev trga vrednostnih papirjev v Evropi.⁸⁹⁷ Leta 1991 je bil tako sprejet zakon o institucionalnih investitorjih⁸⁹⁸, ki je prvi zagotovil obširno regulacijo finančnih posrednikov, močno okrepil zaščito vlagateljev in prenesel široka regulatorna

⁸⁹⁰ Navedeni akt je bil sprejet v obdobju siceršne zakonodajne ne-aktivnosti na področju regulacije finančnih trgov. (P. Esposito, A. Perrazzelli, Italy. *International Financial Law Review: Capital Markets Yearbook* 49-53. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=1385385&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.)

⁸⁹¹ A. Aganin, P. Volpin (2004) *The History of Corporate Ownership in Italy*. 9, 12, 35. URL: <http://www.nber.org/books/corp-owner03/aganin-volpin7-2-04.pdf>.

⁸⁹² Assogestioni (2003) *Guida alla classificazione*. 3. URL: <http://www.assogestioni.it/asso/risparmio/files/40020.pdf>.

⁸⁹³ Dobesedni prevod bi se glasil 'Združenje za upravljanje varčevanje', vendar pa je s pomenskega vidika prevod 'Združenje upravljalcev premoženja' ustreznejši.

⁸⁹⁴ URL: <http://www.assogestioni.it/asso/chisiamo/storia.jsp>.

⁸⁹⁵ Supra, sprotina opomba 891, 12-13. Vendar pa avtorja navajata, da je bila večina teh družb podružnic že kotirajočih, saj so že lele slednje izkoristiti takratni razcvet trga vrednostnih papirjev (»stock market boom«).

⁸⁹⁶ Leta 1991 je vlada sprejela prvi zakon o varstvu konkurence (*antitrust law*), leto kasneje je bil sprejet zakon o prevzemih (zakon št. 149 z dne 18. februarja 1992) itd..

⁸⁹⁷ P. Esposito, A. Perrazzelli, Italy. *International Financial Law Review: Capital Markets Yearbook* 49-53 (glej tudi supra, sprotina opomba 890). Tudi: supra, sprotina opomba 891, 9.

⁸⁹⁸ Zakon št. 1 z dne 2. januarja 1991 (t.i.m. SIM zakon).

pooblastila na CONSOB in italijansko narodno banko (*Banca d'Italia*).⁸⁹⁹ V skladu s tem je CONSOB naslednje leto⁹⁰⁰ definiral pravila računovodstva in javnega razkritja informacij za odprte investicijske sklade.⁹⁰¹

Ob tem je potrebno poudariti, da je bila Italija zavezana uskladiti svojo ureditev s prvo UCITS direktivo (1985) do 1. oktobra 1989, a je to storila šele s 25. januarjem 1992.⁹⁰²

Institut zaprtega investicijskega sklada je v italijanski pravni red vpeljal šele zakon št. 344 z dne 14. avgusta 1993,⁹⁰³ nepremičninske investicijske sklade (le zaprte⁹⁰⁴) zakon št. 86 z dne 25. januarja 1994, pokojninske sklade pa dekret št. 124 z dne 21. aprila 1993.⁹⁰⁵

Vse to je, skupaj z uvedbo enotne borze (*Mercato Unico*)⁹⁰⁶ in elektronskega trgovalnega sistema (*Mercato Telematico*), pripomoglo k dokončni 'zbuditvi' in začetku zorenja italijanskega trga vrednostnih papirjev in finančnih storitev.⁹⁰⁷

Do spremembe zakona o odprtih investicijskih skladih je prišlo nato še leta 1996⁹⁰⁸,⁹⁰⁹ 24. februarja 1998 pa je bil sprejet zakonski dekret o finančnih posrednikih,⁹¹⁰ ki je v pretežni meri stopil na mesto prvega zakona o odprtih investicijskih skladih iz leta 1983 (glej *supra*).⁹¹¹

31. novembra 2002 je italijanska Narodna banka izdala akt, s katerim je določila podrobnejša pravila za avtorizacijo tujih vzajemnih skladov (*common investment funds*), ki niso usklajeni z UCITS direktivo (*non-harmonized funds*).⁹¹² Tako je izdaja dovoljenj za trženje enot tovrstnih skladov prešla v pristojnost italijanske narodne banke,⁹¹³ ki je dolžna dovoljenje, po

⁸⁹⁹ *Supra*, sprotна opomba 897.

⁹⁰⁰ 27. januarja 1992.

⁹⁰¹ *Supra*, sprotna opomba 891, 9, 35.

⁹⁰² J. P. Greenbaum (2004) *The Bank of Italy Regulation on Non-UCITS: Is Authorization a Continuing Dream or a new Reality?*. 5. URL: <http://www.abanet.org/intlaw/hubs/programs/Spring0413.01-13.05.pdf>.

⁹⁰³ *Supra*, sprotna opomba 891, 35.

⁹⁰⁴ *Supra*, sprotna opomba 902. Veljavna italijanska zakonodaja, tj. dekret ministra za finance št. 228 z dne 24.5. 1999, jasno določa, da so lahko nepremičninski skladi le zaprtega tipa (1. člen). (Pietro Del Bufalo (v imenu J. P. Greenbauma), Lovells (*infra*, osebni viri).)

⁹⁰⁵ *Supra*, sprotna opomba 897.

⁹⁰⁶ Pred tem je bilo v Italiji deset ločenih trgov lastniških vrednostnih papirjev (najpomembnejši je bil v Milanu).

⁹⁰⁷ Podobno: *supra*, sprotna opomba 897. V množičnem pojavi listinjenja (*securitization*) pa vidi Zini (G. P. Zini, Italian structured finance market. *International Financial Law Review: The IFLR Guide to Italy & Switzerland* 41-44. URL:

<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=120117237&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> dokaz, da italijanski kapitalski trgi že pospešeno zorijo, tj. da se bližajo visoko razvitim trgom.

⁹⁰⁸ 23. julij 1996.

⁹⁰⁹ *Supra*, sprotna opomba 891, 35.

⁹¹⁰ Decreto legge 24. febbraio 1998, n. 58; G.U. (*Gazzetta Ufficiale* - uradni list) n. 71 del 26.3.1998.

⁹¹¹ *Supra*, sprotna opomba 902.

⁹¹² Neznan avtor, Italy: Trading in non-harmonized funds. *International Financial Law Review* 59-60. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=113078015&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.

⁹¹³ Prej je moral tuj subjekt za dovoljenje zaprositi na Ministrstvu za finance, vloga italijanske narodne banke pa je bila v postopku le posvetovalna (kar je po spremembi ureditve CONSOB).

predhodnem 'posvetovanju' s CONSOB, izdati v štirih mesecih po prejemu vloge.⁹¹⁴ S tem je dekret, kljub podaljšanju roka,⁹¹⁵ v veliki meri poenostavil postopek, ki je bil v veljavi od leta 1983 oziroma takrat sprejetega zakona št. 77.⁹¹⁶

Z dvema dekretoma v letih 2001 in 2003⁹¹⁷ je bila dovoljena, poleg zaprtih nepremičninskih skladov (glej *supra*), tudi ustanovitev pol-zaprtih (*semi-closed*) skladov,⁹¹⁸ pri katerih prihaja do zaporednih izdaj novih enot in njihovih rednih, vnaprej predvidenih, odkupov.⁹¹⁹ Po mnenju Greenbauma⁹²⁰ lahko posledično, čeprav ti niso pravi odprtih nepremičninskih skladov, pride do tega, da bi italijanska narodna banka, kot primerljive z italijanskimi skladovi, sprejela tudi tuje odprte nepremičninske sklade.⁹²¹

Glede *hedge* skladov je situacija nekoliko drugačna, saj je pravni okvir za njihovo ustanavljanje v veljavi od leta 2001, vendar pa v praksi, zaradi strogih omejitev (vlagateljev ne sme biti več kot 200, vsak mora vložiti najmanj pol milijona evrov, posamezniki pa tudi niso deležni davčnih ugodnosti)⁹²² kot taki niso primerni za trženje 'v maloprodaji' (*in retail*).⁹²³

⁹¹⁴ *Ibidem*. Za harmonizirane sklade velja dvomesečni rok.

⁹¹⁵ Prej je bil ta rok tudi za ne-harmonizirane sklade dva meseca.

⁹¹⁶ *Ibidem*: »... the Provision [tj. dekret], besides representing a necessary completion of the Italian legislative framework, is likely to also encourage foreign undertakings not established pursuant to the UCITS Directive to join the Italian market.«

⁹¹⁷ Decreto legge 351/2001 in Decreto ministeriale (ministrski odlok) 47/2003.

⁹¹⁸ *Supra*, sprotna opomba 902, 2. Vendar pa v nobenem primeru ne moremo reči, da gre za obliko odprtih nepremičninskih skladov. (Pietro Del Bufalo (v imenu J.P. Greenbauma), Lovells (*infra*, osebni viri).)

⁹¹⁹ URL: <http://www.assogestioni.it/asso/risparmio/fondiImmobiliari.jsp>. Nikakor pa ni moč govoriti o pravih odprtih skladih.

⁹²⁰ *Supra*, sprotna opomba 902, 2.

⁹²¹ Kar pa se še ni zgodilo. (Pietro Del Bufalo (v imenu J.P. Greenbauma), Lovells (*infra*, osebni viri).)

⁹²² Podobne omejitve veljajo tudi splošno za špekulativne sklade (*fondi speculativi*), med katere sodijo *hedge* skladi (glej *infra*). (N. Amenc, F. Haas, M. Vaissié (2003) *Challenges arising from alternative investment management*. 116. URL: http://www.banque-france.fr/gb/publications/telnomot/rsf/2003/rsf_112003.pdf)

⁹²³ P. Ricci (2003) *Bringing hedge funds to retail in Italy through unit linked insurance products*. 3-5, 8. URL: <http://www.abanet.org/intlaw/hubs/programs/Annual0313.03-13.05.pdf>. Avtor v nadaljevanju navaja, da navedeno ne velja za zavarovalne produkte, ki so vezani na enote vzajemne sklade, saj se za te ne zahteva avtorizacija v Italiji – Agencija za zavarovalni nadzor (ISVAP) lahko le prepove distribucijo produkta, če oceni, da ta ne zadovoljuje zahteve italijanskega prava. Na tak način so se *hedge* skladi v Italiji prvič pojavili prek irske družbe v letu 2001.

5.11.2 Veljavna ureditev

Pretežni del⁹²⁴ veljavne ureditve vsebuje že omenjeni zakonski dekret 58/1998, nazadnje spremenjen z zakonom 62/2005⁹²⁵. Za potrebe nadalnjih izvajanj bom uporabljal prečiščeno besedilo določb o finančnih trgih (*Testo Unico delle Disposizioni in materia di Mercati Finanziari* (TUF)).⁹²⁶

Že z zakonom iz leta 1983⁹²⁷ sta se v Italiji uveljavili dve obliki podjemov za kolektivno vlaganje prihrankov (*organismi di investimento collettivo del risparmio* (OICR⁹²⁸)):

- obči, splošni skladi⁹²⁹ (*fondi comuni di investimento*), ki nimajo pravne osebnosti in so investicijski skladi pogodbenega tipa;⁹³⁰
- odprte investicijske družbe (*società di investimento a capitale variabile* (SICAV))⁹³¹ – te imajo pravno osebnost⁹³² in morajo biti ustanovljene v obliki delniške družbe (*società per azioni*),⁹³³ kar pomeni, da gre za investicijske sklade korporativnega tipa^{934 935}.

Skladi v obeh oblikah lahko pridobijo status UCITS (v italijanskem jeziku OICVM za *organismi di investimento collettivo dei valori mobiliari*), pri čemer so označeni kot 'usklajeni' skladi (*fondi armonizzati*) oziroma usklajeni SICAV (*SICAV armonizzati*).⁹³⁶

⁹²⁴ Med drugim je še v veljavi 9. člen zakona 77/83 (glej 214. člen TUF). Podrobnejši seznam pravnih aktov, ki veljajo za posamezne kategorije, je na voljo na URL: <http://www.assogestioni.it/asso/risparmio/regolamento.jsp>.

⁹²⁵ G.U. n. 96 del 27.4. 2005.

⁹²⁶ Testo Unico della Finanza : Aggiornato con le modifiche apportate dalla Legge n. 62 del 18.4. 2005 (Legge comunitaria 2004). Besedilo v italijanščini je na voljo na URL:

http://www.consol.it/documenti/bollettino_pdf/dlgs58_2004.pdf, v angleščini pa na URL: http://www.consol.it/documenti/english/laws/fr_decree58_2004.pdf?lang=en.

⁹²⁷ C. di Noia, L. Piatti, Laura (1998) *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema Italiano*. 36, 40. URL:

http://www.consol.it/documenti/quaderni/quad_30.pdf?hkeywords=fondi+comuni&docid=4&page=0&hits=500

⁹²⁸ V italijanskem besedilu zakona, tj. TUF, se uporablja pri tovrstnih kraticah zapis v obliki 'Oicr', vendar pa bom zavoljo boljše preglednosti ostal pri zapisu z velikimi tiskanimi črkami, ki je v uporabi v angleškem prevodu.

⁹²⁹ V smislu *common funds*, čeprav je v angleškem prevodu TUF uporabljen le izraz '*investment fund*'.

⁹³⁰ J. Thompson (2001) *Corporate governance and collective investment instruments*. 11, 17, 52. URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/6/49/1815904.pdf>.

⁹³¹ Člen 1/I.(i) TUF.

⁹³² URL: <http://www.assogestioni.it/asso/risparmio/fondiInv.jsp>.

⁹³³ Člen 43/I.(a) TUF.

⁹³⁴ *Supra*, sprotina opomba 930.

⁹³⁵ Člen 1/I.(m) TUF. Enako: Assogestioni (2005) *Dati definitivi per il mese di Luglio 2005*. 12. URL:

http://www.assogestioni.it/asso/dati/files/21001_2005_07.pdf.

⁹³⁶ URL: <http://www.assogestioni.it/asso/risparmio/fondiAperti.jsp>. Drugače Thompson (*supra*, sprotina opomba 930, 17), ki navaja, da SICAV niso usklajeni z UCITS direktivo. Ni jasno, ali je mišljeno dejansko stanje v praksi ali siceršnja nezmožnost.

Za potrebe tega izvajanje so zanimivi seveda le 'splošni' skladi, tj. vzajemni skladi, vendar pa je potrebno biti pri tem pozoren, saj ureja TUF tako odprte (*fondi aperti*) kot zaprte sklade (*fondi chiusi*). Prve zakon definira kot tiste sklade, pri katerih imajo vlagatelji kadarkoli pravico, da v skladu s pravili sklada zahtevajo odkup svojih enot,⁹³⁷ pri zaprtih pa ima vlagatelj pravico odkup zahtevati le v vnaprej določenih obdobjih⁹³⁸ – ti pa s tem niso vzajemni skladi v smislu ZISDU-1.

Poleg navedenih dveh (pravnih) oblik so v Italiji poznane tudi nekatere druge oblike investicijskih skladov (pretežno gre za vzajemne sklade, ki niso harmonizirani), ki pa jih urejajo posamezni drugi pravni akti:

- skladi v premičnine (*fondi mobiliari*), ki so lahko odprti ali zaprti; s premičninami so mišljena vlaganja v finančne instrumente, po naravi katerih se nadalje sklade klasificira kot delniške (*fondi azionari*), uravnotežene (*fondi bilanciati*), delniške (*fondi obbligazionari*), sklade denarnega trga (*fondi di liquidità*) ter fleksibilne sklade (*fondi flessibili*)^{939, 940};
- nepremičninski skladi (*fondi immobiliari*), ki so zaprti (glej *supra*);
- rezervirani (*fondi riservati*) in špekulativni (*fondi speculativi*) skladi (med slednje sodijo npr. *hedge* skladi) – oboji so namenjeni le določenim skupinam vlagateljev, lahko pa so tako zaprti kot odprti in vlagajo v premičnine ali nepremičnine;⁹⁴¹
- skladi skladov (*fondi di fondi*) – gre za odprte ne-UCITS sklade (*non armonizzati*)^{942, 943}.

Upravljanje premoženja vzajemnega sklada je zaupano družbi za upravljanje (*società di gestione del risparmio* (SGR)),⁹⁴⁴ ki mora biti v obliki delniške družbe (*società per azioni*).⁹⁴⁵ Vlagatelj sklene s SGR pogodbo o upravljanju in postane sorazmeren lastnik premoženja sklada,⁹⁴⁶ pri čemer sam izbere, ali želi imeti enote sklada v obliki imenskih (*certificati nominativi*) ali prinosniških certifikatov (*certificati al portatore*).⁹⁴⁷

⁹³⁷ Člen 1/I.(h) TUF: »"fondo aperto": il fondo comune di investimento i cui partecipanti hanno diritto di chiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle quote secondo le modalità previste dalle regole di funzionamento del fondo;«.

⁹³⁸ Člen 1/I.(l) TUF.

⁹³⁹ Pri fleksibilnih skladih ni nikakršnih omejitev glede vrste in stopnje tveganja posameznega instrumenta, v katerega ti vlagajo. (*Supra*, sprotina opomba 892, 8, 14. V navedenem dokumentu se nahaja podrobnejša navedba vseh omejitev portfelja, ki se tičejo skladov iz posamezne kategorije.)

⁹⁴⁰ URL: <http://www.assogestioni.it/asso/risparmio/fondiAperti.jsp>.

⁹⁴¹ URL: <http://www.assogestioni.it/asso/risparmio/fondiRiservati.jsp>.

⁹⁴² URL: <http://www.assogestioni.it/asso/risparmio/fondiFondi.jsp>.

⁹⁴³ *Supra*, sprotina opomba 932.

⁹⁴⁴ Člen 36/I. TUF.

⁹⁴⁵ Člena 1/I.(o) in 34/I.(a) TUF.

⁹⁴⁶ *Supra*, sprotina opomba 930, 17.

⁹⁴⁷ Člen 36/VIII. TUF. Enako velja za SICAV (45/IV. TUF).

Premoženje sklada je ločeno tako od premoženja SGR kot tudi vlagateljev,⁹⁴⁸ depozitar – ki mora biti banka – pa skrbi za finančne instrumente in gotovino sklada ter nadzoruje ali, po pooblastilu SGR, sam opravlja izračun vrednosti enot premoženja.⁹⁴⁹

Ljudje na vodilnih položajih v družbah za upravljanje in SICAV morajo izpolnjevati zahteve strokovnosti (izkušenosti), častitljivosti (poštenosti, integritete) in neodvisnosti, ki jih opredeli minister za ekonomijo in finance, enako pa velja glede integritete tudi za vlagatelje.⁹⁵⁰ Poleg tega zakon avtoriziranim finančnim posrednikom, med katere spadajo tudi družbe za upravljanje in SICAV, nalaga, da delujejo pri izvajanju finančnih aktivnosti v skladu s pravili, skrbno in transparentno.⁹⁵¹ Še dlje gre četrti odstavek 36. člena TUF, ki določa, da morajo pri svojih aktivnostih zasledovati interes vlagateljev.⁹⁵²

Po veljavni zakonodaji lahko vsi italijanski investicijski podjemi in tudi tuji UCITS dosežejo obdavčitev dohodkov po znižani stopnji, če le usmerijo svoje investicijske aktivnosti v delnice manjših in srednjih podjetij, ki kotirajo na reguliranih evropskih trgih vrednostnih papirjev.⁹⁵³ TUF vsebuje tudi celo vrsto kazenskih določb⁹⁵⁴: za osebo, na primer, ki trži enote ali delnice kolektivnih naložbenih podjemov, in za to dejavnost ni pridobila dovoljenja, je kumulativno zagrožena denarna in pa kazen zapora v trajanju od šestih mesecev do štirih let.⁹⁵⁵ Nadzor nad akterji trga investicijskih skladov si delita narodna banka Italije in CONSOB,⁹⁵⁶ pri čemer je zanimiva določba četrtega odstavka 5. člena, po kateri morata oba nadzornika delovati koordinirano, tudi v luči čim manjših stroškov nadzorovanih subjektov.

⁹⁴⁸ 22. in člen 36/VI. TUF.

⁹⁴⁹ Člen 36/II. v povezavi z 38. členom TUF.

⁹⁵⁰ Člena 13/I. in 14/I. TUF. Za vodilno osebje se zahteva torej *professionalità, onorabilità* in *indipendenza*, kar je angleškem prevodu enačeno z *experience, integrity* in *independence*.

⁹⁵¹ Člen 21/I.(a) v povezavi s členom 1/I.(r) TUF. Podobno, tudi za depozitarja, člen 36/IV. TUF.

⁹⁵² Izrecno za SGR tudi 40/I. in II. TUF.

⁹⁵³ Vendar pa je Komisija že izrazila dvom v primernost ureditve z vidika privilegiranja določenih podjemov. Podrobneje: Aid C 19/04 (ex NN 163/03) – Fiscal incentives in favour of certain undertakings for collective investment in transferable securities specialised in holding stocks of small and medium capitalisation companies (2004/C 225/03). URL: http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/oj/2004/c_225/20040909en00080016.pdf. Pred nekaj leti je bila domnevno diskriminatorna tudi ureditev napram tujim pokojninskim skladom. T. Perrin, Headlines worldwide pay and benefits. *Pensions : An International Journal London* 88-96. URL:

<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=436794181&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.

⁹⁵⁴ 166.-179. člen TUF.

⁹⁵⁵ Člen 166/I.(b) TUF.

⁹⁵⁶ 5.-12. člen TUF. O razdelitvi pristojnosti glej tudi *supra*, sprotna opomba 897.

5.11.3 Stanje na trgu

Na začetku je bilo rečeno, da italijanska industrija investicijskih skladov ni bila ravno gonilo razvoja, kar pa ne pomeni, da je dandanes njen trg zanemarljiv. Ravno nasprotno: skupaj s Francijo, Luksemburgom in Veliko Britanijo ima Italija dominanten položaj v segmentu UCITS skladov,⁹⁵⁷ pa tudi sicer je med evropskimi državami na petem mestu po premoženju vseh investicijskih skladov – v obeh kategorijah zavzema nekaj nad 8 odstotni tržni delež.⁹⁵⁸ Konec leta 2002 je bilo med Italijani kar 8.800.000 vlagateljev-posameznikov, kar pomeni, da ima povprečno vsaka družina s tremi člani v lasti vsaj enoto enega od vzajemnih skladov.⁹⁵⁹ Sicer pa se število italijanskih vzajemnih skladov v zadnjem obdobju nekoliko zmanjšuje (tabela 23), kar pa ne velja za SICAV, saj se je število teh v zadnjem četrletju prejšnjega in prvem letošnjega leta povečalo z 10 na 14.⁹⁶⁰ V istem obdobju ostaja število družb za upravljanje nespremenjeno, tj. 51.⁹⁶¹

Tabela 23: Število italijanskih vzajemnih skladov.

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	uravnoteženi skladi	fleksibilni skladi	skupaj
30.09. 2004	465	349	41	80	71	1006
31.12. 2004	433	330	39	76	73	951
31.03. 2005	405	323	40	76	72	916

Vir: Banca d'Italia,⁹⁶² lastni izračuni.

⁹⁵⁷ Hellenic Capital Market Commission (2005) *Annual Report 2004*. 83. URL: <http://www.hcmc.gr/Pdf/Annual%20Report%202004.pdf>.

⁹⁵⁸ French Asset Management Association (AFG) (2005) *The French Asset Management Industry*. 1. URL: <http://www.agf.asso.fr/upload/3/Fichier375.pdf>. Po podatkih EFAMA je sicer glede UCITS skladov na šestem mestu (pred njo se uvršča še Nemčija) (The European Fund and Asset management Association (2005) *Trends in the European Investment Fund Industry in the First Quarter of 2005*. 5, 7. URL: <http://www.efama.org/60Statistics/10Current/eurostat/Europeanstat2005/documentfile.>)

⁹⁵⁹ Assogestioni (2004) *I sottoscrittori del fondi comuni*. 1. URL:

http://www.assogestioni.it/asso/dati/files/21008_2004.pdf. Pri tem pa ni navedeno, če gre le za vlagatelje v italijanske ali morda tudi tuje sklade.

⁹⁶⁰ URL: <http://bip.bancaditalia.it/4972unix/homebipita.htm>.

⁹⁶¹ *Ibidem*.

⁹⁶² URL: <http://bip.bancaditalia.it/4972unix/homebipita.htm>. Po podatkih ICI naj bi bilo v navedenih obdobjih 1.013, 1.142 oziroma 1.099 italijanskih *mutual funds* (URL: http://www.ici.org/pdf/ww_03_05_sup_tables.pdf). Razlog določenim razlikam je vsekakor lahko to, da upošteva italijanska narodna banka le delujoče (*fondi operativi*) in ne le registriranih skladov (poleg neupoštevanja 14 SICAV). Postavlja pa se vprašanje, če je to lahko vzrok, predvsem za zadnji dve obdobji, tolikšni razlikri. Ker pa ICI skladov ne deli glede na investicijsko politiko, morebitnega drugega vzroka nisem uspel razbrati.

Po obsegu premoženja močno prevladujejo obvezniški skladi s skoraj 40 odstotnim deležem, vendar pa je v zadnjem obdobju več neto prilivov v uravnotežene sklade (tabela 24). Kot zanimivost: s študijo podatkov s konca leta 2002 je bilo ugotovljeno, da so italijanski moški (pričakovano) bolj nagnjeni k tveganju, tj. k vlaganju v delniške sklade, enako pa velja za skupino vlagateljev med 26 in 45 letom.⁹⁶³ Pri slednjih znaša delež obvezniških skladov v celotni strukturi naložb v vzajemne sklade približno 40 odstotkov, po 65 letu pa se hitro približuje 50 odstotnemu deležu.⁹⁶⁴

Tabela 24: Sredstva italijanskih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v milijonih EUR).

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	uravnoteženi skladi	skupaj
31.12. 2004 ⁹⁶⁵	71.781	146.838	85.834	57.204	361.657 ⁹⁶⁶
31.03. 2005 ⁹⁶⁷	73.746	148.851	79.517	72.726	374.840
30.06. 2005 ⁹⁶⁸	NP	NP	NP	NP	380.333

Vir: Investment Company Institute (ICI), Assogestioni.

Še bolje kot uravnoteženim, pa se trenutno godi nekaterim novim vrstam skladov. Tako je bilo julija 2005 v t. i. družbeno sprejemljivih skladih (*fondi etici*) 2.751 milijonov evrov, kar je za skoraj petino več kot na začetku tega leta.⁹⁶⁹ Še hitrejša pa je v zadnjem obdobju rast premoženja v upravljanju nepremičninskih skladov. Ob koncu leta 2004 je namreč 27 nepremičninskih skladov upravljalo preko 8.000 milijonov evrov oziroma kar za polovico več sredstev kot le šest mesecev prej.⁹⁷⁰

⁹⁶³ *Supra*, sprotnejša opomba 959. I, 4.

⁹⁶⁴ *Ibidem*.

⁹⁶⁵ URL: http://www.ici.org/pdf/ww_12_04_sup_tables.pdf. Skladi skladov so že vključeni.

⁹⁶⁶ Podatki združenja Assogestioni se nekoliko razlikujejo – za konec leta 2004 je premoženje italijanskih skladov ocenjeno na 370.668,8 milijona evrov (URL:

http://www.assogestioni.it/asso/dati/files/21001_2005_01.pdf, enako

<http://www.assogestioni.it/asso/dati/files/22010.pdf>) – a ker so zaenkrat na voljo le za obdobja do januarja 2005 in ker jih do pred kratkim niso razčlenjevali na podatke za italijanske in tujne sklade posebej, sem se držal navedenih podatkov ICI. Slednjih (in tudi podatkov evropskega združenja EFAMA) za junij 2005 pa žal tudi še ni na voljo.

⁹⁶⁷ URL: http://www.ici.org/pdf/ww_03_05_sup_tables.pdf. Skladi skladov so že vključeni.

⁹⁶⁸ URL: http://www.assogestioni.it/asso/dati/files/22036_2005.PDF. Vključeni so tudi skladi, ki so namenjeni vlaganju določenih skupin vlagateljev (*fondi riservati*).

⁹⁶⁹ URL: http://www.assogestioni.it/asso/dati/files/22072_2005.PDF.

⁹⁷⁰ URL: http://www.assogestioni.it/asso/dati/files/25001_2004.PDF.

5.12 Latvija

5.12.1 Razvoj

Vzajemni skladi so v Latviji izredno mlada oblika kolektivnega investiranja, njihov pojav pa sovpada oziroma sledi uveljavitvi zakona, ki je to področje prvi pravno uredil: 1. julija 1998 je vstopil v veljavo Zakon o investicijskih družbah (*Ieguldījumu sabiedrību likums (Law on Investment Companies)*)⁹⁷¹. Vendar pa pri tem ni šlo za ureditev korporativne oblike investicijskih skladov, kakor bi, izhajajoč tudi iz terminologije ZISDU-1, lahko sklepali, temveč za družbe za upravljanje (*management companies*), kot jih poznamo v naši ureditvi. Potrditev tega je sledila v lanskem letu, ko je bil z zakonom⁹⁷² spremenjen tudi sam naslov, in sicer v Zakon o družbah za upravljanje (*Law on Investment Management Companies*).⁹⁷³

Tabela 25: Oblikovanje pravnega okvira za investicijske sklade v Latviji.

	datum sprejema	datum uveljavitve	datum objave v uradnem listu (<i>Latvijas Vēstnesis</i>)
Zakon o investicijskih družbah	18.12.1997.	01.07.1998.	30.12.1997.
Uredba o revizorjih investicijskih skladov	16.06.1998.	16.06.1998.	20.06.1998.
Uredba o licenciraju investicijskih družb	16.06.1998.	01.07.1998.	20.06.1998.
Uredba o distribuciji investicijskih certifikatov ali podobnih vrednostnih papirjev tujih skladov v Latviji	16.06.1998.	01.07.1998.	20.06.1998.
Uredba o pogojih likvidnosti in drugih finančnih kazalcev investicijskih družb	25.06.1998.	01.07.1998.	30.06.1998.
Uredba o računovodstvu in finančnih izkazih investicijskih družb	26.06.1998.	01.07.1998.	30.06.1998.

Vir: Securities Market Commission of the Republic of Latvia.⁹⁷⁴

Namen zakona je in je bil, kakor je navedeno v 2. členu, zmanjšati tveganja pri transakcijah s finančnimi instrumenti in promovirati vlaganje zasebnih prihrankov na kapitalski trg.

Kljub dejству pa, da so vzajemni skladi v smislu ZISDU-1 v Latviji zelo mlad institut, so, kakor izhaja iz prehodnih določb k Zakonu o investicijskih družbah, že prej poznali neko

⁹⁷¹ Securities Market Commission of the Republic of Latvia (2001) *Annual report 2000. 11.* URL: http://www.fktk.lv/downloads/news_en/Annual_report_2000.doc.

⁹⁷² Zakon z dne 18.3. 2004, objavljen v *Latvijas Vēstnesis* (Uradni list vlade Republike Latvije; v nadalje: *L.V.*) št. 54 z dne 6.4. 2004.

⁹⁷³ URL: http://www.fktk.lv/downloads/news_en/Law_On_Investment_Managem_Compan.doc.

⁹⁷⁴ Zbrano iz: *supra*, sprotnej opomba 971, 26. Zakon je sprejel parlament Republike Latvije (*Saeima*), uredbe pa regulator.

obliko zaprtih skladov in pa investicijskih družb, organiziranih kot delniške družbe, a so se morali ti po sprejetju akta v določenem roku ustrezno prilagoditi novi ureditvi.⁹⁷⁵

V letu 1999 je pravnemu okvirju sledila že tudi podelitev dovoljenja prvi družbi za upravljanje (Hansa Fondi), ki je sredi istega leta registrirala prvi latvijski odprti vzajemni sklad,⁹⁷⁶ in sicer sklad denarnega trga, ki ima na trgu odprtih skladov še danes primat.⁹⁷⁷ Vendar pa to ni bil znak za množično ustanavljanje skladov, saj so na latvijskem trgu konec leta 2000 delovale le tri družbe za upravljanje s tremi registriranimi skladi.⁹⁷⁸

Do danes je bil zakon iz leta 1997 spremenjen že trikrat. Prvič v letu 2000⁹⁷⁹, ko so se spremenile nekatere določbe v zvezi z povratnim odkupom enot sklada ter skrbniško banko⁹⁸⁰, dve leti kasneje⁹⁸¹ pa so bile spremembe še pomembnejše. Namen slednjih je bil namreč razširiti paleto instrumentov, ki so lahko predmet vlaganj, in podrobneje določiti postopek pridobitve dovoljenja za trženje investicijskih certifikatov, tj. enot sklada.⁹⁸²

Zadnje preoblikovanje zakonskega okvira se je nato zgodilo v letu 2004,⁹⁸³ ko je bilo, poleg posledičnega preimenovanja samega akta in vrste drugih sprememb, v skladu z UCITS III⁹⁸⁴ na novo oblikovano celotno poglavje o družbah za upravljanje ter dodane določbe o izvlečku prospekta in sodelovanju z nadzornimi institucijami v drugih državah.⁹⁸⁵ Skladom je bilo omogočeno tudi vlaganje v enote drugih kolektivnih investicijskih shem ter v nepremičnine, čeprav slednje le za vzajemne sklade zaprtega tipa.⁹⁸⁶ Temeljni in veljavni akt na področju investicijskih skladov v Latviji je torej od prejšnjega leta Zakon o družbah za upravljanje (*Ieguldījumu pārvaldes sabiedrību likums (Law On Investment Management Companies)*) objavljen v *Latvijas Vēstnesis* (Uradnem listu vlade Republike Latvije) št. 342/346 (v nadalje: zakon 342/346)⁹⁸⁷, čeprav gre v grobem okviru še vedno za zakon iz leta 1997, a z drugim

⁹⁷⁵ Prehodni določbi št. 2 in 6. Zakona o družbah za upravljanje.

⁹⁷⁶ *Supra*, sprotna opomba 971.

⁹⁷⁷ URL: <http://www.hansafondi.lv/engl/fondi/fondi-par.php>.

⁹⁷⁸ *Ibidem*, II, 18. Enemu je regulator vlogo za registracijo zavrnil.

⁹⁷⁹ Zakon z dne 1.6. 2000, L. V. št. 230/232 z dne 20.6. 2000.

⁹⁸⁰ Glej, primeroma, 40., 42. in 54. člen Zakon o družbah za upravljanje (podrobneje *infra*).

⁹⁸¹ Zakon z dne 24.10. 2002, L. V. št. 165 z dne 13.11. 2002.

⁹⁸² Securities Market Commission of the Republic of Latvia (2003) *Annual report 2002*. 14. URL: http://www.fktk.lv/downloads/news_en/FKTK_parskats_2002_ANGLUinternetam_1.pdf. Glej, primeroma, 6. (o vlaganju) in 7. (o poročilih skladov) poglavje Zakona o družbah za upravljanje.

⁹⁸³ Zakon z dne 18.3. 2004, L. V. št. 54 z dne 6.4. 2004.

⁹⁸⁴ Za dokaz o upoštevanju UCITS III v praksi glej: JSC 'Parex Investment Management Company' (2005) Open-end investment fund 'Parex Eastern European Balanced Fund' : Simplified Prospectus. Riga: JSC 'Parex Investment Management Company'. URL:

http://www.rfb.lv/docs/CompProspectuses/funds/Parex/PAESF_Prosp_simplified_200507_ENG.pdf.

⁹⁸⁵ Primeroma glej uvodni dostavek k II. poglavju ter 56. in 88. člen Zakona o družbah za upravljanje.

⁹⁸⁶ Glej člena 64. ter člen 61/II. v povezavi z 68. členom Zakona o družbah za upravljanje.

⁹⁸⁷ Law On Investment Management Companies, L.V. št. 342/346 z dne 30.12. 1997. Prečiščeno besedilo z dne 6.4. 2004 je v latvijskem jeziku na voljo na URL:

imenom in sprejetimi (obsežnimi) spremembami. Veljavna ureditev je bila s tem v popolnosti usklajena z ustreznimi akti EU⁹⁸⁸, v letu 2005 pa načrtuje regulator, tj. Komisija za finančni in kapitalski trg (*Finanšu un kapitāla tirgus komisija* (FKTK) (*Financial and Capital Market Commission*⁹⁸⁹)),⁹⁹⁰ tudi sprejem določenih aktov v skladu z zadnjimi priporočili Evropske komisije.⁹⁹¹

5.12.2 Veljavna ureditev

Kot že rečeno, ureja investicijske sklade (*ieguldījumu fonds* ali *investīciju fonds*⁹⁹²) Zakon o družbah za upravljanje, ki jih opredeljuje kot skupk premoženja, nastalega z vlaganji v zameno za investicijske certifikate, kot tudi (skupk) premoženja pridobljenega s transakcijami premoženja sklada in na osnovi temu pripadajočih pravic.⁹⁹³ Ob tem je pa je v prvem odstavku 20. člena zelo pomembna določba, ki pravi, da investicijski sklad ni nosilec pravne subjektivitete. V Latviji poznajo namreč le investicijske sklade pogodbenega tipa, tj. vzajemne sklade, vendar pa, podobno kot je to v italijanski ureditvi, med temi ločijo odprte (*atvērtais ieguldījumu fonds*⁹⁹⁴) in zaprte vzajemne sklade (*slēgtais ieguldījumu fonds*⁹⁹⁵).⁹⁹⁶ Ločnica je v (ne)obstoju obvezе odkupa enot sklada s strani družbe za upravljanje,⁹⁹⁷ čeprav se lahko v izjemnih primerih tudi v primeru odprtrega sklada odkup enot začasno odgodi⁹⁹⁸. Tako zaprte kot odprte vzajemne sklade lahko ustanovi in upravlja le družba za upravljanje (*ieguldījumu pārvaldes sabiedrība* (IPS)⁹⁹⁹) v obliki delniške družbe (*akciju*

http://www.fktk.lv/downloads/news/Ieguldijumu_parvaldes_sabiedribu_likums.doc, v angleškem pa na URL: http://www.fktk.lv/downloads/news_en/Law_On_Investment_Managem_Compan.doc.

⁹⁸⁸ Glej končne določbe zakona 342/346.

⁹⁸⁹ Na spletnih straneh, npr. na URL: <http://www.fktk.lv/en/>, je v uporabi navedeni prevod, v letnih poročilih pa se pojavlja kot izdajatelj *Securities Market Commission of the Republic of Latvia* (glej *infra*, seznam virov). Seveda gre za isti subjekt, a se bom držal navedb posameznih virov.

⁹⁹⁰ Glej 78.-86. člen zakona 342/346. Podrobno in pregledno tudi v: European Central Bank (2003) *Money, Banking and Financial Market Statistics in the Accession Countries. 158-159*. URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/mbsacmanual2003v2en.pdf>.

⁹⁹¹ Securities Market Commission of the Republic of Latvia (2005) *Annual report 2004. 17*. URL: http://www.fktk.lv/downloads/news_en/PEDEJAIS_GPanglu_2004.pdf.

⁹⁹² Člen 24/I. zakona 342/346.

⁹⁹³ Člen 1/I.(4) zakona 342/346: »*investment fund - aggregate of assets formed by investments made in return for investment certificates, as well as assets obtained in transactions in investment fund property and on the basis of the rights attached thereto;*«

⁹⁹⁴ Prevod termina mi je posredooval Martins Prusis, Bank of Latvia (*infra*, osebni viri).

⁹⁹⁵ *Ibidem*.

⁹⁹⁶ Člen 21/I. zakona 342/346.

⁹⁹⁷ Členi 21/II. in III., 25/II. ter 54/I. zakona 342/346. Glej tudi člen 52/I., ki določa, da je število in obdobje izdaj enot odprtrega sklada neomejeno.

⁹⁹⁸ Člen 54/III. zakona 342/346.

⁹⁹⁹ Člen 6/II. zakona 342/346.

*sabiedrība*¹⁰⁰⁰).¹⁰⁰¹ Glede družbe za upravljanje je zanimiva predvsem določba 7. člena, ki opredeljuje pogoje za njene delničarje in ki kaže na precejšnjo mero previdnosti. Tako je lahko delničar družbe za upravljanje le oseba, katere identiteto je moč potrditi, ki ima brezhiben ugled in je dokazljivo finančno stabilna.¹⁰⁰² Regulator pa ima dolžnost, ne le možnost, da z namenom preverbe pregleda tudi kazensko evidenco oziroma sodni register ter preveri izvor vloženih sredstev.¹⁰⁰³ Še dlje pa gre zakon (razumljivo) glede zaposlenih (*officials*) in članov nadzornega sveta, saj med drugim določa tudi, da oseba, ki je zasedala najvišji položaj v podjetju ali drugi finančni instituciji v času, ko je prišlo do insolventnosti (npr. družbe), ne more opravljati nobene od omenjenih funkcij v družbi za upravljanje.¹⁰⁰⁴ Za pridobitev licence mora namreč družba regulatorju posredovati celo vrsto dokumentov, tudi seznam vseh zaposlitv in kratkih opisov delovnih nalog zaposlenih in članov nadzornega sveta za zadnjih 10 let.¹⁰⁰⁵

V duhu manjšanja tveganj pri transakcijah s finančnimi instrumenti¹⁰⁰⁶ je tudi zakonsko opredeljena možnost vlagateljeve zahteve za povrnitev v prejšnje stanje, tj. povratni odkup po nakupni ceni in povrnitev morebitne škode, ki jo je utrpel z nakupom enot sklada, če je bil ta posledica napačnih oziroma nepopolnih podatkov v prospektu sklada.¹⁰⁰⁷ Zakon pa enako ščiti tudi prizadetega vlagatelja, ki je enote že prodal, vendar pa določa za uveljavljanje zahteve v obeh primerih subjektivni rok šestih mesecev od seznanitve oziroma objektivnega treh let od nakupa enot sklada.¹⁰⁰⁸ Na drugi strani je določena tudi odgovornost družbe za upravljanje in depozitarja: konkretno za primer razširjanja napačnih informacij je zagrožena kazen 400 minimalnih plač.¹⁰⁰⁹

Družba za upravljanje je dolžna skleniti dogovor o skrbništvu z eno od bank, preko te pa nato potekajo vse transakcije s premoženjem sklada.¹⁰¹⁰ Banka skrbnica je dolžna pri opravljanju svojih nalog ravnati neodvisno od družbe za upravljanje in izključno v interesu vlagateljev.¹⁰¹¹

¹⁰⁰⁰ Tudi *sabiedrība ar ierobežotu atbildību* (družba z omejeno odgovornostjo). (Priloga I k medinstitucionalnemu dokumentu 2004/0097 (COD) z dne 17.3. 2005. (Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on reinsurance and amending Council Directives 73/239/EEC, 92/49/EEC and Directives 98/78/EC and 2002/83/EC). URL: http://register.consilium.eu.int/pdf/en/05/st07/st07119-re01_en05.pdf.)

¹⁰⁰¹ Člen 4/I. v povezavi s 5. členom zakona 342/346.

¹⁰⁰² Člen 7/I. zakona 342/346.

¹⁰⁰³ Člen 7/II. zakona 342/346.

¹⁰⁰⁴ Člen 7/III.(5) zakona 342/346.

¹⁰⁰⁵ Člen 10/III.(g) zakona 342/346.

¹⁰⁰⁶ 2. člen zakona 342/346 (Namen zakona).

¹⁰⁰⁷ Člen 55/I. zakona 342/346.

¹⁰⁰⁸ Člen 55/III. in IV. zakona 342/346.

¹⁰⁰⁹ Člen 87/I.(2) zakona 342/346. Glej tudi preostala določila o odgovornosti v istem členu.

¹⁰¹⁰ Člena 22/I. in 40/I. v povezavi s 47. in členom 1/I.(9) zakona 342/346.

¹⁰¹¹ Člen 40/III. zakona 342/346.

V izjemnih primerih sodi med te naloge tudi samo upravljanje sklada, saj pride v taksativno naštetih primerih – eden teh je tudi preklic licence družbi za upravljanje – do zakonskega prenosa upravljanja vzajemnega sklada na skrbniško banko.¹⁰¹²

Omejitve vlaganj opredeljuje zakon v 61.-69. členu, izrecno pa prepoveduje vlaganje v dragocene kovine, medtem ko odprtih vzajemnim skladom, kot že rečeno, niso dovoljene tudi naložbe v nepremičnine.¹⁰¹³ Glede omejitev vlaganj je zanimivo, da transakcije, s katerimi se v primerih, ki tega ne predvidevajo, zakonske omejitve prekoračijo, niso nične, temveč je družba za upravljanje vlagateljem in tretjim osebam odgovorna za škodo, ki jim je bila s tem ravnanjem povzročena.¹⁰¹⁴

Enote sklada se imenujejo investicijski certifikati, gre pa (načeloma) za vrednostne papirje,¹⁰¹⁵ ki se izdajajo le v nematerializirani obliki.¹⁰¹⁶ V zvezi s tem se zdi, da ima latvijska ureditev veliko posebnost, in sicer, da se lahko tako z investicijskimi certifikati zaprtih kot tudi odprtih skladov trguje na organiziranem trgu, v tem primeru borzi¹⁰¹⁷: »*Investment certificates of an open-end fund shall be regarded as securities in public circulation also in cases where they have not been admitted to trading on a regulated market.*«¹⁰¹⁸ Gola dikcija bi lahko napeljevala k razumevanju, po katerem torej obstajajo primeri, ko se tudi z enotami odprtih vzajemnih skladov trguje na borzi.¹⁰¹⁹ Nasprotno pa je za investicijske certifikate zaprtih skladov (ki so brez pravne osebnosti!) kotiranje sploh pogoj, da imajo status vrednostnega papirja.¹⁰²⁰ Iz povedanega pa bi bilo, podobno prejšnjemu razmišljanju, moč sklepati, da se z enotami zaprtih vzajemnih skladov praviloma trguje na borzi. A ob tem zakon predpisuje, da se vrednost enote zaprtega sklada določa najmanj enkrat na mesec, vrednost enote odprtega pa vsak dan.¹⁰²¹ V luči vsakodnevnega računanja (in predvsem objavljanja) vrednosti enote odprtega sklada se zdi trgovanje na borzi nesmiselno, tudi če odmislim nujnost odkupa s strani družbe za upravljanje (čeprav je seveda (teoretično) mogoče, da bi nekdo na organiziranem trgu ponudil višjo ceno, kot pa je dejanska). Posledično sem poskušal ugotoviti, kaj bi lahko stalo za tovrstno določbo. Sam zakon vsebuje sicer o borznem

¹⁰¹² Člen 17/I. v povezavi z 18/I.(2) zakona 342/346.

¹⁰¹³ Člen 61/I.-III. zakona 342/346.

¹⁰¹⁴ 69. člen zakona 342/346.

¹⁰¹⁵ Člen 1/I.(3). zakona 342/346.

¹⁰¹⁶ Člen 51/IV. zakona 342/346.

¹⁰¹⁷ Člen 7/VI. zakona 342/346: »...stock exchange registered in a Member State (a regulated market) ...«

¹⁰¹⁸ Člen 51/V. v povezavi s VII. zakona 342/346.

¹⁰¹⁹ Vendar pa borze vrednostnih papirjev ni moč štetiti za ekvivalent pojmu »organizirani trg vrednostnih papirjev«, predvsem v luči vse večjega vpliva sočasnih elektronskih trgov vrednostnih papirjev ne. (M. Čas, S. Jamnik (2000) *Borzno pravo*, 61.) Zakaj sem to na tem mestu storil, glej *infra*, stran 131.

¹⁰²⁰ Člen 51/VI. zakona 342/346: »*Investment certificates of a closed-end fund shall be regarded as securities in public circulation only after they have been admitted to trading on a regulated market.*«

¹⁰²¹ Člen 30/VI. in V. zakona 342/346.

trgovaju z investicijskimi certifikati, poleg dveh navedenih, le še določbo, po kateri je potrebno za vstop na regulirani trg pravila sklada in njegov prospekt pripraviti v skladu z zakonom o trgu finančnih instrumentov¹⁰²² (*Finanšu instrumentu tirgus likums (Law on the Financial Instruments Market)*)¹⁰²³. Slednji ureja torej trg finančnih instrumentov, med katere sodijo tudi enote investicijskih skladov¹⁰²⁴, vendar pa se teh izrecno dotika le v 50. členu, kjer so natančneje določeni postopek in sestavine vloge za pridobitev dovoljenja za njihovo izdajo ozziroma prodajo. Vendar pa sem pri pozornem pregledu besedila akta odkril definicijo javnega prometa, termina, ki je uporabljen v obeh določbah z 'nejasnim pomenom' (tj. petem in šestem odstavku 51. člena zakona 342/346) in ki bi lahko do neke mere pojasnil namen tovrstne dikcije: »Javni promet – izpeljevanje transakcij s finančnimi instrumenti, s katerimi se trguje na reguliranih trgih.«¹⁰²⁵ Torej v osnovi lahko velja tudi, da je 51. člen (spremenjen z novelo iz leta 2004!¹⁰²⁶) zakona 342/346 (pravilno) opredelil investicijske certifikate odprtih vzajemnih skladov kot vrednostne papirje v javnem prometu (obtoku), pri čemer pa ni želel nasprotovati zakonu o trgu finančnih instrumentov (iz leta 2003), ki kot pogoj za to določa trgovanje na reguliranem trgu. Še več: zakon 342/346 izrecno določa, da javni promet investicijskih certifikatov poteka v skladu z zakonom o trgu finančnih instrumentov, če ni v samem zakonu 342/346 določeno drugače.¹⁰²⁷ Razen obeh določb z nejasnim pomenom (glej *supra*), pa temu ni tako, kar gre v prid možnosti, da gre le za nerodnost pri formulaciji in/ali prevodu besedila v angleščino (ki je sicer resda neuraden¹⁰²⁸).

Obstaja pa še ena možnost, ravno tako povezana z nerodnostjo. 'Regulirani trg' je po definiciji zakona o finančnih instrumentih namreč skupek organizacijskih, pravnih in tehničnih ukrepov, ki omogočajo opravljanje transakcij s finančnimi instrumenti na transparenten in pravno ustrezan način.¹⁰²⁹ Pri tem pa seveda ni nujno, da gre za borzo v smislu 7. člena

¹⁰²² Člen 51/VII. zakona 342/346: »In order to admit investment certificates to trading on a regulated market, the fund prospectus and by-laws shall be equivalent to a prospectus prepared in compliance with the Law on the Financial Instruments Market.«

¹⁰²³ Law on the Financial Instruments Market, L. V. št. 175 z dne 11. decembra 2003. Besedilo v latvijskem jeziku je na voljo na URL: http://www.fktk.lv/downloads/news/FIT_lik_20_07_2005_noformets.doc, v angleščini pa na http://www.fktk.lv/downloads/news_en/Law_on_the_Financial_Instruments_Market_2.doc. Zakon je bil že spremenjen in sicer z veljavo od 13.5. 2005 (L. V. št. 68 z dne 29.04. 2005), vendar pa je besedilo akta zaenkrat na voljo le v latvijskem jeziku (URL:

<http://www.fktk.lv/likumdosana/vertspapiri/likumi/article.php?id=22188>).

¹⁰²⁴ Člen 3/II.(2) zakona o trgu finančnih instrumentov.

¹⁰²⁵ Člen 1/I.(11) zakona o trgu finančnih instrumentov: »public circulation – making transactions in the financial instruments admitted to trading on the regulated market.«

¹⁰²⁶ Zakon z dne 18.3. 2004 (L. V. št. 54 z dne 6. aprila 2004).

¹⁰²⁷ Člen 51/I. zakona 342/346: »Public circulation of investment certificates shall take place in accordance with the Law on the Financial Instruments Market unless otherwise provided by this Law.«

¹⁰²⁸ URL: http://www.fktk.lv/downloads/news_en/Law_on_the_Financial_Instruments_Market_2.doc.

¹⁰²⁹ Člen 1/I.(8) zakona o trgu finančnih instrumentov: »regulated market – a set of organizational, legal and technical measures that enables making transactions in financial instruments in an open and regular manner.«

zakona 342/346, ki sicer ne vsebuje definicije v smislu začetnih določb, a lahko iz dikačije »*stock exchange registered in a Member State (a regulated market)*«¹⁰³⁰ bralec morda sklepa, da se tudi v naslednjih določbah tega zakona besedna zveza uporablja v istem pomenu.

Ob pomanjkanju dodatnih virov se na tem mestu ne bom več zapletal. V prid stališču, da se odprtvi vzajemni skladi ne morejo sprejeti v katero od borznih kotacij, je med drugim tudi dejstvo, da nobeden od obeh obravnavanih, glavnih pravnih aktov za področje investicijskih skladov, o tem ne vsebuje konkretnih določb. Obenem pa je res, da večina morda še relevantnih pravnih aktov, tudi tistih izdanih s strani regulatorja, ni prevedenih. Kar znova dopušča še dodatno možnost.

5.12.3 Stanje na trgu

Verjetno največji razlog za relativno majhnost trga (odprtih) vzajemnih skladov v Latviji je njegova mladost in tudi iz tega izhajajoče zaostajanje za razvitimi trgi. Vendar pa je pozitivno spoznanje, da raste delež vzajemnih skladov v strukturi celotnega latvijskega trga finančnih instrumentov: pri centralnem depozitarju so leta 2001 sestavljeni investicijski certifikati le 1,1 odstotka vseh registriranih vrednostnih papirjev,¹⁰³¹ ob koncu lanskega leta pa že skoraj tri odstotke.¹⁰³²

Število odprtih vzajemnih skladov je v tem letu, zanimivo, ves čas nespremenjeno (tabela 26), kar v drugih državah ni bil primer. Je pa, kot rečeno, industrija mlada, tako da se pričakuje ustanavljanje novih skladov.¹⁰³³

Tabela 26: Število latvijskih odprtih vzajemnih skladov.

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani skladi	skladi skladov ¹⁰³⁴	skupaj
31.12. 2004	2	4	2	2	1	11
31.03. 2005	2	4	2	2	1	11
30.06. 2005	2	4	2	2	1	11

Vir: Riga Stock Exchange,¹⁰³⁵ lastni izračuni.

¹⁰³⁰ Člen 7/VI. zakona 342/346.

¹⁰³¹ Securities Market Commission of the Republic of Latvia (2002) *Annual report 2001*. 21. URL: http://www.fktk.lv/downloads/news_en/FKT_KpaarskatsUK.pdf.

¹⁰³² Supra, sprotna opomba 991, 24.

¹⁰³³ Lolita Sychev, Parex Investment Management Company (infra, osebni viri). Parex je, s kar petimi skladi, največja latvijska družba za upravljanje.

¹⁰³⁴ Gre za t.i.m. delniški sklad skladov (vlaga le v delniške sklade), kar kaže že njegovo ime, tj. *Internacionalo akciju fondu fonds*. URL:

<http://market.rfb.lv/?pg=nontradeddetails&instrument=LV0000400182&tab=fund&date=2005-03-31>.

¹⁰³⁵ Podrobnejše infra, sprotna opomba 1047.

Glede števila imajo malenkostno prevlado obvezniški skladi, popolnoma drugačno pa je stanje po premoženju, saj 'nadzorujeta' več kot polovico vsega dva sklada denarnega trga (tabela 27), razlog pa gre iskati tudi v dejstvu, da sta bila med prvimi skladi na trgu.¹⁰³⁶ Delež delniških skladov je le nekaj nad šest odstotkov, še za odstotek manjši pa je delež vseh naložb skladov v delnice.¹⁰³⁷ Zelo pozitiven trend rasti sredstev kažejo v zadnjem obdobju oba mešana in sklad skladov, tudi po tem kriteriju pa so delniški skladi v podrejenem položaju. Vendar pa je po mnenju glavnega upravljalca največjega latvijskega sklada¹⁰³⁸, tj. sklada denarnega trga '*Naudas tirgus fonds*', predstavljenim dejstvom navkljub, najbolj svetla prihodnost delniških skladov. Pri tem pa dodaja, da bodo 'smetano' najverjetneje pobrali tuji upravljalci.¹⁰³⁹

Tabela 27: Sredstva latvijskih odprtih¹⁰⁴⁰ vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v tisoč EUR).

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani skladi	skladi skladov	skupaj
31.12. 2004 ¹⁰⁴¹	3.409,3	11.236,0	19.846,0	6.605,8	223,6	41.320,7
31.03. 2005 ¹⁰⁴²	4.063,3	14.074,6	28.634,6	10.429,2	342,9	57.535,6
30.06. 2005 ¹⁰⁴³	4.502,6	16.285,0	36.397,4	13.404,9	404,7	70.994,6

Vir: Parex,¹⁰⁴⁴ AS IPS Hansa Fondi,¹⁰⁴⁵ Riga Stock Exchange,¹⁰⁴⁶ lastni izračuni.¹⁰⁴⁷

¹⁰³⁶ Primeroma: URL: <http://www.hansafondi.lv/engl/fondi/fondi-par.php>.

¹⁰³⁷ Securities Market Commission of the Republic of Latvia (FTKK) (2004) *Annual Report of the Financial and Capital Market Commission for 2003*. 27. URL http://www.fktk.lv/downloads/news_en/FKTK_Annual_report_2003FINAL2.pdf.

¹⁰³⁸ Raimonds Vesers, AS IPS Hansa Fondi (*infra*, osebni viri).

¹⁰³⁹ *Ibidem*.

¹⁰⁴⁰ Dostopni kumulativni podatki regulatorja žal vključujejo tudi zaprte sklade (URL:

http://www.fktk.lv/downloads/news_en/leguldijumu_sab_4_2004_Eng.xls).

¹⁰⁴¹ Podatke, pridobljene na URL:

http://market.rfb.lv/?currency=LVL&pg=funds&lang=en&go_x=10&go_y=3&day=31&month=12&year=2004&go_x=2&go_y=9, sem v evre pretvoril na podlagi menjalnih razmerij Latvijske banke na dan 31.12. 2004 (URL: <http://www.bank.lv/eng/main/info/notvalkur/?vdate=20041231>): EUR/LVL = 0,7030 in USD/LVL = 0,5160.

¹⁰⁴² Podatke, pridobljene na URL:

http://market.rfb.lv/?currency=LVL&pg=funds&lang=en&day=31&month=3&year=2005&go_x=6&go_y=6, sem v evre pretvoril na podlagi menjalnih razmerij Latvijske banke na dan 31.3. 2005 (URL: <http://www.bank.lv/eng/main/info/notvalkur/?vdate=20050331>) EUR/LVL = 0,702804 in USD/LVL = 0,5430.

¹⁰⁴³ Podatke, pridobljene na URL:

http://market.rfb.lv/?currency=LVL&pg=funds&lang=en&go_x=6&go_y=6&day=30&month=6&year=2005&go_x=10&go_y=3, sem v evre pretvoril na podlagi menjalnih razmerij Latvijske banke na dan 30.6. 2005 (URL: <http://www.bank.lv/eng/main/info/notvalkur/?vdate=20050630>) EUR/LVL = 0,702804 in USD/LVL = 0,5830.

¹⁰⁴⁴ Lolita Sychev, Parex Investment Management Company (*infra*, osebni viri).

¹⁰⁴⁵ Raimonds Vesers, AS IPS Hansa Fondi (*infra*, osebni viri).

¹⁰⁴⁶ Podrobnejše *infra*, sprotna opomba 1047.

¹⁰⁴⁷ Klasifikacijo skladov, o katerih sem podatke pridobil sam (katerih ne upravljata družbi za upravljanje Parex in Hansa Fondi), sem opravil s pomočjo spletnih strani: URL: <http://www.fktk.lv/market/securities/funds/>, URL:

5.13 Litva

5.13.1 Razvoj

Litva je vsekakor ena od članic Skupnosti z najkrajšo zgodovino vzajemnih skladov. Šele v drugi polovici leta 2003 je namreč *Seimas*¹⁰⁴⁸ sprejel akt, ki je kot prvi vpeljal ta institut v litvanski pravni red: Zakon o kolektivnih naložbenih podjemih (*Lietuvos Respublikos kolektyvinio investavimo subjektu įstatymas* (*Lithuanian Republic Law on Collective Investment Undertakings*)) (v nadaljevanju: Zakon o KNP).¹⁰⁴⁹

Kar pa ne pomeni, da je bil neznan tudi širši pojem investicijskega sklada. Litva je bila namreč ena prvih držav Vzhodne Evrope z masovno privatizacijo, katere pomembni nosilci so bili ravno investicijski skladi.¹⁰⁵⁰ V obdobju implementacije Zakona o primarni privatizaciji državne lastnine (*Law on Primary Privatization of the State-owned Property*) je bilo ustanovljenih 313 t. i. investicijskih delniških družb (*investment stock companies* (ISC)), a so se bile te s sprejetjem Zakona o investicijskih družbah¹⁰⁵¹ leta 1995 primorane v dveh letih prilagoditi vpeljanim spremembam¹⁰⁵² in se preoblikovati v investicijske holdinge (*investment holding company*). Za ISC, ki tega niso pravočasno in ustrezno izpeljale, je bila določena likvidacija, a so se postopki, tudi zaradi množice civilnih in kazenskih postopkov (večina premoženja je bila nelikvidnega, tako da je bilo izplačevanje delničarjev skoraj nemogoče) za več let zavlekli.¹⁰⁵³

Začetki torej nikakor niso bili vzbudni, razvoj pa je bil za snovalce omenjenega Zakona o investicijskih družbah naravnost šokanten. Leta 2000 namreč ni bilo še niti ene investicijske družbe, razen že omenjenih, v investicijske holdinge preoblikovanih ISC.¹⁰⁵⁴

Opisano pet let trajajoče statično stanje je bil glavni razlog za pospešeno zakonodajno aktivnost in vrsto sprememb ob koncu tisočletja, ki naj bi ustvarili prijaznejše pogoje in

<http://market.rfb.lv/?pg=nontradeddetails&instrument=LV0000400034&tab=fund&date=2005-03-31>, URL:
<http://market.rfb.lv/?pg=nontradeddetails&instrument=LV0000400059&tab=fund&date=2005-03-31> ter URL:
<http://market.rfb.lv/?pg=nontradeddetails&instrument=LV0000400182&tab=fund&date=2005-03-31>.

¹⁰⁴⁸ Parlament Republike Litve.

¹⁰⁴⁹ Republic of Lithuania Law on Collective Investment Undertakings of 4 July 2003, No. IX-1709 (Official Gazette, 2003, No. 74-3425). Besedilo v litvanskem jeziku je na voljo na URL:

<http://www.vpk.lt/index.php?fuseaction=acts.view&id=135>, v angleškem pa na URL:
<http://www.vpk.lt/uploads/Law%20on%20UCI.doc>.

¹⁰⁵⁰ A. Krabonja (1998) Investicijski skladi v svetu in Sloveniji. 21-22.

¹⁰⁵¹ *Valstybės žinios* (Uradni list), 1995, št. 63-1581.

¹⁰⁵² Lithuanian Securities Commission (2000) *Annual Report 1999*. 18. URL:

http://www.lsc.lt/en/uploads/1999_LSC_report.pdf.

¹⁰⁵³ *Ibidem*, 18-20.

¹⁰⁵⁴ Lithuanian Securities Commission (2001) *Annual Report 2000*. 17. URL:

http://www.lsc.lt/en/uploads/2000_LSC_report.pdf.

vzpodbudo za ustanavljanje investicijskih družb.¹⁰⁵⁵ A rezultatov, kot rečeno, ni bilo, in šele ob koncu leta 2000 so lahko pozdravili prvi postopek za izdajo dovoljenja investicijski družbi z variabilnim kapitalom.¹⁰⁵⁶

Zakonodajalec in regulator sta z neuspehom dotedanjih prizadevanj spoznala, da so potrebne globlje spremembe. Razlog dolgotrajnega vztrajanja na konceptu investicijske družbe je bil namreč v tem, da stari Civilni zakonik ni dopuščal ustanavljanje subjektov brez pravne osebnosti, zato je bilo treba počakati na uveljavitev v letu 2000 sprejetega Civilnega zakonika, ki je to, tudi zaradi tovrstnih razlogov, spremenil.¹⁰⁵⁷ Vendar pa regulator ni čakal in že v letu 2001 je bil oblikovan osnutek Zakona o KNP, ki pa je že vseboval tudi vse (še ne uveljavljene!) spremembe po UCITS III.¹⁰⁵⁸

Nadaljnji velik korak za razvoj trga je bil začetek trženja enot prvih tujih skladov v letu 2002,¹⁰⁵⁹ sredi leta pa sta bila končno sprejeta Zakon o investicijskih holdingih (*Law on Investment Holding Companies*) in že omenjeni Zakon o KNP, ki sta tako v popolnosti stopila na mesto starega Zakona o investicijskih družbah.¹⁰⁶⁰ Vse obstoječe družbe za upravljanje, investicijske družbe z variabilnim kapitalom, zaprti investicijski skladi in družbe za finančno posredništvo so se morale do 31. decembra 2003 prilagoditi novi ureditvi ali pa prenehati z delovanjem.¹⁰⁶¹

Rojstvo vzajemnih skladov v Litvi predstavlja torej šele Zakon o KNP, njegov namen, kakor ga opredeljujeta prva dva odstavka 1. člena, pa je bil zagotovitev varnosti interesov solastnikov skladov in delničarjev investicijskih družb ter uskladitev ureditve kolektivnih investicijskih podjemov z zakonodajo EU, vključno z UCITS III. S tem pa je Litva, na področju, kjer je prej za zahodnimi državami zaostajala tudi za 50 let in več, uveljavila novosti mnogo prej kot večina držav članic Skupnosti.

¹⁰⁵⁵ *Supra*, sprotna opomba 1052, 2. Glej tudi uvodni nagovor k poročilu za leto 2000 oziroma 2001 in URL: <http://www.vpk.lt/en/index.php?fuseaction=about.display>.

¹⁰⁵⁶ *Supra*, sprotna opomba 1054, 2.

¹⁰⁵⁷ *Ibidem*, 29.

¹⁰⁵⁸ Lithuanian Securities Commission (2002) *Annual Report 2001*. 11-12. URL: http://www.lsc.lt/en/uploads/2001_LSC_report.pdf.

¹⁰⁵⁹ Lithuanian Securities Commission (2003) *Annual Report 2002*. 2, 8. URL: http://www.lsc.lt/en/uploads/2002_LSC_report.pdf.

¹⁰⁶⁰ Lithuanian Securities Commission (2004) *Annual Report 2003*. 21-22. URL: http://www.lsc.lt/en/uploads/2003_LSC_report.pdf. Glej tudi 71. člen Zakona o KNP.

¹⁰⁶¹ 69. člen Zakona o KNP.

5.13.2 Veljavna ureditev

Sledenje ureditvi Skupnosti je, kljub nekaterim terminološkim razlikam, v resnično veliki meri razvidno iz pristopa in posameznih rešitev zakona o KNP.

Med definicijami najdemo opredelitev investicijske družbe s spremenljivim kapitalom (*investiciné kintamojo kapitalo bendrové* (IKKB)¹⁰⁶² (*investment variable capital company*)) kot delniške družbe (*akciené bendrové*)¹⁰⁶³, katere delničarji imajo kadarkoli pravico zahtevati povratni odkup svojega deleža in katere kapital je odvisen od izdaje in povratnih odkupov delnic.¹⁰⁶⁴ Gre torej za investicijski sklad s pravno subjektiviteto, a ne za investicijsko družbo po ZISDU-1, saj je ta zaprte narave, litvanska investicijska družba pa odprte.

Pravne subjektivitete pa po Zakonu o KNP nima investicijski sklad (*investicinių fondų*¹⁰⁶⁵ (*investment fund*)), saj gre za premoženje (in ne za subjekt) v solastnini¹⁰⁶⁶ pravnih in fizičnih oseb, katerega upravljanje je zaupano družbi za upravljanje.¹⁰⁶⁷ V tem primeru je torej mišljen pogodbeni tip investicijskega sklada. Da pa bi ga lahko označili za vzajemni sklad v smislu ZISDU-1, je potrebno najprej ugotoviti, če morda zakon ne predvideva tudi zaprte pogodbene investicijske sklade, tj. zaprte vzajemne sklade.

V enem od naslednjih odstavkov je najprej določeno, da je kolektivni naložbeni podjem (KNP) investicijski sklad ali investicijska družba s spremenljivim kapitalom, katerih edini namen je zbiranje kapitala z javno ponudbo enot ali delnic in njegovo vlaganje v vrednostne papirje in/ali druge likvidne instrumente v skladu z zakonom.¹⁰⁶⁸ Za javno ponudbo se šteje ponudba preko javnih medijev in oglaševanja oziroma tista, ki je, zanimivo, naslovljena na preko 100 ljudi.¹⁰⁶⁹ V drugem delu definicije pa, kar je zelo pomembno, tovrsten KNP opredeljuje z določilom, da predstavljajo vrednostni papirji investicijskega sklada ali investicijske družbe s spremenljivim kapitalom pravico imetnika, da kadarkoli zahteva njihov povratni odkup.¹⁰⁷⁰ Zakon gre še dlje, ko v 47. členu določa celo rok, v katerem mora družba

¹⁰⁶² Člen 3/II. Zakona o KNP.

¹⁰⁶³ V pomenu družbe z omejeno odgovornostjo tudi *uždaroji akciné bendrové*. (Priloga I k medinstiutionalnemu dokumentu 2004/0097 (COD) z dne 17.3. 2005. (Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on reinsurance and amending Council Directives 73/239/EEC, 92/49/EEC and Directives 98/78/EC and 2002/83/EC). URL: <http://register.consilium.eu.int/pdf/en/05/st07/st07119-re01.en05.pdf>)

¹⁰⁶⁴ Člen 2/VII. Zakona o KNP.

¹⁰⁶⁵ Člen 3/I. Zakona o KNP.

¹⁰⁶⁶ V angleškem prevodu zakona je na tem mestu sicer uporabljen izraz *joint partail ownership* (skupno delno lastništvo), vendar pa gre za edini primer te besedne zveze v celotnem aktu, saj se sicer uporablja izraz *co-ownership* (solastnina (členi 1/I., 2/X. in XIV. ter 30/IV. Zakona o KNP).

¹⁰⁶⁷ Člen 2/IX. Zakona o KNP.

¹⁰⁶⁸ Člen 1/XIII.(1) Zakona o KNP.

¹⁰⁶⁹ Člen 2/XXIX. Zakona o KNP.

¹⁰⁷⁰ Člen 1/XIII.(1) Zakona o KNP. Podrobnejše 26/I. oziroma 47. člen Zakona o KNP.

za upravljanje vlagatelju nakazati plačilo za tako odkupljene enote, in sicer v sedmih dneh od vložitve zahteve.¹⁰⁷¹ Podobno kot v drugih ureditvah pa tudi tu dopuščajo možnost začasne odložitve odkupovanja enot v izrednih, taksativno naštetih primerih, a ne dlje kot za tri mesece v vsakem letu.¹⁰⁷²

V skladu z navedenim zakonom so torej vsi investicijski skladi odprtega tipa, kar pomeni, da lahko govorimo o KNP brez pravne osebnosti v litvanski ureditvi kot o vzajemnemu skladu v smislu ZISDU-1. V luči odprtosti to sicer ne velja tudi za investicijske družbe s spremenljivim kapitalom (Zakon o KNP) oziroma investicijske družbe (ZISDU-1), zaradi česar bom, drugače kot je to primer z 'vzajemnim skladom', tudi v nadaljevanju ostal pri uporabi termina 'investicijska družba s spremenljivim kapitalom' in ne morda 'investicijska družba'.

Za vzajemne sklade¹⁰⁷³ določa zakon, da lahko z zbiranjem sredstev začnejo šele, ko regulator odobri prospekt in njegov izvleček¹⁰⁷⁴ ter pravila sklada,¹⁰⁷⁵ s katerimi se uredijo razmerja med družbo za upravljanje in vlagatelji.¹⁰⁷⁶ Zakon KNP prepoveduje vlaganje v dragocene kovine in nepremičnine¹⁰⁷⁷, dovoljuje pa vlaganje v denar in, pod določenimi pogoji, tudi v izvedene finančne instrumente¹⁰⁷⁸ ter enote drugih KNP.¹⁰⁷⁹ Te omejitve glede na predmet vlaganj so seveda podvržene tudi določenim pravilom diverzifikacije portfelja,¹⁰⁸⁰ enim in drugim pa se je moč v izjemnih primerih (npr. še šest mesecev po ustanovitvi) začasno izogniti.¹⁰⁸¹

Med oblikami vzajemnih skladov (in investicijskih družb z variabilnim kapitalom) opredeljuje zakon indeksne,¹⁰⁸² sklade skladov¹⁰⁸³ in pa t. i. pridržane sklade (*collective investment undertaking of restricted offering*), tj. sklade, ki se ne morejo tržiti v drugih državah članicah Skupnosti, saj niso usklajeni z UCITS direktivo¹⁰⁸⁴.

¹⁰⁷¹ 47. člen Zakona o KNP.

¹⁰⁷² 48. člen Zakona o KNP. Eden od takšnih razlogov je npr. pomanjkanje sredstev, ki bi sklad prisilila v prodajo vrednostnih papirjev iz svojega premoženja z izgubo (člen 48/III.(2) Zakona o KNP).

¹⁰⁷³ 24.-30. zakon o KNP.

¹⁰⁷⁴ Kaže na implementacijo UCITS III. Glej tudi člen 51/I.(2) Zakona o KNP.

¹⁰⁷⁵ Člen 24/I. Zakona o KNP.

¹⁰⁷⁶ 25. člen Zakona o KNP.

¹⁰⁷⁷ Investicijskim družbam z variabilnim kapitalom je dovoljena pridobitev nepremičnine le v toliko, kolikor je to neobhodno za neposredno opravljanje dejavnosti (člen 36/III. Zakona o KNP).

¹⁰⁷⁸ Člen 36/IV. Zakona o KNP.

¹⁰⁷⁹ Členi 36/I.(5) in (7) ter V. Zakona o KNP. Pogoje za vlaganje v izvedene finančne instrumente določa 41. člen.

¹⁰⁸⁰ 37. in 38. člen Zakona o KNP.

¹⁰⁸¹ 43. člen Zakona o KNP.

¹⁰⁸² 39. člen Zakona o KNP.

¹⁰⁸³ 40. člen Zakona o KNP. Največ 30 odstotkov sredstev je moč naložiti v enote t.i.m. pridržanih investicijskih skladov (tako vzajemnih skladov kot tudi investicijskih družb z variabilnim kapitalom).

¹⁰⁸⁴ Člen 2/XXII. v povezavi s 63. členom Zakona o KNP.

Glede na siceršnjo ureditev vzajemnih skladov v EU je nekoliko izstopajoča določba 54. člena, po kateri je družba za upravljanje ali investicijska družba z variabilnim kapitalom dolžna ceno enot objaviti ob vsakem nakupu oziroma prodaji, najmanj pa dvakrat mesečno. Sicer je le teoretično mogoče, da bi do objave res prišlo le dvakrat v mesecu, a je, vsaj za vzajemne sklade, tovrstna ureditev nenavadna. Še več, ista določba daje izdajatelju možnost, da ob dovoljenju regulatorja – če ta ugotovi, da vlagatelji s tem ne bodo prizadeti – dovoli objavljanje cene celo le enkrat mesečno.¹⁰⁸⁵

Obe¹⁰⁸⁶ opisani oblici investicijskih skladov upravlja družba za upravljanje (*valdymo įmonė (management company)*)^{1087, 1088} ki je lahko le v obliki delniške družbe,¹⁰⁸⁹ to pa mora opravljati z vsem potrebnim znanjem, skrbnostjo in prizadevnostjo ter pošteno in transparentno v najboljšem interesu vlagateljev in integritete trga.¹⁰⁹⁰ Od strank je dolžna pridobiti podatke o njihovem finančnem stanju, izkušnjah z vlaganjem in cilji, ki jih želijo z uporabo storitev družbe doseči, pri svojem delovanju pa mora vzeti v obzir tudi dejstvo, da se njihova stranka (ne) ukvarja poklicno z investiranjem (tj. ni *professional investor*).¹⁰⁹¹ V luči tega se od regulatorja med drugim zahteva, da v postopku podeljevanja licence preveri, če ima vodilno osebje družbe za upravljanje (in depozitarja) »zadosti dober ugled« ((*in)sufficiently good repute*).¹⁰⁹² Pri tem gre za blanketno določbo, opredelitev pa podaja zakon o trgu vrednostnih papirjev (*Lietuvos Respublikos vertyninių popierių rinkos įstatymas (Lithuanian Republic Law on Securities Market)*)^{1093, 1094}. Poleg (pričakovano) oseb, ki so zaradi določenih kaznivih dejanj vpisane v kazensko evidenco, so kot osebe z »ne zadosti dobrim ugledom« navedeni tudi tisti, ki so odvisni od alkohola, drog, toksičnih in psihotropnih snovi.¹⁰⁹⁵

¹⁰⁸⁵ 54. člen Zakona o KNP.

¹⁰⁸⁶ Kakor izhaja iz prvega odstavka 9. člena, ne obstaja zakonska obveza prenosa upravljanja investicijske družbe s spremenljivim kapitalom na družbo za upravljanje, kar je, z vidika lastne pravne subjektivitete, tudi razumljivo.

¹⁰⁸⁷ V imenu so lahko razne kombinacije, npr. *investicinių fondų valdymo įmonė* (družba za upravljanje investicijskih skladov ali *investicinių kintamojo kapitalo bendrovių valdymo įmonė* (družba za upravljanje investicijskih delniških družb). (Člen 3/I. Zakona o KNP.)

¹⁰⁸⁸ Člen 2/XXVII. Zakona o KNP. Glej tudi 4. člen, kjer so opredeljene družbam za upravljanje dovoljene dejavnosti.

¹⁰⁸⁹ Člen 3/I. Zakona o KNP.

¹⁰⁹⁰ Člen 9/I.(1) in (2) Zakona o KNP.

¹⁰⁹¹ Člen 9/I.(4) Zakona o KNP.

¹⁰⁹² Člen 5/II.(5) v povezavi s členom 65/I.(6) Zakona o KNP.

¹⁰⁹³ Lithuanian Republic Law on Securities Market No. I-1169 of 16 January 1996 (reading of the Law No. IX-655 of the Republic of Lithuania of 17 December 2001) (effective from 1 April 2002), (*Valstybės žinios* 2001, No. 112-4074). Besedilo v litvanskem jeziku je na voljo na URL:

<http://www.vpk.lt/lt/index.php?fuseaction=acts.view&id=17>, v angleškem pa na URL:

<http://www.vpk.lt/uploads/Law%20on%20Securities%20Market.doc>.

¹⁰⁹⁴ Člen 2/XVI. Zakona o KNP.

¹⁰⁹⁵ Člen 2/XIV. Zakona Republike Litve o trgu vrednostnih papirjev.

Družba za upravljanje mora zaupati premoženje KNP v hrambo depozitarju, ki pa je lahko le poslovna banka z dovoljenjem za opravljanje investicijskih storitev s sedežem ali poslovalnico v Litvi.¹⁰⁹⁶ Depozitar ima sicer možnost prenesti del ali vse svoje naloge na druge depozitarje, a ga to ne izvzame od odgovornosti za škodo, saj je (vedno) zavezan ravnati v interesu vlagateljev¹⁰⁹⁷ in je torej odgovoren tudi za morebiten slab izbor. Še pomembnejšo vlogo prevzame depozitar v primeru, da družbi za upravljanje poteče dovoljenje za upravljanje KNP in tega ne prenese na drugo družbo, saj začasno, najdlje pa za tri mesece, depozitar prevzame vse njene pravice in dolžnosti.¹⁰⁹⁸ Če v treh mesecih nato ne 'najde' druge družbe za upravljanje, pride do likvidacije KNP.¹⁰⁹⁹

Nadzor nad trgom, velik del regulacijskih aktivnosti in izdajanje dovoljenj je v rokah Komisije za trg vrednostnih papirjev (*Lietuvos Respublikos Vertybinių popierių komisija* (*Lithuanian Securities Commission*)).¹¹⁰⁰

5.13.3 Stanje na trgu

Za leto 2003 lahko rečem, da je predstavljalo rojstvo vzajemnega sklada v litvanskem pravnem redu, podobno pa je leto 2004 prelomno z vidika dejanske pojavnosti. Tega leta so namreč tri družbe za upravljanje ustanovile prvih devet vzajemnih skladov,¹¹⁰¹ ki so kmalu začeli 'groziti' drugim akterjem na trgu finančnih storitev. Tako so, na primer, družbe, ki se ukvarjajo s finančnim posredništvom (*financial brokerage firms*), zabeležile v letu 2004 četrtniški upad števila upravljenih portfeljev pravnih in fizičnih oseb, z vidika premoženja v upravljanju pa je bil ta kar 32 odstoten.¹¹⁰² In ravno v pojavu vzajemnih skladov vidi regulator glavni vzrok teh gibanj – meni, da je večina strank svoja sredstva prenesla k njim¹¹⁰³ – potrditev pa daje tudi podatek, da se je v času od prvega do tretjega četrtletja 2004 premoženje v vzajemnih skladih povečalo za skoraj sedemkrat.¹¹⁰⁴

Trije novi skladi v zadnjih treh mesecih predstavljajo, relativno gledano, precejšnjo rast (tabela 28), še bolj zanimivo pa je, da je na trgu le en mešani ozioroma uravnoteženi sklad.

¹⁰⁹⁶ Člen 31/I. Zakona o KNP.

¹⁰⁹⁷ Člen 31/II. v povezavi z 31/IV. in I. Zakona o KNP.

¹⁰⁹⁸ 33. člen Zakona o KNP.

¹⁰⁹⁹ *Ibidem*.

¹¹⁰⁰ Glej 64.-68. člen KNP.

¹¹⁰¹ Lithuanian Securities Commission (2005) *2004 Annual Report and trends of the securities market development*. 8, 11. URL: <http://www.vpk.lt/uploads/Annual%20Report%202004.pdf>.

¹¹⁰² *Ibidem*, 14.

¹¹⁰³ *Ibidem*.

¹¹⁰⁴ Podatki za izračun iz: Lithuanian Securities Commission (LSC) (2005) *Quarterly report on the Lithuanian securities market, 4th quarter of 2004*. 19. URL: http://www.lsc.lt/uploads/2004_IV_%20ketvirtis.pdf.

Tabela 28: Število litovskih vzajemnih skladov.

delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani/ uravnoteženi skladi	skladi skladov	skupaj
31.12. 2004 ¹¹⁰⁵	5	2	2	0	0
31.03. 2005 ¹¹⁰⁶	5	2	2	1	0
30.06. 2005 ¹¹⁰⁷	6	3	2	1	13

Vir: Lithuanian Securities Commission, lastni izračuni.

Na drugi strani bi bili podatki tabele 29 morda presenetljivi, če bi bili pozorni le na sredstva v upravljanju obeh skladov denarnega trga koncem lanskega leta, saj je bilo teh več kot v šestih delniških skladih skupaj. A že tri mesece kasneje je stanje zelo drugačno, razлага pa je dokaj enostavna – oba sklada denarnega trga sta bila namreč med prvimi 'zbiratelji' sredstev na litvanskem trgu, v zadnjem obdobju pa so imeli vlagatelji dovolj časa, da so se odločili za potencialno bolj donosne delniške sklade.

Tabela 29: Sredstva litovskih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v tisočih EUR).¹¹⁰⁸

delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani skladi	skladi skladov	skupaj
31.12. 2004 ¹¹⁰⁹	14.838,7	1.079,6	19.047,7	0	0
31.03. 2005 ¹¹¹⁰	27.351,6	1.768,5	18.918,3	1.378,1	0
30.06. 2005 ¹¹¹¹	30.826,3	4.335,4	17.287,8	4.043,8	614,0

Vir: Družbe za upravljanje, Lithuanian Securities Commission, lastni izračuni.

¹¹⁰⁵ Do podatkov sem prišel s pomočjo poročila regulatorja za leto 2004 (*supra*, sprotna opomba 1101, 11-12), ter spletni strani edinega litvanskega korporativnega investicijskega sklada, s čimer ga je bilo moč izločiti iz kumulativnih podatkov za posamezne kategorije podjemov za kolektivno investiranje (URL: <http://www.indexfund.lt/en/?PHPSESSID=500e462c2a6151553988b5ebaedd8b3e>).

¹¹⁰⁶ *Supra*, sprotna opomba 1104, 1. Pri pregledu spletnih strani posameznih družb za upravljanje (podrobnejše *infra*, spletni viri) sem ugotovil, da vsi skladi še vedno delujejo. Seveda pa je mogoče, da so bili medtem avtorizirani že novi, o čemer pa podatkov ni na voljo. Prejšnjega obdobja pa tudi nisem mogel vključiti, saj do leta 2005 regulator (LSC) ni izdajal poročil o dogajanjih na trgu KNP.

¹¹⁰⁷ Nijole Gerdvilyte, Lithuanian Securities Commission (*infra*, osebni viri).

¹¹⁰⁸ Podatke sem preračunal na podlagi fiksiranega tečajnega razmerja litvanskega litasa (LTL), tj. EUR/LTL = 3.4528, ki je veljavi od 2. februarja 2002. (URL: <http://www.lb.lt/exchange/default.asp?lang=e.>)

¹¹⁰⁹ [UAB 'Investiciju perspektivos' \(2005\) 2004 ataskaita_8](#). URL:

<http://www.perspektivos.lt/UAB%20Investiciju%20perspektivos%202004%20m.%20ataskaita.pdf>; JT investicijų valdymas (JTIV) (2005) JT *Baltijos akcijų fondas I annual report 2004*. 2. URL: http://www.jtiv.lt/html/docs/annual_report_2004_BAF_I.pdf; JT investicijų valdymas (JTIV) (2005) JT *Baltijos akcijų fondas II annual report 2004*. 2. URL: http://www.jtiv.lt/html/docs/annual_report_2004_BAF_II.pdf. Kot vir so mi služile tudi številne spletnne strani, zaradi pomanjkanja prostora na tem mestu pa jih navajam v posebnem razdelku 'Viri podatkov za izračune' pri spletnih virih uporabljenih pri obravnavi Litve (*infra*).

¹¹¹⁰ Nijole Gerdvilyte, Lithuanian Securities Commission (*infra*, osebni viri).

¹¹¹¹ *Ibidem*.

Na ravni trga je bilo ob koncu prve polovice letošnjega leta v litvanskih vzajemnih skladih za preko 57 milijonov evrov premoženja, kar je sicer relativno malo, a je v luči prihodnjih gibanj pomembnejši podatek, da je ta znesek posledica preko 60 odstotne rasti v predhodnih (le) šestih mesecih.¹¹¹² Za primerjavo: v 10 pod-skladov šestih tujih KNP je bilo v celotnem letu 2004 za 3,3 milijone evrov prilivov.¹¹¹³

Kot posledica mladosti bi bilo v tem trenutku seveda iluzorno pričakovati večji obseg litvanskega trga vzajemnih skladov. Je pa moč v tem kratkem obdobju opaziti zelo vzpodbuden trend rasti, čeprav je med bolj opaznimi značilnostmi litvanske industrije vzajemnih skladov in vanjo vpleteneh institucij predvsem slabo informiranje vlagateljev. Pri tem pa ne izključujem litvanskih spletnih virov, saj sem bil prisiljen iskatи ustrezne podatke predvsem v litvanščini. Celo same družbe za upravljanje za svoje produkte 'nimajo' nekaj mesecev starih podatkov, kar je v drugih državah, tudi obeh baltskih sosedah, prej izjema kot pravilo. A do konca tekočega leta¹¹¹⁴ namerava borza v Vilni organizirati t.i.m. *Investment Unit List*, kjer bodo lahko vlagatelji na enem mestu dobili vse potrebne podatke, tudi o sicer ne-kotirajočih vzajemnih skladih.¹¹¹⁵

¹¹¹² *Supra*, sprotna opomba 1108.

¹¹¹³ *Supra*, sprotna opomba 1101, 12; lasten izračun.

¹¹¹⁴ Saulius Malinauskas, Vilnius Stock Exchange (*infra*, osebni viri).

¹¹¹⁵ URL: <http://www.lt.omxgroup.com/?id=1240> in URL: <http://www.lt.omxgroup.com/?id=1226>.

5.14 Luksemburg

Luksemburg je, čeprav majhna država, velikan na svetovnem trgu investicijskih skladov. Po premoženju v upravljanju so namreč kolektivni naložbeni podjemi s sedežem v Luksemburgu na drugem mestu, takoj za ZDA.¹¹¹⁶ Posledično bi si ta mala državica vsekakor zaslužila podrobnejšo obravnavo. Vendar pa je bil moj namen, kakor sem omenil v predgovoru, omogočiti bralcu bolj preprost vpogled v pravni okvir in konkretno pojavnost investicijskih skladov v posamezni državi članici. Vse to pa lahko, kar je sicer izjema, bralec pridobi na enem mestu, tj. na spletnem portalu Združenja luksemburške industrije investicijskih skladov (*Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement/Association of Luxembourg Fund Industry (ALFI)*): <http://www.alfi.lu/>. Iz tega razloga bom v nadaljevanju predstavil le obrise industrije, s poudarkom na dejstvih, ki niso dostopni na spletnih straneh ALFI.¹¹¹⁷

5.14.1 Razvoj

Prvi luksemburški investicijski skladi so sicer kar nekaj let starejši, a se za začetek pravega razvoja industrije šteje Zakon o kolektivnih naložbenih podjemih, sprejet 25. avgusta 1983, ki je v pravni red prenesel takrat še osnutek UCITS direktive, tudi sicer pa je bilo ažurno povzemanje rešitev kasnejših UCITS direktiv značilnost luksemburške zakonodaje na tem področju.¹¹¹⁸ Omenjeni akt je, poleg investicijskih skladov pogodbenega nastanka, ki so jih poznali že prej, uvedel tudi korporativno obliko kolektivnih naložbenih podjemov v obliki investicijske družbe z variabilnim kapitalom (SICAV). Že istega leta (1983) je bilo avtoriziranih natanko 99 podjemov.

Naslednji veliki zakonodajni poseg je predstavljal Zakon o kolektivnih naložbenih podjemih z dne 30. marca 1988 (*Loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif telle qu'elle a été modifiée*),¹¹¹⁹ ki je nekaj kasneje začel veljati za takrat obstoječih 439 luksemburških skladov.

¹¹¹⁶ URL: http://www.ici.org/pdf/ww_03_05_sup_tables.pdf.

¹¹¹⁷ Kjer ne bo izrecno navedeno drugače, gre za povzetek komunikacije z Irmino Greischer in Claudom Steinbachom iz CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) (*infra*, osebni viri).

¹¹¹⁸ Kar posredno izhaja tudi iz navedenega v: J. K. Thompson, S. Choi (2001) *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*. 36. URL:

http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Governance_Systems_for_Collectiveoccpap1.pdf

¹¹¹⁹ Loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif telle qu'elle a été modifiée. Prečiščeno besedilo v francoskem jeziku je na voljo na URL:

<http://www.alfi.lu/stellent/groups/public/documents/law/loimodifieedu30mars1988surleso.pdf>, medtem ko angleškega prevoda žal ni. Je pa v angleščini dostopen zelo podroben povzetek določb tega akta, in sicer na URL: <http://members.fortunecity.com/eamfund/2-4-JML/iml-crclr.htm>.

Omenjeni akt iz leta 1988 je sicer (s spremembami¹¹²⁰) še vedno v veljavi za podjeme, ki so bili ustanovljeni pred 13. februarjem 2002.¹¹²¹ Investicijski skladi in družbe za upravljanje pa, ki so bile ustanovljene po navedenem datumu, so podvržene Zakonu o kolektivnih naložbenih podjemih z dne 20. decembra 2002 (*Loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif et modifiant la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée*)¹¹²².¹¹²³ Slednji je v luksemburški pravni red vpeljal novosti UCITS III.¹¹²⁴

5.14.2 Veljavna ureditev

Zakon o kolektivnih naložbenih podjemih iz leta 2002 (v nadalje: Zakon o KNP 2002) loči dve veliki skupini kolektivnih naložbenih podjemov (*organisme de placement collectif* (OPC))¹¹²⁵:

- *organisme de placement collectif en valeurs mobilières (undertaking for collective investment in transferable securities (UCITS))* – gre torej za kolektivne naložbene podjeme za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP), ki so v skladu z UCITS direktivo;¹¹²⁶
- *des autres OPC* – sem spadajo vsi drugi podjemi, ki niso v skladu z UCITS direktivo.¹¹²⁷

Nadalje pozna zakon štiri pravne oblike investicijskih skladov (*fonds d'investissement*)¹¹²⁸, pri čemer so lahko UCITS skladi le odprtega tipa (*opc de type ouvert*), ne-UCITS investicijski skladi pa tudi zaprtega (*opc de type fermé*):

¹¹²⁰ Povezave do besedil različnih podzakonskih aktov regulatorja so na voljo na URL: http://www.cssf.lu/fr/law/index.html?cat_num=3.

¹¹²¹ URL: http://www.alfi.lu/stellent/groups/public/documents/web_page/en_cadrelegal.hcsp.

¹¹²² Loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif et modifiant la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée, Uradni list A št. 151 (A-N°151). Besedilo v francoskem jeziku je na voljo na URL: <http://www.legilux.public.lu/leg/a/archives/2002/1513112/1513112.pdf#page=2>, v angleškem pa na URL: http://www.bourse.lu/contenu/docs/EN/societe/ManuelDeLaBourse/OPC_2003_en.pdf.

¹¹²³ URL: http://www.alfi.lu/stellent/groups/public/documents/web_page/en_cadrelegal.hcsp.

¹¹²⁴ D. Leermakers, Is Luxembourg losing time in Europe's governance race. *International Financial Law Review: Supplement*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&PUBID=213&ISS=16160&SID=508095&SM=&SearchStr=Belgium%20investment%20fund>. Glej tudi uvod k Zakonu o kolektivnih naložbenih podjemih iz leta 2002.

¹¹²⁵ Člen 1/XXI. Zakona o KNP 2002. Pozoren je treba biti na dejstvo, da se v angleškem in nemškem prevodu akta oznake posameznih določb ne ujemajo vedno. Sama preštevilčenja so navedena v publikaciji: Bourse de Luxembourg, Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI) (2003). *Undertakings for collective investment*. URL: http://www.bourse.lu/contenu/docs/EN/societe/ManuelDeLaBourse/OPC_2003_en.pdf.

¹¹²⁶ I. del Zakona o KNP 2002 (2.-62. člen).

¹¹²⁷ II. del Zakona o KNP 2002 (63. člen in nadaljnji).

¹¹²⁸ Sicer ne gre za v zakonu uporabljen termin, a je tudi v Luksemburgu smatran za kolektivnim naložbenim podjemom identičen pojem.

- 'običajne' sklade (*Fonds Commun de Placement* (FCP) (*common funds*)), tj. odprte investicijske sklade pogodbenega nastanka, brez pravne osebnosti¹¹²⁹ (vzajemne sklade po ZISDU-1¹¹³⁰);¹¹³¹
- odprte investicijske družbe (*Société d'Investissement à Capital Variable* (SICAV) (*Open-End Investment Company*)), tj. investicijski skladi korporativne narave v obliki delniške družbe;¹¹³² vrednost kapitala je tu vedno enaka čisti vrednost družbe;
- zaprte investicijske družbe (*Société d'Investissement à Capital Fixe* (SICAF) (*Closed-End Investment Company*)), ki s tem ustrezajo investicijskim družbam po ZISDU-1;
- sklade tveganega kapitala (*Société d'Investissement en Capital à Risque* (SICAR) (*Venture Capital Fund*)) – sprejem pravnega akta, ki bo dal možnost za oblikovanje tovrstnih skladov, se pričakuje v kratkem.¹¹³³

Za pričujoče izvajanje so seveda zanimivi predvsem FCP, ki so opredeljeni kot »...katerikoli skupek premoženja, ki je v imenu solastnikov upravljan v skladu z načelom razprtisitve tveganja. Solastniki so odgovorni le v sorazmerju s svojim prispevkom [vložkom] in pravicami, ki jih predstavljajo enote sklada.«¹¹³⁴

FCP upravlja družba za upravljanje (*société de gestion (management company)*) v skladu s pravili sklada, v katerih mora določiti tudi depozitarno banko oziroma depozitarja,¹¹³⁵ medtem ko upravlja SICAV odbor direktorjev (*Board of Directors*).¹¹³⁶

Nadzorni organ vseh omenjenih in drugih akterjev kapitalskega trga je Komisija za nadzor finančnega sektorja (*Commission de Surveillance du Secteur Financier* (CSSF)).

5.14.3 Stanje na trgu

Kot so mi pojasnili v že omenjenem združenju ALFI, v Luksemburgu ne vodijo baz statističnih podatkov na način, da bi dosledno ločevali med odprtimi in zaprtimi skladi.¹¹³⁷

¹¹²⁹ URL: http://www.alfi.lu/stellent/groups/public/documents/web_page/en_guidepratique.hcsp.

¹¹³⁰ Kar potrjuje tudi: F. Pernek, B. Škof, A. Kobal, U. Rožič (1999) *Finančno pravo in javne finance. Posebni del*, p. 353: »Na podlagi pogodb ustanovljeni vzajemni sklad ali 'Common Fund' predstavlja premoženje, ki je sestavljeno iz vrednostnih papirjev – naložbe sklada, in je v lasti vseh investorjev v ta sklad.« Čeprav je res, da avtorji nato, terminološko ne najbolj natančno: »Vzajemni sklad, ustanovljen na podlagi statuta, je delniška družba z variabilnim kapitalom.« 'Common fund' je, tudi po mojem prepričanju, sopomenka 'vzajemnemu skladu', medtem ko bi za »vzajemni sklad na podlagi statuta« rekeli, da to vzajemni sklad sploh ni.

¹¹³¹ Glej člen 2/III. v povezavi s členom 65/I. Zakona o KNP 2002.

¹¹³² Glej člen 2/III. v povezavi s 1/XXII. in 69. členom Zakona o KNP 2002.

¹¹³³ URL: http://www.alfi.lu/stellent/groups/public/documents/web_page/en_pourquoi_lux.hcsp.

¹¹³⁴ Člena 5. in 65/I. Zakona o KNP 2002.

¹¹³⁵ Člen 1/V. Zakona o KNP 2002.

¹¹³⁶ *Supra*, sprotna opomba 1133.

Posledično navedba dostopnih podatkov, v luči postavljene teze, ni potrebna. Zato bom navedel le nekaj splošnih dejstev o luksemburški industriji investicijskih skladov.

Konec junija 2005 so luksemburški investicijski skladi (odprtih je bilo, po internih podatkih regulatorja, 1842, od česar pa seveda niso vsi pogodbenega nastanka) upravljali 1.891 milijard evrov, le mesec dni kasneje pa že kar 1.337 milijard.¹¹³⁸ Za primerjavo: leta 1995 so upravljali 'borih' 262 milijard evrov.¹¹³⁹

Po priljubljenosti med luksemburškimi investicijskimi skladi izstopajo delniški in obvezniški s po tretjinskim deležem, pri čemer pa je premoženja v upravljanju delniških ves čas nekoliko več (tabela 30). Na zadnjem mestu so, ravno nasprotno, kot je to primer v Sloveniji, mešani skladi.

Tabela 30: Sredstva luksemburških investicijskih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v milijonih EUR).

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	uravnoteženi skladi	drugi skladi	skupaj
31.12. 2004 ¹¹⁴⁰	349.245	345.211	187.636	69.716	73.176	1.024.984
31.03. 2005 ¹¹⁴¹	383.667	373.322	191.454	74.140	82.415	1.104.998
30.06. 2005 ¹¹⁴²	444.618	436.351	197.434	95.164	116.220 ¹¹⁴³	1.289.787

Vir: Investment Company Institute (ICI), CSSF, lastni izračuni.

Glede rasti je treba podatke za prvi dve predstavljeni obdobji v primerjavi s tretjim v tabeli 30 jemati nekoliko z rezervo, saj ICI v posameznih kategorijah prišteva k vsoti tudi premoženje skladov skladov, kar pri CSSF ni primer. A ker ne regulator ne ALFI podatkov za pretekla obdobja ne objavlja, sem bil prisiljen uporabiti podatke dveh različnih institucij. Razen razhajanja pri vštevanju premoženja skladov skladov se zdi, iz primerjave poročanja v preteklosti, da se podatki ICI in regulatorja bolj ali manj ujemajo.

¹¹³⁷ Kevin Ravet, Association of the Luxembourg Fund Industry (*infra*, osebni viri). Opozorili so me tudi, da so vsi investicijski skladi, namenjeni institucionalnim vlagateljem, zaprtega tipa.

¹¹³⁸ Commission de Surveillance du Secteur Financier (2005) *CSSF Newsletter No. 56* (September 2005). 3. URL: <http://www.cssf.lu/docs/newsletter56eng.pdf>.

¹¹³⁹ Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) (2005) *Annual Report 2004*. 46. URL: <http://www.cssf.lu/docs/04chapter2.pdf>.

¹¹⁴⁰ URL: http://www.ici.org/pdf/ww_12_04_sup_tables.pdf. Skladi skladov so že vključeni.

¹¹⁴¹ URL: http://www.ici.org/pdf/ww_03_05_sup_tables.pdf. Skladi skladov so že vključeni.

¹¹⁴² URL: <http://www.cssf.lu/fr/stats/opc/investi.html>.

¹¹⁴³ Tu so vključeni skladi skladov, skladi izvedenih finančnih instrumentov in tudi nepremičninski skladi.

5.15 Madžarska

5.15.1 Razvoj

Kot večina tranzicijskih držav se je tudi Madžarska z investicijskimi skladmi spoznala ob začetku obdobja tranzicije.¹¹⁴⁴ Prvi zakon o investicijskih skladih je bil tako sprejet leta 1991 (1991. évi LXIII. Törvény a befektetési alapokról (*Act LXIII of 1991 on Investment Funds*)) (v nadaljevanju Zakon LXIII))¹¹⁴⁵, njegov osnutek pa je bil uporabljen tudi v analizi zakonskih ureditev tega področja za potrebe predloga ZISDU.¹¹⁴⁶

Zakonu LXIII je sledilo še več drugih aktov, ki so urejali posebne oblike investicijskih skladov, na primer nepremičinske sklade že leta 1991¹¹⁴⁷, zasebne pokojninske sklade (*Act LXXXII of 1997 on Private Pensions and Private Pension Funds*)¹¹⁴⁸ in leta 1998 tudi sklade tveganega kapitala (*Act XXXIV of 1998 on Venture Capital Investments, Venture Capital Enterprises and Venture Capital Funds*).¹¹⁴⁹ Seveda pa so bili tudi na Madžarskem investicijski skladi sredstvo oziroma akterji masovne privatizacije.¹¹⁵⁰

Kot je že bilo omenjeno, je bil prvi madžarski zakon o investicijskih skladih v določeni meri vodilo (vsaj) pri argumentaciji rešitev ZISDU, vendar pa je ZISDU glede odprtih investicijskih skladov v bistveni zadevi odstopil od zakona LXIII, saj vsebuje slednji edinstven pristop k ureditvi instituta. V predlogu ZISDU je med drugim določeno, da:

»[Vzajemni] [s]kladi, ki so ustanovljeni na podlagi pogodbe, niso pravne osebe in predstavljajo samo skupno premoženje, ki ga tvori vsota vseh naložb sklada...« v nadaljevanju pa: »Čilski zakon torej dopušča samo eno možnost ustanovitve sklada, to je

¹¹⁴⁴ Miklós Farkas, Hungarian Association of Investment Fund Management Companies (*infra*, osebni viri).

¹¹⁴⁵ Spremenjen leta 1994 (Act XXXI of 1994 on the Amendment of Act LXIII of 1991 on Investment Funds). Besedili obeh aktov v madžarskem oziroma angleškem jeziku žal nista dostopni prek spleta in mi ju je posredoval János Tóth, Hungarian Financial Supervisory Authority (*infra*, osebni viri).

¹¹⁴⁶ Predlog za izdajo zakona o vzajemnih skladih, investicijskih družbah in družbah za upravljanje s tezami – ESA 595. Poročalec Skupščine Republike Slovenije XVIII (11), p. 14.

¹¹⁴⁷ G. Szép, Real Estate – In Brief. *Business Hungary*. URL: http://www.amcham.hu/BusinessHungary/17-05/articles/17-05_48.asp.

¹¹⁴⁸ Podrobneje: K. Čebulj (2004) *Vzajemni pokojninski skladi v svetu in pri nas*. 25-26. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/cebulj1201.pdf. Avtorica govori o prostovoljnih pokojninskih skladih v obliki vzajemnih skladov, saj naj bi »ustanovitelji skladov postali tudi njihovi lastniki.« Kakor bo pojasnjeno v nadaljevanju, pa ni šlo in ne gre za vzajemne sklade v smislu slovenske ureditve (ZISDU), pač pa za posebno obliko odprtih investicijskih skladov, ki so, za razliko od 'naših' vzajemnih skladov, nosilci pravne subjektivitete.

¹¹⁴⁹ Izbrano na podlagi 450. člena sedaj veljavnega zakona CXX o trgu kapitala (2001) (TPT) (podrobneje v nadaljevanju). Poleg navedenih aktov sta za področje investicijskih skladov relevantna predvsem še zakon o finančnih storitvah (Act CXII of 1996 on Financial Services) in zakon o družbah (Companies Act (Act CXLIV of 1997)).

¹¹⁵⁰ O prvotnem pristopu k privatizaciji: P. Bolton, G. Roland (1992) *The Economics of Mass Privatization : Czechoslovakia, East Germany, Hungary and Poland*, 8-12 URL: http://www.princeton.edu/%7Epbolton/PDFS/Eco_Mass_Priv.pdf; o vlogi investicijskih skladov: G. Lajtai (1994) *The Role of Investment Funds and Special Investment Companies in Accelerating Privatization in Hungary*. V *Investment Funds as Intermediaries of Privatization*. 141-153.

ustanovitev po pogodbi. Tudi osnutek madžarskega zakona govori o vzajemnem skladu kot o skupnem premoženju.¹¹⁵¹ Iz pomenske povezave 'skladi, ki so ustanovljeni na podlagi pogodbe – skupno premoženje' in 'ustanovitev na podlagi pogodbe – *tudi* osnutek madžarskega zakona' (*poudaril B.K.*) bi bilo mogoče sklepati, da je (bila) madžarska ureditev vzajemnih skladov v bistvenem identična ureditvi ZISDU. A posebnost madžarskih 'vzajemnih skladov' je v tem, da so, čeprav jih sicer Thompson in Choi opredeljujeta kot pogodbeno ustanovljene skладe (*contractual funds*)¹¹⁵², nosilci pravne subjektivitete!¹¹⁵³ Citirano besedilo predloga ZISDU kaže, da se je pogled na pogodbene skладe med Thompsonom in Choiem na eni, ter snovalci ZISDU na drugi strani, v bistvenem razhajal, saj po slednjih pogodbeno ustanovljeni investicijski sklad (tj. vzajemni sklad) ne more biti pravna oseba. A dilemo – kar pa ne velja za njen terminološki del – razrešita sama avtorja, ko sicer 'priznata', da opredeljuje madžarski zakon (odprte in zaprte) investicijske skладe kot pravne subjekte (*legal entity*), a obenem dodata, da ne v smislu korporacije, pač pa kot skupnost (premoženja) vlagateljev (*commonwealth of unitholders*).¹¹⁵⁴ Ali, kot je to zapisano v uvodu k Zakonu LXIII: »*The owners of the equity of the investment fund are the owners of the investment units, who receive their sharings from this common property in the ratio of the value of their investment units compared to the value of the fund.*«¹¹⁵⁵ Vzajemnih skladov v smislu ZISDU, torej kot premoženje, ki ni pravna oseba in je v lasti vlagateljev,¹¹⁵⁶ madžarska ureditev v skladu z Zakonom LXIII ni poznala,¹¹⁵⁷ to pa se ni spremenilo niti s sprejemom novega¹¹⁵⁸ akta, tj. Zakona CXX o trgu kapitala (2001. évi CXX törvény a tőkepiacról, v neuradnih besedilih tudi *Tőkepiaci törvény* (v nadaljevanju: TPT) (Law CXX on Capital Market)) v letu 2001¹¹⁵⁹. Posledično pa tudi podrobnejše obravnavanje

¹¹⁵¹ *Supra*, sprotna opomba 1146. V uvodu k Zakonu LXIII je sicer res zapisano »*common property*«.

¹¹⁵² J. K. Thompson, S. Choi (2001) *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*. 49, 63.

¹¹⁵³ Člen 3/I.(a) Zakona LXIII: »*For the purposes of this Act: a) investment fund: fund being a legal entity, ...*«

¹¹⁵⁴ »*In Hungary the investment fund is a legal entity that is created and operated by a fund manager. However, it is not a corporation but simply a commonwealth of unitholders. The fund itself has no operating, administrative or oversight functions. The fund manager issues and distributes investment units, which represent only the right for a specified proportion of the fund although they are transferable securities by definition.*« (*Supra*, sprotna opomba 1152, 30.)

¹¹⁵⁵ Uvod k Zakonu LXIII: »Lastniki premoženja investicijskega skладa so lastniki investicijskih enot, ki so udeleženi na (dobijo delež iz) tej skupni lastnini v razmerju vrednosti investicijske enote in vrednosti skладa.« (prevedel B.K.)

¹¹⁵⁶ 22/I. in II. ZISDU oziroma kasneje (s spremembami nomotehnične narave) tudi 112/I. in II. ZISDU-1.

¹¹⁵⁷ »Tudi madžarski zakon določa, da so vzajemni skладi zbir premoženja.« (F. Pernek, B. Škof, A. Kobal, U. Rožič (1999) *Finančno pravo in javne finance. Posebni del*, p. 353.)

¹¹⁵⁸ Zakon LXIII je prenehal veljati 1. januarja 2002, na podlagi določbe člena 450/I.(d) Zakona CXX . (*Supra*, sprotna opomba 1145.)

¹¹⁵⁹ Pri nadaljnjih izvajanjih bom izhajal iz besedila, ki so mi ga posredoovali iz Agencije za finančni nadzor (Janos Toth, Hungarian Financial Supervisory Authority (HFS) (*infra*, osebni viri) in je bilo nazadnje

madžarske ureditve – v kontekstu teme diplomskega dela – ni potrebno. V luči posebnosti pravnega okvira investicijskih skladov se bom zato dotaknil le osnovnih značilnosti regulative in samega trga.

Leta 2001 sprejeti zakon je pomenil dokončno uskladitev madžarske ureditve z relevantnimi akti Skupnosti,¹¹⁶⁰ tudi na področju investicijskih skladov. V zadnjih štirih letih je bil sicer še večkrat spremenjen, tudi z vidika prilagoditve UCITS III,¹¹⁶¹ a je ostala osnovna konstrukcija oziroma pojavnost investicijskih skladov v bistvenem enaka.¹¹⁶²

5.15.2 Veljavna ureditev

Zakon CXX iz leta 2001 (TPT)¹¹⁶³ opredeljuje investicijski sklad (*befektetési alap*¹¹⁶⁴ (*investment fund*)) kot pravno osebo, ki izdaja investicijske certifikate, v imenu in v korist vlagateljev pa jo, na podlagi splošnega pooblastila,¹¹⁶⁵ upravlja družba za upravljanje, ki investira od vlagateljev zbran kapital.¹¹⁶⁶ V luči dosedanjih izvajanj je najpomembnejša delitev tako opredeljenih skladov na:

- odprte investicijske sklade (*nyíltvégi befektetési alap* (*open-end investment fund*)) tj. sklade, ki so udeleženi v trgovanju (*engaged in trading*) povratno odkupljivih investicijskih certifikatov;¹¹⁶⁷

prečiščeno v letošnjem letu. Tudi sicer pa povezave do ali samega besedila na javno dostopnih spletnih straneh nisem našel, zato sem na voljo v primeru izkazanega interesa za elektronski izvod akta.

¹¹⁶⁰ Za seznam teh aktov glej Seznam št. 25 k TPT (Schedule No. 25 to Act CXX of 2001).

¹¹⁶¹ Z UCITS III je bil zakon usklajen leta 2003 (Law XL of 2003 on the amendment of Act CXX of 2001 on Capital Market (1.7. 2003)). (Working Document DG Markt/G/4 (2005) *Implementation of UCITS Directive 2001/107 - Status Quo*. URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/implementation_2001-107_en.pdf). Working Document DG Markt/G/4 (2005) *Implementation of UCITS Directive 2001/108 - Status Quo*. URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/implementation_2001-108_en.pdf.) Pred pristopom Madžarske k EU so morali investicijski skladi iz drugih držav članic, ki so hoteli tržiti svoje enote na Madžarskem, v praksi izpolnjevati prav vse pogoje, ki so veljali za madžarske sklade, čeprav je bil prvotni namen poenostaviti postopke že s samim Zakonom CXX. Tudi po 1. maju 2005 in spremembah TPT pa ostaja še precej vprašanj v zvezi s poenostavljivo postopkov nejasnih. Podrobneje: Dezső, Réti & Antall Landwell (2004) *International Fund Industry in Hungary*. URL: http://www.pwccglobal.com/lv/eng/ins-sol/publ/pwc_im_hu.pdf.

¹¹⁶² Miklós Farkas, Hungarian Association of Investment Fund Management Companies (BAMOSZ) (*infra*, osebni viri).

¹¹⁶³ Kot že rečeno, izhajam iz prečiščenega besedila iz leta 2005 (*supra*, sprotina opomba 1159).

¹¹⁶⁴ Pravilnost madžarskih izrazov, sicer ugotovljenih s primerjavo besedil zakonov v madžarskem in angleškem jeziku, sta preverila Márk Erdélyi in Miklós Farkas, Hungarian Association of Investment Fund Management Companies (BAMOSZ) (*infra*, osebni viri).

¹¹⁶⁵ KPMG International (2004) *Hungary*. 1. URL:

http://www.kpmg.ie/industries/fs/funds2004/regulation/Hungary_Reg.pdf.

¹¹⁶⁶ Člen 5/I.(7) in (9) TPT.

¹¹⁶⁷ Člen 5/I.(78) TPT.

- zaprte investicijske sklade (*zártvégi befektetési alap* (*closed-end investment fund*)), tj. sklade, ki so udeleženi v izdajanju in trgovanjem povratno ne-odkupljivih investicijskih certifikatov, z izjemo časa njih dospelosti¹¹⁶⁸,¹¹⁶⁹

Upravljalci odprtih investicijskih skladov so dolžni preko trgovcev/posrednikov zadovoljiti vsaki zahtevi za povratni odkup izraženi med rednim delovnim časom (pri nepremičninskih skladih so to dolžni storiti v 90 dneh),¹¹⁷⁰ zakon pa pod posebnimi okoliščinami in le, če je to v interesu vlagateljev, dovoljuje začasen odlog odkupa.¹¹⁷¹

Splošne omejitve vlaganja so navedene v členih 267.-274.,¹¹⁷² zakon pa določa za posamezne posebne vrste skladov še dodatna pravila. Tako loči sklade, ki vlagajo v vrednostne papirje oziroma v nepremičnine¹¹⁷³ ter takšne, ki so lahko ponujeni omejeni skupini vlagateljev (zasebni investicijski skladi (*private investment funds*))¹¹⁷⁴ oziroma celotni javnosti (javni investicijski skladi (*public investment funds*))¹¹⁷⁵,¹¹⁷⁶ Nadalje pa so oblikovane znotraj skladov, ki vlagajo v vrednostne papirje, še posebne kategorije investicijskih skladov s posebnimi, predvsem glede vlaganja, pravili:

- skladi skladov;¹¹⁷⁷
- skladi derivativnih instrumentov;¹¹⁷⁸
- indeksni sklade (*index-driven funds*);¹¹⁷⁹
- evropski skladi (*European funds*) – skladi, ki izpolnjujejo vse zahteve UCITS direktive;¹¹⁸⁰

¹¹⁶⁸ Člen 5/I.(107) in 263. člen TPT.

¹¹⁶⁹ Člen 253/III. TPT.

¹¹⁷⁰ 246. člen TPT.

¹¹⁷¹ 249.-251. člen TPT.

¹¹⁷² Precej podrobno o teh omejitvah glej *supra*, sprotnej opomba 1165.

¹¹⁷³ 280.-283. člen TPT. Drugi odstavek 282. člena določa, da »*Real estate development trusts may only function in the form of close-ended funds.*« Definicije omenjenega trusta sam zakon ne vsebuje, kar bi, glede na mesto določbe v oddelku o nepremičninskih skladih, lahko vodilo k prepričanju, da so lahko nepremičninski skladi le zaprtega tipa. Vendar pa regulator že leta 2001, torej pred uveljavitvijo TPT, govoril o odprtih nepremičninskem investicijskem skladu 'Európa' (PSZÁF (2001) *The Supervised Sectors in 2000 : Detailed Study*. 27. URL: http://english.pszaf.hu/resource.aspx?ResourceID=report_2000annualreport.), enako pa tudi Szép leta 2003 (*supra*, sprotnej opomba 1147): »*The appearance of open-end domestic real estate funds is a relatively new phenomenon on the Hungarian market. The main reasons for the late start were the relatively high starting capital required, lack of trading networks, insufficient quality investment-grade stock, and a lack of experience in the real estate field.*« Glede na zatrjevanje dejstvo, da imam dostop do prečiščenega besedila TPT, gre najverjetneje za posebno obliko nepremičninskih skladov, ki ne sodijo pod CXX, pač pa pod poseben zakon (prvi tak akt je bil, kakor navaja avtor, sprejet že leta 1991), katerega besedilo pa žal nisem uspel dobiti.

¹¹⁷⁴ 264.-265. v povezavi s 13. ter 275.-276. členom TPT.

¹¹⁷⁵ 275.-276. člen TPT.

¹¹⁷⁶ Člen 253/III. TPT.

¹¹⁷⁷ 277. člen TPT.

¹¹⁷⁸ 278. člen TPT.

¹¹⁷⁹ 279. člen TPT.

¹¹⁸⁰ 284.-288. člen TPT. Glede posebnih zahtev za njih družbo za upravljanje glej člene 242/A-G.

- skladi tveganega kapitala (*venture funds*) – ureja jih poseben zakon (*Act XXXIV of 1998 on Venture Capital Investments, Venture Capital Enterprises and Venture Capital Funds*), lahko pa so le zaprtega tipa.¹¹⁸¹

Določbe o upravljalcu investicijskih skladov¹¹⁸² (*alapkezelő* ali *befektetési alapkezelő* (*investment fund management company*)) so vsebovane v členih 299.-242/G, zakon pa določa, da sme biti le v obliki delniške družbe.¹¹⁸³ Upravljalec mora določiti tudi skrbnika/depozitarja (*letétkezelő* (*custody*)),¹¹⁸⁴ ki je lahko le domača poslovna banka ali specializirana finančna institucija s sedežem na Madžarskem in regulatorjevo licenco.¹¹⁸⁵ Slednji, tj. agencija za finančni nadzor (*Pénzügyi Szervezetek Állami Feliügyelete* (PSZÁF))¹¹⁸⁶ (*Hungarian Financial Supervision Authority*), je tudi sicer pristojen za nadzor omenjenih akterjev trga.¹¹⁸⁷

5.15.3 Stanje na trgu

Madžarska ima med vzhodno evropskimi državami eno najbolj razvitih industrij investicijskih skladov. Za primerjavo: na začetku tega tisočletja je imel Madžar v odprtih investicijskih skladih povprečno po 163 ameriških dolarjev, njegov slovenski sosed pa skoraj osemkrat manj ali, še bolj nazorno, borih 22 dolarjev.¹¹⁸⁸

Tudi število skladov, v luči stanja v drugih novih članicah Skupnosti, ni zanemarljivo.

Trenutno deluje tako na trgu 26 družb za upravljanje¹¹⁸⁹ z natanko 100 domačimi odprtimi investicijskimi skladi (tabela 31),¹¹⁹⁰ ki pa so med posameznimi kategorijami dokaj enakomerno porazdeljeni.

¹¹⁸¹ *Supra*, sprotna opomba 1165.

¹¹⁸² Člen 5/IX. TPT.

¹¹⁸³ Člen 235/I. TPT.

¹¹⁸⁴ 295.-296. v povezavi s členom 5/X. TPT.

¹¹⁸⁵ *Supra*, sprotna opomba 1165, 3.

¹¹⁸⁶ URL: <http://www.pszaf.hu/Engine.aspx>.

¹¹⁸⁷ URL: http://english.pszaf.hu/engine.aspx?page=pszafen_supinst.

¹¹⁸⁸ K. Hegler (2001) *Vzajemni skladi kot oblika varčevanja*. 38. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/hegler69.pdf. Seveda pa je pri tem treba odmislitи številke za bolj zahodno ležeče države.

¹¹⁸⁹ Na URL: <http://english.pszaf.hu/english/supinst/capmarkets/dbbefalkez.asp> je na voljo seznam teh družb z njihovimi naslovi. Presenetljivo – ali pa tudi ne – prav vse imajo sedež v Budimpešti.

¹¹⁹⁰ Seznam vseh investicijskih skladov, ki imajo v določenem trenutku dovoljenje za delovanje s strani regulatorja, je na URL: <http://www.pszaf.hu/piac/nyilvantartas/dbalapok.asp>. Prvi stolpec predstavlja ime sklada, drugi in tretji njegovega upravljalca oziroma depozitarja, v petem pa je navedeno, ali gre za odprte (*nyíltvégi*) ali zaprte investicijske sklade (*zártvégi*). Po imenih sodeč, naj bi šlo le za domače, madžarske sklade (Dr. Márk Erdélyi (*infra*, osebni viri)).

Tabela 31: Število javnih madžarskih odprtih investicijskih skladov.¹¹⁹¹

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	uravnoteženi skladi	drugi skladi	skupaj
31.12. 2004	33	29	20	13	2	97
31.03. 2005	32	28	23	14	2	99
30.06. 2005	32	28	23	14	3	100

Vir: BAMOSZ.¹¹⁹²

Sicer pa je značilnost madžarskega trga koncentracija premoženja v t. i. družinah skladov (*fund families*):¹¹⁹³ konec leta 2002 je imel, primeroma, en sam upravljač v upravljanju preko polovice vsega premoženja investicijskih skladov.¹¹⁹⁴ Podobna 'koncentracija' je opazna tudi pri samih vrstah skladov (tabela 32), kjer močno prevladujejo obvezniški in pa skladi denarnega trga, kar kaže na precej konzervativno naravnane vlagatelje. Kar je, glede na dejstvo, da je štiri petine vlagateljev gospodinjstev,¹¹⁹⁵ deloma tudi razumljivo.

Tabela 32: Sredstva javnih madžarskih odprtih investicijskih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v milijonih EUR).

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	uravnoteženi skladi	drugi skladi	skupaj
31.12. 2004	386,9	1.727,0	1.465,8	44,7	3,6	3.628,0
31.03. 2005	447,0	2.165,5	1.925,6	83,5	5,6	4.627,2
30.06. 2005	488,4	2.199,8	2.130,6	120,9	8,7	4.948,4

Vir: BAMOSZ.¹¹⁹⁶

Vendar pa je regulator že pred nekaj leti izrazil pričakovanje, da se bo v prihodnje trg lastniških vrednostnih papirjev, s tem pa tudi delniških skladov, hitreje razvijal, s čimer bi se Madžarska v tem pogledu bolj približala kapitalsko razvitejšim državam znotraj Skupnosti.¹¹⁹⁷

¹¹⁹¹ Skladi skladov so že vključeni: konec leta 2004 jih je bilo 18, v prvem četrtletju 20, sredi leta 2005 pa 21.

¹¹⁹² Podatke mi je posredoval Miklós Farkas, Hungarian Association of Investment Fund Management Companies (BAMOSZ) (*infra*, osebni viri), saj ti izračuni sicer niso objavljeni oziroma jih v tej obliki sploh ni.

¹¹⁹³ Hungarian Financial Supervisory Authority (PSZÁF) (2000) *Flash Report on the Development of the Money and Capital Markets in 1999*. URL: http://english.pszaf.hu/engine.aspx?page=pszafen_reports&switch-content=pszafen_reports_20050818_1&switch-zone=Content%20Zone%20&switch-render-mode=full.

¹¹⁹⁴ Hungarian Financial Supervisory Authority (PSZÁF) (2003) *Annual Report 2002*. 132-133, 208. URL: http://english.pszaf.hu/resource.aspx?ResourceID=report_2002annualreport.

¹¹⁹⁵ *Ibidem*, 130. Za 2001 podobno: Hungarian Financial Supervisory Authority (PSZÁF) (2002) *2001 Annual Report*. 59. URL: http://english.pszaf.hu/resource.aspx?ResourceID=report_2001annualreport.

¹¹⁹⁶ *Supra*, sprotna opomba 1192.

¹¹⁹⁷ Hungarian Financial Supervisory Authority (PSZÁF) (2003) *The Effect of EU Accession on the Hungarian Financial Sector*. 17. URL: http://english.pszaf.hu/resource.aspx?ResourceID=studies_EUacessioneffects.

Seveda je medtem Madžarska že tudi sama članica Skupnosti, a pričakovanja, čeprav izražena pred dvema letoma, še vedno ostajajo.

Pričakovanja se že začenjajo uresničevati: v obdobju od marca 2003 do marca 2004 se je premoženje obvezniških skladov zmanjšalo za kar 45 odstotkov, medtem ko so se sredstva v delniških in tudi nepremičninskih skladih povečala.¹¹⁹⁸

Kljub opisanim značilnostim pa lahko rečemo, da je madžarska industrija investicijskih skladov, predvsem s stališča (pre)živete tranzicije, dokaj dobro razvita. Ong in Amadou¹¹⁹⁹ izhajata iz enakega stališča, tovrstno stanje pa pojasnjujeta z neobstojem vstopnih provizij, kar naj bi bilo za vlagatelje še posebej privlačno. Zdi se mi, ob nepoznavanju konkretnih dejstev za tovrstno razlago, da gre morda bolj za hitro nastal in nato tudi dokaj pogosto prilagajan zakonski okvir, ki je uspel slediti tako zahtevam upravljalcev kot tudi vlagateljev. Izostanek vstopnih provizij pa je le posledica.

¹¹⁹⁸ Hungarian Financial Supervisory Authority (PSZÁF) (2005) *Annual Report 2004*. 34-35. URL: http://english.pszaf.hu/resource.aspx?ResourceID=report_2004annual.

¹¹⁹⁹ L.L. Ong, S. Amadou (2004) *The Role of Mature Market Mutual Funds in Emerging Markets: Myth or Mayhem?*. 7-8. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04133.pdf>.

5.16 Malta

5.16.1 Razvoj

Prvi malteški zakonski akt, ki je izrecno uredil podjeme za kolektivno vlaganje (*Collective Investment Schemes*) je bil leta 1994 sprejeti Zakon o investicijskih storitvah (*Investment Services Act XIV (ISA)*). Izrecno zavoljo tega, ker so bili pred uveljavitvijo ISA kolektivni naložbeni podjemi (v nadalje: KNP) regulirani enako, kot da bi bili izvajalci bančnih storitev in so potrebovali dovoljenje osrednje malteške bančne institucije, tj. *Central Bank of Malta*.¹²⁰⁰ Vendar pa se pred letom 1994 in sprejetjem omenjenega zakona KNP na Malti niso ustanavljal.

Pri pripravi zakonskega besedila ISA je zakonodajalec izhajal iz relevantnih direktiv Skupnosti in britanskega Zakona o finančnih storitvah iz leta 1986 (*Financial Services Act 1986*).¹²⁰¹ Predvsem slednje v mnogočem determinira nekatere posebnosti same ureditve, vključujuč institut *trusta*, posledično pa nakazuje tudi možnost, da malteška ureditev, podobno kot tista v Veliki Britaniji, ne pozna vzajemnih skladov v smislu ZISDU, tj. odprtih kolektivnih naložbenih podjemov brez pravne subjektivite in pogodbenega nastanka. O dejanskem stanju in morebitni potrditvi bo govora pri obravnavi veljavne ureditve.

Kot že rečeno, kolektivnih investicijskih schem na Malti pred letom 1994, kljub obstoju same možnosti, ni bilo. Tako je bil prvi KNP na Malti ustanovljen na podlagi ISA, in sicer leta 1995.¹²⁰² Oktobra istega leta je bil ta isti investicijski sklad, šlo je za odprto investicijsko družbo z variabilnim kapitalom (SICAV) v obliki krovnega sklada (*umbrella fund*), sprejet v kotacijo na malteški borzi.¹²⁰³

Z vidika pravnega okvira so bili relevantni pravni akti (podrobnejše *infra*) redno prilagajani rešitvam in pristopom (spreminjane) UCITS direktive, tako da je malteška ureditev v popolnosti skladna s pravnim okvirom Skupnosti.¹²⁰⁴ S statusom države članice so, primeroma, postale veljavne tudi spremembe v skladu z UCITS III,¹²⁰⁵ s 1. julijem letos je bila uzakonjena tudi t.i.m. direktiva o prospektu (Direktiva 2003/71/ES)¹²⁰⁶ ¹²⁰⁷.

¹²⁰⁰ Dr. James Scerri Worley, CDF Advocates (*infra*, osebni viri).

¹²⁰¹ URL: <http://www.cdf.com.mt/pages/collectiveinvestschemes.htm>.

¹²⁰² Malta Stock Exchange (1996) *Annual Report 1995*. URL: <http://www.borzamalta.com.mt/annualreports/95.htm>.

¹²⁰³ *Ibidem*. Šlo je za krovni sklad La Vallete, ki je imel dva podsklada (*sub-funds*): *La Vallette Global fund* in *La Vallette Capital Growth fund*.

¹²⁰⁴ URL: <http://www.cc-advocates.com/financial-services/investment-services-licenses.htm>.

¹²⁰⁵ Working Document DG Markt/G/4 (2005) *Implementation of UCITS Directive 2001/107 - Status Quo*. URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/implementation-2001-107_en.pdf; Working

5.16.2 Veljavna ureditev

Glavni akt, ki ureja sheme kolektivnega investiranja (*skema ta' investment kollettiv*)¹²⁰⁸ je torej že vse od leta 1994 Zakon o investicijskih storitvah (ISA),¹²⁰⁹ vendar pa so njegove določbe precej splošne narave in široke formulacije – tudi sicer ima le 31 členov – saj prepušča ministru za finance¹²¹⁰, da posamezna vprašanja podrobno uredi z uredbami (*regulations*),¹²¹¹ poleg tega pa so statusne oblike, ki jih lahko prevzame KNP, urejene v posebnih zakonih.¹²¹²

Po podrobnem pregledu teh aktov sem prišel do ugotovitve, da dopušča malteško pravo pet glavnih oblik KNP:

- *unit trust* – ureja jih zakon o trustih¹²¹³, ki pravi, da so to vsi tisti trusiti¹²¹⁴, ki so bili ustanovljeni za, imajo učinek ali nudijo osebam z razpoložljivimi investicijskimi sredstvi mehanizem za udeležbo v trustu – kolektivnem naložbenem podjemu v smislu ISA, kot upravičenci do kakršnihkoli dohodkov, izhajajočih iz pridobivanja, posesti, upravljanja ali odsvojitve kakršnekoli narave;¹²¹⁵
- investicijsko združenje/družba (*investment partnership*) v obliki komanditne (*partnership en commandite*) ali komanditne delniške družbe (*partnership en nom collectif*)^{1216,1217},

Document DG Markt/G/4 (2005) *Implementation of UCITS Directive 2001/108 - Status Quo*. URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/implementation-2001-108_en.pdf.

¹²⁰⁶ Podrobnejše *supra*, razdelek 4.3.2.

¹²⁰⁷ S. Tortell, Malta. *International Financial Law Review : Features* (avgust 2005). Besedilo mi je v imenu izdajatelja (Legal Media Group), z dovoljenjem za uporabo, posredoval Paul Fuller (*infra*, osebni viri).

¹²⁰⁸ Dr. James Scerri Worley, CDF Advocates (*infra*, osebni viri).

¹²⁰⁹ Investment Services Act (ACT XIV of 1994 as amended by Acts: XXIV and XXV of 1995; Legal Notices 191 of 1998 and 46 of 1999; and Acts XVII of 2002, IV of 2003 and XIII of 2004). Besedilo v angleščini je na voljo na URL: http://docs.justice.gov.mt/lom/legislation/english/leg/vol_10/chapt370.pdf, tistega v malteškem jeziku pa žal nisem uspel najti.

¹²¹⁰ URL: http://www.mic.org.mt/nppaa_sept.htm.

¹²¹¹ 12. člen ISA. Glej, primeroma, tudi 6. ali 7. člen.

¹²¹² Navedeno povzroča 'povprečnemu' kontinentalnemu pravniku precejšnje težave, saj ni nekih, posamezni institut pokrivajočih in v tem smislu celovitih aktov. V veliko pomoč je tako spletni 'analitični indeksni iskalnik', kjer je moč na enem mestu najti navedbe in povezave do vseh aktov, ki se dotikajo posameznega instituta: URL: http://www2.justice.gov.mt/lom/Analytical_Index.asp?LangID=E&PubID=LG&PSB=B&LetterID=A.

¹²¹³ Trusts and Trustees Act (ACT XXXV of 1988, as amended by Acts XIV of 1989, XX of 1994 and XIII of 2004). URL: http://docs.justice.gov.mt/lom/legislation/english/leg/vol_7/chapt331.pdf.

¹²¹⁴ Člen 3/I. zakona o trustih: »A trust exists where a person (called a trustee) holds, as owner or has vested in him property under an obligation to deal with it for the benefit of persons (called the beneficiaries), whether or not yet ascertained or in existence, which is not for the benefit only of the trustee, or for a charitable purpose, for both such benefit and purpose aforesaid.«

¹²¹⁵ 2. člen zakona o trustih.

¹²¹⁶ Gre za, vsaj v osnovi, enako ureditev obeh družb, kakršno poznamo v slovenskem pravu (glej predvsem 136. in 399. člen Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-UPB1, Ur.l. RS, št. 15/2005; besedilo je na voljo na URL: <http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlid=200515&stevilka=433>). Podrobnejše o komanditni ter komanditni delniški družbi v malteškem pravu na URL:

- odprta investicijska družba (*open-end investment company*) v obliki družbe z variabilnim kapitalom (SICAV)^{1218,1219},
- zaprta investicijska družba (*closed-end investment company*) v obliki družbe s fiksним kapitalom¹²²⁰ (INVCO)^{1221,1222}.

Glede prve oblike: ne le, da trust nima pravne subjektivitete, podlaga njegovi ustanovitvi je fiduciarni pravni posel¹²²³, zaradi česar seveda ni moč govoriti o odprtih investicijskih skladih pogodbenega nastanka, tj. vzajemnih skladih.

Naslednje tri oblike ureja Zakon o gospodarskih družbah (*Companies Act*)¹²²⁴, ki vse tri uvršča med gospodarska združenja/družbe (*commercial partnership*)¹²²⁵, v nadaljevanju pa določa tudi, da imajo ta združenja pravno osebnost ločeno od svojega člena oziroma članov (*members*).¹²²⁶ Posledično lahko zaključim, da na Malti vzajemnih skladov v smislu ZISDU-1 ne poznajo.

Kot je razvidno, je ISA veliko prepustil drugim zakonskim in podzakonskim aktom. Sam opredeljuje kolektivne naložbene podjeme (KNP) kot dogovor (*arrangement*) ali podjem, ki se drži načela razpršitve tveganja, poleg tega pa:

- zbira prispevke udeležencev in dobičke ali dohodek, iz katerih naj se vršijo vplačila, ali
- na zahtevo vlagateljev enote povratno odkupuje ali bo odkupoval, ali
- izdaja, je izdajal oziroma bo izdajal enote neprekinjeno ali v kratkih intervalih.¹²²⁷

http://europa.eu.int/youreurope/nav/en/business/content/mt/businesslife/startingabusinessincludingregistration/en_html#9408_2.

¹²¹⁷ 66A. člen Zakona o gospodarskih družbah.

¹²¹⁸ Člen 70/III. Zakona o gospodarskih družbah.

¹²¹⁹ 84. v povezavi s 84B. členom Zakona o gospodarskih družbah (predvsem 84/II.(b)(i), 84/II.(c)(ii), ter 84/III.).

¹²²⁰ 194. člen Zakona o gospodarskih družbah.

¹²²¹ Člen 70/III.(b) Zakona o gospodarskih družbah.

¹²²² *Supra*, sprotna opomba 1201.

¹²²³ Člen 3/VI. zakona o trustih: »*Trusts create fiduciary obligations upon the trustee in favour of the beneficiary of the trusts.*«

¹²²⁴ Companies Act (ACT XXV of 1995 as amended by Acts XXIV of 1995, IX and XXX of 1997, XVII of 1998, XXII of 2000, XVII of 2002, IV and IX of 2003, and II and XIII of 2004). URL:

http://docs.justice.gov.mt/lom/legislation/english/leg/vol_11/chapt386.pdf.

¹²²⁵ Člen 4/I. Zakona o gospodarskih družbah.

¹²²⁶ Členi 4/IV. in 66/II.(2) Zakona o gospodarskih družbah. Akt ureja le eno obliko 'združenja', ki ni nosilec pravne subjektivitete in gre za pogodbeni odnos med partnerji - *association en participation* (376.-383. člen Zakona o gospodarskih družbah).

¹²²⁷ Člen 2/I. ISA.

Dikcija torej v dveh točkah¹²²⁸ 'omogoča' KNP odprtega tipa, tj. SICAV, zaradi dostavka 'ali', pa omogoča med drugim tudi delovanje zaprtih investicijskih družb v obliki družbe s fiksnim kapitalom (INVCO).¹²²⁹ Sama ISA in Zakon o gospodarskih družbah ne uporablja obeh besednih zvez, tj. za INVCO in KNP, v neposredni povezavi, a to stori drugi odstavek 2. člena Uredbe o investicijskih družbah s fiksnim kapitalom: »*The provisions of article 84(10) of the [Company] Act shall, for the purposes of these regulations, apply to an INVCO which holds a collective investment scheme licence in terms of article 4 of the Investment Services Act.*«¹²³⁰ Ob ogledu besedila v določbi omenjenega člena, postane jasno, da je pristojni minister z omenjeno uredbo le izkoristil v njem dano možnost, da vključi med možne pravne oblike KNP tudi zaprte investicijske družbe (INVCO).

Terminologija ISA je nekoliko drugačna od sicer največkrat uporabljane v tovrstnih aktih drugih držav, kar pa je seveda povezano s specifično ureditvijo. Tako se ne uporablja besedna zveza 'družba za upravljanje', temveč je govora o imetniku (*holder*) licence za kolektivne naložbene podjeme.¹²³¹ Razlog je v tem, da pokriva izraz 'licenca' dovoljenje za opravljanje katerekoli od finančnih storitev iz Priloge I k ISA (upravljanje premoženja, skrbništvo trusta (*trustee*), naloge depozitarja, finančno oziroma borzno posredovanje, finančno svetovanje ...). Tako je treba za pridobitev licence za KNP izpolniti nekatere 'skupne', pa tudi precej specifičnih (pod)zakonskih zahtev.¹²³²

Z vidika terminologije, naj izpostavim še posebej zanimivo določbo, po kateri, v primeru konflikta med malteškim in angleškim besedilom ISA, prevlada slednji.¹²³³

Sicer pa poznajo na Malti, poleg različnih pravnih oblik, še več vrst skladov, ki jih, zopet, ureja več specialnih aktov:

- UCITS, tj. malteške in sklade iz drugih držav članic Skupnosti, ki izpolnjujejo pogoje UCITS direktive; v tem okviru poznajo vse oblike, ki so bile vpeljane z UCITS III;¹²³⁴
- krovne (*umbrella funds*) in pod-sklade (*sub-funds*);¹²³⁵

¹²²⁸ Člen 2/I.(c) in (d) ISA: »(c) at the request of the holders, units are or are to be repurchased or redeemed out of the assets of the scheme or arrangement, continuously or in blocks at short intervals; or
d) units are, or have been, or will be issued continuously or in blocks at short intervals...«

¹²²⁹ Glej tudi, primeroma, člen 70/III.(b) Zakona o gospodarskih družbah ali *supra*, sprotina opomba 1201.

¹²³⁰ Companies Act (Investment Companies with Fixed Share Capital) Regulations (Legal Notice 48 of 1999).

URL: <http://docs.justice.gov.mt/lom/Legislation/English/SubLeg/386/04.pdf>.

¹²³¹ 9.-11. člen ISA.

¹²³² Dr. James Scerri Worley, CDF Advocates (*infra*, osebni viri).

¹²³³ Člen 2/II. ISA.

¹²³⁴ Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities and Management Companies Regulations (L. N. 207, amended by 309 of 2004). URL: <http://docs.justice.gov.mt/lom/legislation/english/subleg/370/11.pdf>.

- posebne sklade (*special funds*), tj. pokojninske investicijske sklade v obliki SICAV ali INVCO^{1236, 1237},
- z vidika davčne obravnave ločijo tudi t.i.m. predpisane (*prescribed funds*) in ne-predpisane (*non-prescribed funds*), pri čemer je pri vlaganjih v slednje plačilo davčnih obveznosti na vlagatelju.¹²³⁸

Nadzorni organ kolektivnih naložbenih podjemov je *Malta Financial Services Authority* (MFSA),¹²³⁹ njene pristojnosti, predvsem z vidika licenciranja, pa ureja istoimenski zakon.¹²⁴⁰

5.16.3 Stanje na trgu

V sicer kratki zgodovini malteške industrije investicijskih skladov je bilo več izmenjujočih se obdobjij rasti in padcev. Leto največje rasti števila imetnikov licence za KNP je bilo tako leto 1998, ko se je njihovo število več kot podvojilo in preseglo število 100,¹²⁴¹ premoženje v upravljanju KNP pa raste hitreje predvsem v zadnjih nekaj letih: v lanskem letu je bila rast deset odstotna, leto poprej pa skoraj tretjinska.¹²⁴²

Trenutno je na trgu 67 KNP, od tega pa skoraj polovica delniških, pri čemer je to, če prezremo nov mešani KNP, tudi edina kategorija, ki je od začetka letosnjega leta pridobila nove 'člane' (tabela 33). Malteški trg je posebnost tudi glede relativnega števila podjemov, ki vladajo v druge KNP (skladi skladov oziroma KNP KNP), ki je na ravni mešanih in, še bolj nenavadno, obvezniških.

¹²³⁵ Primeroma 5. in nadaljnji členi Companies Act (Investment Companies with Variable Share Capital) Regulations (Legal Notice 102 of 1996, as amended by Legal Notices 47 of 1999, 356 of 2002 and 191 of 2003). URL: <http://docs.justice.gov.mt/lom/Legislation/English/SubLeg/386/02.pdf>.

¹²³⁶ Člen 4/II.(a) Zakona o posebnih skladih (*infra*, sprotva opomba 1237).

¹²³⁷ Special Funds (Regulation) Act (ACT XVII of 2002, as amended by Act IX of 2003). URL:

http://docs.justice.gov.mt/lom/legislation/english/leg/vol_14/chapt450.pdf.

¹²³⁸ Na URL: http://www.ird.gov.mt/services/cis/cis_guide_index.asp#section1 se nahajajo povezave do spletnih strani s podrobnejšimi pojasnili, sicer pa to urejajo: Collective Investment Schemes (Investment Income) Regulations (L. N. 55 of 2001, as amended by L. N. 111 of 2002, 188 of 2003 and 307 of 2004). URL:

<http://docs.justice.gov.mt/lom/legislation/english/subleg/123/51.pdf>.

¹²³⁹ Malta Financial Services Authority (MFSA) (2005) *Annual Report 2004*. 19-20.

URL: <http://www.mfsa.com.mt/mfsa/pages/about%20us/mfsa%20act%20and%20annual%20>.

¹²⁴⁰ Malta Financial Services Authority Act (ACT XXXIV of 1988, as amended by Act XV of 1989; Legal Notice 167 of 1989; Legal Notice 79 of 1990; Act XXXI of 1990; Legal Notice 183 of 1990; and Acts XIII of 1994, XXV of 1995, XVII of 2002, IV of 2003 and XIII of 2004). URL:

http://docs.justice.gov.mt/lom/legislation/english/leg/vol_7/chapt330.pdf.

¹²⁴¹ Neznan avtor, Number of collective investment schemes double. V *The Malta Business Weekly*. URL: <http://www.business-line.com/business-weekly/archives/242/07.html>.

¹²⁴² Central Bank of Malta (2005) *Thirty-seventh Annual Report and Statement of Accounts 2004*. 22. URL: <http://www.centralbankmalta.com/uploads/downloads/pdfs/AR-2004.pdf>.

Tabela 33: Število malteških kolektivnih naložbenih podjemov odprtrega tipa.¹²⁴³

	delniški KNP	obvezniški KNP	KNP denarnega trga	mešani KNP	KNP ¹²⁴⁴	skupaj
31.12. 2004	25	12	4	10	9	60
31.03. 2005	27	12	4	11	9	63
30.06. 2005	31	12	4	11	9	67

Vir: MFSA.¹²⁴⁵

Precejšen delež skladov skladov je opazen tudi pri sredstvih za upravljanje, saj imajo tovrstni KNP preko šest odstotni delež (tabela 34). Obenem pa je res, da za precejšnje število držav članic podatkov o skladih skladov ni na voljo, oziroma so vključeni med druge kategorije, tako da je moč primerjavo delati le v omejenem obsegu.

Tabela 34: Sredstva malteških kolektivnih naložbenih podjemov odprtrega tipa, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v tisoč EUR).¹²⁴⁶

	delniški KNP	obvezniški KNP	KNP denarnega trga	mešani KNP	KNP ¹²⁴⁷	skupaj
31.12. 2004 ¹²⁴⁸	199.534,0	637.906,4	13.345,4	117.034,9	57.107,6	1.024.928,3
31.03. 2005 ¹²⁴⁹	194.700,5	673.671,5	11.216,8	125.701,1	99.800,6	1.105.090,5
30.06. 2005 ¹²⁵⁰	283.798,7	770.148,6	13.930,6	51.020,0	72.273,3	1.191.171,2

Vir: MFSA,¹²⁵¹ lastni izračuni.

V vsakem primeru pa je iz predstavljenih podatkov razvidna prevlada obvezniških KNP, v katerih je skoraj 65 odstotkov vsega premoženja. Ponavadi je na trgih, ki kažejo precejšnjo naklonjenost bolj konzervativnim naložbam, pričakovati tudi dokajšno 'priljubljenost' vlaganj v KNP denarnega trga, kar pa na Malti nikakor ni slučaj. V tovrstnih podjemih je namreč le

¹²⁴³ Zanimivo je, da nekih konkretnih številk oziroma podatkov o številu in tudi premoženju KNP na svetovnem spletu, tudi v malteškem jeziku, ni.

¹²⁴⁴ Gre za odprte kolektivne naložbene podjeme, ki vlagajo v enote drugih kolektivnih naložbenih podjemov.

¹²⁴⁵ Podatke mi je posredoval dr. James Scerri Worley (*infra*, osebni viri), na čigar prošnjo so jih v MFSA tudi zbrali.

¹²⁴⁶ Zanimivo je, da nekih konkretnih številk oziroma podatkov o številu in tudi premoženju KNP na svetovnem svetu, tudi v malteškem jeziku, ni.

¹²⁴⁷ *Supra*, sprotnejša opomba 1244.

¹²⁴⁸ MTL/EUR = 2,3015.

¹²⁴⁹ MTL/EUR = 2,3218.

¹²⁵⁰ MTL/EUR = 2,3249. Tu (oziroma na EUR/MTL = 0,4293) je, kakor izhaja iz arhiva, razmerje fiksirano.

¹²⁵¹ Podatke mi je posredoval dr. James Scerri Worley (*infra*, osebni viri), na čigar prošnjo so jih v MFSA tudi zbrali. Pretvorbo iz malteških lir (MTL) v evre (EUR) sem opravil s pomočjo srednjih menjalnih razmerij Malteške centralne banke, kakršna so navedena v sprotnih opombah 1248-1250, *supra*. (URL: <http://www.centralbankmalta.com/site/exchangerates/getspotrates.asp>).

dober odstotek vseh sredstev. Razlog za to je morda v majhnem številu tako opredeljenih KNP oziroma vprašanju klasifikacije, a lahko, brez ustreznih podatkov, le ugibam.

Podobno velja glede razlogov za 45 odstotno rast sredstev v delniških KNP v drugem četrletju letošnjega leta. V istem obdobju je namreč zaznati tudi dvakrat manj sredstev mešanih KNP, a je obenem res, da se število le-teh ni spremenilo, tako da na prilagoditve portfeljev obstoječih KNP ne morem sklepati. Je pa seveda teoretično mogoče, da je prišlo do zamenjave kategorije pri nekaterih že obstoječih mešanih KNP, v istem obdobju pa so jih nadomestili na novoustanovljeni. Kot rečeno, gre le za teorijo, a mi resničnega ozadja niso mogli pojasniti niti moji malteški kontakti (*infra*, osebni viri).

Drugače je s siceršnjo rastjo sredstev v upravljanju, kar analitiki pojasnjujejo z upadanjem privlačnosti depozitov v bankah.¹²⁵² Je pa za malteške vlagatelje značilno zelo hitro prilagajajo spremenjenim razmeram na trgu. Tako lahko v zaporednih letih opazimo diametalno nasprotne trende, pač v odvisnosti od trenutne (ne)donosnosti posameznih finančnih instrumentov.¹²⁵³ To seveda kaže na bolj aktivne vlagatelje, kar pa je lahko tudi znak pomanjkanja potrpljenja, ki je pri nihanju tečajev nujen za (morebitne) dobičke na trgu. Sicer pa je, glede na prej obravnavano vprašanje pravne oblike KNP, zanimivo to, da so praviloma prav vsi KNP oblikovani kot SICAV, tj. odprte investicijske družbe.¹²⁵⁴ Kljub siceršnjim pravnim možnostim so namreč SICAV v smislu strukture bolj fleksibilni, poleg tega pa je na njih nanašajoča se davčna regulativa bolj jasna in vlagatelju/upravljalcu prijaznejša.¹²⁵⁵

¹²⁵² Central Bank of Malta (2004) *Thirty-sixth Annual Report and Statement of Accounts 2003*. 53. URL: <http://www.centralbankmalta.com/uploads/downloads/pdfs/AR-2003.pdf>.

¹²⁵³ Primeroma: o večanju zanimanja za KNP na račun bančnih depozitov v letu 2000: Central Bank of Malta (2001) *Thirty-third Annual Report and Statement of Accounts 2000*. 48. URL:

<http://www.centralbankmalta.com/uploads/downloads/pdfs/AR-2000.pdf>. O nasprotno enakem trendu že v naslednjem letu: Central Bank of Malta (2002) *Thirty-fourth Annual Report and Statement of Accounts 2001*. 46. URL: <http://www.centralbankmalta.com/uploads/downloads/pdfs/AR-2001.pdf>.

¹²⁵⁴ Dr. James Scerri Worley, CDF Advocates (*infra*, osebni viri). To potrjuje tudi dejstvo, da je regulator v enem svojih poročil izenačil KNP in SICAV: »...collective investment schemes (SICAVs)...« (Malta Financial Services Authority (MFSA) (2005) *Malta as a finance centre*. 21. URL:

<http://www.mfsa.com.mt/mfsa/pages/information/presentations/presentations.asp>.)

¹²⁵⁵ *Ibidem*.

5.17 Nemčija

5.17.1 Razvoj

V Nemčiji so se prvi investicijski skladi pojavili 'šele' po drugi svetovni vojni. Prva družba za upravljanje¹²⁵⁶ je bila namreč ustanovljena leta 1949, a tudi takrat posebnega pravnega okvira za kolektivno vlaganje ni bilo.¹²⁵⁷ Nekaj let kasneje (1953) je zakonodajalec začel priprave na sprejem zakonskega okvira, med letoma 1955 in 1956 pa so bile ustanovljene še štiri nove družbe.¹²⁵⁸ Dne 16. aprila 1957¹²⁵⁹ je bil nato le sprejet Zakon o družbah za upravljanje (*Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften* (KAGG) (*Investment Management Company Act*)¹²⁶⁰)¹²⁶¹. KAGG je uvedel pravni okvir, ki naj bi ustrezno zaščitil vlagatelje, poleg tega pa je odstranil tudi davčne ovire, predvsem v smislu enakovrednega davčnega položaja vlaganj v investicijske sklade in neposrednih vlaganj v vrednostne papirje.¹²⁶²

Neke vrste mejnik predstavlja tudi odprtje skupne 'delovne skupine' s strani nekaterih investicijskih družb leta 1965,¹²⁶³ pet let kasneje pa tudi ustanovitev Združenja nemških investicijskih družb (*BVI Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften e.V.*).¹²⁶⁴ KAGG je v vseh letih do sprejema novega zakona v letu 2003 (podrobnejše *infra*) doživljal mnoge spremembe. Najpomembnejše so bile tiste leta 1969, s katerimi se je dopustilo ustanavljanje nepremičninskih investicijskih skladov, nato pa so trije zakoni o razvoju finančnih trgov prinesli še nove možnosti upravljavcem in vlagateljem:

- Prvi zakon o razvoju finančnih trgov (*First Financial Markets Development Act*) iz leta 1990 je prinesel pravno opredelitev posebnih skladov (*spezialfonds (special funds)*), tj. skladov, ki so namenjeni le institucionalnim investitorjem;¹²⁶⁵

¹²⁵⁶ V literaturi v angleškem jeziku je sicer največkrat govora o 'investment company' (investicijska družba), vendar pa, kot bo pojasnjeno v nadaljevanju, nemško pravo do januarja 2004 sploh ni omogočalo ustanovitev investicijskega sklada na podlagi statuta, tj. investicijske družbe. Mišljene so torej družbe za upravljanje (*Kapitalanlagegesellschaften*), kar dokazuje tudi naslov leta 1957 sprejetega zakonskega akta.

¹²⁵⁷ Bundesverband Investment und Asset Management (2002) *30 Years BVI*. 2-3. URL:

http://www.bvi.de/downloads/30years_bvi_engbro.pdf.

¹²⁵⁸ *Ibidem*.

¹²⁵⁹ Zgoraj navajana publikacija (Bundesverband Investment und Asset Management (2002) *30 Years BVI*) navaja na svoji 2. strani sicer letnico 1955, a se sam zanašam na podatke Ministrstva za pravosodje (*infra*).

¹²⁶⁰ Pojavlja se tudi prevod 'Investment Company Act', ki pa je seveda napačen, saj ne gre za investicijske družbe kot obliko investicijskih skladov, temveč za družbe za upravljanje, ki upravljajo premoženje skladov.

¹²⁶¹ Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften. BGBl. (Uradni list) I 1957, p. 378. Besedilo v nemškem jeziku je na voljo na URL: <http://bundesrecht.juris.de/bundesrecht/kagg/>, v angleščini pa ni na voljo.

¹²⁶² *Supra*, sprotna opomba 1257.

¹²⁶³ *Ibidem*.

¹²⁶⁴ URL: http://www.bvi.de/cINTR-5WKDV2_1.html.

¹²⁶⁵ D. Brown, *Investment fund vehicles for pan-European real estate: A technical and commercial review*.

Briefings in Real Estate Finance 289-301. URL:

<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=325390211&Fmt=4&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.

- Drugi zakon o razvoju finančnih trgov (*Second Financial Markets Development Act*) je leta 1994 dovolil ustanavljanje skladov denarnega trga;
- Tretji zakon o razvoju finančnih trgov (*Third Financial Markets Development Act*) pa je leta 1998 omogočil sklade s posebnim namenom (*special purpose funds*) v obliki pokojninskih skladov, skladov skladov, indeksnih skladov ter uravnoteženih nepremičninskih in uravnoteženih skladov vrednostnih papirjev.¹²⁶⁶

Predvsem zadnji poseg zakonodajalca je predstavljal enega najbolj naprednih v Evropi, saj drugje pokojninski skladi kot investicijski skladi (s posebnim namenom) še niso delovali.¹²⁶⁷ Kot rečeno, pa je bil 15. decembra 2003 sprejet nov zakon, t. i. Zakon o modernizaciji investiranja (*Investmentmodernisierungsgesetz*, največkrat kar *Investmentgesetz*¹²⁶⁸ (v nadalje: InvG)).¹²⁶⁹ Kot nakazuje že ime, pa v bistvu ne gre za nov zakon, temveč za sklop več 'posodobljenih' aktov, med drugim Zakona o vlaganju (*Investmentgesetz (Investment Act)*) in Zakona o 'davkih pri vlaganju' (*Investmentsteuergesetz (Investment Tax Act)*), ki urejajo področje investicijskih skladov.¹²⁷⁰ Pri Zakonu o vlaganju gre tako v bistvu za konsolidiran tekst¹²⁷¹ KAGG s spremembami, ki jih je zahtevala implementacija UCITS III.¹²⁷² Določbe KAGG se lahko za že obstoječe subjekte uporablajo do 13. februarja, nato pa se morajo ti uskladiti z določbami InvG.¹²⁷³ Tudi s podzakonskimi akti pa je nemški zakonodajalec pohitel,¹²⁷⁴ kar je vnovičen dokaz prizadevanj za boljši konkurenčni položaj nemške industrije investicijskih skladov.

¹²⁶⁶ *Supra*, sprotna opomba 1257, 5-6.

¹²⁶⁷ *Ibidem*.

¹²⁶⁸ Tako, primeroma, poslovni časnik *Handelsblatt* XXXII(153) (10.8. 2005), 32.

¹²⁶⁹ Investmentgesetz (InvG) vom 15. dezember 2003 (BGBI. I, p. 2676) zuletzt geändert durch Art. 5 des Gesetzes vom 22. Juni 2005 (BGBI. I, p. 1698). Besedilo v nemškem jeziku je na voljo na URL: <http://www.bafin.de/gesetze/invg.htm>, medtem ko angleškega prevoda ni. Precej podatkov o ureditvi, čeprav ne povsem zanesljivih, je moč dobiti na URL: <http://de.wikipedia.org/wiki/Investmentgesetz> in URL: <http://de.wikipedia.org/wiki/Investmentfonds>.

¹²⁷⁰ Freshfields Bruckhaus Deringer (2004) *German investment fund legislation with English translations. iii.* Dokument mi je posredovala Doris Huther, BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (*infra*, osebni viri), na voljo pa je tudi na priloženi zgoščenki.

¹²⁷¹ Working Document DG Markt/G/4 (2005) *Implementation of UCITS Directive 2001/107 - Status Quo*. URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/implementation-2001-107_en.pdf; Working Document DG Markt/G/4 (2005) *Implementation of UCITS Directive 2001/108 - Status Quo*. URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/implementation-2001-108_en.pdf.

¹²⁷² KPMG (2005) *Investment Modernization Act. 3.* URL:

<http://www.kpmg.de/library/pdf/investmentmodernisierungsgesetz.pdf>.

¹²⁷³ 145. člen InvG.

¹²⁷⁴ Tako je bila 13. februarja izdana uredba o izvedenih finančnih instrumentih (*Derivateverordnung*), kar je storil nemški zakonodajalec kot prvi v Evropi. (K. D. Leifert, Assessing the regulatory impact: the challenges of UCITS III - Germany's regulators become the first to launch derivatives ordinance. *Balance Sheet* 33-36.

Povzetek, iz katerega sem povzel navedene podatke, je na voljo na URL:

http://www.ingentaconnect.com/search/article?title=UCITS&title_type=tka&year_from=1997&year_to=2004&database=1&pageSize=20&index=1.)

5.17.2 Veljavna ureditev

V slovenski literaturi je bila nemška ureditev investicijskih skladov med najpogosteje obravnavanimi,¹²⁷⁵ zato se v podrobnosti na tem mestu ne bom spuščal.

InvG uporablja za kolektivne investicijske sheme (kolektivne naložbene podjeme oziroma investicijske sklade) splošen pojem '(skupki) vloženega premoženja' (*Investmentvermögen (investment asset pools)*), znotraj teh pa loči:

- t. im. investicijske sklade (*Investmentfond (investment fund)*) in
- t. i. investicijske delniške družbe (*Investmentaktiengesellschaft (investment stock corporation)*).¹²⁷⁶

V primerjavi s terminologijo večine drugih držav se zdi, da dopuščajo v InvG uporabljeni izrazi najmanj dvomov o pravni naravi posameznega instituta. (Investicijski S)kladi po InvG namreč niso pravne osebe in je premoženje sklada v solastnini vlagateljev (razen pri nepremičninskih skladih, kjer je premoženje v lasti družbe za upravljanje¹²⁷⁷), medtem ko je investicijska delniška družba pravna oseba v obliki delniške družbe, ki je tudi lastnica svojega premoženja, vlagatelji pa so njeni delničarji.

Zdi se namreč, da je kontekst uporabe besede 'sklad', vsaj v slovenščini, pogosto takšen, da implicira na neobstoj pravne osebnosti, zato je morda nekoliko moteče pri terminologiji ZISDU-1, da je termin 'investicijski sklad' enkrat nadpomenka, drugič pa tudi pod-pomenka, skupaj z 'investicijsko družbo', ki ni 'sklad', temveč družba. Zdi se mi torej, da gre za neke vrste protislovje oziroma dva termina (sklad in družba) z nasprotnim pomenom. Kot rečeno, se je tovrstnim dvoumnostim InvG elegantno ognil, čeprav se, kakor izhaja iz definicij v uvodnih določbah akta, tudi nemški zakonodajalec naslanja na delitev investicijskih skladov na 'prave' investicijske sklade in investicijske (delniške) družbe.

Ob tem je v samem zakonskem besedilu, kar v drugih zakonodajah pogrešam, pri skladih izrecno govora o pogodbenem odnosu med družbo za upravljanje in vlagatelji, medtem ko je pri investicijski delniški družbi podlaga odnosu, sicer nekoliko bolj posredno nakazano, statut

¹²⁷⁵ Glej npr.: B. Bratina, Udeležba delavcev v kapitalu in dobičku podjetja v nemškem pravu. *Podjetje in delo* 240, kjer avtor opisuje ureditev v začetku 90. let prejšnjega stoletja, ali pa zelo podrobno predstavitev, predvsem z vidika investicijskih družb, v: D. Gracer, Nekateri vidiki ureditve investicijske družbe v nemškem pravu. *Podjetje in delo* 806.

¹²⁷⁶ Člen I/I.(1) InvG.

¹²⁷⁷ 75. člen InvG.

družbe.¹²⁷⁸ Tovrstno izrecno opredelitev za pogodbene sklade (*Vertragstyp*) je tako, med drugim,¹²⁷⁹ moč najti med definicijami za potrebe zakona, kjer InvG opredeljuje:

- 'sklade' (*Sondervermögen (fund)*) kot tiste javnosti namenjene sklade:
 - ki so za račun vlagateljev upravljeni s strani družbe za upravljanje v skladu z določbami InvG ter pogodbenimi pogoji in določbami, ki urejajo odnos med družbo za upravljanje in vlagatelji, in
 - katerih (povratni) odkup enot lahko vlagatelj zahteva od družbe za upravljanje^{1280, 1281},
- posebne sklade (*Spezial-Sondervermögen (special fund)*) kot tiste sklade, katerih enote so, na podlagi pisnega dogovora (pogodbe) z družbo za upravljanje, v imetništvu ne več kot 30 vlagateljev, ki niso fizične osebe.¹²⁸²

Pred sprejetjem InvG nemško pravo, tj. KAGG, ni poznalo odprte korporativne oblike kolektivnih naložbenih podjemov.¹²⁸³ Šele InvG je tako omogočil ustanovitev investicijske delniške družbe s spremenljivim kapitakom, pri čemer se je zgledoval po luksemburških SICAV.¹²⁸⁴ Korporativni oblici sta tako po novem dve:

- investicijska delniška družba z spremenljivim kapitalom (*Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital (investment stock corporation with variable capital)*);
- investicijska delniška družba s stalnim kapitalom (*Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital (investment stock corporation with fixed capital)*).¹²⁸⁵

Razliko med obema, ki je v njuni odprti¹²⁸⁶ oziroma zaprti naravi, najbolje ponazarja določba, da mora biti v prospektu družbe s stalnim kapitalom zapisano, da pravica vrnitve delnic družbi ne obstaja.¹²⁸⁷

¹²⁷⁸ Člen 99/III. InvG.

¹²⁷⁹ Glej npr. člen 43/I. InvG ali člen 99/III.(2). InvG, ki se glasi: »an die Stelle des Wortes 'Vertragsbedingungen' tritt das Wort 'Satzung', an die Stelle des Wortes 'Sondervermögen' tritt das Wort 'Gesellschaftsvermögen';« Gre torej za korporativni tip (*Gesellschaftstyp*) investicijskega sklada (v smislu nadpomenke). (B. Bratina, Udeležba delavcev v kapitalu in dobičku podjetja v nemškem pravu. *Podjetje in delo* 240.)

¹²⁸⁰ Člen 37/I. InvG. Za nepremičinske sklade glej tudi 81. člen InvG.

¹²⁸¹ Člen 2/II. InvG.

¹²⁸² Člen 2/III. InvG. Glej tudi člen 91/I. InvG.

¹²⁸³ Thompson navaja celo, da je dovoljena (leta 2001) le pogodbena oblika (J. Thompson (2001) *Corporate governance and collective investment instruments*. 8, 28. URL:

<http://www.oecd.org/dataoecd/6/49/1815904.pdf>), kar seveda ne drži: glej npr. članek Bratine iz leta 1992 (*supra*, sprotnejša opomba 1275).

¹²⁸⁴ R. Päsler, Facelift for German Investment funds. *IPE Spezialfonds – Special Report* (1.10. 2004). Kopijo članka mi je posredovala Doris Huther, BVI (*infra*, osebni viri).

¹²⁸⁵ 96. člen InvG.

InvG je prvič uredil tudi t. i. hedge sklade, tj. sklade, za katere, ob siceršnjem upoštevanju načela razprtve tveganju, ne veljajo posebne (stroge) omejitve vlaganj.¹²⁸⁸ Za te sklade je določeno, da so pogodbenega nastanka,¹²⁸⁹ ob tem pa so 'relativno' zaprti, saj so dolžni vlagateljem omogočiti 'vrnitez' enot vsaj enkrat v vsakem koledarskem četrletju.¹²⁹⁰

Za družbe za upravljanje (*Kapitalanlagegesellschaft (capital investment company)*) zakon določa, da so to kreditne institucije, ki so lahko v obliki delniške ali družbe z omejeno odgovornostjo.¹²⁹¹ Pomembno vlogo ima seveda tudi skrbniška banka oziroma depozitar (*Depot bank (Custodian Bank)*).¹²⁹²

Funkcijo nadzora in licenciranja opravlja Zvezna agencija za nadzor finančnih storitev (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Federal Financial Supervisory Authority)*).¹²⁹³

Iz povedanega izhaja, da pozna nemška ureditev v grobem tako vzajemne sklade kot investicijske družbe po ZISDU-1, poleg tega pa še pravno obliko odprte investicijske družbe, tj. investicijsko delniško družbo z spremenljivim kapitalom (*Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital*).

5.17.3 Stanje na trgu

Pri pregledu stanja nemške industrije investicijskih skladov je težava v tem, da v statističnih podatkih analitiki prikazujejo, ne le podjemov z domicilom v Nemčiji, temveč tudi tiste, ki so ustanovljeni v drugih državah (predvsem v Luksemburgu¹²⁹⁴) s strani nemških institucij z namenom pretežnega trženja v Nemčiji. To pa vodi k podvajanju podatkov 'vpletenej' držav. Sredi letosnjega leta je bilo tako na nemškem trgu približno 7500 investicijskih skladov, kar je približno 500 manj kot tri leta prej.¹²⁹⁵ Največ je k temu zmanjšanju prispeval upad števila

¹²⁸⁶ Člen 105/I. InvG.

¹²⁸⁷ Člen 107/IV. InvG: »...Es ist insbesondere darauf hinzuweisen, dass ein Anspruch auf Rückgabe der Aktien an die Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital nicht besteht...«

¹²⁸⁸ Člen 112/I. InvG.

¹²⁸⁹ 118. člen InvG.

¹²⁹⁰ Člen 116/I. InvG.

¹²⁹¹ Člen 6/I. v povezavi s členom 2/VI. InvG.

¹²⁹² 20.-29. člen v povezavi s členom 2/VIII. InvG.

¹²⁹³ Glej, primeroma, člene 4/II., 5., 141.-142. InvG. Čas in Jamnik (M. Čas, S. Jamnik (2000) *Borzno pravo*, 25) govorita o posebnem zveznem uradu (*Bundesaufsichtsam für den Wertpapierhandel* (BAWe)), ki je bil takrat zadolžen za nadzor trga vrednostnih papirjev. Kot večina drugih držav je tudi Nemčija pred kratkim, tj. s 1. majem 2002, združila nadzornike posameznih sektorjev finančnega trga v eni sami nadzorni instituciji. (URL: http://www.bafin.de/bafin/historie_ba_en.htm)

¹²⁹⁴ O tem pojavi *supra*, razdelek 4.3.3, pa tudi: A. Khorana, H. Servaes, P. Tufano (2003) *Explaining the Size of The Mutual Fund Industry Around the World*. 8. URL:

<http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/capri/papers/185khorana.pdf>.

¹²⁹⁵ URL: <http://www.bvi.de/downloads/ub05q2.xls>.

posebnih skladov, tj. skladov za institucionalne vlagatelje, čeprav njihov delež v skupnem številu še vedno presega dvotretjinski delež.¹²⁹⁶

V navedenem obdobju treh let se je premoženje v investicijskih skladih, za razliko od njihovega števila, povečalo za petino in preseglo 1.090 milijard evrov, od česar je dobra polovica v posebnih skladih.¹²⁹⁷ Med javnosti namenjenimi skladi¹²⁹⁸ upravlja po eno tretjino premoženja obvezniški in delniški skladi, sledijo pa jima nepremičninski in skladi denarnega trga s po 15 odstotki sredstev v upravljanju.¹²⁹⁹ Mešani skladi so pri repu razvrstitve s sedmimi odstotki.¹³⁰⁰

So pa v nemškem združenju (BVI) zbrali, za namene pričujočega prikaza, podatke za konec lanskega leta samo za javnosti ponujene sklade, ustanovljene pod nemškim pravom, tj. v Nemčiji, čeprav tudi tokrat ni bilo mogoče posebej opredeliti kategorij pogodbenih in korporativnih investicijskih skladov (tabela 35). Kot je razvidno, so pri javnosti manj priljubljeni obvezniški skladi, saj, v primerjavi z zgornjimi podatki, 'izgubijo' tretjinski delež. Največji skok v tem oziru pripada odprtim nepremičninskim skladom¹³⁰¹ s skoraj 30 odstotki vseh sredstev, kar je dvakrat večji delež kot zgoraj, pri skupnih podatkih za vse sklade skupaj.

Tabela 35: Število in premoženje (v milijonih EUR) odprtih in splošni javnosti namenjenih investicijskih skladov z domicilom v Nemčiji na dan 31.12. 2004.¹³⁰²

31. 12. 2004	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani skladi	odpri neprem. skladi	drugi skladi	skupaj
število	491	298	47	169	30	42	1.077
premoženje	97.941	70.843	32.541	14.245	87.191	1.836	304.597

Vir: BVI,¹³⁰³ lastni izračuni.

¹²⁹⁶ *Ibidem*; lastni izračuni.

¹²⁹⁷ *Ibidem*.

¹²⁹⁸ Gre za koncept, ki izhaja iz naziva 'Publikumsfonds', in kaže na dejstvo, da ne gre za sklade, v katere lahko vlagajo le institucionalni vlagatelji. Je pa seveda formulacija 'javnosti namenjeni skladi' dokaj nerodna, a mi žal do ustreznejše ni uspelo priti.

¹²⁹⁹ *Supra*, sprotna opomba 1295.

¹³⁰⁰ *Ibidem*.

¹³⁰¹ V skladu z nemško ureditvijo morajo nepremičninski skladi vsaj 51 odstotkov sredstev vlagati v nepremičnine oziroma z njimi povezane instrumente, medtem ko imajo v praksi največkrat ves preostanek, tj. do polovico premoženja, v depozitih in obveznicah. Razlog je tudi v njihovi odprti naravi (81. člen InvG) in potrebi po likvidnosti v primeru zahtevkov za izplačili. (R. Maurer, S. P. Sebastian, Inflation risk analysis of European real estate securities. *The Journal of Real Estate Research* 47-77. URL:

<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=143843301&Fmt=4&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>; R. Maurer, F. Reiner, S. Sebastian, Characteristics of German Real Estate Return Distributions: Evidence from Germany and Comparison to the U.S. and U.K. *Journal of Real Estate Portfolio Management* 59-76 . URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=640264801&Fmt=4&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.)

¹³⁰² Pri številu investicijskih skladov so skladi skladov všteti, pri premoženju pa, v izogib podvojevanja, niso.

¹³⁰³ Doris Huther, BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (*infra*, osebni viri).

5.18 Nizozemska

5.18.1 Razvoj

Že pri obravnavi Belgije sem nakazal, da se pojavlja nekaj različnih mnenje o tem, kdaj so se v Evropi pojavili prvi investicijski skladi. Razlog je preprost, in sicer, da noben od teh institutov, razumljivo, ni v celoti ustrezal moderni obliki investicijskega sklada, pač pa gre za bolj ali manj podobne instrumente. V vsakem primeru pa je nizozemska zgodovina polna tovrstnih 'podobnih' podjemov. Leta 1774 je tako nizozemski trgovec in posrednik Adriaan van Ketwich pozval vlagatelje k osnovanju 'trustu' z imenom *Eendragt Maakt Magt*.¹³⁰⁴ Navedeno je bila posledica finančne krize v preteklih dveh letih, namen samega trusta (ozioroma van Ketwicha) pa je bil omogočiti vlagateljem z omejenimi sredstvi razpršitev tveganja, kar je bilo doseženo z vlaganjem v Avstrijo, na Dansko, v Nemčijo, Španijo, Švedsko, Rusijo in v kolonije v Srednji in Južni Ameriki.¹³⁰⁵

Vsekakor je, predvsem z vidika tako opredeljenega namena, moč povleči nekatere vzporednice s sodobnimi investicijskimi skladi.

Po drugi svetovni vojni je seveda na tem področju bolj aktivno vlogo prevzel zakonodajalec, za rojstvo modernega pravnega okvira pa se na Nizozemskem šteje leto 1990, ko je bila z uveljavitvijo Zakona o nadzoru nad kolektivnimi investicijskimi shemami (*Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb)*) (*Act on the Supervision of Collective Investment Schemes*)¹³⁰⁶, nizozemska zakonodaja prilagojena UCITS direktivi,¹³⁰⁷ takrat pa je bil tudi že sprejet Dekret o nadzoru nad kolektivnimi investicijskimi shemami (*Decree on the Supervision of Collective Investment Schemes (Besluit toezicht beleggingsinstellingen)*),¹³⁰⁸ ki precejšnje število določb zakona (v nadalje: Wtb) podrobnejše izpeljuje.

Wtb je tako leta 1990 stopil na mesto predloga zakona o kolektivnih investicijskih shemah (*Act on Collective Investment Schemes*)¹³⁰⁹ iz leta 1977 in takrat veljavnih določb o vzajemnih

¹³⁰⁴ K. G. Rouwenhorst (2005) The Origins of Mutual Funds. V *The Origins of Value: the financial innovations that created modern capital markets*. 249 – 270 (osnutek iz leta 2003). URL: http://icf.som.yale.edu/pdf/hist_conference/Geert_Rouwenhorst.pdf. Uporabljeno z dovoljenjem avtorja (elektronska pošta z dne 6.9. 2005).

¹³⁰⁵ *Ibidem*.

¹³⁰⁶ Razen 4. odstavka 35. člena je stopil Wtb v veljavo 15. oktobra 1990, na podlagi objave z dne 27. junija 1990 odloka z dne 25. septembra 1990 (*Staatsblad* (uradni razglas zakonov, sklepov in dekretov) 380). Medtem je bil že večkrat noveliran. Besedilo s spremembami je v nizozemskem jeziku na voljo na URL: <http://www.afm.nl/marktpartijen/default.ashx?folderid=1098&downloadid=5236>; v angleškem, z opozorili na spremembe, pa na URL: <http://www.autoriteit-fm.nl/corporate/default.ashx?folderid=1098&downloadid=2882>.

¹³⁰⁷ URL: http://www.afm.nl/corporate/upl_documents/2001%20Wtbe.pdf.

¹³⁰⁸ *Staatsblad* 504. Besedilo v angleškem jeziku je na voljo na URL:

http://www.afm.nl/corporate/upl_documents/Btb_250305_ENG.pdf.

¹³⁰⁹ Parlamentarni predlog 14 664.

skladih iz Zakona o trgovanju z vrednostnimi papirji (*Securities Transactions Act*)¹³¹⁰ iz leta 1985.¹³¹¹

Sicer pa je bila Nizozemska zadnja država članica Skupnosti, ki je v svoj pravni red prenesla spremembe UCITS III.¹³¹² Čeprav je namreč vlada že avgusta leta 2003 sprejela predlog za njih implementacijo,¹³¹³ je bil ta sprejet šele pred nekaj meseci.¹³¹⁴

5.18.2 Veljavna ureditev

Zakon iz leta 1990 (Wtb), ki je s spremembami še vedno v veljavi, loči med dvema vrstama kolektivnih naložbenih shem (podjemov, tj. investicijskih skladov):

- investicijskimi družbami (*investment companies*), ki so pravne osebe¹³¹⁵ v obliki delniške (*naamloze vennootschappen*) ali družbe z omejeno odgovornostjo (*besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid*), pri čemer je prenosljivost deležev pri slednjih močno omejena;¹³¹⁶
- t. i. *unit trusts* (*fond voor gemene rekening*), ki so skupek premoženja brez pravne osebnosti¹³¹⁷ ¹³¹⁸.

Iz uporabe termina 'trust' v zakonskem besedilu, bi lahko, kot že nekajkrat, sklepali na institut anglosaške pravne tradicije, a gre tudi v tem primeru za terminološko nedoslednost prevoda.¹³¹⁹ To potrjuje tudi Thompson z navedbo, da so ti 'trusti' pogodbena oblika nizozemskih kolektivnih naložbenih podjemov (za razliko od investicijskih družb, ki so

¹³¹⁰ *Staatsblad* 570.

¹³¹¹ Autoriteit Financiële Markten (2002) *Explanatory Memorandum*. 4. URL: <http://www.afm.nl/corporate/default.ashx?DocumentId=2881>.

¹³¹² Kakor izhaja iz: Working Document DG Markt/G/4 (2005) *Implementation of UCITS Directive 2001/107 - Status Quo*. URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/implementation-2001-107_en.pdf; Working Document DG Markt/G/4 (2005) *Implementation of UCITS Directive 2001/108 - Status Quo*. URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/implementation-2001-108_en.pdf.

¹³¹³ *Ibidem*.

¹³¹⁴ Člen 1/I.(j) Wtb.

¹³¹⁵ Člen 1/I.(a) Wtb.

¹³¹⁶ URL: http://www.ey.com/global/content.nsf/International/Netherlands_-_Launching_-_Legal_Form_of_Funds. V skladu z navedenim na tej (novejši) spletni strani, naj bi bilo v praksi več investicijskih družb v obliki delniške družbe, ravno nasprotno pa je zapisano v uradnem dokumentu regulatorja (*supra*, sprotnej opomba 1311), po katerem naj bi bilo več družb z omejeno odgovornostjo.

¹³¹⁷ Člen 1/I.(a) Wtb.

¹³¹⁸ URL: <http://www.dnb.nl/dnb/detail.jsp?pid=tcm:13-45090-64>.

¹³¹⁹ Na to kaže uporaba termina *mutual funds* za odprte vzajemne sklade v enem od komentarjev zakona (*supra*, sprotnej opomba 1316) medtem ko se v uradnem angleškem prevodu zakona uporablja termin *unit trusts* (na primer 5. člen Wtb).

korporativna oblika).¹³²⁰ Ob dejstvu, da je premoženje takega podjema v solastnini vlagateljev,¹³²¹ lahko torej govorimo o vzajemnih skladih v smislu ZISDU-1, seveda pod pogojem, da je tak 'unit trust' odprt. Na drugi strani nizozemsko statusno pravo ne dopušča investicijski družbi, da ta izdaja ali odkupuje delnice brez omejitev, zato opredeljuje Wtb tudi vmesno obliko, tj. pol-odprte podjeme (*semi-open-ended scheme*), tj. investicijsko družbo, ki ni trajno zavezana k odkupu enot na zahtevo imetnika.¹³²² V praksi pa tovrsten sklad deluje kot odprti in ga kot takega obravnava tudi Wtb.¹³²³ Splošno gledano se ureditvi obeh oblik investicijskih družb bistveno ne razlikujeta.

Odprte investicijske sklade sestavlja premoženje, ki ga za dobrobit vlagateljev upravlja nek tretji subjekt (nujno pravna oseba s kapitalom najmanj 227.000 evrov), za katerega veljajo določila, ki urejajo investicijske družbe.¹³²⁴ Poleg upravljalca potrebuje sklad še neko neodvisno pravno osebo, ki opravlja vlogo skrbnika (ta potrebuje kapital v višini približno 114.000 evrov).¹³²⁵

Enota investicijskega sklada je po Wtb širok pojem, ki inkorporira terjatve imetnika, vključuje pa delnice investicijske družbe in deleže vzajemnega sklada.¹³²⁶

Sam Wtb ne vsebuje nikakršnih omejitev glede narave vlaganj in vrste vlagateljev, prav tako pa tudi ne glede števila slednjih.¹³²⁷ Seveda pa veljajo za UCITS sklade omejitve glede vrste naložb in njihovega deleža v celotnem portfelju.

Pri nizozemski ureditvi investicijskih skladov gre torej, v osnovi, za zelo podobno tisti slovenskem pravu: investicijske družbe so pravne osebe, ki izdajajo delnice, medtem ko so vzajemni skladi brez pravne subjektivitete, oboji pa omogočajo participacijo na dohodku imetnikom enot.¹³²⁸ Vendar pa je velika razlika med obema državama v tem, da nizozemski kolektivni naložbeni podjemi, tako pogodbeni kot korporativni, kotirajo na borzi, kjer se z njimi trguje, poleg tega pa večina teh podjemov ni v skladu z UCITS direktivo.¹³²⁹ Wtb tudi

¹³²⁰ J. K. Thompson, S. Choi (2001) *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*. 38. URL: http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Governance_Systems_for_Collectiveoccpap1.pdf. Na posredne navedbe sem se prisiljen zanašati zato, ker Wtb ne vsebuje tako natančnih opredelitev, vsi podzakonski akti, ki materijo izpeljujejo, pa niso prevedeni.

¹³²¹ H. van Ramshorst, T. Clement, O. Boerstra, How to form funds in The Netherlands. *International Financial Law Journal : The 2005 Guide to Private Equity and Venture Capital*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&PUBID=213&ISS=16144&SID=508263&SM=&SearchStr=Belgium%20investment%20fund>.

¹³²² *Supra*, sprotna opomba 1311.

¹³²³ *Ibidem*.

¹³²⁴ 3. člen Wtb.

¹³²⁵ *supra*, sprotna opomba 1316.

¹³²⁶ *Supra*, sprotna opomba 1311.

¹³²⁷ *supra*, sprotna opomba 1316.

¹³²⁸ *Ibidem*.

¹³²⁹ *Supra*, sprotna opomba 1320.

sicer loči med kolektivnimi naložbenimi podjemi, ki so podvrženi UCITS direktivam (če je sedež v tujini, potrebujejo le notifikacijo) in tistimi, ki to niso.

Nadzor nad delovanjem subjektov na trgu vodi nizozemska agencija za finančne trge (*Autoriteit Financiële Markten* (AFM))¹³³⁰, vendar pa ne nadzoruje investicijske politike posameznih institucij kot take, temveč skrbi za to, da upravljavci shem sledijo začrtanim politikam, objavlja podatke, na podlagi katerih si lahko vlagatelji ustvarijo ustrezeno sliko tveganja, v katerega se spuščajo,¹³³¹ ter da zadovoljujejo zahteve strokovnosti, verodostojnosti (zaupanja) in finančne sposobnosti.¹³³² Enako kot ATVP v Sloveniji, torej.

5.18.3 Stanje na trgu

AFM vodi, z namenom zaščite vlagateljev in učinkovitega delovanja finančnih trgov,¹³³³ poseben, javnosti dostopen,¹³³⁴ register institucij, ki so pridobile dovoljenje za ponujanje svojih storitev javnosti.¹³³⁵ Register loči med kolektivnimi investicijskimi shemami (ki niso UCITS), UCITS shemami s sedežem na Nizozemskem, ter z UCITS shemami z registriranim sedežem v drugi državi članici EU.¹³³⁶ V njem je bilo aprila 2005 'vpisanih' skupaj 670 odprtih, 101 zaprt in 75 pol-odprtih investicijskih skladov, ki imajo svoj sedež na Nizozemskem.¹³³⁷ Od omenjenih 670 odprtih skladov (po 5. členu Wtb) je bilo le 42 takšnih, ki zadostujejo pogoju UCITS direkture (t. i. nizozemskih UCITS skladov).¹³³⁸ Kot je razvidno iz registra in kot so mi potrdili tudi v Narodni banki, pa na Nizozemskem ne ločijo statističnih kategorij investicijskih družb in vzajemnih skladov. Posledično sem bil v tabeli 36 prisiljen povzeti podatke, ki, kot rečeno, ne ločijo med korporativnimi in pogodbenimi investicijskimi skladi.¹³³⁹

¹³³⁰ URL: <http://www.dnb.nl/dnb/detail.jsp?pid=tcm:13-45090-64>.

¹³³¹ URL: <http://www.afm.nl/corporate/default.ashx?FolderId=1123>.

¹³³² Člen 12/I. Wtb.

¹³³³ *Supra*, sprotna opomba 1331.

¹³³⁴ URL: http://www.afm.nl/corporate/upl_documents/2001%20Wtbe.pdf.

¹³³⁵ 18. člen Wtb. Kjer se Wtb sklicuje na 'Banko' (mišljena je De Nederlandsche Bank NV), je od 1. septembra 2002 pristojna AFM.

¹³³⁶ *Supra*, sprotna opomba 1334. Podatki v registru se ves čas posodabljujo, na voljo pa je na URL:

<http://www.afm.nl/marktpartijen/default.ashx?folderid=1098&downloadid=2445>.

¹³³⁷ Ker sem subjekte v registru preštel sam, kljub dvakratnemu preverjanju dopuščam malenkostne odmike od dejanskega stanja. Nikakor pa se navedeno ne sklada s podatkom, ki mi ga je posredoval Fred Coesel (De Nederlandsche Bank (*infra*, osebni viri)), da je po informacijah regulatorja le 75 odstotkov vseh investicijskih skladov odprtih. Menim, da gre pri tem najverjetnejše za napačno interpretacijo.

¹³³⁸ *Supra*, sprotna opomba 1337.

¹³³⁹ Podatki organizacije Investment Company Institute (ICI) so skoraj identični v tabeli 36 predstavljenim podatkom DNB (99,3 milijarde evrov za konec leta 2004, v primerjavi z 99,6 milijarde evrov po podatkih Nizozemske narodne banke (DNB)), pri čemer pa, zanimivo, podatkov za sklade, glede na njihovo investicijsko

Tabela 36: Sredstva nizozemskih investicijskih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v milijardah EUR).

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani skladi	neprem. skladi	drugi skladi	skupaj
31.12. 2004	33,9	20,1	1,3	10,0	23,9	10,4	99,6
31.03. 2005	34,9	20,0	1,1	10,5	24,5	10,1	101,1
30.06. 2005	37,1	19,6	1,0	10,9	24,6	10,3	103,5

Vir: De Nederlandsche Bank (DNB),¹³⁴⁰ lastni izračuni.

V vseh oblikah kolektivnih investicijskih schem je torej preko 100 milijard evrov, od česar odpade največji del pogače, skoraj 40 odstotkov, na delniške sklade. Morda presenetljiv je položaj nepremičninskih skladov, ki so na drugem mestu, in pa, na drugi strani, skladov denarnega trga z manj kot odstotnim deležem.

V zadnjih letih imajo najvišje čiste prilive obvezniški investicijski skladi,¹³⁴¹ pa tudi sicer je bilo leto 2001 (pri čemer morda ni nezanemarljiv podatek, da je bilo to leto napada na World Trade Center v New Yorku) prvo po letu 1993, ko so imeli obvezniški skladi više čiste prilive kot delniški.¹³⁴² Podatek kaže, da so vlagatelji na krizo na kapitalskih trgih reagirali s preusmeritvijo v varnejše naložbe. V tem obdobju (2001-2004) so delniški investicijski skladi 'izgubili' skoraj tri milijarde, obvezniški pa pridobili preko pet milijard sredstev.¹³⁴³ V celoti gledano pa je kljub rasti obvezniških skladov industrija izgubljala, in sicer predvsem v letu 2004, ki je bilo glede čistih prilivov najslabše v zadnjih treh letih.¹³⁴⁴ Kakor kažejo podatki v tabeli 36, naj bi bili letošnji rezultati precej boljši.

politiko, ICI sploh nima. (URL: http://www.ici.org/pdf/ww_12_04_sup_tables.pdf in URL: http://www.ici.org/pdf/ww_03_05_sup_tables.pdf)

¹³⁴⁰ Dokument 'Total assets of collective investment schemes, by fund type' je na voljo na URL: <http://www.statistics.dnb.nl/index.cgi?lang=uk&todo=KapMarkt>.

¹³⁴¹ De Nederlandsche Bank (DNB) (2004) *Statistical Bulletin March 2004*. 18-23. URL: http://www.dnb.nl/dnb/bin/doc/SBEmrt04WEB_tcm13-43680.pdf

¹³⁴² De Nederlandsche Bank (2002) *Statistical Bulletin March 2002*. 15. URL: http://www.dnb.nl/dnb/bin/doc/se2002q1_tcm13-36272.pdf.

¹³⁴³ Dokument 'Growth of total assets of collective investment schemes, by fund type (billions of euro)' je na voljo na URL: <http://www.statistics.dnb.nl/index.cgi?lang=uk&todo=KapMarkt>.

¹³⁴⁴ URL: <http://www.dnb.nl/dnb/detail.jsp?pid=tcm:13-49003-64>.

5.19 Poljska

5.19.1 Razvoj

Za razliko od večine tranzicijskih držav se Poljska s kolektivnimi naložbenimi podjemi (KNP) ni prvič srečala ob zagonu masovne privatizacije, temveč že leta 1991 z Zakonom o javnem trgovovanju z vrednostnimi papirji in trusti (*Law on Public Trading in Securities and Trust Funds*)¹³⁴⁵,¹³⁴⁶ Slednji je trust definiral kot skupno premoženje sovlagateljev (*joint estate of participants*) in torej ni bil nosilec pravne subjektivitete,¹³⁴⁷ gre pa za neke vrste račun vrednostnih papirjev (*securities accounts*), ki se od siceršnjih investicijskih skladov loči po tem, da vlagajo (trusti) sredstva na trg vrednostnih papirjev v svojem imenu in ne v imenu vlagateljev (upravičencev).¹³⁴⁸ Kot bo razvidno v nadaljevanju, so bili omenjeni trusti z vidika poljske zakonodaje še najbližje vzajemnim skladom po ZISDU-1. Leta 1997 je namreč vstopil v veljavo nov Zakon o javnem trgovovanju z vrednostnimi papirji (*Act on Public Trading in Securities*)¹³⁴⁹, ki je nadomestil večino določb zakona iz leta 1991, vendar pa ni več vseboval določb o trustih, saj je določil, da bo slednje urejal poseben zakon.¹³⁵⁰ Že teden dni kasneje je bil nato res sprejet poseben akt, Zakon o investicijskih skladih (*Act on Investment Funds*),¹³⁵¹ ki pa je razveljavil še preostale določbe zakona iz leta 1991,¹³⁵² opredelil investicijske sklade za pravne osebe¹³⁵³ in določil, da so se trusti v treh letih dolžni preoblikovati v odprte investicijske sklade (*open-end investment funds*).¹³⁵⁴ S tem pa se je že bolj ali manj naznani konec poljskih trustov.¹³⁵⁵

¹³⁴⁵ Law on Public Trading in Securities and Trust Funds dated 22 March 1991 (Journal of Laws 1994, No. 58, Item 239, No. 71, Item 313 and No. 121, Item 591; Journal of Laws 1996, No. 45, Item 199, No. 75, Item 357 and No. 106, Item 496 and No. 149, Item 703; Journal of Laws 1997, No. 30, Item 164 and No. 88, Item 554).

¹³⁴⁶ Razvidno iz končnih določb, npr. 151. člena Zakona o investicijskih skladih iz leta 1997 (podrobneje *infra*).

¹³⁴⁷ B. Ptak, Poland. *International Financial Law Review: Fund Management Yearbook 1999*. URL:

<http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=16409&SID=514385>.

¹³⁴⁸ URL: http://europa.eu.int/comm/competition/general_info/securities/comments/bank_of_poland_en.pdf.

¹³⁴⁹ Sprejet 21. avgusta 1997, Uradni list št. 118/754.

¹³⁵⁰ K. Chodyla, Poland. *International Financial Law review: Banking Yearbook 1999*. URL:

<http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=16405&SID=514343>.

¹³⁵¹ Act on Investment Funds of 28 August 1997, Journal of Laws No. 139 Item 933. Zadnje prečiščeno besedilo v angleščini je na voljo na URL: http://www.kpwig.gov.pl/pdf/ustawa2_en.pdf.

¹³⁵² 157. člen Zakona o investicijskim skladih iz leta 1997.

¹³⁵³ L. Biedecki, Investment Funds in Poland. *International Financial Law Review: International Briefings*.

URL: <http://www.iflr.com/default.asp?Page=10&PUBID=33&ISS=11992&SID=509478&ReturnPage=5>.

¹³⁵⁴ 152.-156. člen Zakona o investicijskih skladih iz leta 1997. Glej tudi prvi odstavek 2. člena omenjenega akta.

¹³⁵⁵ Čeprav je moč zaslediti navedbe avtorja, sicer izhajačočega iz Velike Britanije, ki še v letu 2001 govorí o zaprtih investicijskih skladih kot o *investment trusts* (D. Glasgow (2003) *Ethics and Integrity – A View from Britain* (British Polish Chamber of Commerce: Corporate Governance in New Poland, 10. september 2003)

URL: http://www.bucc.org.pl/en_0_1914.html). Seveda pa pri tem ne gre za trust v smislu zakona iz leta 1991.

Drugo, precej pomembnejše poglavje poljskega dela zgodovine investicijskih skladov, je povezano z masovno privatizacijo v 90. letih.¹³⁵⁶ Že prvi konkretni predlog njenega poteka, ki ga je avgusta leta 1991 v parlament poslal takratni »minister za lastnino« Lewandowski, je slonel na uporabi posebne oblike investicijskih skladov, t. i. skladov za upravljanje nacionalnega bogastva (*national wealth management funds*), ki naj bi dobili 60 odstotni delež v, za privatizacijo namenjenih, podjetjih.¹³⁵⁷ Vendar pa je moral Lewandowski zavoljo vrste kritik predlog prilagoditi,¹³⁵⁸ tako da je bil Program Nacionalnih investicijskih skladov (*National Investment Funds Programme*)¹³⁵⁹ sprejet šele 30. aprila 1993.¹³⁶⁰

Funkcija Nacionalnih investicijskih skladov (NIF),¹³⁶¹ ki so bili (in so) oblikovani kot delniške družbe,¹³⁶² je bila v neke vrste posredništvo, podobno kot to tudi sicer velja za investicijske sklade. Državljanom namreč ni bilo omogočeno alocirati svojih privatizacijskih certifikatov (vavčerjev) neposredno v podjetja, temveč so jih lahko 'zaupali' NIF, ki so potem tudi dejansko izvedli privatizacijo.¹³⁶³ NIF so nato svoje certifikate distribuirali državljanom med novembrom leta 1995 in 1996¹³⁶⁴, prvi pa so začeli kotirati na varšavski borzi že poleti istega leta.¹³⁶⁵ Konec nekega obdobja označuje 31. december 1998, ko je certifikatom potekla veljavnost¹³⁶⁶ in so se NIF dejansko dokaj približali 'običajnim' investicijskim skladom.

Že omenjeni zakon iz leta 1997 je predstavljal torej prelom s prvotnim konceptom kolektivnih naložbenih podjemov, poleg tega pa je že v določeni meri izhajal in se zgledoval po UCITS

¹³⁵⁶ V prid tezi o pomembnosti Thompson in Choi, ki (v letu 2000) ocenjujeta, da bo potrebovala poljska industrija 'običajnih' kolektivnih naložbenih podjemov, tj. tistih brez privatizacijskega ozadja, še precej korakov (naprej) za času ustrezno razvitost. (J. K. Thompson, S. Choi (2001) *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*. 20. URL:

http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Governance_Systems_for_Collectiveoccpap1.pdf)

¹³⁵⁷ P. Bolton, G. Roland (1992) *The Economics of Mass Privatization*, 13-16. URL:

http://www.princeton.edu/%7Epbolton/PDFS/Eco_Mass_Priv.pdf.

¹³⁵⁸ *Ibidem*.

¹³⁵⁹ URL: http://www.gpw.com.pl/gpw_e.asp?cel=e_ogieldzie&k=8&i=%2Fslownik%2FN&sky=1. Gre v bistvu za Zakon o Nacionalnih investicijskih skladih in njihovi privatizaciji (Act on the National Investment Funds and their Privatization of April 30, 1993, Journal of Laws of 1993 No.44, item 202, dated May 31, 1993. URL: <http://www.prawo.org.pl/statutes/stat21.html>).

¹³⁶⁰ S. Dwernicki, G. Rougier-Brierre, Poland. *International Financial Law Review: Mergers & Acquisitions Yearbook 1998* 89-91. URL:

<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=29445564&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.

¹³⁶¹ Seznam vseh 15 NIF je na URL: http://baltic.mg.gov.pl/Investments/pub_funds/default.htm.

¹³⁶² *Supra*, sprotna opomba 1359.

¹³⁶³ P. Koleva, C. Vincensini (2002) The Evolution Trajectories of Voucher Funds: Towards Western-type Institutional Investors?. *Economics of Planning* 79-105. URL:

<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=33858831&Fmt=2&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.

¹³⁶⁴ URL: http://www.kpwig.gov.pl/f1b5_ang.htm. Proces dematerializacije se je začel junija 1996.

¹³⁶⁵ 15. julija 1996 so bili prvi certifikati NIF udeleženi v t. im. avkejskem sistemu enotne cene (*single-price auction system*), stalno trgovanje pa se je začelo 12. avgusta istega leta. (URL:

http://www.gpw.com.pl/gpw_e.asp?cel=e_ogieldzie&k=11&i=%2Fhistoria%2Fwazne_daty.)

¹³⁶⁶ *Ibidem*.

direktivi.¹³⁶⁷ Med glavnimi cilji zakona je bila dosledna delitev premoženja oziroma računov družbe za upravljanje (le v obliki delniške družbe¹³⁶⁸) in investicijskega sklada,¹³⁶⁹ zakon pa je opredelil tudi pet (novih) oblik skladov – odprte in specializirane odprte, zaprte in specializirane zaprte ter mešane¹³⁷⁰ investicijske sklade¹³⁷¹ – s čimer je precej razširil možnosti za upravljalce in vlagatelje.¹³⁷² Kot že rečeno pa je, za razliko od zakona o trustih, izrecno določil, da je investicijski sklad nosilec pravne subjektivitete.¹³⁷³

Materija zakona se je naslednjih nekaj let precej spreminala in, prek podzakonskih aktov, tudi dopolnjevala. Spremembe so si sledile v letih 1999, 2000 (omogočeno je bilo ustanavljanje skladov tveganega kapitala (*venture funds*)¹³⁷⁴ in sprejeto načelo medsebojnega priznavanja skladov (*mutual recognition*))¹³⁷⁵ ter tudi v letu 2001.¹³⁷⁶ Vmes se je razvijal tudi trg kot tak, saj so, primeroma, maja 2000 začeli na borzi kotirati investicijski certifikati prvega zaprtrega investicijskega sklada.¹³⁷⁷ Leta 2003 pa je bil, po vseh navedenih spremembah zakonske materije, končno predstavljen osnutek novega zakonskega akta,¹³⁷⁸ ki je bil nato sprejet leta kasneje kot Zakon o investicijskih skladih (*Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych*¹³⁷⁹ (*Act on Investment Funds of 27 May 2004*)).¹³⁸⁰ Ta je prinesel dokončno uskladitev s pravnim redom Skupnosti, vključujuč UCITS III¹³⁸¹.¹³⁸²

¹³⁶⁷ *Supra*, sprotna opomba 1347.

¹³⁶⁸ Člen 30/I. Zakona o investicijskih skladih iz leta 1997.

¹³⁶⁹ Neznan avtor, Derivatives trading and investment funds. *International Financial Law Review: Int. Briefings*. URL: <http://www.iflr.com/default.asp?Page=10&PUBID=33&ISS=11959&SID=509932&ReturnPage=5>.

¹³⁷⁰ Pozor – pri teh mešanih skladih gre za posebno pravno obliko in ne mešane sklade v smislu sestave portfelja!

¹³⁷¹ Člen 11/III. Zakona o investicijskih skladih iz leta 1997. Podlaga delitvi so omejitve glede skupin potencialnih vlagateljev, narava njih udeležbe v skladu in pa možnost diskrecije nad investicijami. (W. Zielinski, A. Rostek-Wawrzyniak, Poland. *International Financial Law Review: Banking Yearbook 2002* 141-146).

¹³⁷² URL: <http://www.freedomhouse.org/nit98/poland.html>.

¹³⁷³ Člen 2/I. in posredno tudi 12/V. Zakona o investicijskih skladih iz leta 1997.

¹³⁷⁴ Trenutno je 20 tovrstnih skladov (URL: http://baltic.mg.gov.pl/Investments/pub_funds/default.htm).

¹³⁷⁵ The Polish Securities and Exchange Commission (2001) *Annual Report 2000*. 4, 19, 33. URL: http://www.kpwig.gov.pl/pdf/rr2000_ang.pdf. Pri *venture funds* je šlo za specializirane zaprte investicijske sklade (pretekli čas se nanaša na specializirane zaprte sklade, obliko, ki je poljska ureditev ne pozna več).

¹³⁷⁶ Zelo podrobno o spremembah: The Polish Securities and Exchange Commission (2001) *Annual Report 2001*. 38-43, 89-90. URL: <http://www.kpwig.gov.pl/pdf/raport.pdf>. Povezave do besedil relevantnih podzakonskih aktov, sprejetih od leta 2001, v angleščini, so na voljo na URL: http://www.kpwig.gov.pl/e4_ang.htm.

¹³⁷⁷ Tj. sklad *Skarbiec-Gwarancja* 2002. URL: http://www.gpw.com.pl/zrodla/gpw/raport2000/obligacje_a.html in URL: http://www.gpw.com.pl/gpw_e.asp?cel=e_ogieldzie&k=11&i=%2Fhistoria%2Fwazne_daty.

¹³⁷⁸ National Bank of Poland (2003) *Annual report 2003*. 42, 107. URL:

http://www.nbp.pl/en/publikacje/r_roczny/rocznik2003_en.pdf.

¹³⁷⁹ Uporaba te in na drugih mestih navajane terminologije v poljskem jeziku je rezultat primerjave med ustreznimi zakonskimi teksti v poljskem in angleškem jeziku (*infra*).

¹³⁸⁰ Act on Investment Funds of 27 May 2004, Journal of Laws No. 146, item 1546. Besedilo v poljskem jeziku je na voljo na URL: http://www.izfa.pl/akty/ustawa_o_funduszach_inwestycyjnych.pdf, v angleškem pa na URL: http://www.kpwig.gov.pl/pdf/ustawa_fi.pdf.

¹³⁸¹ Za osvežitev spomina: direktiva 2001/107/ES ureja delovanje družb za upravljanje in uvaja nov dokument, tj. izvleček prospekta (*simplified prospectus*), direktiva 2001/108/ES pa razširja naložbene možnosti kolektivnih naložbenih podjemov za vlaganje v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP oziroma UCITS).

5.19.2 Veljavna ureditev

Glede veljavnega akta iz leta 2004 (v nadaljevanju: UFI) je treba najprej opozoriti, da sicer uporablja termin 'investicijski sklad' (*fundusz inwestycyjny (investment fund)*), a gre za uradno označbo vseh oblik KNP v poljskem pravu, kar posledično pomeni, da se režim zakona uporablja za vse tuje naložbene podjeme, ne glede na pravno obliko, ki imajo značilnosti UCITS in so odprtega tipa.¹³⁸³ Vendar pa tudi UFI, prav tako kot njegov predhodnik, določa, da je investicijski sklad pravna oseba, katere edini namen je kolektivno vlaganje zbranega kapitala.¹³⁸⁴ Jasno je torej, da poljska zakonodaja ustanovitve vzajemnega sklada v smislu ZISDU-1 ne omogoča.

Za razliko od zakona iz leta 1997 opredeljuje UFI le še tri oblike investicijskih skladov:¹³⁸⁵

- odprte investicijske sklade (*otwarte fundusze inwestycyjne (open-end investment funds)*) – gre za običajno obliko korporativnih investicijskih skladov, kjer ima vlagatelj možnost zahtevati odkup enot sklada^{1386, 1387};
- specializirane odprte investicijske sklade (*specjalistyczne fundusze inwestycyjne (specialized open-end investment funds)*) – gre za odprte investicijske sklade, pri katerih se s pravili sklada določi, katere skupine vlagateljev so lahko imetniki enot (npr. le pravne osebe, posamezniki z enkratnim vložkom določene višine ipd.)^{1388, 1389};
- zaprte investicijske sklade (*zamknięte fundusze inwestycyjne (closed-end investment fund)*) – z enotami teh se lahko trguje na organiziranem trgu, ni pa to nujno^{1390, 1391}.

Specializirani zaprti ter mešani investicijski skladi (*mieszane fundusze inwestycyjne (mixed investment funds)*), ki jih je kot obliko skladov opredeljeval zakon iz leta 1997, so se morali preoblikovati do 1. julija letos, tj. v enem letu od uveljavljivte UFI.¹³⁹² Je pa UFI še obdržal razlikovanje med enotami udeležbe (*participation units*), ki niso vrednostni papirji ter jih

¹³⁸² URL: <http://www.stfi.com.pl/en/index.php?page=g2>. O spremembah ureditve in sprejetih podzakonskih aktih s ciljem harmonizacije s pravom EU podrobno: The Polish Securities and Exchange Commission (2005) *Annual Report 2004*. 39-42. URL: http://www.kpwig.gov.pl/pdf/report_2004.pdf.

¹³⁸³ Lahko gre za »...fund, corporation, partnership, trust or pool of assets...« (K. Konarski, Marketing Foreign Investment Funds In Poland Under The New Investment Funds Law. *World Securities Law Report*. URL: <http://subscript.bna.com/SAMPLES/wsl.nsf/0/09236916aeea8f4385256fc50055a4d3?OpenDocument>.)

¹³⁸⁴ Člen 3/I. UFI.

¹³⁸⁵ Člen 14/III. UFI.

¹³⁸⁶ Člena 82/I. in 89/I. UFI.

¹³⁸⁷ 82.-111. člen UFI.

¹³⁸⁸ Glej predvsem 113/I. in III. UFI-

¹³⁸⁹ 112.-116. UFI.

¹³⁹⁰ Člen 117/I. UFI.

¹³⁹¹ 117.-157. člen UFI.

¹³⁹² 321. člen UFI.

izdajajo odprtih in specializiranih odprtih skladov, ter investicijskimi certifikati (*investment certificates*), ki so vrednostni papirji in jih izdajajo zaprti skladi.¹³⁹³

Sicer pa je opredelil UFI tudi nekatere nove pojavnne oblike skladov, kot so osnovni (*basic funds*) in povezani skladi (*linked funds*),¹³⁹⁴ skladi denarnega trga,¹³⁹⁵ portfeljski skladi (*portfolio funds*),¹³⁹⁶ skladi listinjenja (*securitization funds*),¹³⁹⁷ skladi zasebnega premoženja (*private asset funds*)¹³⁹⁸ in pa skladi z ločenimi pod-skladi (*investment funds with segregated sub-funds*).¹³⁹⁹ Predvsem slednji so zanimivi, saj gre za 'organizacijske enote' sklada, za katere veljajo različne investicijske politike, predvsem pa ti pod-skladi nimajo pravne osebnosti.¹⁴⁰⁰

Zanimivi tudi zato, ker bi lahko zadnje navedeno dejstvo privedlo do vlečenja vzporednic z institutom vzajemnega sklada v slovenskem pravu. Res je, da uživa pod-sklad relativno samostojnost od samega sklada,¹⁴⁰¹ a je razlog, da ne moremo govoriti o vzajemnem skladu v tem, da ni pogodbenega odnosa med upravljavcem pod-sklada (ki je tudi upravlavec sklada) in vlagatelji. Tudi niso vlagatelji lastniki sorazmerne dela portfelja pod-sklada, pač pa je lastnik sklad, katerega delničarji so vlagatelji s svojimi vložki.

Sicer pa zakon določa, da upravlja investicijske sklade družba za upravljanje (*towarzystwo funduszy inwestycyjnych (management company)*),¹⁴⁰² ki mora biti v obliki delniške družbe (*spółka akcyjna*),¹⁴⁰³ določiti pa mora tudi depozitarja.¹⁴⁰⁴ Izpolnitev teh in drugih zahtev nadzoruje, predvsem v okviru postopkov izdaje dovoljenj, Komisija za vrednostne papirje in borzo (*Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (Securities and Exchange Commission)*).¹⁴⁰⁵

¹³⁹³ ECB (2003) *Money, Banking and Financial Market Statistics in the Accession Countries*. 222. URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/mbsacmanual2003v2en.pdf>; v povezavi s, primeroma, členom 8/I. UFI.

¹³⁹⁴ 170.-177. člen UFI. Osnovni sklad lahko prodaja svoje enote le vnaprej določenim skladom, ustanovljenim s strani iste družbe za upravljanje, povezani pa lahko ravno tako kupujejo le enote osnovnega sklada (170/I. in II.).

¹³⁹⁵ 178. člen UFI. Sklad denarnega trga je lahko le sklad odprtrega tipa (člen 178/I. UFI).

¹³⁹⁶ 179. člen UFI. Gre za zaprte sklade s posebej določeno sestavo portfelja. Lahko gre za portfelj, ki je sestavljen na podlagi indeksa (indeksni portfelj) ali pa na podlagi določb pravil sklada (osnovni, bazni portfelj).

¹³⁹⁷ 183.-196. člen UFI. Sklad listinjenja je lahko le sklad zaprtega tipa (člen 183/I. UFI).

¹³⁹⁸ 197.-199. člen UFI. Vsaj 80 odstotkov naložb (zaprtega ali specializiranega odprtrega) sklada praviloma ne sme biti sestavljen iz instrumentov denarnega trga ali vrednostnih papirjev, ki so predmet javnega trgovanja (člen 196/I. UFI).

¹³⁹⁹ 159.-169. UFI.

¹⁴⁰⁰ 159/I. in III. UFI.

¹⁴⁰¹ Glej, primeroma, člena 161/I. in 162/I.(2) UFI. Določba slednjega tako pravi: »*the fund shall sell and redeem the units in the sub-funds at the price which results from the division of the net asset value of each of the sub-funds by the number of units in that sub-fund established on the basis of the sub- register of the investors in that sub-fund on the day of the valuation.*«

¹⁴⁰² Člen 4/I. UFI.

¹⁴⁰³ Člena 2/III. in 38/I. UFI.

¹⁴⁰⁴ 71.-81. člen UFI.

¹⁴⁰⁵ Podrobneje 219.-237. člen UFI ter URL: http://www.kpwig.gov.pl/f1b3_ang.htm.

5.19.3 Stanje na trgu

Kakor je razvidno iz prejšnjih izvajanj, so se na Poljskem v zadnjih 15 letih dogajale precejšnje spremembe pravnega okvira investicijskih skladov, kar pa kaže tudi na stremenje k napredku tega segmenta kapitalskega trga ter na njegovo relativno pomembnost. Nazoren je podatek, da so upravliali poljski skladi ob koncu prvega četrletja letošnjega leta skoraj 10 milijard evrov (tabela 37),¹⁴⁰⁶ to pa je več kot madžarski in češki skupaj, ali, še bolje, kar petkrat toliko kot slovaški investicijski skladi.¹⁴⁰⁷ Seveda ne gre zanemariti razlike v številu prebivalcev, a kljub temu tovrsten podatek priča o relativno razvitem trgu.

Tabela 37: Sredstva poljskih odprtih investicijskih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v milijonih EUR).¹⁴⁰⁸

delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	uravnoteženi /mešani skladi ¹⁴⁰⁹	drugi skladi ¹⁴⁰⁹	skupaj
31.12. 2004 ¹⁴¹⁰	2.961,9	2.943,1	1.329,1	1.500,7	513,3
31.03. 2005 ¹⁴¹¹	3.190,0	3.541,4	1.378,4	1.545,8	437,2
30.06. 2005 ¹⁴¹²	3.270,9	4.019,5	1.535,4	1.606,8	737,1

Vir: STFIwP,¹⁴¹³ Polish Ministry of Finance, lastni izračuni.

Premoženje v posameznih vrstah skladov je, v primerjavi z nekaterimi drugimi državami, dokaj enakomerno porazdeljeno, saj na noben tip sklada ne odpade več kot 40 odstotni delež. Trend kaže, da bi to v bližnji prihodnosti lahko uspelo obvezniškim skladom.

¹⁴⁰⁶ Infra, sprotnejna opomba 1408.

¹⁴⁰⁷ URL: http://www.ici.org/pdf/ww_03_05_sup_tables.pdf. Med temi in podatki, navedenimi v tabeli 37, prihaja do manjših odstopanj, razlog pa je v tem, da ICI v skupne vsote ni vključil podatkov za sklade skladov.

¹⁴⁰⁸ Skladi skladov so že vključeni. Izračun sem opravil z upoštevanjem menjalnih tečajev poljske Narodne banke za poljski zlot (PLN) z dne 31.12. 2004: EUR/PLN = 4,0790, z dne 31.3. 2005: EUR/PLN = 4,0401 ter z dne 30.6. 2005: EUR/PLN = 4,0401. (URL: <http://www.nbp.pl/Kursy/TabArchEn.aspx?n=a063z050331>).

¹⁴⁰⁹ Gre za sklade, ki glede na naložbeno politiko oziroma sestavo portfelja ter izoblikovane kriterije niso mogli biti uvrščeni v nobeno od prej navedenih kategorij. (URL: <http://www.stfi.com.pl/index.php?page=r1>.) Sam menim, da bi bili glede na to lahko uvrščeni v kategorijo mešanih skladov, a sem ostal pri uradni klasifikaciji.

¹⁴¹⁰ T. Publicewicz (2005) *Aktywa funduszy inwestycyjnych : grudzień 2004*. 1. URL:

http://www.stfi.com.pl/raporty/2004_12_FUNDskaner_aktywa_tfi.pdf.

¹⁴¹¹ Sicer mi je Jarosław Parczewski (*infra*, osebni viri) posredoval podatke tudi za marec 2005, a je prišlo najverjetneje do napake pri prepisu, saj je bila dejanska vsota vrednosti posameznih kategorij višja od že 'izračunane' vsote. Ker pa je bila slednja identična v poročilu o stanju na trgu za leto 2005 (T. Publicewicz (2005) *Aktywa funduszy inwestycyjnych : marzec 2005*. 1. URL: <http://www.stfi.com.pl/Raport.pdf>), sem sklepal, na napako v vrednostih posameznih kategorij, tako da sem napravil nov izračun s pomočjo legende (URL: <http://www.stfi.com.pl/index.php?page=r1>) in na podlagi podatkov iz omenjenega poročila.

¹⁴¹² Jarosław Parczewski, Polish Ministry of Finance (*infra*, osebni viri).

¹⁴¹³ Obe zgoraj omenjeni poročili Publicewicza sta narejeni za in objavljeni na spletnih straneh Poljskega združenja družb za upravljanje (*Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce* (STFIwP), zato navajam na tem mestu kot vir kar STFIwP in ne obeh publikacij (*supra*, sprotnejna opombi 1410 in 1411)).

Sicer pa je ob pogledu na sredstva v upravljanju od začetka 90. let pa do danes,¹⁴¹⁴ moč opaziti predvsem nenaden zasuk navzgor ob prelomu tisočletja. Za ponazoritev: leta 2000 je bilo na poljskem trgu približno 90 investicijskih skladov,¹⁴¹⁵ danes pa jih je že skoraj enkrat več (tabela 38)¹⁴¹⁶.

Tabela 38: Število poljskih investicijskih skladov.¹⁴¹⁷

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	uravnoteženi/ mešani skladi	zaprti skladi	skupaj
31.12. 2003	28	31	23	30	16	128
31.12. 2004	28	44	24	34	20	150
30.06. 2005 ¹⁴¹⁸	NP	NP	NP	NP	29	174

Vir: Polish Ministry of Finance,¹⁴¹⁹ PSEC.

A pravo sliko razcveta trga da šele podatek, da je omenjenih nekaj manj kot 90 skladov ob koncu leta 2000 upravljal 1.700 milijonov evrov,¹⁴²⁰ kar je skoraj sedemkrat manj kot sredi letošnjega leta. Ong in Amadou¹⁴²¹ pojasnjujeta omenjeno rast z uvedbo t.i.m. Belka davka¹⁴²², tj. davka na bančne depozite, ki naj bi povzročil prenos sredstev varčevalcev v druge finančne instrumente, v veliki meri tudi investicijske skладe. Seveda pa sta imela svojo pomembno vlogo, že po naravi stvari, tudi splošna rast kapitalskih trgov¹⁴²³ in pa nižanje obrestnih mer.¹⁴²⁴

¹⁴¹⁴ URL: <http://www.kpwig.gov.pl/images/wyk7.jpg>.

¹⁴¹⁵ URL: <http://www.kpwig.gov.pl/images/wyk6.jpg>.

¹⁴¹⁶ Seznam trenutno delujočih skladov je na URL: <http://www.stfi.com.pl/en/klasyfikacja.pdf>, njihovih upravljavcev, tudi tujih, pa na URL: <http://www.stfi.com.pl/en/index.php?page=m4&slo>.

¹⁴¹⁷ Zaradi neobstoja novejših podatkov sem vključil tudi tiste za konec leta 2003, za ponazoritev pa tudi število poljskih zaprtih investicijskih skladov. Skladi skladov so vključeni.

¹⁴¹⁸ Mirosław Kachniewski, The Polish Securities and Exchange Commission (*infra*, osebni viri). Po njegovih besedah ima trenutno 20 upravljavcev na skrbi 174 investicijskih skladov: 123 odprtih investicijskih skladov, 21 specializiranih odprtih, 29 zaprtih ter enega mešanega, ki pa se nahaja v postopku likvidacije. Pojasnil je tudi, da podrobnih statistik po posameznih oblikah skladov ni.

¹⁴¹⁹ *Supra*, sprotna opomba 1412.

¹⁴²⁰ Na URL: http://www.gpw.com.pl/zrodla/gpw/raport2000/inwestorzy_a.html je podatek o 6,5 milijardah zlotov, kar sem pretvoril po srednjem tečaju poljske Narodne banke z dne 31.12. 2000 (URL: <http://www.nbp.pl/kursy/archiwum/2000.xls>).

¹⁴²¹ L.L. Ong, S. Amadou (2004) *The Role of Mature Market Mutual Funds in Emerging Markets: Myth or Mayhem?*. 7-8, razpredelnica 1A. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04133.pdf>.

¹⁴²² Ime je dobil po poljskem ministrskem predsedniku Mareku Belki, pod katerega vlado je bil davek tudi uveden.

¹⁴²³ Konkretno za leto 2003. (URL: <http://www.stfi.com.pl/en/index.php?page=g2>.)

¹⁴²⁴ Fitch (200?) *Securitization in Poland*. 4. URL:
http://www.fitchpolska.com.pl/raporty/Securitisation_in_Poland.pdf.

5.20 Portugalska

5.20.1 Razvoj

Z investicijskimi skladi, kakršne poznajo v osnovi še danes, so se na Portugalskem srečali leta 1986,¹⁴²⁵ torej v letu vključitve v EU¹⁴²⁶, vendar pa pravni viri iz prvega obdobja niso javno dostopni. Tako je prvi akt, za katerega sem dejansko zasledil,¹⁴²⁷ da je določil pravni okvir investicijskih skladov, dekret z zakonsko močjo št. 276/94 (*Decreto-Lei nº 276/94 (Decree-Law no. 276/94)*) z dne 2. novembra 1994¹⁴²⁸, ki je med drugim portugalskim investicijskim skladom omogočil tudi dostop do mednarodnih trgov.¹⁴²⁹

Prva zelo pomembna sprememba navedenega okvira datira v leto 1996, ko je bila skladom dovoljena uporaba nekaterih tehnik oziroma instrumentov zavarovanja pred tveganji (*hedging*),¹⁴³⁰ omogočeno pa je bilo tudi ustanavljanje krovnih skladov (*umbrella funds*).¹⁴³¹ Leto kasneje je prineslo 'revolucionarno' spremembo, ki je dokončno naznanila vstop v obdobje informatizacije: družbe za upravljanje so bile z navodilom Komisije za vrednostne papirje (*Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (Portuguese Securities Market Commission)*)¹⁴³² št. 97/1 (*Instruction no. 97/1*) zavezane k dostavi mesečnih popisov (bilanc) stanja na disketi, tj. na elektronskem nosilcu podatkov.¹⁴³³ Že leto kasneje so lahko investicijski skladi izvajali tudi *repo*, tj. transakcije začasnega nakupa in prodaje, ter vstopali v posojilna razmerja, kljub temu pa so se tega le malo posluževali.¹⁴³⁴

¹⁴²⁵ Portuguese Securities Market Commission (1998) *The evolution of Mutual Funds Industry*. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/brochuras/fundos97_eng/2.asp.

¹⁴²⁶ A. M. Mateus (2001) *Portugal's Accession and Convergence Towards the European Union. I.* URL: <http://fesportal.fes.de/pls/portal30/docs/FOLDER/POLITIKANALYSE/COHMATEUS.PDF>.

¹⁴²⁷ Pri poskusu predstavitev zakonodajnega vidika razvoja področja investicijskih skladov na Portugalskem, sem bil prisiljen črpati (skope) podatke iz poročil o normodajni aktivnosti portugalske Komisije za vrednostne papirje (CMVM), polnih nazivov veljavnih pravnih aktov in pa njihovih končnih in prehodnih določb, saj besedila starejših aktov niso prevedena, še pogosteje pa sploh niso na voljo.

¹⁴²⁸ 3. člen dekreta z zakonsko močjo 252/2003. Kot že rečeno, (prevedena) besedila starejših aktov niso dostopna.

¹⁴²⁹ *Supra*, sprotna opomba 1425.

¹⁴³⁰ Gre za uredbo (*Regulation*) 96/14. (Portuguese Securities Market Commission (1997) *Annual Report 1996*. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/relatorios/rel1996/annual_report/part1_5_52.asp; URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/relatorios/rel1996/annual_report/part2_9.asp.)

¹⁴³¹ Portuguese Securities Market Commission (1997) *Annual Report 1996*. URL:

http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/relatorios/rel1996/annual_report/part2_9.asp

¹⁴³² Pri tem seveda ne gre za dosledni prevod regulatorjevega imena, a ga v svojih publikacijah in spletnih straneh v tej obliki uporablja on sam.

¹⁴³³ Portuguese Securities Market Commission (1998) *Annual Report 1997*. URL:

http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/relatorios/rel1997/rel1997_en/UK-P2-9.asp

¹⁴³⁴ Portuguese Securities Market Commission (1999) *Annual Report 1998*. URL:

http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/relatorios/rel1998/rel1998_en/p1_61i.asp

Drugače pa je bilo z, tudi takrat omogočenim, vlaganjem v izvedene finančne instrumente, saj je bil trg v letu 1998 zelo volatilen, tj. nestanoviten.¹⁴³⁵

Istega leta je začel regulator s pripravo novega pravnega okvirja, ki naj bi nadomestil tistega iz leta 1994, delo pa je temeljilo na primerjalni analizi industrije v nekaterih reprezentativnih državah ter na pričakovanih spremembah UCITS direktiv.¹⁴³⁶ Štirje glavni cilji CMVM so bili: povečanje mednarodne konkurenčnosti portugalskih upravljavcev premoženja z omogočanjem in spodbujanjem njihove inovativnosti, povečanje kakovosti in obsega javnega objavljanja informacij ter okrepitev mehanizmov zaščite vlagateljev, predvsem na področju revizorskega dela.¹⁴³⁷ Končni izdelek je bil v parlament poslan že zgodaj spomladi leta 1999, sprejet pa 13. avgusta v obliki dekreta z zakonsko močjo št. 323/99 (*Decree-Law no. 323/99*).¹⁴³⁸

V celoti gledano je omenjeni akt predvsem v veliki meri poenostavil postopek ustanavljanja in tudi postopke preoblikovanja pravne oblike obstoječih investicijskih skladov. Vse to se je kmalu začelo odražati v začetih postopkih za vstop harmoniziranih investicijskih skladov v korporativni obliki (SICAV) na portugalski trg, pa tudi v postopkih za ustanovitev skladov tveganega kapitala (*venture funds*).¹⁴³⁹

Vse do leta 2002 je slonela ureditev investicijskih skladov na že omenjenem dekreту iz leta 1999,¹⁴⁴⁰ čeprav je bil predvsem regulator v vmesnem obdobju zelo aktiven tudi pri uvajanju novih produktov (npr. indeksni, zajamčeni (*guaranteed*)¹⁴⁴¹ ter skladi listinjenja¹⁴⁴²).¹⁴⁴³ 20.

¹⁴³⁵ *Ibidem*.

¹⁴³⁶ *Supra*, sprotna opomba 1434.

¹⁴³⁷ *Ibidem*.

¹⁴³⁸ Portuguese Securities Market Commission (2000) *Annual Report 1999*. URL:

http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/relatorios/rel1999/rel1999_en/anexe_c.asp.

¹⁴³⁹ *Ibidem*.

¹⁴⁴⁰ Portuguese Securities Market Commission (2003) *Annual Report 2002*. 89, 103. URL:

http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/relatorios/rel2002/RA2002Ing.pdf.

¹⁴⁴¹ Za veljavno opredelitev glej 81. člen dekreta št. 252/2003 (podrobnejše *infra*).

¹⁴⁴² Podrobnejše: M. C. Pereira, I. B. Mendes, Portugal: A New Era for Securitization. *International Financial Law Review: Yearbook 2002*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=16386&SID=514966>.

¹⁴⁴³ Relevantni pravni akti CMVM in njihov predmet urejanja na podlagi pravnega okvira uredbe z zakonsko močjo št. 323/99: Uredba št. 15/99 z dne 29.11. 1999 (izvleček prospakta); uredba št. 16/99 z dne 14.10. 1999 (metode izračuna vrednosti instrumentov v portfelju sklada in samih enot); uredba št. 20/99 z dne 21.12. 1999 (pravila beleženja transakcij z vrednostnimi papirji zunaj organiziranih borz); uredba št. 21/99 z dne 21.12. 1999 (omogočila večjo fleksibilnost pri izboru investicij in njihovega deleža v portfelju, tudi uporabo izvedenih finančnih instrumentov); uredba št. 24/9 z dne 6.1. 2000 (pravila vlaganja v enote drugih kolektivnih naložbenih podjemov); uredba 19/2000 z dne 7.4. 2000 (združevanje investicijskih skladov vrednostnih papirjev); uredba št. 20/2000 z dne 26.6. 2000 (razkritje podatkov o meritvah dobička kolektivnih naložbenih podjemov); uredba št. 3/2001 z dne 12.5. 2001 (objava sestave portfelja investicijskega sklada vrednostnih papirjev); uredbi št. 1/2002 in št. 2/2002 (možnost za delovanje kreditnih skladov listinjenja (*credit securitization funds*) in pravila njihovega računovodstva); uredba št. 3/2002 (ocenjevanje skladov vrednostnih papirjev); uredba št. 4/2002 z dne 9.2. 2002 (ureditev indeksnih, ETF in zajamčenih skladov (*guaranteed funds*); uredba št. 14/2002 (obveščanje CMVM o izvajaju glasovalnih pravic izhajajočih iz imetništva vrednostnih papirjev); Uredba 5/2003 (spremembe glede ETF skladov); uredba 6/2003 (spremembe uredbe 4/2002); uredba 12/2003 (določitev vrednosti delov premoženja skladov tveganega kapitala in poročanje CMVM); uredba 13/2003 (vodenje računov v skladih tveganega kapitala); uredba 14/2003 (prospekti sklada tveganega kapitala); uredba 15/2003 (podrobna ureditev

marca 2002 je bila nato najprej izdana uredba z zakonsko močjo št. 60/2002 (*Decree-Law no. 60/2002*), ki je stopila na mesto uredbe z zakonsko močjo št. 294/95¹⁴⁴⁴ ter s tem na novo uredila nepremičinske investicijske sklade,¹⁴⁴⁵ začelo pa se je tudi skupno delo CMVM in portugalske Narodne banke na osnutku nove ureditve za investicijske sklade vrednostnih papirjev (*securities investment funds*). Pri slednjem se je izhajalo iz novosti direktiv 2001/107/ES in 2001/108/ES (UCITS III)¹⁴⁴⁶ in potrebe po njenem prenosu v portugalski pravni red, posledično pa je osnutek vseboval tudi predlog sprejema UCITS v korporativni obliki v nacionalno pravo.¹⁴⁴⁷ Kot rezultat tega dela je bil 18. oktobra objavljen dekret z zakonsko močjo št. 252/2003 (*Decreto-Lei nº 252/2003 (Decree-Law no. 252/2003)*), ki je oblikoval pravni okvir kolektivnih investicijskih shem,¹⁴⁴⁸ kakršnega imajo na Portugalskem še danes. Poleg dekreta je k novi ureditvi prispevala še isti dan objavljena uredba št. 9/2003 (*Regulation no. 9/2003*)¹⁴⁴⁹, ki je opredelila novo kategorijo investicijskih skladov, in sicer posebne investicijske sklade ((FEI) (*Fundos Especiais de Investimento (special investment funds)*)).¹⁴⁵⁰ Gre za investicijske sklade, ki vlagajo tudi v druge oblike premoženja poleg vrednostnih papirjev, predvsem v ne-finančno premoženje,¹⁴⁵¹ kar naj bi omogočalo več inovativnosti upravljavcem¹⁴⁵² in s tem seveda tudi možnosti vlagateljem. Ob posebnih skladih so se leta 2004¹⁴⁵³ pojavili tudi t.i.m. prilagodljivi skladi (*flexible funds*) in nova kategorija nepremičinskih, posebni nepremičinski skladi (*special real estate funds*),¹⁴⁵⁴ ob tem pa pozna jo na Portugalskem še t.i.m. osebne delniške načrte (*personal equity plans*, tudi

in opredelitev KNP); uredba 16/2003 (računi kolektivnih investicijskih shem). (Vir: priloge k in sama letna poročila regulatorja 1999-2004 (podrobnejše *infra*, seznam literature).)

¹⁴⁴⁴ Decree-Law no. 294/95, of 17 November, amended by Decree-Law no. 323/97, of 26 November.

¹⁴⁴⁵ *Supra*, sprotna opomba 1440, 140, 145.

¹⁴⁴⁶ URL:

http://www.cmvm.pt/legislacao_regulamentos/legislacao_complementar/gestao_activos/org_invest_c_olectivo/index.asp.

¹⁴⁴⁷ *Supra*, sprotna opomba 1440, 124.

¹⁴⁴⁸ Portuguese Securities Market Commission (2004) *Annual Report 2003*. 109. URL:

http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/relatorios/rel2003/RA2003Ing.pdf.

¹⁴⁴⁹ CMVM Regulation No. 9/2003 on Special Investment Funds, *Diário da Repúblíca* (the Official Gazette) - II Série - 17/10/2003 (CMVM's Bulletin No 126 – October 2003). URL:

http://www.cmvm.pt/english_pages/legislacao_regulamentos/legislacao/regulamentos_da_cmvm/2003/reg2003_09.asp.

¹⁴⁵⁰ *Ibidem*, 108, 130.

¹⁴⁵¹ *Ibidem*, 85.

¹⁴⁵² Portuguese Securities Market Commission (2005) *Annual Report 2004*. 84. URL:

http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/relatorios/rel2004/RA2004Ing.pdf.

¹⁴⁵³ *Ibidem*, 72, 75.

¹⁴⁵⁴ *Ibidem*, 11-12.

*equity savings funds*¹⁴⁵⁵) in pokojninske načrte (*retirement plans*), ki so posebna vrsta investicijskih skladov, v katere vlaganje omogoča vlagateljem določene davčne ugodnosti.¹⁴⁵⁶

5.20.2 Veljavna ureditev

Pravni temelj sprejemanju uredb s področja kolektivnih naložbenih podjemov (KNP) daje regulatorju (CMVM) Zakonik o vrednostnih papirjih (*Código dos Valores Mobiliários (Securities Code)*)¹⁴⁵⁷,¹⁴⁵⁸ ki ga med drugim pooblašča tudi za nadzor nad temi podjemi.¹⁴⁵⁹ S 1. januarjem 2004 in uzakonitvijo regulatorjevega dekreta z zakonsko močjo št. 252/2003¹⁴⁶⁰ (v nadalje: dekret 252) se je tako portugalski pravni red prilagodil zahtevam UCITS III oziroma se, kakor je to označil sam regulator, uveljavil »inovativen pravni sistem« KNP in njihovih družb za upravljanje.¹⁴⁶¹ Vendar pa vse novosti UCITS III niso tudi novosti na portugalskem trgu: že dekret z zakonsko močjo št. 323/99 z dne 13. avgusta 1999 je namreč določal, da se enote domačih investicijskih skladov prodajajo na podlagi izvlečka prospekta (*simplified prospectus*).¹⁴⁶²

Dekret 252 opredeljuje kategorijo kolektivnih naložbenih podjemov (*collective investment undertaking* (CIU)) kot institucije, pravne osebe ali ne (»*legal entities or otherwise*«), katerih cilj je kolektivno vlaganje v javnosti, prek javnih ponudb zbranih sredstev, in katerih delovanje je podvrženo načelu razpršitve tveganja in zaščiti izključnega¹⁴⁶³ interesa vlagateljev.¹⁴⁶⁴ V nadaljevanju opredeli najprej CIU, ki vlagajo v vrednostne papirje, kot UCITS oziroma investicijske sklade vrednostnih papirjev (*securities investment funds*) – med temi posebej še harmonizirane UCITS – nato pa določi, da bodo posamezne oblike CIU

¹⁴⁵⁵ Pedro Luis Tomas, Bank of Portugal (podrobneje *infra*, osebni viri).

¹⁴⁵⁶ *Supra*, sprotna opomba 1425.

¹⁴⁵⁷ Sprejet z dekretom z zakonsko močjo št. 486/99 z dne 13.11. 1999, spremenjen z dekreti z zakonsko močjo št. 61/2002 z dne 20.3. 2002, št. 38/2003 z dne 8.3. 2003, št. 107/2003 z dne 4.6. 2003, št. 183/2003 z dne 19.8. 2003 in št. 66/2004 z dne 24.3. 2004. Povezave do posameznih poglavljev v angleščini so na voljo na URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/legislacao_regulamentos/legislacao/codigo_dos_valores_mobiliarios/index.asp.

¹⁴⁵⁸ Člen 353/I.(b), primeroma tudi 34/II. Zakonika o vrednostnih papirjih in pa člen 1/VIII. dekreta 252.

¹⁴⁵⁹ Člen 363/I.(b) Zakonika o vrednostnih papirjih.

¹⁴⁶⁰ Decree-Law No. 252/2003 of 17 October. Besedilo v portugalskem jeziku je na voljo na URL:

http://www.cmvm.pt/legislacao_regulamentos/legislacao/legislacao_complementar/gestao_activos/org_invest_colectivo/DLn252_2003.pdf, v angleškem pa na URL:

http://www.cmvm.pt/english_pages/legislacao_regulamentos/legislacao/legislacao_complementar/gestao_activo_s/org_invest_colectivo/DLn252_2003.pdf.

¹⁴⁶¹ *Supra*, sprotna opomba 1448, 11-12, 73.

¹⁴⁶² Uvodno pojasnilo k dekretu z zakonsko močjo 252/2003.

¹⁴⁶³ S formulacijo »*protection of the exclusive interest of investors*«, je želel regulator, po mojem mnenju, poudariti primarnost vlagateljevega interesa.

¹⁴⁶⁴ Člen 1/II. dekreta 252.

urejali posebni akti.¹⁴⁶⁵ Poleg UCITS so kot posebne oblike CIU našteti še skladi tveganega kapitala, skladi prestrukturiranja in internacionalizacije, nepremičninski skladi, skladi listinjenja in pokojninski skladi.¹⁴⁶⁶

Dekret tako, zavoljo prepričenega urejanja posebnim aktom, opredeljuje CIU le na podlagi dveh splošnih kriterijev, tj. na odprte (*abertos*) in zaprte (*fechados*),¹⁴⁶⁷ ter, kar je za pričajoče izvajanje najbolj pomembno, na investicijske sklade (*fundo de investimento (investment funds)*) in investicijske družbe (za vlaganje v vrednostne papirje) (*securities investment companies*).¹⁴⁶⁸ Slednje so zopet predmet urejanja posebnega akta, medtem ko investicijske sklade opredeljuje kot ločeno premoženje¹⁴⁶⁹, ki pripada imetnikom enot (vlagateljem) v okviru posebnega skupnega režima,¹⁴⁷⁰ iz česar izhaja, da gre za pogodbeni tip investicijskih skladov.¹⁴⁷¹ Posledično to pomeni, da Portugalci sicer poznajo vzajemne sklade, a so ti lahko tako odprti kot zaprti.¹⁴⁷² Značilnost zaprtih CIU je zbor vseh vlagateljev (*unit-holder assembly*) z nekaterimi pomembnimi nalogami.¹⁴⁷³

Precejšne število določb dekreta 252¹⁴⁷⁴ je namenjenih podrobni ureditvi in določitvi omejitve za vlaganje investicijskih skladov, pri čemer pa ni odstopanj od tistih UCITS direktive.

Posebej so pravila vlaganja opredeljena za primer indeksnih¹⁴⁷⁵ in zaprtih investicijskih skladov.¹⁴⁷⁶

Vse oblike investicijskih skladov, torej tudi vzajemne sklade v smislu ZISDU-1, vodi družba za upravljanje investicijskih skladov (*Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento (securities investment fund management company)*), v primeru zaprtega CIU pa kreditna institucija z več kot 7,5 milijonov evrov kapitala.¹⁴⁷⁷ Med dolžnostmi upravljavca je tudi

¹⁴⁶⁵ Člen 1/IV.-VI. dekreta 252. Žal pa večina prevodov teh aktov ni na voljo, zato bo opredelitev pravnega okvira v nadaljevanju bolj splošne narave.

¹⁴⁶⁶ Člen 1/VI. dekreta 252.

¹⁴⁶⁷ 2. člen dekreta 252.

¹⁴⁶⁸ Člen 2/I. dekreta 252.

¹⁴⁶⁹ Termin »standalone assets« opredeljuje 8. člen, in sicer določa, da CIU ni odgovoren za dolgove vlagateljev, družbe za upravljanje, subjektov, ki izvajajo skrbniške ali marketinške aktivnosti, in drugih CIU.

¹⁴⁷⁰ Člen 2/III. in II. dekreta 252. Določbe o upravljavcih vsebujejo 29.-37. člen dekreta 252.

¹⁴⁷¹ Thompson (J. Thompson (2001) *Corporate governance and collective investment instruments*. 14, 39, 50, 64. URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/6/49/1815904.pdf>) pravi celo, da pozna Portugalska le pogodbeno obliko CIU. V zakup je potrebno vzeti dejstvo, da se je medtem (od leta 2001) pravni okvir v mnogočem spremenil, vendar pa obenem drži, da gre pri investicijskih skladih v smislu dekreta 252 resnično za pogodbeno obliko skladov. Kakor pa je bilo rečeno že v uvodu, je bil predlog s strani CMVM v smeri, da se dopusti korporativna oblika, tj. v končni fazi investicijska družba (*securities investment company*) iz 4. člena dekreta 252.

¹⁴⁷² 21.-28. v povezavi z 2. členom dekreta 252.

¹⁴⁷³ 23. člen.

¹⁴⁷⁴ Členi 45.-55. in 59. dekreta 252.

¹⁴⁷⁵ 53. člen dekreta 252.

¹⁴⁷⁶ 54. člen dekreta 252.

¹⁴⁷⁷ Člen 29/I. dekreta 252.

določitev depozitarja (skrbnika)¹⁴⁷⁸, oba subjekta pa sta vlagateljem solidarno (odškodninsko) odgovorna za morebitno škodo, ki bi bila posledica ne-opravljanja njunih dolžnosti.¹⁴⁷⁹

Posebni določbi sta namenjeni tudi t. i. institucijam trženja (*marketing institutions*), ki skrbijo za prodajo enot investicijskih skladov, pri čemer jim je naložena dolžnost, da delujejo v interesu vlagateljev.¹⁴⁸⁰ Institucija, ki izvaja trženje, je lahko upravljaavec, depozitar ali druga institucija z ustrezno licenco CMVM.¹⁴⁸¹

Med splošnimi dolžnostmi upravljavca so tako neodvisno delovanje izključno v interesu vlagateljev, upravljanje premoženja v skladu z načelom razpršitve tveganja in pa tudi sicer ravnanje v skladu z zahtevami skrajne skrbnosti in poklicne ustreznosti.¹⁴⁸²

Med akti, sprejetimi na podlagi že prej omenjenega pooblastila s strani dekreta 252, je med najpomembnejšimi uredba regulatorja št. 15/2003 o kolektivnih naložbenih podjemih (*Regulamento da CMVM n.º 15/2003 (Organismos de Investimento Colectivo)*).¹⁴⁸³ Čeprav ureja omenjena uredba le investicijske sklade pogodbenega nastanka, pa je oblikovana na način, da je moč brez večjih popravkov v pravni red vpeljati tudi pravila za delovanje KNP v korporativni obliki, kakor to določa tretji odstavek 4. člena.¹⁴⁸⁴ Pri tem gre seveda za investicijske družbe,¹⁴⁸⁵ kar pomeni, da v času izdaje uredbe št. 15/2003 portugalska ureditev (še) ni vsebovala določb o investicijskih skladih korporativnega tipa. V dostopnih seznamih veljavne zakonodaje¹⁴⁸⁶ ustreznega akta ni najti, čeprav je bilo že na začetku leta 2003 govora o začeti pripravi akta, ki naj bi uredil dve obliki korporativnih investicijskih skladov: odprtih

¹⁴⁷⁸ 38.-40. člen dekreta 252.

¹⁴⁷⁹ 29/IV. in V. v povezavi z 31. členom dekreta 252.

¹⁴⁸⁰ 41. in 42. člen dekreta 252.

¹⁴⁸¹ Člen 41/I. dekreta 252.

¹⁴⁸² Člen 33/I. in II. dekreta 252. Prvi dve 'dolžnosti' uporabi tudi uredba št. 15/2003 v prvem odstavku 2. člena.

¹⁴⁸³ CMVM Regulation No. 15/2003 on Collective Investment Undertakings, Uradni list (*Diário da República*) II. serija z dne 21.1. 2004 (Bilten CMVM št. 128 - december 2003). Besedilo v portugalščini je na voljo na URL: http://www.cmvm.pt/legislacao_regulamentos/legislacao/regulamentos_da_cmvm/2003/reg2003_15.pdf, v angleščini pa na URL:

http://www.cmvm.pt/english_pages/legislacao_regulamentos/legislacao/regulamentos_da_cmvm/2003/reg2003_15.pdf.

¹⁴⁸⁴ Pojasnilo k uredbi št. 15/2003.

¹⁴⁸⁵ Enako: S. G. Pereira, M. L. Santos, Portugal: New UCITS laws. *International Financial Law Review: International briefings* (maj 2004). URL:

<http://www.iflr.com/default.asp?Page=10&PUBID=33&ISS=12031&SID=512347&ReturnPage=5>.

¹⁴⁸⁶ Primer: URL:

http://www.cmvm.pt/legislacao_regulamentos/legislacao/regulamentos_da_cmvm/oinvestimento_colectivo.asp.

(SICAV) in zaprtih investicijskih družb (SICAF).¹⁴⁸⁷ A ob koncu septembra 2005 omenjeni akt dejansko še ni bil sprejet.¹⁴⁸⁸

Pomembnost uredbe št. 15/2003 pa seveda ne leži v tistem, česar ne ureja, temveč v opredelitvi posameznih kategorij investicijskih skladov. Kakor je namreč zapisano v pojasnilu k samem besedilu, je bila do uveljavitve uredbe klasifikacija investicijskih skladov v rokah posameznih upravljalcev in, posledično, neenotna. V interesu zaščite vlagateljev je tako regulator opredelil kriterije za opredelitev investicijskih skladov kot skladov denarnega trga,¹⁴⁸⁹ obvezniških,¹⁴⁹⁰ delniških¹⁴⁹¹ in uravnoteženih skladov,¹⁴⁹² skladov skladov (*fund UCITS*)¹⁴⁹³ ipd. Poleg tega pa določa uredba tudi, prav tako z namenom zaščite vlagateljev, pogoje za trženje enot skladov preko svetovnega spleta¹⁴⁹⁴ oziroma telefona.¹⁴⁹⁵

5.20.3 Stanje na trgu

Tradicionalno so bili portugalski vlagatelji privrženi varčevanju v obliki bančnih depozitov, a se je začelo v začetku 90. let stanje nagibati v prid investicijskim skladom.¹⁴⁹⁶ Med leti 1992 in 1999 je tako premoženje investicijskih skladov raslo po povprečni letni stopnji nekaj nad 22 odstotkov, čeprav pa je nato v naslednjih dveh letih zašlo v negativno območje (1,4 in 3,1 odstotka) (tabela 39).¹⁴⁹⁷ V zadnjih dveh letih se je trend zopet obrnil navzgor, tako da je rast premoženja skoraj devet odstotna.¹⁴⁹⁸

¹⁴⁸⁷ S. G. Pereira, Securities investment companies. *International Financial Law Review: International briefings* (marec 2003). URL:

<http://www.iflr.com/default.asp?Page=10&PUBID=33&ISS=12017&SID=511750&ReturnPage=5>.

¹⁴⁸⁸ Moje predvidevanje sta potrdila Rita Oliveira Pinto, Linklaters Portugal, ter João Moraes Sarmento, F. Castelo Branco & Associados (*infra*, osebni viri).

¹⁴⁸⁹ 5. člen uredbe št. 15/2003 (vsaj 85 odstotkov vrednosti portfelja morajo ves čas sestavljati instrumenti z rokom zapadlosti krajšim od enega leta).

¹⁴⁹⁰ 6. člen uredbe št. 15/2003 (vsaj 2/3 premoženja morata biti (ne)posredno vloženi v obveznicah).

¹⁴⁹¹ 7. člen uredbe št. 15/2003 (vsaj 2/3 premoženja morata biti (ne)posredno vloženi v delnicah).

¹⁴⁹² 8. člen uredbe št. 15/2003 (sestava portfelja ne ustrezajo opredelitvam drugih oblik skladov).

¹⁴⁹³ 9. člen uredbe št. 15/2003 (vsaj 2/3 premoženja morata biti (ne)posredno vloženi v enotah drugih CIU).

¹⁴⁹⁴ 73. člen uredbe št. 15/2003. Podrobno o uvajanju spletnih tehnologij na področje finančnih storitev na Portugalskem: F. Azofra, Providing financial services over the internet. *International Financial Law Review: Supplement*. URL:

<http://www.iflr.com/?Page=17&PUBID=213&ISS=16421&SID=519816&SM=&SearchStr=Portugal%20investment%20fund>.

¹⁴⁹⁵ 74. člen uredbe št. 15/2003.

¹⁴⁹⁶ Portuguese Securities Market Commission (1998) *Funds Industry versus Finance System*. URL:

http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/brochuras/fundos97_eng/3.asp.

¹⁴⁹⁷ Izračun je bil narejen s pomočjo podatkov iz letnih poročil CMVM za leta 1998-2004 (*infra*, seznam literature) in podatkov za leta 1992-1997 iz publikacije *The evolution of Mutual Funds Industry* (*supra*, sprotnejša opomba 1425).

¹⁴⁹⁸ *Ibidem*.

Tabela 39: Delež posameznih vrst portugalskih harmoniziranih (odprtih) investicijskih skladov (v odstotkih) in njihovo skupno premoženje (v milijardah PTE).¹⁴⁹⁹

	1997 ¹⁵⁰⁰	1998 ¹⁵⁰¹	1999 ¹⁵⁰²	2000 ¹⁵⁰³	2001 ¹⁵⁰⁴
delniški ¹⁵⁰⁵	16,09	18,10	22,77	25,87	19,34
obvezniški ¹⁵⁰⁶	74,48	64,77	63,02	59,02	69,80
mešani	9,43	17,13	14,21	15,11	10,86
prenoženje skupaj	2.036	2.370	10.770	9.659	9.263

Vir: CMVM, lastni izračuni.

Sicer pa je treba v zvezi z vsemi navedenimi podatki opozoriti, da na Portugalskem v okviru dostopnih statističnih podatkov ne razlikujejo posebni kategoriji odprtih in zaprtih investicijskih (vzajemnih) skladov.¹⁵⁰⁷ Vendar pa naj bi bili vsi skladi denarnega trga, skladi zakladnic (*treasury funds*), osebni delniški načrti, pokojninski skladi in pa skladi skladov odprtrega tipa.¹⁵⁰⁸ Ob (dejanskem) neobstoju korporativne oblike pa to pomeni tudi, da so vsi ti skladi vzajemni skladi v smislu ZISDU-1. Vseh odprtih vzajemnih skladov je bilo tako ob koncu lanskega leta 223, od tega 14 nepremičninskih,¹⁵⁰⁹ razporeditve po posameznih vrstah skladov pa žal ni na voljo, tako da je moč reči le, da je septembra 2005 na portugalskem trgu delovalo 52 delniških,¹⁵¹⁰ 44 obvezniških,¹⁵¹¹ 15 uravnoteženih¹⁵¹² in pa trije investicijski skladi denarnega trga^{1513, 1514}.

¹⁴⁹⁹ Regulatorjeva letna poročila vsebujejo sicer precej podrobne in novejše podatke, a tam ni ločitve med odprtimi in zaprtimi skladi (glej, primeroma: *supra*, sprotnejša opomba 1434).

¹⁵⁰⁰ *Supra*, sprotnejša opomba 1425.

¹⁵⁰¹ Portuguese Securities Market Commission (1999) *The evolution of Mutual Funds Industry*. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/brochuras/fundos98_eng/3.asp.

¹⁵⁰² Portuguese Securities Market Commission (2000) *The evolution of Mutual Funds Industry*. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/brochuras/fundos99_eng/3.asp.

¹⁵⁰³ Portuguese Securities Market Commission (2001) *The evolution of Mutual Funds Industry*. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/brochuras/fundos2000_eng/III.asp.

¹⁵⁰⁴ Portuguese Securities Market Commission (2002) *The evolution of Mutual Funds Industry*. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/brochuras/fundos2001_eng/III.asp. Dokument navaja sicer podatke, po katerih naj bi bilo v obvezniških skladih skoraj 20, v delniških pa skoraj 70 odstotkov premoženja. Glede na stanje v preteklih letih in pa dejstvo, da se je absolutna vrednost sredstev v upravljanju celo zmanjšala, sem sklepal, da gre za napako pri zapisu, zato sem oba 'napačno pripisana' podatka zamenjal.

¹⁵⁰⁵ Iz navedenih virov izhaja, da so med delniškimi tisti skladi, ki imajo v delnicah vsaj dve tretjini premoženja.

¹⁵⁰⁶ Iz navedenih virov izhaja, da so med obvezniškimi tisti skladi, ki imajo v obveznicah vsaj polovico premoženja, v delnice pa sploh ne vlagajo.

¹⁵⁰⁷ Sérgio Brito, Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios. Po njegovih besedah velja to tako za Združenje upravljalcev premoženja, katerega predstavnik je, kot tudi za CMVM.

¹⁵⁰⁸ Pedro Luis Tomas, Bank of Portugal (podrobnejše *infra*, osebni viri).

¹⁵⁰⁹ *Supra*, sprotnejša opomba 1452, 10, 17.

¹⁵¹⁰ URL: http://web3.cmvm.pt/english/sdi2004/fundos/consulta_tipo_II.asp?cod_agrup=TF00 (povezave).

¹⁵¹¹ URL: http://web3.cmvm.pt/english/sdi2004/fundos/consulta_tipo_II.asp?cod_agrup=TF01 (povezave).

¹⁵¹² URL: http://web3.cmvm.pt/english/sdi2004/fundos/consulta_tipo_II.asp?cod_agrup=TF02 (povezave).

¹⁵¹³ URL: http://web3.cmvm.pt/english/sdi2004/fundos/consulta_tipo_II.asp?cod_agrup=TF08 (povezave).

¹⁵¹⁴ Povezave do dodatnih kategorij so na URL:

http://web3.cmvm.pt/english/sdi2004/fundos/consulta_tipo_I.asp.

Zaradi že navedenega razloga tudi za podatke v tabeli 40 ni jasno, če vključujejo tudi podatke o zaprtih vzajemnih skladih. Je pa kljub temu razvidno, da na trgu s skupaj več kot štiri petinskim deležem prevladujejo obvezniški in skladi denarnega trga, kar kaže na nagnjenost h konzervativnim naložbenim podjemom.

Tabela 40: Sredstva portugalskih investicijskih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v milijonih EUR).¹⁵¹⁵

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	uravnoteženi skladi	drugi skladi	skupaj
30.06. 2004 ¹⁵¹⁶	1.727	9.363	8.979	1.663	86	21.818
31.12. 2004 ¹⁵¹⁷	1.740	9.831	8.879	1.760	193	22.402
31.03. 2005 ¹⁵¹⁸	1.822	10.211	8.815	1.864	293	23.005

Vir: Investment Company Institute, CMVM.

Če sedaj primerjam podatke iz obeh tabel, lahko ugotovim tudi, da se v zadnjih osmih letih razmerje ni bistveno nagnilo v prid delniškim skladom. Še več: njihov delež je vedno manjši. To pa je stanje, ki je večini drugih držav članic, vsaj na daljši rok, neznano.

¹⁵¹⁵ ICI je v obeh publikacijah, ki sta mi služili kot vir podatkov, pri drugih državah upošteval načeloma le odprte investicijske sklade. Če je temu tudi v tem primeru tako, nisem uspel ugotoviti.

¹⁵¹⁶ *Supra*, sprotna opomba 1452, 28.

¹⁵¹⁷ URL: http://www.ici.org/pdf/ww_12_04_sup_tables.pdf.

¹⁵¹⁸ URL: http://www.ici.org/pdf/ww_03_05_sup_tables.pdf.

5.21 Slovaška

5.21.1 Razvoj

Začetki investicijskih skladov na Slovaškem so, pričakovano, identični tistim na Češkem¹⁵¹⁹, torej temeljijo na že obravnavnih vavčerskih privatizacijskih skladih iz začetka 90. let prejšnjega stoletja.¹⁵²⁰ Teh privatizacijskih investicijskih skladov (*privatization investment funds* (PIF)) je bilo na Slovaškem 167 in so bili pri zbiranju kapitala precej uspešni.¹⁵²¹ Tudi nadaljnji razvoj je bil nekako vzporeden s tistim pri čeških sosedih. Slednji so tako leta 1992 sprejeli *Investment Fund Code*,¹⁵²² Slovaki pa v istem letu Zakon št. 248/1992 o investicijskih družbah in skladih (*Investment Company and Fund Law, no. 248/1992*). Pred njegovo uveljavitvijo je veljalo, da je lahko PIF ustanovljen in upravljan s strani katerekoli pravne osebe, zakon pa je določil, da so lahko upravljavci investicijskih skladov in *unit trusts* samo investicijske družbe v obliki delniške ali družbe z omejeno odgovornostjo.¹⁵²³ Prvi val vavčerske privatizacije je bil na Slovaškem zaključen sredi leta 1993, za razliko od Češke pa do drugega vala sploh ni prišlo – leta 1994 je bila sicer ta razglašena in tudi registracija imetnikov vavčerjev se je že izvedla, a je bila z amandmajem Zakona o privatizaciji (*Privatization Law*) nato leto kasneje tudi 'odpovedana'.¹⁵²⁴ V času veljavnosti je bil Zakon št. 248/1992, predvsem njegovi amandmaji iz leta 1996,¹⁵²⁵ pogosto na udaru kritik,¹⁵²⁶ saj naj bi onemogočal delovanje investicijskih skladov,¹⁵²⁷ tj. preoblikovanih PIF,¹⁵²⁸ poleg tega pa so se pojavile tudi prve prijave osebnega okoriščanja upravljavcev teh skladov.¹⁵²⁹ V letih 1996 in 1997 je prišlo, tudi zavoljo šoka ob odpovedi

¹⁵¹⁹ Glej *supra*, strani razdelek 5.4.1.

¹⁵²⁰ Primer: URL: <http://www.gma.co.uk/testing/corporate%20experience.html#InvestmentFunds>.

¹⁵²¹ Financial Market Authority (2001) *Analysis of current situation in the capital market of Slovak Republic*. 22. URL: http://www.utm.sk/en/capital_market/en/kapitalovy_trh_eng.zip.

¹⁵²² Glej *supra*, razdelek 5.4.1.

¹⁵²³ *Supra*, sprotna opomba 1521, 28.

¹⁵²⁴ Podrobno: F. H. Stephen, J. G. Backhaus, Corporate governance and mass privatisation: A theoretical investigation of transformations in legal and economic relationships. *Journal of Economic Studies* 389-468.

URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=446046941&Fmt=4&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.

¹⁵²⁵ Spremenjen je bil še z zakonom št. 91/1994 in 191/1995. (URL:

http://jaspi.justice.gov.sk/jaspiw1/htm_zak/jaspiw_maxi_zak_zobskup1.asp.)

¹⁵²⁶ O razlogih, da je bil zastavljeni koncept v slovaškem okolju že vnaprej do neke mere obsojen na neuspeh: B. Chovancová (2001) *Collective Investments in Slovakia – Right on Track?*. Biatec (National Bank of Slovakia) 38-40. URL: <http://www.nbs.sk/BIATEC/CHOVANCA.PDF>.

¹⁵²⁷ V. Baláž, New laws readied for Slovak capital market win EU approval, support. *The Slovak Spectator*.

URL: <http://www.slovakspectator.sk/clanok.asp?vyd=1999016&cl=5099>.

¹⁵²⁸ V skladu z zakonom 248/1992 so se morali preoblikovati v šestih mesecih od uveljavitve akta. To je vodilo, zaradi nezmožnosti (pravočasne) harmonizacije z zahtevami zakona, k 55 združitvam in prevzemom PIF med letoma 1992 in 1999 oziroma 65 preoblikovanjem do 31.12. 1999. (*Supra*, sprotna opomba 1521, 10, 25.)

¹⁵²⁹ *Supra*, sprotna opomba 1521, 10, 22.

drugega vala privatizacije,¹⁵³⁰ do t. im. obdobja transformacije, tj. do cele vrste preoblikovanj investicijskih skladov v druge oblike kapitalskih družb, predvsem v 'običajne' delniške družbe, katerih delovanje je urejal Trgovinski zakonik (*Commercial Code of Slovak Republic*).¹⁵³¹ Posledično družbe niso več opravljale dejavnosti na podlagi Zakona št. 248/1992 o investicijskih družbah in skladih, tj. kolektivnega vlaganja in neposredno povezanih aktivnosti. Druga, manj pogosta oblika transformacije, pa je bila 'razpust' investicijskega sklada preko prevzema s strani druge delniške družbe, katere ena od dejavnosti tudi ni bilo kolektivno vlaganje.¹⁵³² Celotno dogajanje je imelo za negativno posledico izgubo zaupanja malih vlagateljev v kolektivno vlaganje, na Ministrstvu za finance pa so ga imeli celo za nelegalnega, saj so menili, da je 'razpust' sklada možen le z likvidacijo.¹⁵³³ Iz tega razloga so vložili tožbe napram statutarnim naslednikom preoblikovanih investicijskih skladov, s katerimi so zahtevali ugotovitev ničnosti sklepov o preoblikovanju, februarja 1998 pa so nato dosegli tudi prepoved trgovanja z njihovimi delnicami, z izjemo tistih, ki so pridobili posebno dovoljenje ministrstva.¹⁵³⁴ Vendar pa se je ministrstvo v začetku leta 2000, na podlagi odločitve slovaškega Vrhovnega sodišča iz oktobra 1999¹⁵³⁵ – to je menilo, da ministrstvo ni nosilec aktivne legitimacije – odločilo, da umakne 44 tožb proti preoblikovanim PIF, pri eni pa spremeni njen temelj.¹⁵³⁶ Tako je 20 delniških družb, tj. naslednic investicijskih skladov, ki so oddale vlogo in izpolnile določene pogoje, pridobilo dovoljenje za delovanje in izdajo vrednostnih papirjev v skladu z relevantno zakonodajo.¹⁵³⁷ Že omenjeni zakon iz leta 1992 je bil s spremembami v veljavi do 31. decembra 1999,¹⁵³⁸ nato pa je – podobno kot so leta 1998 pretvorbo investicijskih skladov iz instrumentov korporativnega prestrukturiranja v 'običajna' orodja kolektivnega vlaganja izvedli v Republiki Češki¹⁵³⁹ – začel veljati Zakon št. 385/1999 o kolektivnih vlaganjih (*Zákon č. 385/1999 o kolektívnom investovaní (Act no. 385/1999 on collective investment)*)¹⁵⁴⁰. Slednji naj bi

¹⁵³⁰ *Supra*, sprotna opomba 1524.

¹⁵³¹ *Ibidem*, 24-25.

¹⁵³² *Ibidem*.

¹⁵³³ *Ibidem*.

¹⁵³⁴ *Ibidem*. Očitno je šlo torej za korporativno obliko investicijskih skladov.

¹⁵³⁵ Judgement of Supreme court of Slovak Republic (NS SR) no. pr. 4 Obdo 22/98 of October 21, 1999.

¹⁵³⁶ *Supra*, sprotna opomba 1521, 30-31.

¹⁵³⁷ *Ibidem*.

¹⁵³⁸ *Supra*, sprotna opomba 1521.

¹⁵³⁹ P. Koleva, C. Vincensini (2002) The Evolution Trajectories of Voucher Funds: Towards Western-type Institutional Investors?. *Economics of Planning*, 79-105. URL:

<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=33858831&Fmt=2&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD>.

¹⁵⁴⁰ Act no. 385 on collective investment as amended (329/2000 Coll., 566/2001 Coll., 96/2002 Coll., 432/2002 Coll.). Besedilo v slovaščini je dostopno preko iskalnika po arhivu zakonodaje slovaškega Ministrstva za pravosodje (URL: http://jaspi.justice.gov.sk/jaspiw1/htm_zak/jaspiw_maxi_zak_fr0.htm), v angleškem jeziku pa na URL: http://www.uft.sk/en/capital_market/en/zakony/385_o_kolekt_inv_engl.pdf,

pomagal k dvigu slovaškega kapitalskega trga iz »razsula« in povečal transparentnost, saj je v veliki meri sledil smernicam UCITS direktive¹⁵⁴¹¹⁵⁴².

A tudi ta akt je pripeljal do novega vala prilagajanj, saj je zahteval, da se v šestih mesecih, do 1. junija 2000, vsi obstoječi investicijski skladi uskladijo z njegovimi določbami, v primeru neupoštevanja pa jim je grozila likvidacija s strani regulatorja.¹⁵⁴³ Do konca leta 2000 je bilo od 15 investicijskih družb (tj. družb za upravljanje), ki so skupaj upravljale 98 investicijskih skladov (*unit trusts*), nato res likvidiranih kar 7, dve sta spremenili naravo dejavnosti, 6 pa jih je zaprosilo za status t.i.m. korporativnega skrbnika (*corporate trustee*).¹⁵⁴⁴

Omenjeni akt, ki je brez dvoma pomembno prispeval k razvoju trga v pozitivni smeri (podrobneje v nadaljevanju), je bil nato vsako leto vsaj še enkrat spremenjen, dokler ni bil decembra leta 2003 sprejet in s 1. januarjem 2004¹⁵⁴⁵ uveljavljen nov Zakon št. 594/2003 o kolektivnem vlaganju in o spremembah in dopolnitvah nekaterih zakonov (*Zákon č. 594/2003 o kolektívnom investovaní a o zmene a doplnení niektorých zákonov (Act no. 594/2003 on collective investment)*¹⁵⁴⁶).¹⁵⁴⁷ Slednji je bil v lanskem letu dvakrat spremenjen, sicer pa postavlja veljaven zakonski okvir za investicijske sklade z domicilom na Slovaškem.

Za konec tega pregleda naj omenim še Restitucijski investicijski sklad (*Reštitučný investičný fond, a. s. (RIF)*), ki ima med investicijskimi skladi s privatizacijsko preteklostjo prav poseben položaj, saj je bil ustanovljen s strani slovaškega Sklada za nacionalno premoženje (*National Property Fund of Slovak Republic*) leta 1991 z namenom zadovoljitve zahtevam po izvensodni restituciji v skladu z zakonom št. 87/1991.¹⁵⁴⁸ Vlada je namreč ljudem, katerim se povrnitev po vojni nacionaliziranega premoženja ni mogla zagotoviti v naravi, v zameno ponudila delnice RIF.¹⁵⁴⁹ Začetni portfelj RIF je vseboval tri odstotke delnic vseh slovaških podjetij, ki so bila privatizirana v prvem valu kuponske privatizacije.¹⁵⁵⁰ Dandanes deluje RIF

¹⁵⁴¹ Tj. direktive 85/611/EGS, vključno s spremembama 88/220/EGS in 95/26/ES.

¹⁵⁴² Supra, sprotna opomba 1527.

¹⁵⁴³ Supra, sprotna opomba 1521, 32-33.

¹⁵⁴⁴ Ibidem.

¹⁵⁴⁵ Z izjemo določb VI. razdelka, ki so začele veljati s 1.5. 2004, tj. s pridružitvijo Slovaške EU.

¹⁵⁴⁶ Poimenovanja navedenega akta v angleščini ne vsebujejo dostavka 'a o zmene a doplnení niektorých zákonov', saj se uporablja prevod krajevščega uradnega poimenovanja, tj. 'Zákon č. 594/2003 o kolektívnom investovaní'.

¹⁵⁴⁷ Zákon č. 594/2003 o kolektívnom investovaní a o zmene a doplnení niektorých zákonov z 3. decembra 2003. Besedilo v slovaškem jeziku je na voljo na URL: http://www.upt.sk/zakony/sk/594_2003.pdf, medtem ko angleškega prevoda še ni.

¹⁵⁴⁸ Supra, sprotna opomba 1521, 29-30. Podrobneje: I. Switek (1992) Reprivatization in Czechoslovakia. V *Reprivatization in central & eastern Europe : country privatization reports & specific implementation issues*, 56-60.

¹⁵⁴⁹ Supra, sprotna opomba 1521, 29-30.

¹⁵⁵⁰ Ibidem.

na podlagi zakona o kolektivnih vlaganjih, v skladu s katerim se mora do konca letošnjega leta odločiti za ali preoblikovanje v odprti investicijski sklad ali pa za likvidacijo.¹⁵⁵¹

5.21.2 Veljavna ureditev

Pozoren bralec je lahko v zgornjem razdelku opazil precej širok izbor terminologije: govora je o kolektivnem vlaganju, (vavčerskih) privatizacijskih investicijskih skladih, investicijskih družbah, investicijskih skladih in pa investicijskih trustih (*unit trusts*). Vendar pa pri tem ne gre za nedoslednost z moje strani, temveč morda s strani prevajalcev. Morda pa zato, ker je na voljo le prevod zakona o kolektivnem vlaganju iz leta 1999, zaradi česar nisem mogel natančno ugotoviti, kakšna je bila narava slovaških investicijskih skladov nekoč oziroma je sedaj, po zakonu iz leta 2003. Ob pomanjkanju literature, tako starejše kot nove, se bom zato posvetil poskusu, da pridem posredno do odgovora na, ob prej povedanem in za moje izvajanje, bistveno vprašanje: pozna Slovaška investicijske sklade pogodbenega nastanka in/ali investicijske trustee, tj. investicijske sklade, ki so podvrženi *Trust Law*?

Na prvi pogled se zdi, da morda ni zelo verjetno, da bi kontinentalna evropska država bivšega komunističnega bloka s siceršnjo civilnopravno tradicijo vpeljala institut anglosaške pravne tradicije. Še toliko bolj, ker, ob spoznanju o povezanosti s češko ureditvijo, vemo, da so češki prevodi ravno tako budili pomisleke, ki pa jih je bilo moč tako z analizo zakonodaje, kot tudi izsledkov Thompsonove raziskave,¹⁵⁵² razbliniti.¹⁵⁵³ Zanimivo ob tem je, da je Thompson že poskušal dobiti odgovor glede narave slovaških investicijskih skladov, a je bil prisiljen pustiti razdelek pri Slovaški prazen.¹⁵⁵⁴

Pred natančno preverbo pojavnosti posameznih izrazov v prevodih tekstov sem računal na možnost, da gre za različne prevajalce, da so bili na določen način prevedeni izrazi posledica različnih obdobij, ko so prevodi nastali ipd.. A primerjava števila pojavov posameznih besednih zvez v prevedenih uradnih dokumentih (tabela 41) ni pokazala ničesar, saj se le v enem dokumentu (dokument št. 4) pojavita dve izključujoči se oblici (trust je oblika investicijskega sklada, tako da tu izključevanja ni!), a je tudi tu zapis dvoumen, saj se glasi »*mutual funds (unit trusts)*«¹⁵⁵⁵. Slednje lahko pomeni, da avtorji oba instituta enačijo in

¹⁵⁵¹ *Ibidem*.

¹⁵⁵² J. K. Thompson, S. Choi (2001) *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*. 14, 49, 63. URL:

http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Governance_Systems_for_Collectiveoccpap1.pdf.

¹⁵⁵³ Podrobnejše *supra*, razdelek 5.4.2.

¹⁵⁵⁴ *Supra*, sprotna opomba 1552, 52, 57.

¹⁵⁵⁵ National Bank of Slovakia (2003) *Monetary Survey*. 65. URL:
<http://www.nbs.sk/MP/MS0903/MS0903.PDF>.

želijo (tujemu) bralcu le nakazati, katera oblika je v uporabi na Slovaškem. Mogoče, čeprav manj verjetno, pa je tudi, da zapis kaže na to, da pozna slovaška ureditev oba instituta, tako 'običajni' investicijski sklad kot tudi '*unit trust*'.¹⁵⁵⁶

Tabela 41: Število posameznih označb kolektivnih naložbenih podjemov v prevodih uradnih dokumentov slovaških institucij.

	dokument 1 ¹⁵⁵⁷	dokument 2 ¹⁵⁵⁸	dokument 3 ¹⁵⁵⁹	dokument 4 ¹⁵⁶⁰	dokument 5 ¹⁵⁶¹
' <i>unit trust</i> '	570	22	85	1	0
' <i>investment fund</i> '	41	7	121	7	13
' <i>trustee</i> '	25	46	43	0	0
' <i>mutual fund</i> '	0	0	0	1	0

Vir: lastni izračuni.

Podrobnejši pregled pa je kljub vsemu pomembno nakazal srž problema – v enem od dokumentov je namreč, v kontekstu privatizacijskih investicijskih skladov, navedeno »*investment funds eventually unit trusts*«.¹⁵⁶² V nadaljevanju pa tudi: »...*management of an investment fund or an unit trust...*«¹⁵⁶³ Iz navedenega (glej prvi citat) je torej moč sklepati, vsaj za navedeni dokument iz leta 2001, da so z investicijskimi skladi mišljeni privatizacijski investicijski skladi, z '*unit trust*' pa običajni investicijski skladi.¹⁵⁶⁴ Navedeno ugotovitev potrjuje tudi poročilo regulatorja za leto 2000, kjer navaja, da je sprejel odločitev o odobritvi pretvorbe investicijskega sklada v '*unit trust fund*'.¹⁵⁶⁵ Še več: na enem mestu je izrecno govora o investicijskih skladih, ki da so kolektivni naložbeni podjemci ustanovljeni pred 1.1. 2000.¹⁵⁶⁶ Slednje pa predstavlja seveda datum, ko je prenehal veljati Zakon o investicijskih družbah in skladih oziroma začel veljati Zakon o kolektivnem vlaganju iz leta 1999.

Seveda pa ima največjo težo zadnji prevod dokumenta, ki je na voljo, tj. letnega poročila regulatorja za leto 2004. Ta, kar je zelo pomembno, sploh ne uporablja izraza '*unit trust*', temveč govori o 'bivših investicijskih skladih' (*former investment funds*) v povezavi z

¹⁵⁵⁶ Potrditev: »Where a firm provides a range of services (e.g. asset management, proprietary trading, corporate finance, agency business, competing **unit trusts and/or investment funds**, underwriting etc.).« (označil B. K.) (URL: http://www.uft.sk/en/capital_market/default.htm)

¹⁵⁵⁷ Angleško besedilo zakona št. 385/1999 o kolektivnih vlaganjih.

¹⁵⁵⁸ Financial Market Authority (2001) *Report on the Activities of the Authority for the Year 2000*. URL: http://www.uft.sk/en/report/en/report_year2000.rtf.

¹⁵⁵⁹ Financial Market Authority (2001) *Analysis of current situation in the capital market of Slovak Republic*.

¹⁵⁶⁰ National Bank of Slovakia (2003) *Monetary Survey*. URL: <http://www.nbs.sk/MP/MS0903/MS0903.PDF>.

¹⁵⁶¹ Financial Market Authority (2004) *Annual Report on Capital Market 2003*. Dokument, ki na spletu sicer ni na voljo, mi je posredovala Eva Svetlošáková, Financial Market Authority (*infra*, osebni viri).

¹⁵⁶² *Supra*, sprotna opomba 1521, 24.

¹⁵⁶³ *Ibidem*.

¹⁵⁶⁴ Posredno ugotovitev je mogoče dobiti tudi iz dikcije 1. odstavka 68. člena Zakona 385/1999.

¹⁵⁶⁵ *Supra*, sprotna opomba 1558, 18.

¹⁵⁶⁶ *Ibidem*, 17.

zakonodajo pred letom 2001, ter o 'kolektivnih investicijskih skladih' (*collective investment funds*) v povezavi z novim zakonom iz leta 2003.¹⁵⁶⁷ A ker je '*unit trust*' podvrsta investicijskih skladov, to ne da odgovora na vprašanje, če Slovaški pravni red sploh pozna institut trusta v pravem pomenu besede.

Poleg tega pa je nova težava nastala ob odkritju pravnega akta, sprejetega ob koncu leta 2000 in ne namenjenega 'preživeti' obliki investicijskih skladov, ki govori o vzajemnih skladih (*mutual funds*).¹⁵⁶⁸ Ker pa ta izraz v takrat veljavnem aktu 385/1999 sploh ni bil uporabljen, je jasno, da gre navsezadnje res za (vsaj) terminološko nedoslednost prevodov.

Kljub vsemu pa primerjava ni dala odgovorov na vprašanje, če ne gre morda, ne le za terminološko neenotne, temveč tudi za pomensko zgrešene prevode. To je bilo moč ugotoviti šele z vpogledom v besedilo zakona 385/1999, kjer je govora o ustanavljanju trustov. Kot sem že omenil, ko je bilo govora o Češki,¹⁵⁶⁹ je za institut trusta bistveno to, da je sam trust lastnik premoženja in ne upravičenci trusta, tj. vlagatelji. A za odprti '*unit trust*' je v petem odstavku 25. člena omenjenega akta določeno, da je premoženje trusta skupna lastnina vlagateljev v trust.¹⁵⁷⁰ Po mojem prepričanju je to dokaz, da Slovaška zakonodaja na področju kolektivnega vlaganja trustov, vsaj med letoma 2000 in 2004, ni poznala. Glede uporabe izraza '*trustee*' oziroma njegovih nalog, pa je, primeroma iz 65. člen zakona 385/1999, razvidno, da ne gre za subjekt, ki bi deloval v razmerju do upravičencev (vlagateljev), torej kot stranka fiduciarnega posla, temveč gre za neke vrste nadzorni organ nad družbo za upravljanje.¹⁵⁷¹ V večini drugih držav je subjekt s takšno vlogo največkrat in primerneje označen kot '*custodian*'.

Glede veljavne ureditve in odgovora na to vprašanje, je bila težava v dejstvu, da prevoda Zakona 594/2003 ni. Vendar pa sem s primerjavo slovaških tekstov obeh zakonov (iz leta 1999 in 2003), ter v povezavi z dostopnim prevodom tistega iz leta 1999, ugotovil, da se nahaja skoraj identična določba prej navedeni, tj. tisti petega odstavka 25. člena, v veljavnem

¹⁵⁶⁷ Primeroma glej *supra*, sprotna opomba 1560, 21.

¹⁵⁶⁸ Measure of the Ministry of Finance of the Slovak Republic dated 13 November 2000 stipulating details on the accounting procedures and framework chart of accounts for banks, branch offices of foreign banks, the National Bank of Slovakia, the Deposit Protection Fund, securities traders, branch offices of foreign securities traders, the Investment Guarantee Fund, asset management companies, branch offices of foreign asset management companies, and *mutual funds*. URL: <http://www.finance.gov.sk/EN/Default.aspx?CatID=41>. (poudaril B. K.)

¹⁵⁶⁹ Glej *supra*, razdelek 5.4.2.

¹⁵⁷⁰ Člen 25/V. Zakona 385/1999: »Funds acquired by issuance of units, and the assets in the open-end unit trust acquired with such funds [...] represent joint property of the unit holders. For the purposes of this Act the stipulations defining joint ownership in separate legislation²⁰ shall not apply. Each of the joint owners is empowered to independently exercise their rights in relation to the management company.«

¹⁵⁷¹ Glej tudi 42. člen Zakona 566/2001 o vrednostnih papirjih (Zákon z 9. novembra 2001 o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) (Act No. 566/2001 Coll. on Securities and Investment Services (Securities Act)). Besedilo v slovaškem jeziku je na voljo na URL: http://www.upt.sk/zakony/sk/zakon_566_2001_2004_01_01.pdf, v angleškem pa na URL: http://www.upt.sk/en/capital_market/en/zakon_o_cp_a_is.pdf.

zakonu v tretjem odstavku 35. člena. Še več, obe določbi se nahajata v enako naslovljenem poglavju, tj. pod besedno zvezo '*Otvorený podielový fond*' (*open-end unit trust*).

Posledično sem prepričan, da ravno navedeno poglavje, tj. določbe 25. do 40. člena, urejajo institut vzajemnega sklada v smislu ZISDU-1. Dokončno potrditev pravilnosti tovrstnega razmišljanja pa sem dobil na spletnih straneh slovaškega združenja upravljavcev premoženja (*Slovenská asociácia správcovských spoločností (SAAS)*), kjer je zapisano, da so družbe za upravljanje premoženja po zakonu pooblašcene za ustanavljanje pogodbenih skladov (*podielovy fond*), kar razlagajo kot sklad, ki ni družba in tudi ne pravna oseba¹⁵⁷² – vzajemni sklad, torej.

Novi zakon o kolektivnem vlaganju¹⁵⁷³ opredeljuje kolektivno vlaganje kot zbiranje sredstev splošne javnosti na podlagi javne ponudbe v skladu z zakonom.¹⁵⁷⁴ Za, sedaj že lahko rečem, vzajemne sklade, določa, da so lahko odprti (*otvorený podielový fond*)¹⁵⁷⁵ ali zaprti (*uzavretý podielový fond*),¹⁵⁷⁶ podlaga razlikovanju pa je v (ne)obstoju pravice vlagatelja, da zahteva povratni odkup enote sklada od družbe za upravljanje.¹⁵⁷⁷ Pozna pa novi zakon, enako kot prejšnji, še posebno kategorijo posebnih skladov (*špeciálny podielový fond*).¹⁵⁷⁸ Vendar pa je nova ureditev prinesla spremembo, saj so bili po stari ureditvi to odprti skladi, ki niso smeli imeti več kot 10 vlagateljev in ne manj kot 50 milijonov slovaških kron (SKK) sredstev,¹⁵⁷⁹ novi zakon pa loči sedaj dve oblike: tvegani (*rizikový špeciálny podielový fond*) in pa razpršeni posebni vzajemni skladi (*diverzifikovaný špeciálny podielový fond*).¹⁵⁸⁰ Prvotna omejitev, čeprav zvišana na 50 vlagateljev, ki vložijo vsak po najmanj 40.000 evrov, velja sedaj le še za tvegane sklade, pri obeh oblikah pa gre za odprti tip vzajemnega sklada.¹⁵⁸¹ Za družbo za upravljanje (*správcovská spoločnosť*) zakon določa, da je pravna oseba, ki je lahko ustanovljena le v obliki delniške družbe,¹⁵⁸² vsak sklad pa mora imeti tudi depozitarja

¹⁵⁷² URL: <http://www.ass.sk/default.aspx?category=11&document=100>: »[Asset management company] is licensed to establish a 'podielovy fond', which means **contractual fund** - when a fund is not a company and not even a legal entity.«

¹⁵⁷³ Dejstva, ki se nanašajo na vsebino zakona iz leta 2003 so, kjer ni navedeno drugače, zbrana s pomočjo primerjave med besedilom slednjega in zakona iz leta 1999, v povezavi z angleškim prevodom akta iz leta 1999. Posledično bom pri vsakem sklicu navedel relevantne določbe obeh zakonov.

¹⁵⁷⁴ Člen 2/I. zakona 594/2003 in tudi zakona 385/1999.

¹⁵⁷⁵ 35.-61. člen zakona 549/2003.

¹⁵⁷⁶ 62.-68. člen zakona 549/2003.

¹⁵⁷⁷ Člena 35/I. in 62/I. zakona 549/2003 ter člena 35/I. in 41/I. zakona 385/1999.

¹⁵⁷⁸ 69.-74. člen zakona 549/2003 ter 48.-49. člen zakona 385/1999.

¹⁵⁷⁹ Člena 48/I. in 49/I. zakona 385/1999.

¹⁵⁸⁰ Člen 69/II. zakona 594/2003.

¹⁵⁸¹ Člen 69/III. in II. zakona 594/2003.

¹⁵⁸² Člen 3/II. in X.(b) zakona 594/2003 ter člen 5/I. in II. zakona 385/1999.

(*depozitár*).¹⁵⁸³ Nadzor nad vsem tem je, pa tudi izdajanje dovoljenj, od leta 2002 v rokah Agencije za finančni trg (*Úrad pre finančný trh* (ÚFT) (*The Financial Market Authority*)).¹⁵⁸⁴ Kot kaže, sloni torej nova ureditev v najbolj grobem okviru še vedno na zakonskem aktu iz leta 1999, čeprav je potrebno poudariti, da je novi zakon skoraj dvakrat tako obsežen kot prejšnji,¹⁵⁸⁵ poleg tega pa vsebuje tudi vse spremembe, ki sta jih prinesli UCITS III direktivi.¹⁵⁸⁶

5.21.3 Stanje na trgu¹⁵⁸⁷

Slovaški primer je eden tistih, ki v največji meri pokažejo težo (ne)ustrezne zakonske ureditve nekega področja. Za primerjavo: konec leta 1999, tj. pred uveljavitvijo prvega 'sodobnega' akta o kolektivnem vlaganju, sta bili v odprtih vzajemnih skladih približno dve milijardi SKK, samo eno leto kasneje pa skoraj 4,5 milijarde.¹⁵⁸⁸ Vendar pa tega '*booma*' ni moč v celoti pripisati le razvoju zakonodaje, temveč seveda tudi zniževanju obrestnih mer¹⁵⁸⁹ in splošni rasti kapitalskih trgov v tistem času.¹⁵⁹⁰ Ne gre pa pozabiti niti na dejstvo, da so leta 2000 vstopile na slovaški trg tudi prve tuje družbe za upravljanje,¹⁵⁹¹ katerih skladi so, ob nekoliko omajanem zaupanju v domače upravljavce, predstavljeni dobrodošlo dodatno možnost za vlagatelje.

Od tistega prelomnega leta 2000 je bila stalnica slovaškega trga rast premoženja v upravljanju, medtem ko to za število skladov, vsaj domačih¹⁵⁹², ni mogoče trditi. Sredi letošnjega leta je tako pogoje Zakona 594/2003 o kolektivnem vlaganju izpolnjevalo 10 domačih družb za upravljanje,¹⁵⁹³ ki so imele pod okriljem 94 vzajemnih skladov, pri čemer pa je nekoliko več tistih zaprtih tipa (tabela 42). Zanimivo je, da je v strukturi domačih odprtih skladov le 15 odstotkov delniških, kar pa se ob prištetju tujih skladov, ki se tržijo na

¹⁵⁸³ Člen 81/I. zakona 594/2003; glej tudi 81.-87. člen istega akta.

¹⁵⁸⁴ URL: <http://www.uft.sk/en/informations/default.htm>.

¹⁵⁸⁵ Razmerje v prid novemu zakonu je 126 napram 72 členom oziroma 91 napram 46 stranem velikosti na A4.

¹⁵⁸⁶ Del, ki se tiče izvlečka prospeksa (*simplified prospectus*) in izvedenih finančnih instrumentov je bil tudi prenesen v slovaško nacionalno pravo in je v veljavi od 1. januarja 2005. (Nikola Schindlerová, Slovak Association of Fund Management Companies (*infra*, osebni viri).)

¹⁵⁸⁷ Podatki o premoženju, prodaji ipd. v zvezi z investicijskimi skladi je, sicer v slovaškem jeziku, na voljo na URL: <http://www.ass.sk/?category=10000&fnd=ZU>.

¹⁵⁸⁸ *Supra*, sprotna opomba 1521, 35.

¹⁵⁸⁹ Poslovne banke so, primeroma, januarja 2000 nudile za enoletni vezan depozit povprečno letno obrestno mero v višini 11,8 odstotka, decembra istega leta pa le še v višini 7,4 odstotka.

¹⁵⁹⁰ *Ibidem*.

¹⁵⁹¹ *Ibidem*.

¹⁵⁹² Število tujih skladov, ki se tržijo na Slovaškem, se je, primeroma, samo v letu 2004 povečalo za 40 odstotkov.

¹⁵⁹³ Eva Svetlošáková, Financial Market Authority (UFT) (*infra*, osebni viri).

Slovaškem ozemlju, popolnoma obrne: vseh delniških skupaj je namreč 146, kar predstavlja kar trikrat večji delež kot v prejšnjem izračunu.¹⁵⁹⁴

Tabela 42: Število slovaških vzajemnih skladov.¹⁵⁹⁵

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	uravnoteženi/ mešani skladi	zaprti skladi	skupaj
31.12. 2004	7	14	6	12	52	91
30.06. 2005	7	15	9	12	51	94

Vir: UFT,¹⁵⁹⁶ AAMC.¹⁵⁹⁷

Glede na premoženje v upravljanju so daleč v ospredju skladi denarnega trga s preko polovičnim deležem (tabela 43), a še bolj presenetljiv je majhen delež, niti triodstoten, delniških skladov. Tudi s tujimi delniškimi skladi ni drugače: čeprav jih je na Slovaškem kar 131, pa predstavlja premoženje vseh tujih skladov skupaj le desetino celotnega trga.¹⁵⁹⁸ Tudi sicer pa število skladov, kakor kaže tudi stanje v drugih državah, ni zanesljiv indikator.

Tabela 43: Sredstva slovaških odprtih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v milijonih EUR).¹⁵⁹⁹

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	uravnoteženi/ mešani skladi	skupaj
31.12. 2004 ¹⁶⁰⁰	50,07	546,09	877	117,44	1.590,60
31.03. 2005 ¹⁶⁰¹	51,94	752,69	1.115,32	142,33	2.062,27
30.06. 2005 ¹⁶⁰²	59,37	829,67	1.251,45	89,76	2.230,25

Vir: UFT,¹⁶⁰³ lastni izračuni.

V opazovanem obdobju je, predvsem na prelomu leta, opaziti veliko rast, ki pa je v neki meri¹⁶⁰⁴ tudi posledica slabenja evra napram domači valuti v istem obdobju.¹⁶⁰⁵

¹⁵⁹⁴ Nikola Schindlerová, Slovak Association of Fund Management Companies (*infra*, osebni viri).

¹⁵⁹⁵ Skladi skladov niso vključeni, ker jih sredi leta 2005 na Slovaškem (vsaj domačih) ni bilo.

¹⁵⁹⁶ *Supra*, sprotne opombe 1593.

¹⁵⁹⁷ *Supra*, sprotna opomba 1594. Dva sklada, ki ju je Schindlerová uvrstila med obvezniške, je Svetlošáková označila za uravnoteženi oziroma sklad denarnega trga. Iz tega izhajajo tudi majhna razhajanja glede premoženja v upravljanju posameznih vrst skladov (tabela 43), a sem uporabil podatke regulatorja.

¹⁵⁹⁸ *Supra*, sprotna opomba 1594.

¹⁵⁹⁹ Skladi skladov niso vključeni, ker jih sredi leta 2005 na Slovaškem (vsaj domačih) ni bilo.

¹⁶⁰⁰ Izračun je bil narejen na podlagi srednjega tečaja Narodne banke Republike Slovaške (*National bank of Slovakia*) z dne 31. decembra 2004 (EUR/SKK = 38,794).

¹⁶⁰¹ Izračun je bil narejen na podlagi srednjega tečaja slovaške Narodne banke Republike Slovaške (*National bank of Slovakia*) z dne 31. marca 2005 (EUR/SKK = 39,093).

¹⁶⁰² Izračun je bil narejen na podlagi srednjega tečaja Narodne banke Republike Slovaške (*National bank of Slovakia*) z dne 30. junija 2005 (EUR/SKK = 38,370).

¹⁶⁰³ *Supra*, sprotne opombe 1593.

¹⁶⁰⁴ Izraženo v domači valuti je bila rast sredstev v upravljanju od decembra 2004 do junija 2005 40 odstotna, izraženo v evrih pa 45 odstotna.

¹⁶⁰⁵ Glej *supra*, sprotne opombe 1600-1602.

5.22 Španija

5.22.1 Razvoj

Začetek kolektivnih naložbenih podjemov (KNP) predstavlja v Španiji Zakon št. 46/1984 (*Ley 46/1984*)¹⁶⁰⁶, sprejet 26. decembra 1984.¹⁶⁰⁷ Omenjeni akt je v veliki meri pripomogel k razvoju industrije v naslednjih letih,¹⁶⁰⁸ kakor bo pojasnjeno v nadaljevanju, pa je takrat oblikovan pravni okvir v veliki meri v veljavi še danes.

Omenjeni akt kar štiri leta, tj. do sprejema Zakona št. 24/1988 o trgu vrednostnih papirjev (*Law 24/1988 of 28 July on the Securities Market*)¹⁶⁰⁹, ni doživel sprememb.¹⁶¹⁰ Slednji pa je nato poostril pogoje razpršitve naložb (predvsem glede vlaganj v družbe iste skupine) ter prenesel večino nadzornih funkcij nad KNP na Komisijo za trg vrednostnih papirjev (*Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)*).¹⁶¹¹ Poleg tega je omejil delovanje takratnih družb za upravljanje premoženja (*Sociedades Gestoras de Patrimonios (Asset Management Companies)*), saj je določil, da se lahko ukvarjajo izključno le s tem področjem, če želijo doseči – do takrat prostovoljni – vpis v poseben register.¹⁶¹² S tem vpisom pa se je spremenil tudi njihov naziv, in sicer v 'družbe za upravljanje portfeljev' (*Sociedades Gestoras de Carteras (Portfolio Management Companies)*).¹⁶¹³ Naslednje (večkratne) spremembe so sledile v letih 1990 in 1991,¹⁶¹⁴ leta kasneje pa je bil sprejet Zakon št. 19/1992,¹⁶¹⁵ ki je med

¹⁶⁰⁶ Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva (modificada por la D.A.1a de la Ley 37/1998 de modificación de l aL.M.V. y por la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y liquidación de valores). Prvotno besedilo je bilo objavljeno v Uradnem listu (*Boletín Oficial del Estado* (v nadalje BOE)) z dne 27. decembra 1984, na voljo pa je - v španskem jeziku – na URL: http://www.cnmv.es/legislacion/legislacion/leyes/46_84.htm. Angleškega

¹⁶⁰⁷ C. Enrech, Spain's new tax regime for funds. *International Financial Law Review: Supplement*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=16161&SID=508077>.

¹⁶⁰⁸ *Ibidem*.

¹⁶⁰⁹ Securities Market Law 24/1988, 28 July (Amended by Laws 37/1998, 16 November; 14/2000, 29 December; 24/2001, 27 December; 44/2002, 22 November, 53/2002, 30 December, 22/2003, 9 July and 26/2003, 17 July). Neuradno prečiščeno besedilo v angleščini je na voljo na URL:

http://www.cnmv.es/english/Legislacion/Legislacion/leyes/indrefun_e.htm.

¹⁶¹⁰ Kakor izhaja iz URL: <http://fondosweb.tsai.es/fondosweb/inverco/publica/fon9infgen.htm> (seznam zakonodaje do leta 1997) in URL http://www.cnmv.es/english/legislacion/legislacion/leymercado/iic_e.htm (povezave do relevantnih aktov v španskem jeziku).

¹⁶¹¹ Uvodna izjava k Zakonu št. 24/1988 o trgu vrednostnih papirjev. URL:

http://www.cnmv.es/english/legislacion/legislacion/leyes/refunley1_e.htm.

¹⁶¹² *Ibidem*.

¹⁶¹³ *Ibidem*.

¹⁶¹⁴ Zakonski dekret 1939/1990 je, primeroma, spremenil definicijo kolektivnih naložbenih podjemov (KNP) s črtanjem točke 'c' prvega odstavka 2. člena zakona 46/1984. (Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, que aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984 (BOE, de 16 de noviembre de 1990). URL:

http://www.cnmv.es/legislacion/legislacion/realdecre/1393_90.htm.)

¹⁶¹⁵ Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria (BOE, de 14 de julio de 1992). Besedilo v španskem jeziku je na voljo na URL: http://www.cnmv.es/legislacion/legislacion/leyes/19_92.htm.

drugim uredil tudi nepremičinske in hipotekarne sklade listinjenja. Vendar pa, vsaj pri nepremičinskih skladih, ni šlo za španskemu pravnemu redu popolnoma nov institut, saj je že 33. člen Zakona št. 46/1984 – pod naslovom '*Instituciones de inversión no financieras*', tj. institucije za vlaganje v nefinančno premoženje – omenjal nepremičinske investicijske sklade (*fondos de inversión inmobiliaria*).¹⁶¹⁶ Zakon št. 19/1992 je torej zadevo najverjetnejše le podrobno izpeljal.

Do naslednjih res obsežnih sprememb Zakona št. 46/1984¹⁶¹⁷ je bilo treba počakati nadaljnjih deset let, do sprejema Zakona št. 37/1998¹⁶¹⁸, ki je, poleg sprememb Zakona št. 24/1988 o trgu vrednostnih papirjev¹⁶¹⁹ in natančnejših določb o vlaganju v izvedene finančne instrumente,¹⁶²⁰ na španski trg prinesel tudi nove produkte: indeksne sklade,¹⁶²¹ sklade skladov, *feeder* sklade,¹⁶²² in pa sklade, ki so pridržani posebnim skupinam vlagateljev¹⁶²³ (*fundos para inversores qualificados*)¹⁶²⁴.¹⁶²⁵ Na začetek trenda zakonodajnega razvoja pa je kazalo že dve leti prej dovoljeno vlaganje majhnega dela sredstev skladov tudi v vrednostne papirje, ki ne kotirajo na borzi.¹⁶²⁶

Kot v vseh do sedaj obravnavanih, se tudi v španski industriji investicijske sklade najpogosteje – vsaj v javnosti – deli glede na njihovo investicijsko politiko. Klasifikacija, tj.

¹⁶¹⁶ Člen 33/VII. Zakona št. 46/1984.

¹⁶¹⁷ V vmesnem obdobju je bila sprejeta vrsta kraljev(sk)ih dekretov, uredb in okrožnic. (URL: http://www.cnmv.es/english/legislacion/legislacion/leymercado/iic_e.htm.)

¹⁶¹⁸ Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Povezave do posameznih poglavij zakona v španskem jeziku so na voljo na URL:

<http://www.cnmv.es/legislacion/legislacion/leyes/indi3798.htm>

¹⁶¹⁹ Zgoščeno v: L. de Carlos, C. Paredes, Securities Market Law amended. *International Financial Law Review: International briefings*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=10&PUBID=33&ISS=11965&SID=509682&SM=&SearchStr=Spain%20%22collective%20investment%22>.

¹⁶²⁰ Vlaganje v te instrumente je bilo KNP, čeprav v precej omejeni meri, dovoljeno že od leta 1991, leta 1997 pa so postali pogoji še precej ohlapnejši. (Hervada & Klingenberg, New rules on derivatives investment. *International Financial Law Review: International briefings*. URL:

<http://www.iflr.com/?Page=10&PUBID=33&ISS=11951&SID=510305&SM=&SearchStr=Spain%20%22collective%20investment%22>.)

¹⁶²¹ L. A. de la Vega, Spain. *International Financial Law Review: Yearbook 2000*. URL:

<http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=16410&SID=514465>. Avtor sicer navaja, da gre za novost iz leta 1999, a navaja enako tudi za sklade skladov, ki so bili, kakor dokazuje Zakon št. 37/1998, predstavljeni leta 1998.

¹⁶²² O poimenovanju glej *supra*, razdelek 5.8.1 ter sprotni opombi 706 in 646.

¹⁶²³ Za te so pravila glede prospelta in siceršnjih pogojev za ustanovitev nekoliko ohlapnejša. (F. Vives, Issuing securities in Spain. *International Financial Law Review: Supplement*. URL:

<http://www.iflr.com/?Page=17&PUBID=213&ISS=16421&SID=519815&SM=&SearchStr=Spain%20%22collective%20investment%22>.)

¹⁶²⁴ Za razliko od skladov, namenjenih splošni javnosti (*fundos comercializáveis junto do público*). (*Infra*, sprotna opomba 1679.)

¹⁶²⁵ Uvodna izjava k Zakonu št. 37/1998. URL:

http://www.cnmv.es/english/Legislacion/legislacion/leyes/refunley1a_e.htm

¹⁶²⁶ Hervada & Klingenberg, New financial regulations introduced, *International Financial Law Review: International briefings*. URL:

<http://www.iflr.com/?Page=10&PUBID=33&ISS=11937&SID=510888&SM=&SearchStr=Spain%20%22collective%20investment%22>

pogoji za uvrstitev v posamezno kategorijo so bili v Španiji sprejeti junija leta 1999, kot rezultat dogovora med regulatorjem (CNMV) in Združenjem institucij kolektivnega vlaganja in pokojninskih skladov (*Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones* (INVERCO))¹⁶²⁷¹⁶²⁸.

Istega leta je prišlo tudi do ustanovitve prvih dveh španskih družbeno sprejemljivih oziroma etičnih skladov,¹⁶²⁹ INVERCO pa je na pobudo CNMV čez nekaj mesecev izdal dokument,¹⁶³⁰ v katerem je opredelil kriterije za tovrstno oziroma podobno poimenovanje.¹⁶³¹ Kraljev(sk)i dekret št. 91 (*Royal Decree 91 of February 2, 2001*) je prinesel upravljavcem novo možnost, in sicer za ustanovitev t. i. več-imenskih skladov (*multi-brand funds*). Pri teh lahko družba za upravljanje registrira sklad pod enim imenom, nato pa ta isti sklad trži pod različnimi imeni.¹⁶³² Obenem pa se je družbam za upravljanje z omenjenim dekretom omogočilo, da same prodajajo svoje produkte, kar so morale pred uveljavitvijo sprememb prepuščati raznim posrednikom.¹⁶³³

Vsi do sedaj navedeni akti s področja kolektivnih naložbenih podjemov so posegali v pravni okvir, opredeljen z Zakonom št. 46/1984.¹⁶³⁴ Konec leta 2003, natančneje 4. novembra, pa je bil sprejet nov akt, ki je v popolnosti stopil na mesto slednjega:¹⁶³⁵ Zakon št. 35/2003 o kolektivnih naložbenih podjemih.¹⁶³⁶ Novo besedilo je bilo, kakor je zapisano v uvodni izjavi, sprejeto z namenom izboljšanja pogojev delovanja industrije in pa implementacije UCITS III.¹⁶³⁷

Na obzorju pa so že nove spremembe, kar kaže na precejšnjo aktivnost zakonodajalca in regulatorja. Tako na španskem ministrstvu za ekonomijo načrtujejo, da bo že v letošnjem letu

¹⁶²⁷ Association of Collective Investment Institutions and Pension Funds (URL: <http://www.inverco.es/>).

¹⁶²⁸ Comisión Nacional del Mercado de Valores (2002) *Mutual funds and collective investment. II.* URL: http://www.cnmv.es/inversores/eng/orientacion/docs/guia_fondos_eng.pdf.

¹⁶²⁹ URL: <http://www.sricompass.org/trends/Countryprofiles/Spain/>.

¹⁶³⁰ Circular sobre utilización por las Instituciones de Inversiones Colectivas (IIC) de las denominaciones 'ético', 'ecológico' o cualquier otra que incida en aspectos de responsabilidad social (Circular on the use by Group Investment Institutions (IIC) of the denominations 'ethical', 'environmental' or any other term with a bearing on aspects of social responsibility)..

¹⁶³¹ Eurosif (2003) Spain. V *SRI among European Institutional Investors - 2003 Report*. 63-69. URL: <http://www.eurosif.org/pub2/lib/2003/10/srirep/eurosif-srirep-2003-sp.pdf>.

¹⁶³² *Supra*, sprotna opomba 1628, 15.

¹⁶³³ *Ibidem*, 16.

¹⁶³⁴ Pri tem nisem omenil Zakona št. 44/2002 z dne 22. novembra 2002 o ukrepih za reformo finančnega sistema, ki je med drugim prenesel v španski pravni red normativne rešitve direktive 2000/64/ES. (Preambula k Zakonu št. 44/2002. URL: http://www.cnmv.es/english/Legislacion/Legislacion/leyes/refunley1b_e.htm.)

¹⁶³⁵ Uvodna izjava I. (*Exposición de motivos*) k Zakonu št. 35/2003 (*infra*, sprotna opomba 1636).

¹⁶³⁶ Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE, de 5 de noviembre de 2003). Besedilo v španskem jeziku je na voljo na URL: http://www.cnmv.es/legislacion/legislacion/leyes/35_03.htm medtem ko angleškega prevoda še ni.

¹⁶³⁷ *Supra*, sprotna opomba 1635.

prišlo do možnosti trženja *hedge* skladov¹⁶³⁸ na domačem trgu.¹⁶³⁹ Eden od pogojev bo, da bodo upravljavci trgovalne cene sporočali vsaj enkrat vsakih šest mesecev,¹⁶⁴⁰ poleg tega pa bo pomembna sprememba tudi, da bodo lahko *hedge* skladi in skladi *hedge* skladov vlagali tudi izposojena sredstva v višini petkratnega čistega premoženja sklada.¹⁶⁴¹

5.22.2 Veljavna ureditev

Kot rečeno, je veljavni akt na področju kolektivnih naložbenih podjemov (*Instituciones de Inversión Colectiva* (v nadalje: IIC) Zakon št. 35/2003. Že v uvodnem členu zakon opredeli dve glavni delitvi IIC:

- na investicijske družbe (*sociedad de inversión*) in investicijske sklade (*fondo de inversión*),¹⁶⁴² ter
- na IIC finančnega oziroma ne-finančnega značaja¹⁶⁴³ – podlaga delitvi je vlaganje v dejavnosti oziroma instrumente finančne narave.¹⁶⁴⁴

Investicijske sklade¹⁶⁴⁵ opredeljuje zakon kot ločeno premoženje brez pravne osebnosti, ki je last več vlagateljev, vključujoč druge IIC, in katerega upravljanje in predstavljanje je prepuščeno družbi za upravljanje (*sociedad gestora*).¹⁶⁴⁶ Za slednjo pa v nadaljevanju, kar je zelo pomembno, določa, da te naloge opravlja z namenom oplemenitenja premoženja, brez da bi postala/bila njegov lastnik.¹⁶⁴⁷ Definicija nedvomno kaže na pogodbeno naravo,¹⁶⁴⁸ tj. institut vzajemnega sklada.

¹⁶³⁸ Nudi pa Španija od leta 2000 'zatočišče' vedno več upravljavcem *hedge* skladov, a se ti nato tržijo v tujini. (S. van Straelen, France: a new market place for hedge funds?. *AIMA Journal* 10-11. URL: <http://www.aima.org/uploads/Asterias65.pdf>. Uporabljeno z dovoljenjem avtorja in izdajatelja publikacije (elektronska pošta z dne 6.9. 2005).)

¹⁶³⁹ Bloomberg News, Spain to permit domestic sales of hedge funds. *International Herald Tribune* (7. julij). URL: <http://www.iht.com/articles/2005/07/06/business/gflede.php>.

¹⁶⁴⁰ Na ministrstvu so sprva načrtovali celo pogoj vsakodnevnega obveščanja.

¹⁶⁴¹ *Supra*, sprotna opomba 1639.

¹⁶⁴² Člen 1/II. Zakona št. 35/2003.

¹⁶⁴³ Člen 1/III. Zakona št. 35/2003: »...carácter financiero o no financiero...«

¹⁶⁴⁴ 29. člen Zakona št. 35/2003.

¹⁶⁴⁵ 3.-8. ter 29.-31. člen Zakona št. 35/2003. V slednjih so določene omejitve vlaganj.

¹⁶⁴⁶ Člen 3/I. Zakona št. 35/2003.

¹⁶⁴⁷ *Ibidem*.

¹⁶⁴⁸ Izrecno potrditev je moč najti tudi v eni od publikacij regulatorja: »Although the role of receiving and transmitting orders [for subscription, redemption and transfer of mutual fund holdings] may be performed by a distributor, the legal relationship is established directly between the unitholder and the fund manager.« (Comisión Nacional del Mercado de Valores (2002) *Securities orders*. 29. URL: http://www.cnmv.es/inversores/eng/orientacion/docs/guia_ordenesvalores_eng.pdf.) O obstoju investicijskih skladov pogodbenega nastanka pa tudi: M. Lanz, L. Aeschlimann, Marketing of foreign investment funds in

Podjemi za kolektivno vlaganje so v skladu s špansko ureditvijo torej naslednji subjekti:

- investicijske družbe 'za' vrednostne papirje (*sociedad de inversión mobiliaria de capital variable* (SIMCAV)),
- nepremičinske investicijske družbe (*sociedad de inversión inmobiliaria* (SII)),
- investicijski sklade vrednostnih papirjev (*fondo de inversión mobiliaria* (FIM)),
- nepremičinski investicijske sklade (*fondo de inversión inmobiliaria* (FII)), in
- njihove družbe za upravljanje ((*Collective Investment Institutions Management Companies* (CIIMC)).¹⁶⁴⁹

Vsek investicijski sklad mora imeti v imenu besedno zvezo '*Fondo de Inversión*' ali pa ustrezeno kratico 'F.I.', medtem ko se je investicijska družba, ki je lahko ustanovljena le v obliki delniške družbe (*sociedad anónima*),¹⁶⁵⁰ dolžna predstavljati kot '*Sociedad de Inversión de Capital Variable*' oziroma s kratico 'SICAV'.¹⁶⁵¹ Kot je razvidno, gre pri slednjih za investicijske sklade korporativnega tipa,¹⁶⁵² ki kotirajo na borzi.¹⁶⁵³

Na prvi pogled je torej pravni okvir enak tistemu po ZISDU-1, vendar pa je pomembna razlika v tem, da sta v Španiji obe obliki investicijskih skladov odprtega tipa,¹⁶⁵⁴ tj. dolžni na zahtevo vlagatelja povratno odkupiti enote.¹⁶⁵⁵ Omenjena transakcija mora biti pri vzajemnih skladih (FIM) zaključena v največ treh delovnih dneh od zahteve, pri skladih denarnega trga (*fondos de inversión en activos del mercado monetario* (FIAMM) pa celo le enem dnevu.¹⁶⁵⁶ Zakon s tem namenom določa tudi, da so investicijski skladi finančne narave dolžni zagotovljati zadostno stopnjo likvidnosti naložb.¹⁶⁵⁷ Le v izjemnih primerih se lahko z

Switzerland. *International Financial Law Review: Yearbook 2000*. URL:

<http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=16400&SID=514506>.

¹⁶⁴⁹ Podobno URL: http://www.cnmv.es/english/p_que_es_1_e.html, posebej glede skladov pa URL: <http://fondosweb.tsai.es/fondosweb/inverco/publica/webmenu.htm>.

¹⁶⁵⁰ Člen 9/I. Zakona št. 35/2003.

¹⁶⁵¹ 29. člen Zakona št. 35/2003.

¹⁶⁵² Kar izrecno potrjuje tudi člen 29/I. Zakona št. 35/2003: »*Son sociedades de inversión de capital variable las IIC de carácter financiero que adopten la forma societaria,...*«

¹⁶⁵³ *Supra*, sprotna opomba 1628, 11.

¹⁶⁵⁴ Čeprav v španskem pravu pravzaprav ni koncepta 'odprtega investicijskega sklada'. (Lourdes Ayala Lourdes Ayala, Araoz & Rueda, *infra* osebni viri.) To dejstvo je potrdila María Gracia Rubio de Casas Abogado, odgovorna za pravna vprašanja v zvezi z investicijskimi skladi v Baker & McKenzie, ki je '*open-end fund*' prevedla kot '*fondo de inversión*', tj. kot investicijski sklad, brez dostavka 'odprt'i'.

¹⁶⁵⁵ Člen 5/III. (a) Zakona št. 35/2003. Enako tudi: Comisión Nacional del Mercado de Valores (2002) *Securities orders*. 29. URL: http://www.cnmv.es/inversores/eng/orientacion/docs/guia_ordenesvalores_eng.pdf.

¹⁶⁵⁶ *Supra*, sprotna opomba 1628, 24. Pri dvigih zneskov, višjih od 300.506,10 EUR za FIM oziroma 6,010,121,05 EUR pri FIAMM, se zahteva obvestilo oziroma opozorilo že nekaj dni prej. Sicer pa je moč podatke o ceni enote posameznih vzajemnih skladov na dnevni osnovi pridobiti na URL:

<http://www.elpais.es/economia/fondos/index.html>.

¹⁶⁵⁷ Člena 3/II. in 36/I. Zakona št. 35/2003.

dovoljenjem regulatorja odkup enot začasno odloži,¹⁶⁵⁸ drugače pa je z nepremičninskimi skladi, kjer določa zakon dolžnost odkupa enot vsaj enkrat letno.¹⁶⁵⁹ Za razliko od, na primer, nemške ureditve, mora biti dana vlagateljem možnost izstopa (in s tem poplačila vložka) iz sklada pred njegovo združitvijo z drugim skladom.¹⁶⁶⁰

Nekoliko nejasnosti lahko v zvezi z odprtostjo investicijskih družb povzroča dejstvo, da je v starejši literaturi moč zaslediti tudi zapise o takšnih zaprtega tipa.¹⁶⁶¹ Razlog leži v tem, da je stari zakon o kolektivnem vlaganju iz leta 1984 sam urejal tudi '*sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo*' (SIM),¹⁶⁶² tj. investicijske družbe s fiksnim kapitalom.¹⁶⁶³ V skladu z običajno terminologijo bi to pomenilo, da gre za investicijske družbe zaprtega tipa, a jih je Enrech opredelil kot investicijske družbe, ki vlagajo v vrednostne papirje, ki so manj likvidni in z daljšim rokom zapadlosti, SIMCAV pa kot investicijske družbe, ki vlagajo v kratkoročne vrednostne papirje.¹⁶⁶⁴ Po naravi stvari je to sicer pričakovati tudi sicer ob pojasnitvi razlike med zaprtimi in odprtimi oblikami investicijskih družb, a je treba biti pozoren na dejstvo, da Thompson¹⁶⁶⁵ v svoji raziskavi omenja le dve pravni oblici kolektivnih investicijskih schem, ki da obstajajo v Španiji: pogodbene odprte investicijske sklade in odprte investicijske družbe. Podobno pa sam regulator pri predstavitvi subjektov na trgu navaja le SIMCAV.¹⁶⁶⁶ Dejstvo je tudi, da novi zakon SIM ne ureja, a je podobno z investicijskimi skladi denarnega trga (FIAMM)¹⁶⁶⁷ in posebnimi skladi (*fondos especializados*). Kot sem ugotovil, se usode vseh treh nazadnje omenjenih 'kategorij' precej razlikujejo. FIAMM so tako prepuščeni posebnemu aktu, pri posebnih skladih pa novi zakon opušča le terminologijo.¹⁶⁶⁸ Pri 'posebnih skladih' je šlo namreč le za poimenovanje, ki je zajemalo vse sklade s posebnostmi v njihovi investicijski politiki ali strukturi: indeksni skladi, *hedge* skladi, krovni skladi ipd..¹⁶⁶⁹ Z omenjenimi SIM

¹⁶⁵⁸ Člen 5/III. (a) Zakona št. 35/2003.

¹⁶⁵⁹ Člen 38/II. (b) Zakona št. 35/2003.

¹⁶⁶⁰ International Organization of Securities Commissions (2004) *An Examination of the Regulatory Issues Arising from CIS Mergers*. 2. URL: http://www.cnmv.es/publicaciones/IOSCO_IIC.pdf.

¹⁶⁶¹ Supra, sprotna opomba 1628, 7. Drugače pa je glede investicijskih skladov, ki jih upravljajo družbe za upravljanje, določeno na straneh 22-23. Glej tudi razpredelnico v: Comisión Nacional del Mercado de Valores (2002) *Fixed income products*. 7. URL:

http://www.cnmv.es/inversores/eng/orientacion/docs/guia_rentafija_eng.pdf.

¹⁶⁶² URL: <http://www.cnmv.es/iic/abreviaturas.htm>.

¹⁶⁶³ 12.-14. člen Zakona št. 46/1984.

¹⁶⁶⁴ Supra, sprotna opomba 1607.

¹⁶⁶⁵ J. Thompson (2001) *Corporate governance and collective investment instruments*. 22. URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/6/49/1815904.pdf>.

¹⁶⁶⁶ URL: http://www.cnmv.es/english/p_que_es_1_e.html. Čeprav statistične obravnave, kakor bo razvidno v nadaljevanju, (še vedno) vključujejo tudi investicijske družbe s fiksnim kapitalom (SIM). Morda je razlog v tem, da je novi zakon določil nek rok za njihovo preoblikovanje ali likvidacijo, ki pa očitno še ni potekel.

¹⁶⁶⁷ Supra, sprotna opomba 1628, 12. FIAMM so bili prej, primeroma, urejeni v 24.-26. členu Zakona št. 35/2003, omenjal pa jih je tudi zakonski dekret 1939/1990, npr. v drugem odstavku 2. člena.

¹⁶⁶⁸ Maria Gracia Rubio de Casas Abogado, Baker & McKenzie (*infra*, osebni viri).

¹⁶⁶⁹ *Ibidem*.

pa je tako, da so (bili) le posebnost španske ureditve in bodo vsi kmalu preoblikovani v odprte investicijske družbe (SIMCAV).¹⁶⁷⁰

Ugotovim lahko torej, da so španski vzajemni skladi le odprtrega tipa, s tem pa primerljivi z vzajemni skladi po ZISDU-1, kar pa ne velja za SIMCAV v razmerju do investicijskih družb po ZISDU-1, saj so prve odprtrega, slednje pa zaprtega tipa.

Obe obliki investicijskih skladov (FIM in SIMCAV) po Zakonu št. 35/2003 sta podvrženi skupnim določbam akta, ki se tičejo avtorizacije,¹⁶⁷¹ trženja enot,¹⁶⁷² dolžnosti razkrivanja informacij¹⁶⁷³ in pa statusnih preoblikovanj.¹⁶⁷⁴ V istem poglavju opredeljuje zakon tudi tri načela vlaganja:

- likvidnost (*liquidez*) – IIC so dolžni vlagati v zadosti likvidne instrumente;
- razpršitev tveganja (*diversificación del riesgo*) – IIC morajo omejiti koncentracijo naložb;
- transparentnost (*transparencia*) – IIC morajo poskrbeti za določitev investicijske politike in njeno ustrezno objavo.¹⁶⁷⁵

Zakon vsebuje nekaj splošnih določb o nepremičninskih IIC,¹⁶⁷⁶ glede drugih oblik nefinančnih IIC pa pooblašča ministrstvo za ekonomijo oziroma regulatorja za izdajo posebnih določb.¹⁶⁷⁷

Glede na investicijsko politiko in nekatere druge značilnosti, poznajo v Španiji različne oblike IIC, najpogosteje pa so:

- skladi zakladnic (fondtesoros), ki vlagajo le v dolžniške vrednostne papirje, katerih izdajatelj je država; FIM vlagajo v tiste z dospelostjo preko enega leta, FIAMM pa v bolj kratkoročne;
- indeksni skladi;
- skladi skladov (FIMF);
- krovni skladi (FIMP);
- pod-skladi (FIMS);
- skladi, ki se glasijo na valuto različno od evra – v tej valuti se tako lahko izračunava vrednost premoženja in enot, pa tudi sprejemajo vplačila in izvajajo izplačila;¹⁶⁷⁸

¹⁶⁷⁰ *Ibidem*.

¹⁶⁷¹ 10.-14. člen Zakona št. 35/2003.

¹⁶⁷² 15.-16. člen Zakona št. 35/2003.

¹⁶⁷³ 17.-22. člen Zakona št. 35/2003.

¹⁶⁷⁴ 24.-28. Zakona št. 35/2003.

¹⁶⁷⁵ 23. člen Zakona št. 35/2003: »Principios de la política de inversión.«

¹⁶⁷⁶ 35.-38. člen Zakona št. 35/2003.

¹⁶⁷⁷ 39. člen Zakona št. 35/2003.

- skladi tveganega kapitala – zopet gre lahko za korporativno obliko (*sociedades de capital de risco*) ali za vzajemni sklad (*fundos de capital de risco*);¹⁶⁷⁹
- skladi, ki zagotavljajo ohranitev vložka ali tudi določen donos (*guaranteed funds*).¹⁶⁸⁰

Za družbe za upravljanje¹⁶⁸¹ zakon določa, da so to delniške družbe, katerih namen je upravljanje (administracija), predstavljanje, upravljanje vlaganj ter vplačil in izplačil investicijskih družb¹⁶⁸² in vzajemnih skladov,¹⁶⁸³ ena od nalog pa je tudi določitev depozitarja¹⁶⁸⁴ (*depositario*),¹⁶⁸⁵ ki mora biti kreditna institucija ali finančni posrednik.¹⁶⁸⁶ Nadzor nad subjekti na trgu izvaja CNVM,¹⁶⁸⁷ veljavni zakon pa vsebuje tudi celo vrsto kazenskih določb.¹⁶⁸⁸

5.22.3 Stanje na trgu

V zadnjih nekaj letih ima Španija na evropskem trgu investicijskih skladov približno pet odstotni delež,¹⁶⁸⁹ in zaseda med evropskimi državami šesto mesto.¹⁶⁹⁰ Še več, leta 2002 je bila ocenjena kot eden treh najhitreje rastočih trgov v Evropi.¹⁶⁹¹ Vendar pa to ni rezultat dokaj zgodnjih začetkov, pač pa se je rast, ki je pripeljala do tega položaja, začela v 90. letih prejšnjega stoletja, predvsem kot posledica sprememb davčne politike.¹⁶⁹² Za primerjavo:

¹⁶⁷⁸ *Supra*, sprotna opomba 1628, 15.

¹⁶⁷⁹ C. Hoedl, J. Casas, F. B. e Abreu, Exit strategies for Spanish and Portuguese private equity. *International Financial Law Review: Supplement*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&PUBID=213&ISS=16161&SID=508075&SM=&SearchStr=Spain%20venture%20capital%20fund>.

¹⁶⁸⁰ Comisión Nacional del Mercado de Valores (2002) *Fixed income products*. 16. URL: http://www.cnmv.es/inversores/eng/orientacion/docs/guia_rentafija_eng.pdf.

¹⁶⁸¹ 40.-56. člen Zakona št. 35/2003.

¹⁶⁸² Investicijske družbe so sicer lahko tudi 'self managed' ali pa pooblastijo za upravljanje drugo finančno institucijo. (*Supra*, sprotna opomba 1628.)

¹⁶⁸³ Člen 40/I. Zakona št. 35/2003.

¹⁶⁸⁴ 57.-64. člen Zakona št. 35/2003.

¹⁶⁸⁵ 57. člen Zakona št. 35/2003.

¹⁶⁸⁶ *Supra*, sprotna opomba 1628, 12.

¹⁶⁸⁷ 65.-76. člen Zakona št. 35/2003. Za opis nalog v angleščini glej URL: http://www.cnmv.es/english/que_es/interv_m_e.htm.

¹⁶⁸⁸ 77.-91. člen Zakona št. 35/2003.

¹⁶⁸⁹ Za konec leta 2003 4,3 odstotke (French Asset Management Association (AFG) (2005) *The French Asset Management Industry*. 1. URL: <http://www.agf.asso.fr/upload/3/Fichier375.pdf>), za leto 2005 pa pokaže izračun na podlagi podatkov ICI (URL: http://www.ici.org/pdf/ww_03_05_sup_tables.pdf) celo preko 5 odstotkov.

¹⁶⁹⁰ URL: http://www.ici.org/pdf/ww_03_05_sup_tables.pdf. Čeprav je bila še leta 2001 po tem kriteriju uvrščena ob bok Veliki Britaniji in celo pred Nemčijo (B. Berčič (2002) *Življenjsko zavarovanje vezano na vzajemne sklade*. 6. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/bercic588.pdf), ki pa imata danes precej več premoženja v upravljanju.

¹⁶⁹¹ Konkretno govorji Povalej o trgu vzajemnih skladov. (D. Povalej, Prodajne poti v trženju vzajemnih skladov v Evropi. *Bančni vestnik* 36-40. URL: <http://www.vzajemci.com/text.php?id=1777>.)

¹⁶⁹² G. Subotic (2004) *Vzajemni skladi v Sloveniji in EU*. 34. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/subotic1349.pdf.

sredstva kolektivnih naložbenih podjemov so predstavljala leta 1990 le tri odstotke BDP, že osem let kasneje pa kar 44 odstotkov.¹⁶⁹³

Opisani razcvet je bil mamljiv tudi za tuje upravljalce, kar dokazujejo številke v tabeli 44. Ti lahko tržijo IIC, ki so v skladu z UCITS direktivo, pa tudi takšne, ki to niso. Za slednje regulator zahteva, da so v svoji domicilni državi podvrženi zakonodaji, ki ščiti interese vlagateljev v vsaj tolikšni meri, kot je to zagotovljeno v Španiji.¹⁶⁹⁴ Sicer pa je bilo glede tujih skladov, predvsem korporativnih, v preteklosti mnogo napisanega, predvsem z vidika njihovega diskriminiranja na davčnem področju,¹⁶⁹⁵ ki je bilo posledica davčne reforme v letu 2002.¹⁶⁹⁶

Tabela 44: Število subjektov kolektivnega vlaganja v Španiji, ki niso domači investicijski skladi.

	tuji skladi	tuje investicijske družbe	družbe za upravljanje	depozitarji
30.09. 2004	97	141	116	138
31.12. 2004	93	145	116	137
31.03. 2005	97	145	117	136

Vir: CNMV.¹⁶⁹⁷

Kot je mogoče razbrati iz tabele 45 (*infra*), korporativni investicijski skladi za pogodbenimi (FIM in FIAMM, tj. vzajemnimi skladi) nikakor ne zaostajajo. Vendar pa velja to le za število podjemov, saj je kar 90 odstotkov premoženja v vzajemnih skladih.¹⁶⁹⁸ Morda še bolje ponazori to razmerje število vlagateljev, imetnikov enot posameznih oblik CII: v prvem četrletju letosnjega leta je bilo v investicijskih družbah 389.119 delničarjev, v vzajemnih skladih pa skoraj osem milijonov.¹⁶⁹⁹

¹⁶⁹³ *Supra*, sprotna opomba 1665. 3.

¹⁶⁹⁴ *Supra*, sprotna opomba 1628, 35.

¹⁶⁹⁵ Glej npr. vprašanje, ki ga je julija 2002 Komisiji zastavil Carles-Alfred Gasñliba i Böhm (P-2279/02 (2003/C 242 E/022)). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2003/ce242/ce24220031009en00160017.pdf>.

¹⁶⁹⁶ J. Palacios, Spain: Parliament debates income tax reform. *International Tax Review* 47. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=218535161&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=POD>.

¹⁶⁹⁷ Povezave do uporabljenih zbirk podatkov za različna obdobja so pod razdelkom 'Número, gestoras y depositarias de instituciones de inversión colectiva registradas en la CNMV' na voljo na URL:

<http://www.cnmv.es/asp/Estadisticas/iic/estadistica.asp>.

¹⁶⁹⁸ Vir je lastni izračun, čeprav Enrech (*Supra*, sprotna opomba 1607.) govori o kar 96 odstotnem deležu vzajemnih skladov, kar pa je, glede na podatek CNMV, pretirano.

¹⁶⁹⁹ Povezava do uporabljenih zbirke podatkov je pod razdelkom 'Número de participes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva' na voljo na URL: <http://www.cnmv.es/asp/Estadisticas/iic/estadistica.asp>.

Tabela 45: Število španskih investicijskih skladov.¹⁷⁰⁰

	FIM ¹⁷⁰¹	FIAMM ¹⁷⁰²	SIM ¹⁷⁰³	SIMCAV ¹⁷⁰⁴	FII ¹⁷⁰⁵	SII ¹⁷⁰⁶	skupaj
30.09. 2004	2.420	165	89	2.977	7	2	5.660
31.12. 2004	2.456	165	84	3.013	7	2	5.727
31.03. 2005	2.500	163	77	3.026	7	2	5.775

Vir: CNMV,¹⁷⁰⁷ lastni izračuni.

Premoženje je po vrstah vzajemnih skladov dokaj enakomerno porazdeljeno, največji delež pa predstavljajo manj tvegane naložbe v obvezniške in sklade denarnega trga (tabela 46).

Tabela 46: Sredstva španskih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v milijonih EUR).¹⁷⁰⁸

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	uravnoteženi/ mešani skladi	skupaj
30.09. 2004 ¹⁷⁰⁹	71.528	63.886	56.382	28.898	220.694
31.12. 2004 ¹⁷¹⁰	75.044	66.965	56.698	34.417	233.124
31.03. 2005 ¹⁷¹¹	81.295	69.204	53.265	36.789	240.553

Vir: Investment Company Institute (ICI).

V zadnjem času je največ neto prilivov v uravnotežene vzajemne sklade, ki so zabeležili v prvi polovici letosnjega leta preko 25 odstotno rast, na drugi strani pa so upravljali skladi denarnega trga celo manj premoženja kot šest mesecev prej. Absolutno gledano so po neto prilivih na prvem mestu delniški skladi.

¹⁷⁰⁰ Ob neobstaju ustreznih podatkov o številu vzajemnih skladov glede na investicijsko politiko, sem bil primoran predstaviti bolj splošen vidik trga.

¹⁷⁰¹ Vzajemni skladi.

¹⁷⁰² Vzajemni sklade denarnega trga.

¹⁷⁰³ Investicijske družbe s fiksnim kapitalom.

¹⁷⁰⁴ Investicijske družbe z variabilnim kapitalom.

¹⁷⁰⁵ Nepremičninski investicijski skladi.

¹⁷⁰⁶ Nepremičinske investicijske družbe.

¹⁷⁰⁷ Supra, sprotna opomba 1697.

¹⁷⁰⁸ Podatki CMVM za skupno premoženje skladov se ujemajo s predstavljenimi podatki ICI, vendar pa ne vsebujejo delitve po navedenih kategorijah skladov, poleg tega pa prav tako niso na voljo za drugo četrletje letosnjega leta (CNMV (*infra*, osebni viri)). Posledično sem se odločil za navajanje (delno preverjenih) podatkov CNMV (glej povezano 'Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva' (za 31.12. 2004 in 31.3. 2005) na URL: <http://www.cnmv.es/asp/Estadisticas/iic/estadistica.asp>). Novejši, a nekoliko drugačni podatki so na URL: http://www.inverco.es/web/jsp/page.jsp?tipo=estadisticas/fondos_inversion&rutalbl=Estadísticas/Fondos%20de%20Inversión&page=estadisticas.jsp, a prav tako ne vključujejo relevantnih kategorij.

¹⁷⁰⁹ URL: http://www.ici.org/pdf/ww_09_04_sup_tables.pdf.

¹⁷¹⁰ URL: http://www.ici.org/pdf/ww_12_04_sup_tables.pdf.

¹⁷¹¹ URL: http://www.ici.org/pdf/ww_03_05_sup_tables.pdf.

5.23 Švedska

5.23.1 Razvoj

Preteklost švedskih investicijskih skladov je ena daljših v evropskem okviru. že leta 1974 je bil sprejet prvi akt, Zakon o delniških skladih 1974/931 (*Aktiefondslagen 1974:931 (Equity Funds Act 1974/931)*),¹⁷¹² čeprav investicijskih skladov pred letom 1978 skorajda ni bilo, tudi sicer pa je bil sredi 70. let le vsak dvajseti¹⁷¹³ Šved tudi delničar.¹⁷¹⁴ Skorajda zato, ker sta že leta 1958 brata Gösta in Ragnar Åhlén ustanovila neprofitno fundacijo (*non-profit foundation*) *Aktietjänst*, ki je nato trgu predstavila štiri zaprte in tri odprte investicijske sklade – družino skladov *Koncentra*.¹⁷¹⁵¹⁷¹⁶ Brata sta idejo dobila na obisku v ZDA, a za razliko od tamkajšnje ureditve sta bila primorana 'družbo za upravljanje' – švedsko statusno pravo v tistem času ni dovoljevalo hitre izdaje in povratnih odkupov lastnih delnic oziroma oblikovanja trusta – ustanoviti v obliki neprofitne organizacije in ne inkorporirane investicijske družbe.¹⁷¹⁷

Jonsson in Lounsbury menita, da je šlo pri *Koncentra* skladih za ideoološko motiviran projekt, katerega namen je bil promoviranje zasebnega lastništva.¹⁷¹⁸ Med drugim to dokazujeta tudi z besedilom statuta fundacije *Aktietjänst*, kjer je med glavnimi cilji zapisano: »...za vzpodbujanje priljubljenosti lastniškega vlaganja v švedski javnosti...«¹⁷¹⁹ Še več. Ko sta brata leta 1975 fundacijo prodala banki *Svenska Handelsbanken*, je ta spremenila njeno ime v *Aktiefrämjandet*, tj. Združenje za promocijo lastniškega vlaganja.¹⁷²⁰

Pri teh 'družbeno osveščenih' prvih korakih pa ni šlo za izjemo, saj je imel tudi drugi akter, ki je vstopil na trg, podobno ozadje. Leta 1965 je namreč združenje abstinentov od alkohola ustanovilo svojo družbo za upravljanje in odprti sklad *Aktie-invest*, katerega v statutu opredeljen namen je bil, podobno »...promovirati varčevanje v lastniških vrednostnih papirjih med posamezniki, ki delijo vrednote treznostnega združenja...«¹⁷²¹ Tako je minilo celo

¹⁷¹² Kaj Hobér, Manheimer Swartling Advokatbyrå (*infra*, osebni viri).

¹⁷¹³ Ocena o približno petih odstotkih populacije je zelo groba, saj ustreznih podatkov ni.

¹⁷¹⁴ D. Forslund (2005) *Notes on Serial Financial History and the Truth of 'In-The-Long-Run' in Popular Financial Marketing*. 27. Predstavljeno na konferenci 'Alternative Perspectives on Finance', Kilkenny (Irska), avgust 2005. URL: <http://www.departments.bucknell.edu/management/apfa/Kilkenny%20Papers/Forslund.doc>.

¹⁷¹⁵ Pri *Koncentra* sicer ni šlo za prve švedske investicijske sklade, vsekakor pa so bili to prvi odprti skladi.

¹⁷¹⁶ S. Jonsson, M. Lounsbury (draft 26.9. 2005) *Globalization, Markets and Societal Change: Instituting Mutual Funds in Sweden. 10-11*. Neobjavljeno, z dovoljenjem za uporabo posredovano s strani avtorjev (elektronska pošta z dne 26.9. 2005).

¹⁷¹⁷ *Ibidem*.

¹⁷¹⁸ *Ibidem*, 13-14.

¹⁷¹⁹ *Ibidem*.

¹⁷²⁰ *Ibidem*.

¹⁷²¹ *Ibidem*, 14.

desetletje (do leta 1967), preden so na trgu odprte sklade pripeljali siceršnji akterji finančnega sektorja, tj. združenje hranilnic in pa poslovna banka *Skandinaviska Banken*.¹⁷²²

Toliko o začetkih, pri obravnavi katerih pa je treba biti pazljiv, saj so imeli na Švedskem 'investicijske sklade' (*investment funds*) že od leta 1955, a je šlo za posebne račune pri švedski osrednji bančni instituciji, kamor so lahko podjetja 'shranjevala' do polovice dobička pred obdavčitvijo.¹⁷²³ V primeru odločitve vlade o 'osvoboditvi' teh investicijskih skladov za neko obdobje, pa je lahko nato podjetje sredstva uporabilo za določene (razvojne) naložbe.¹⁷²⁴ Šlo je torej za obliko davčnih vzpodbud, obenem pa tudi za instrument ekonomske politike, ki je s tem lahko gospodarski razvoj v željenem trenutku pospešila. Tovrstni 'skladi', pri katerih pa je s sicer obravnavanimi le terminološka zveza, so bili ukinjeni z letom 1990.¹⁷²⁵

Industriji 'pravih' investicijskih skladov je dala prvo v vrsti vzpodbud odločitev vladajočih socialnih demokratov o vpeljavi davčnih olajšav za varčevanje v investicijskih skladih (*Skattesparandet*¹⁷²⁶) ob koncu 70. let,¹⁷²⁷ skoraj sočasno je bilo z namenom promoviranja kolektivnega vlaganja ustanovljeno Švedsko združenje investicijskih skladov (*Fondbolagens Förening* (*The Swedish Investment Fund Association* (SIFA))),¹⁷²⁸ pa tudi sicer je bila prva polovica 80. let obdobje postopne deregulacije finančnih trgov.¹⁷²⁹ V kratkem so že bili vidni prvi rezultati, na kar kaže tudi podatek, da se je število varčevalcev v investicijskih skladih s 75.000 leta 1981 povzpelno v dveh letih do 750.000.¹⁷³⁰ Jonsson kot enega možnih vzrokov tej (nenadni) rasti navaja volitve leta 1981 oziroma dejstvo, da je postala takrat varčevalna shema politično vprašanje,¹⁷³¹ v drugih virih pa je moč kot razlog zaslediti že omenjene davčne ugodnosti,¹⁷³² ugodna gibanja na kapitalskih trgih,¹⁷³³ in pa takrat veljavno 'resnico', da

¹⁷²² *Ibidem*, 14-15.

¹⁷²³ P. Adolfsson, U. Ask, U. Holmberg, S. Jönsson (1999) *Corporate Governance in Sweden*. URL: <http://www.shef.ac.uk/management/copi/reports/corpgov/sweden.htm>.

¹⁷²⁴ *Ibidem*.

¹⁷²⁵ *Ibidem*.

¹⁷²⁶ Gre za poimenovanje omenjene posebne davčne ugodnosti.

¹⁷²⁷ *Supra*, sprotna opomba 1714, 27-28.

¹⁷²⁸ URL: <http://www.fondbolagen.se/English/About.aspx>.

¹⁷²⁹ A. Vredin, Financial Markets and Macroeconomic Fluctuations. An Introduction. *Swedish Economic Policy Review* 241-249. URL: <http://www.ekradet.konj.se/sepr/SEPRvol3/Introduktion,%20Anders%20Vredin.pdf>.

¹⁷³⁰ S. Jonsson (2002) *Making and Breaking Norms: Competitive Imitation Patterns in the Swedish Mutual Fund Industry*. 52. Relevantni fragment navedenega dela mi je, z dovoljenjem za uporabo, posredoval avtor.

¹⁷³¹ *Ibidem*. Kaj natanko je mišljeno s 'političnim vprašanjem' mi žal ni uspelo izvedeti.

¹⁷³² The Swedish Bankers' Association (2004) *Banks in Sweden*. 8. URL:

http://www.bankforeningen.se/upload/banks_in_sweden_2004.pdf.

¹⁷³³ *Ibidem*, 9.

morajo prebivalci Švedske vlagati sredstva v investicijske sklade, če naj se gospodarski razvojni programi spravijo na željeni tir.¹⁷³⁴

Vendar pa je bila v 80. letih rast industrije investicijskih skladov predvsem na strani povpraševanja, tj. vlagateljev, medtem ko je bilo pred letom 1991 dejansko na trgu relativno malo ponudnikov – skladov oziroma njihovih upravljavcev.¹⁷³⁵ Razlog za razmejitev opisanega stanja z letnico 1991 je dvoplasten: tega leta je začela veljati nekaj mesecev prej sprejeta velika¹⁷³⁶ davčna reforma,¹⁷³⁷ obenem pa je začel veljati tudi leto prej sprejeti Zakon o vzajemnih skladih 1990:1114 (*Lag (1990:1114) om värdepappersfonder (Mutual Funds Act (SFS 1990:1114))* (MFA)).¹⁷³⁸ Davčna reforma je pomenila finančno vzpodbudo, omenjeni akt pa sodoben pravni okvir, saj je v švedski pravni red vpeljal UCITS direktivo.¹⁷³⁹ Ob tem pa nikakor ne gre zanemariti niti vedno večjega pomena zasebnih pokojninskih načrtov in siceršnjega varčevanja¹⁷⁴⁰ ter, na začetku 90. let predstavljenih, t.i.m. nacionalnih varčevalnih skladov (*allemansfonder (national savings funds)*).¹⁷⁴¹ Pri slednjih je šlo za del javnih varčevalnih načrtov in so imeli do ukinitve leta 1998,¹⁷⁴² za razliko od 'normalnih' delniških skladov z davkom na dobiček v višini 30 odstotkov, stopnjo davka za tretjino manjšo.¹⁷⁴³ Trg investicijskih skladov¹⁷⁴⁴ je šele s tem dejansko zacvetel,¹⁷⁴⁵ tako da so postali skladi že leta 1997 vodilna oblika zasebnega varčevanja, kar pomeni, da je bilo v skladih tega leta že

¹⁷³⁴ *Supra*, sprotna opomba 1714, 32. Avtor navaja tudi že takratno prepričanje vodilnih ljudi Švedske narodne banke (*Sveriges Riksbank (Bank of Sweden)*), da ne primanjkuje kapitala, temveč industrijskih projektov, ki bi lahko ta kapital privabili.

¹⁷³⁵ M. Dahlquist, S. Engström, P. Söderlind (2000) *Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds*. 3. URL: <http://web.hhs.se/personal/sengstrom/312.pdf>. Opozoriti moram, da gre tu za resnično relativno oznako, saj je bilo skladov preko 350 (podrobneje *infra*), a se trditev avtorjev morda nanaša na razmerje med sredstvi v upravljanju in skladu, ki so bili vlagateljem na voljo. Seveda pa je možno, da so ocene o 350 skladih pretirane.

¹⁷³⁶ Primeroma: pred uveljavljitvijo reforme je bila stopnja korporativnega davka, vključujuč davek na udeležbo pri dobičku, približno 57 odstotkov, nato pa skoraj dvakrat nižja, tj. 30 odstotkov.

¹⁷³⁷ A. J. Auerbach, K. Hassett, J. Sodersten, Taxation and Corporate Investment: The Impact of the 1991 Swedish Tax Reform. *Swedish Economic Policy Review* 361-383. URL:

<http://www.ekradet.konj.se/sepr/SEPRvol2/Auerbach%20m%20fl.pdf>.

¹⁷³⁸ The Swedish Investment Fund Association (2004) *Guidelines for the implementation of the Swedish Industry and Commerce Stock Exchange Committee's rules concerning the Disclosure of Acquisitions and Transfers of Shares, etc. where Transactions in Investment Funds are concerned*. 3. URL:

<http://www.fondbolagen.se/upload/transactiondisclosureguidelines2004.pdf>.

¹⁷³⁹ *Supra*, sprotna opomba 1712.

¹⁷⁴⁰ URL: <http://web.hhs.se/personal/sengstrom/312.pdf>.

¹⁷⁴¹ *Supra*, sprotna opomba 1735, 2.

¹⁷⁴² Sveriges Riksbank (1997) *The Swedish Financial Market*. 19. URL:

<http://www.riksbank.com/pagefolders/17134/SwedishFinancialMarket97.pdf>.

¹⁷⁴³ *Supra*, sprotna opomba 1735, 2. Poleg tega pa so se nekoliko razlikovali tudi glede omejitev sestave portfelja.

¹⁷⁴⁴ Kot nakazuje že naslov akta, gre dejansko za pogodbene investicijske sklade odprtrega tipa, tj. vzajemne sklade, a bom zaenkrat še vedno raje ostal pri 'nevrtnalem' poimenovanju.

¹⁷⁴⁵ Gospodinjstva so imela, primeroma, leta 1945 v neposredni lasti 80 odstotkov vrednosti izdanih vrednostnih papirjev, sedaj pa manj kot 20 odstotkov, saj so na njihovo mesto stopili institucionalni (in tuji) vlagatelji.

več premoženja kot v bančnih depozitih.¹⁷⁴⁶ Posledično je postal ta segment kapitalskega trga podvržen pogostejšim spremembam, kot je bil to primer prej. Kot zanimivost naj v tem smislu izpostavim sredi 90. let sprejet dogovor med že omenjenim združenjem skladov (SIFA) in pa nacionalno organizacijo za varstvo potrošnikov (*National Board for Consumer Policies*), da mora vsak upravljalec sklada objaviti opozorilo, da pretekli donosi niso garancija za prihodnost, da se lahko vložena sredstva zmanjšajo ali povečajo in da ni gotovo, da bo vložek v sklad povrnjen¹⁷⁴⁷¹⁷⁴⁸ Z vpeljavo vedno več novih oblik investicijskih skladov,¹⁷⁴⁹ kot so npr. *hedge* skladi¹⁷⁵⁰ (in kasneje tudi ETF skladi¹⁷⁵¹), se je tudi sicer povečala skrb za zaščito vlagateljev. Vendar pa za švedske *hedge* sklade, pa čeprav bi vlagalo vanje omejeno število vlagateljev, nikakor ne veljajo 'ohlapnejša' pravila vlaganja, kot je za primerljive oblike skladov to primer v ZDA in nekaterih drugih državah. Na Švedskem so namreč *hedge* sklade podvrženi zakonodaji o 'običajnih' investicijskih skladih, kar pomeni, da so vsaka pravila sklada, ki odstopajo od veljavne zakonodaje o teh 'običajnih' skladih, predmet odobritve regulatorja.¹⁷⁵² Ob tem je upravljalec *hedge* sklada dolžan omogočiti objavo portfelja svojega sklada na spletnih straneh regulatorja, v zadnjem letu pa se lahko upravljalec sooči tudi z nenapovedanim preverjanjem upoštevanja pravil sklada.¹⁷⁵³

Na prelomu tisočletja je industrija napredovala ne le z vidika produktov, temveč tudi njihovega trženja. Ključno vlogo je odigrala pri tem informatizacija, z njo povezan dostop do informacij, pa tudi pojav t. i. modela samopostrežne trgovine (*department store model*), ko je moč preko svetovnega spleta na enem mestu opraviti nakup enot množice skladov različnih upravljavcev.¹⁷⁵⁴

¹⁷⁴⁶ *Supra*, sprotna opomba 1714, 32. Avtor pri tem dobesedno navaja že omenjenega Jonnsona (*supra*, sprotna opomba 1716, 55).

¹⁷⁴⁷ V švedskem jeziku se navedeno – prevod je bil sicer narejen s pomočjo angleščine – glasi: »Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonden kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet.«

¹⁷⁴⁸ *Supra*, sprotna opomba 1714, 34.

¹⁷⁴⁹ Finansinspektionen (1998) *Financial markets and financial firms trends in development*. 5, 60. URL: http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/19985.pdf.

¹⁷⁵⁰ Podrobno o značilnostih švedskih *hedge* skladov *supra*, sprotna opomba 1749, 64-65.

¹⁷⁵¹ Trenutno kotirajo na borzi v Stockholmu štirje ETF skladi. (URL:

<http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/stocklist.aspx?list=22&group=Kursnoteringar&listname=Exchange%20Traded%20Funds.>) Več o pogojih za njihov sprejem je na voljo na URL: <http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/en/index.aspx?lank=88>.

¹⁷⁵² Finansinspektionen (1999) *Financial Firms and Markets*. 7. URL:

http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/19997.pdf.

¹⁷⁵³ Finansinspektionen (2004) *Market supervision 2004 : Summary*. 3. URL:

http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/report200411.pdf.

¹⁷⁵⁴ Finansinspektionen (2000) *Financial services and the internet*. 12, 14-15. URL:

http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/20003.pdf. Eden največjih tovrstnih ponudnikov, tudi v svetovnem merilu, je Etrade (URL: <https://se.etrade.com/>).

Na zakonodajnem področju je 1. aprila 2004, po obdobju občasnih popravkov akta iz leta 1990 (v nadalje MFA), na njegovo mest stopil nov, le nekaj mesecev prej¹⁷⁵⁵ sprejeti Zakon o investicijskih skladih 2004:46 (*Lag (SFS 2004:46) om investeringsfonder (Investment Funds Act (SFS 2004:46))*)¹⁷⁵⁶ (IFA)).¹⁷⁵⁷ Slednji je v švedski pravni red vpeljal spremembe UCITS III,¹⁷⁵⁸ poleg tega pa vsebuje tudi novo nacionalno zakonodajo, ki se tiče t.i.m. švedskih investicijskih skladov (*Swedish investment funds*) in njihovih družb za upravljanje (podrobneje v drugem razdelku).¹⁷⁵⁹ Vendar pa bodo investicijski skladi, ki so bili ustanovljeni že pred uveljavitvijo novega akta, še vedno podvrženi ureditvi MFA, vse dokler ne bodo zadostili spremenjenim pogojem in jim bo, prav tako kot njihovim družbam za upravljanje, dodeljena nova licenca.¹⁷⁶⁰ Slednjo morajo ti 'staroselci' pridobiti najkasneje do 13. februarja 2007, v nasprotnem bo morala družba za upravljanje prenehati z opravljanjem svojih nalog, skladi pa bodo razpuščeni.¹⁷⁶¹

V lanskem letu je nato regulator sprejel še dva zakona o spremembah in dopolnitvah,¹⁷⁶¹ pa tudi dve dopolnilni uredbi (*complementary ordinances*) k IFA, t.i.m. FFFS 2004:2 in FFFS 2004:3. Slednja, primeroma, ureja delovanje investicijskih skladov in družb za upravljanje, ki niso registrirani na Švedskem.¹⁷⁶²

5.23.2 Veljavna ureditev

Zakon o investicijskih skladih 2004:46¹⁷⁶³ (v nadalje IFA) uporablja 'krovni' termin 'investicijski skladi'¹⁷⁶⁴, znotraj tega pa ureja dve glavni skupini investicijskih skladov:

¹⁷⁵⁵ 18. februarja 2004.

¹⁷⁵⁶ *Supra*, sprotna opomba 1712.

¹⁷⁵⁷ URL: http://www.internationallawoffice.com/ld.cfm?Newsletters_Ref=8371.

¹⁷⁵⁸ URL: <http://www.fondbolagen.se/English/Regulations.aspx>.

¹⁷⁵⁹ *Supra*, sprotna opomba 1712.

¹⁷⁶⁰ Gernandt & Danielsson, *Investment Funds Act. International Financial Law Review: International briefings*. URL: <http://www.iflr.com/default.asp?Page=10&PUBID=33&ISS=12028&SID=512217&ReturnPage=5>.

¹⁷⁶¹ *Lag om ändring i lagen (2004:46) om investeringsfonder* (besedilo v švedskem jeziku je na voljo na URL: http://www.fondbolagen.se/upload/2004_73_001.pdf, prevoda pa žal še ni) ter *Lag om ändring i lagen (2004:590) om investeringsfonder* (besedilo v švedskem jeziku je na voljo na URL: http://www.fondbolagen.se/upload/2004_590_001.pdf, prevoda pa prav tako še ni).

Pri obeh gre le za nekaj manjših sprememb bolj tehnične narave. (*Supra*, sprotna opomba 1712.) Po pregledu obeh aktov (s primerjavo številk spremenjenih poglavij) lahko zatrdim, da ne posegata v materijo, ki bo izpostavljena v drugem razdelku. Le zadnji se konkretno dotika 6. poglavja (posebni skladi), a le v zvezi s avtorizacijo.

¹⁷⁶² URL: <http://www.fondbolagen.se/English/Regulations.aspx>.

¹⁷⁶³ The Swedish Investment Funds Act (SFS 2004:46). Besedilo v švedskem jeziku je na voljo na URL: http://www.fondbolagen.se/upload/2004_46_002.pdf, v angleščini pa na URL: http://www.fondbolagen.se/upload/investmentfundsact2004_46.pdf.

¹⁷⁶⁴ Za primer švedskih investicijskih skladov, katerih omenjeni akt ne 'pokriva', glej URL: <http://www.eastcapital.com/index.php?mid=134&lang=en>.

- UCITS sklade, tj. investicijske sklade, ki so v skladu z določbami 5. poglavja IFA, povzetimi po UCITS direktivi;
- ne-UCITS sklade, ki ne izpolnjujejo pogojev 5. poglavja IFA oziroma UCITS direktive.¹⁷⁶⁵

Domači harmonizirani skladi (tj. UCITS) se imenujejo vzajemni skladi (*värdepappersfonder (mutual funds)*), ne-harmonizirani pa posebni skladi (*specialfonder (special funds)*).¹⁷⁶⁶

Slednjim enakovredne oblike so bile v starem aktu imenovane 'nacionalni skladi' (*nationella fonder (national funds)*),¹⁷⁶⁷ laično pa tudi kar švedski skladi (*swedish funds*). Ne glede na ime, zanje velja, da lahko njihove investicijske politike, sicer opredeljene v pravilih sklada, odstopajo od omejitev 5. poglavja IFA,¹⁷⁶⁸ vendar pa je na regulatorju, da, z vidika tveganja za vlagatelje, presodi razpršenost skladovega portfelja.¹⁷⁶⁹ Posledično so zelo različne tudi naložbene strategije, stopnje tveganja in pa pričakovani donosi posameznih skladov.¹⁷⁷⁰

Največji delež teh posebnih skladov odpade na *hedge* sklade, sicer pa se k njim prištevajo še čisti indeksni skladi (*pure index funds*) in pa skladi, ki so specializirani za vlaganje na posamezne trge (v praksi najpogosteje Rusije).¹⁷⁷¹

Na drugi strani se tuji skladi delijo v skladu s prvo omenjeno delitvijo, torej na UCITS in ne-UCITS sklade,¹⁷⁷² k slednjim pa se seveda prištevajo tudi vsi skladi, ne glede na obliko in investicijsko politiko, ki imajo domicil izven EGS. Tuji UCITS skladi lahko delujejo na švedskem trgu pod določenimi pogoji brez avtorizacije regulatorja, tuji ne-UCITS skladi pa to potrebujejo. Med pogoji za vstop na trg prvih in sploh vlogo za dovoljenje drugih pa zakon določa tudi, da morajo njihovi upravljavci odkupiti enote sklada na zahtevo vlagatelja.¹⁷⁷³

Enako velja tako glede harmoniziranih (UCITS),¹⁷⁷⁴ kot tudi posebnih skladov¹⁷⁷⁵,¹⁷⁷⁶ saj se definiciji obeh pričneta z besedami: »*sklad, katerega enote se lahko na zahtevo vlagatelja*

¹⁷⁶⁵ Člen 1/XXI. v 1. poglavju Zakona 2004:46. Naj pri tem opozorim, da je angleško besedilo zakona razdeljeno na poglavja (*chapters*), odstavke (*sections*) in oštivilčene točke znotraj odstavkov. Težava je v tem, da se znotraj posameznih poglavij odstavki oštivilčujejo vsakič znova.

¹⁷⁶⁶ Člen 1/XVI. v 1. poglavju Zakona 2004:46 v povezavi z URL:

http://www.internationallawoffice.com/lد.cfm?Newsletters_Ref=8371. Glej tudi *supra*, sprotna opomba 1760.

¹⁷⁶⁷ *Supra*, sprotna opomba 1712.

¹⁷⁶⁸ Zanje veljajo le takšativno naštete določbe oziroma poglavja (v členu 5/II. v 1. poglavju Zakona 2004:46).

¹⁷⁶⁹ 2. člen 5. poglavja Zakona 2004:46.

¹⁷⁷⁰ *Supra*, sprotna opomba 1749, 63.

¹⁷⁷¹ *Ibidem*.

¹⁷⁷² Glej sprotno opombo 3 k angleškem besedilu Zakona 2004:46.

¹⁷⁷³ Drugi alineji členov 7/I.(2) in 9/I.(3) v 1. poglavju Zakona 2004:46.

¹⁷⁷⁴ Člen I/XXI v 1. poglavju Zakona 2004: »*UCITS: a fund the units of which may be redeemed upon demand by unit holders...«*

¹⁷⁷⁵ Člen I/XIX v 1. poglavju Zakona 2004:46: »*a special fund: a fund the units of which may be redeemed upon demand by unit holders...«*

¹⁷⁷⁶ 13. člen 4. poglavja Zakona 2004:46: »*Upon demand by a holder, a unit in a collective investment undertaking shall be immediately redeemed provided assets are available in the investment fund...«* (poudaril B.K.)

povratno odkupijo...«, vendar pa je omenjena 'zahteva' pri posebnih skladih omiljena z možnostjo, da se to, ob odobritvi regulatorja,¹⁷⁷⁷ omogoči vlagateljem tudi le enkrat letno.¹⁷⁷⁸ Regulator ob tem poudarja, da je treba v skladu s pravili sklada, nakup in povratno prodajo enot omogočiti vsem vlagateljem pod istimi pogoji, brez dajanja prednosti posameznim skupinam le-teh.¹⁷⁷⁹

Na podlagi ugotovitve, da so švedski *mutual funds*¹⁷⁸⁰ (vzajemni skladi) odprtega tipa,¹⁷⁸¹ določbe 1. člena 4. poglavja, po kateri investicijski skladi ne morejo pridobiti pravic in prevzeti obveznosti, tj. niso nosilci pravne subjektivitete, ter dejstva, da so lastniki premoženja sklada vlagatelji¹⁷⁸² in gre za pogodbeni odnos,¹⁷⁸³ lahko zaključim, da izpolnjujejo vzajemni skladi na Švedskem tudi vse pogoje za vzajemni sklad po ZISDU-1. Glede harmoniziranih skladov zakon ne vsebuje nekih posebnih določb. Poglavitno načelo delovanja je tisto o (ustrezni) razpršitvi tveganja,¹⁷⁸⁴ omejitve vlaganj pa so opredeljene v 3. do 23. členu 5. poglavja. Je pa mogoče za čas šestih mesecev od ustanovitve sklada od regulatorja pridobiti dovoljenje za odmik od taksativno naštetih določb oziroma v njih vsebovanih omejitev.¹⁷⁸⁵ V primeru siceršnjih, torej nedovoljenih omejitev, pa naj se v najkrajšem možnem času, z ozirom na interes vlagateljev, vzpostavi 'pravilno' stanje.¹⁷⁸⁶ Morda je zanimivo le, da švedski vzajemni skladi še vedno ne smejo vlagati v nepremičnine, pa tudi uporaba izvedenih finančnih instrumentov je omogočena le posebnim skladom.¹⁷⁸⁷

¹⁷⁷⁷ *Supra*, sprotna opomba 1712.

¹⁷⁷⁸ 1. člen 5. poglavja Zakona 2004:46.

¹⁷⁷⁹ Regulator (IF) je namreč izvedel raziskavo o pojavu nakupov in prodaj enot skladov po koncu trgovanja na relevantnih (organiziranih) trgih (*market timing*) in po, v tistem času določeni, čisti vrednosti sredstev (NAV). Konkretnih primerov tovrstnega ravnjanja sicer ni bilo moč zaznati, vendar pa jih IF ne izključuje.

(Finansinspektionen (2004) *Mutual fund late trading and market timing : Summary*. 1. URL: http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/20043.pdf.)

¹⁷⁸⁰ Pri Forslundu (supra, sprotna opomba 1714, 1.) sem zasledil nekoliko begajoč del teksta: »*In this paper a mutual fund is defined as a fund in which more than 75 percent of the assets consist of stocks. If less than 75 percent of the fund's assets is stocks it is called a "mixed fund". This is the Swedish standard.*« V primeru, da se 'švedski standard' nanaša le na opredelitev mešanih skladov, težav ni, drugače pa je, če naj to velja tudi za opredelitev *mutual funds* (vzajemnih skladov) kot tistih, ki imajo preko 75 odstotkov portfelja v delnicah. Morda je avtor (namenoma) spregledal uporabo v smislu pravnega termina in gre le za tehnično opredelitev. Sam menim, da je avtor zamenjal pojma '*mutual fund*' in '*equity fund*'. Še toliko bolj, ker združenje skladov (SIFA) v enem svojih navodil navaja: »*The term, "equity fund" refers to a fund in which at least 75% of the assets are invested in shares and share-related financial instruments.*« (The Swedish Investment Fund Association (2004) *Guidelines for the implementation of the Swedish Industry and Commerce Stock Exchange Committee's rules concerning the Disclosure of Acquisitions and Transfers of Shares, etc. where Transactions in Investment Funds are concerned*. 2. URL: <http://www.fondbolagen.se/upload/transactiondisclosureguidelines2004.pdf>.)

¹⁷⁸¹ Tudi *supra*, sprotna opomba 1735.

¹⁷⁸² *Supra*, sprotna opomba 1712: »*This legal structure results in an investment fund being only a pool of assets.*«

¹⁷⁸³ J. Thompson (2001) *Corporate governance and collective investment instruments*. 14, 41, 51, 64. URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/6/49/1815904.pdf>.

¹⁷⁸⁴ Člen 1/I. v 5. poglavju Zakona 2004:46.

¹⁷⁸⁵ 24. člen v 5. poglavju Zakona 2004:46.

¹⁷⁸⁶ 25. člen v 5. poglavju Zakona 2004:46.

¹⁷⁸⁷ Glej tudi *supra*, sprotna opomba 1760. Pa tudi posebnim skladom se dovoli relativno redko.

Za upravljanje skladov lahko dobi dovoljenje družba z omejeno odgovornostjo s sedežem na Švedskem (švedska družba za upravljanje (*fondbolag*)),¹⁷⁸⁸ medtem ko lahko dobijo dovoljenje za upravljanje posebnih skladov tudi nekatere vrste kreditnih institucij.¹⁷⁸⁹ Zakon določa tudi, da predstavlja vlagatelje družba za upravljanje, pri upravljanju sklada – katerega premoženje nikoli ne sme biti v njeni posesti¹⁷⁹⁰ – pa deluje v svojem imenu z navedbo imena posameznega sklada.¹⁷⁹¹ Družba za upravljanje mora v pravilih sklada določiti depozitarja (*förvaringsinstitut (depositary)*),¹⁷⁹² oba pa sta dolžna vlagatelju povrniti škodo, ki bi izvirala iz njunih kršitev pravil sklada ali zakonskih določb.¹⁷⁹³ Ob tem ju zakon obvezuje, da svoje naloge opravlja izključno v interesu vlagateljev,¹⁷⁹⁴ družba za upravljanje pa je dolžna vlagatelje enkrat letno pisno obvestiti o natančnih stroških vodenja sklada.¹⁷⁹⁵

Nadzor in licenciranje KNP je v rokah Agencije za finančni nadzor (*Finansinspektionen (FI)*) (*The Swedish Financial Supervisory Authority*),¹⁷⁹⁶ ki je pristojna tudi za izdajo uredb in nasvetov (*advice*)¹⁷⁹⁷ ter izrekanje kazni,¹⁷⁹⁸ zanimivo pa je, da so ji pri opravljanju nadzora utrpene stroške akterji dolžni poravnati preko plačila letne pristojbine (*fee*).¹⁷⁹⁹ V zadnjih letih je bilo teh stroškov nekoliko več kot sicer, saj so bili v letih 2003 in 2004 vzajemni skladi, z namenom zaščite potrošnikov¹⁸⁰⁰ in delovanja kapitalskega trga, podvrženi obsežnim analizam in pregledom s strani regulatorja, ki je ugotovil določene pomanjkljivosti v zvezi z objavljanjem informacij¹⁸⁰¹ in vprašanjem konfliktov interesov.¹⁸⁰² V bližnji prihodnosti načrtuje regulator tudi podrobnejši pregled sestave nadzornih organov družb za upravljanje in

¹⁷⁸⁸ 4. člen v povezavi s členom 1/VII. v 1. poglavju in tudi 1. člen 2. poglavja ter 5. poglavje Zakona 2004:46.

¹⁷⁸⁹ 5. člen v 1. poglavju Zakona 2004:46.

¹⁷⁹⁰ 3. člen v 4. poglavju Zakona 2004:46.

¹⁷⁹¹ Člen 2/I. v 4. poglavju Zakona 2004:46.

¹⁷⁹² 3. poglavje Zakona 2004:46.

¹⁷⁹³ 21. člen v 3. poglavju Zakona 2004:46.

¹⁷⁹⁴ Člen 1/II. v 3. poglavju in pa člen 2/III. v 4. poglavju Zakona 2004:46. O poteku zaščite vlagateljev na trgu finančnih storitev (tudi investicijskih skladov), konkretno na Švedskem in v Veliki Britaniji, zelo nazorno: P. Knutsson (1999) *Financial Services and Consumers – A Comparison between the UK and Swedish Systems*.

URL: http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/19998.pdf.

¹⁷⁹⁵ 22. člen v 4. poglavju Zakona 2004:46.

¹⁷⁹⁶ 10. poglavje Zakona 2004:46.

¹⁷⁹⁷ Pravna narava slednjih ni čisto jasna. (D. Hanqvist, Sweden : Market structure and trends. *International Financial Law Review: Yearbook 2002*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=16389&SID=514886>.)

¹⁷⁹⁸ 29. člen v 10. poglavju Zakona 2004:46.

¹⁷⁹⁹ Člen 1/II. v 10. poglavju Zakona 2004:46.

¹⁸⁰⁰ O poteku zaščite vlagateljev na trgu finančnih storitev (tudi investicijskih skladov), konkretno na Švedskem in v Veliki Britaniji, zelo nazorno: P. Knutsson (1999) *Financial Services and Consumers – A Comparison between the UK and Swedish Systems*. URL: http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/19998.pdf.

¹⁸⁰¹ O, ob koncu lanskega leta, v parlamentu predlaganih strožjih pravilih za objavljanje podatkov – tudi za upravljavce vzajemnih skladov – s ciljem preprečevanja pranja denarja: Gernandt & Danielsson, Stringent rules against money laundering. *International Financial Law Review: International briefings*. URL:

<http://www.iflr.com/?Page=10&PUBID=33&ISS=12037&SID=512580&SM=&SearchStr=Sweden%20mutual%20fund>.

¹⁸⁰² Finansinspektionen (2005) *Finansinspektionen – what we are and what we do*. 13. URL:

http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/20_Miscellaneous/whoweare.pdf.

pa presojo pojava t. i. mehkih provizij (*soft commissions*),¹⁸⁰³ ki po njegovem mnenju ni v najboljšem interesu vlagateljev.¹⁸⁰⁴

5.23.3 Stanje na trgu

Kot je bilo omenjeno že v prvem razdelku, je bilo za švedsko industrijo investicijskih (vzajemnih) skladov prelomno leto 1990 oziroma 1991. Ob navedenih razlogih kažejo enako sliko tudi podatki o razcvetu industrije v naslednjem desetletju: povečanje sredstev v upravljanju je bilo od leta 1989 do konca leta 2000 kar devetkratno, od 100¹⁸⁰⁵ do preko 900 milijard¹⁸⁰⁶ švedskih kron (SEK). Morda še bolje ponazarja razcvet trga primerjava med bančnimi depoziti gospodinjstev, ki so znašali leta 1995 386 milijard SEK, in vložki v vzajemnih skladih, ki so dosegli le 242 milijard.¹⁸⁰⁷ V dveh naslednjih letih pa je bila nato rast depozitov le malenkostna (392 milijard SEK), premoženje skladov pa se je skoraj podvojilo (456 milijard SEK).¹⁸⁰⁸ Ob pogledu na letošnje podatke (tabela 47) lahko vidimo, da se je v zadnjih osmih letih premoženje skladov (zopet) podvojilo, na 993.379 milijonov SEK.

Tabela 47: Sredstva švedskih vzajemnih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v milijonih EUR).

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani skladi	skladi skladov	drugi skladi	skupaj
31.12. 2004	53.815,3	5.281,6	5.839,8	18.197,8	2.360,9	6.926,2	92.421,6
31.03. 2005	57.138,1	5.520,2	5.947,0	19.695,7	2.789,7	7.841,9	98.932,6
30.06. 2005	61.223,5	5.698,9	5.797,1	20.874,0	3.153,1	8.500,9	105.247,5

Vir: Statistics Sweden,¹⁸⁰⁹ lastni izračuni.

Vendar pa zadnjih 15 let industrija ni doživljala le vzponov, temveč tudi padce, predvsem v prvih dveh letih novega tisočletja, ko se je premoženje v upravljanju, zaradi siceršnjih padcev

¹⁸⁰³ Finansinspektionen (2004) *Market supervision 2004 : Summary*. 2. URL:

http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/report200411.pdf.

¹⁸⁰⁴ Finansinspektionen (2004) *Conflict of interest in mutual fund companies : Summary*. 1. URL:

http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/20048.pdf.

¹⁸⁰⁵ *Supra*, sprotna opomba 1752, 40.

¹⁸⁰⁶ *Supra*, sprotna opomba 1732.

¹⁸⁰⁷ *Supra*, sprotna opomba 1735, 2.

¹⁸⁰⁸ *Ibidem*.

¹⁸⁰⁹ URL: http://www.scb.se/templates/Publikation_143018.asp. Podatki Švedskega združenja investicijskih skladov se nanašajo le na člane združenja, zato so nekoliko nižji, ob tem pa tudi ne ločujejo kategorij obvezniških in skladov denarnega trga (URL: http://www.fondbolagen.se/upload/net_assets_2005_001.xls).

Zneski v švedskih kronah (SEK) sem v evre preračunal s pomočjo menjalnih tečajev Švedske narodne banke za dan 31.12. 2004: EUR/SEK = 9,007, za dan 31.3. 2005: EUR/SEK = 9,138 ter za 30.6. 2005: EUR/SEK = 9,4385. (Povezave do podatkov so na voljo na URL: <http://www.riksbank.com/templates/stat.aspx?id=17210>.)

tečajev, znižalo z že omenjenih 900 na 'le' 700 milijard SEK.¹⁸¹⁰ Kljub temu pa je bilo le eno ugodno leto dovolj, da se je industrija vrnilo v stare tirnice in že ob koncu leta 2003 zopet upravljalna 900 milijard SEK.¹⁸¹¹

V omenjenih kriznih letih 2000 – 2002 se je sicer povečalo zanimanje za t. i. konzervativne sklade¹⁸¹² – konec leta 2003 so predstavljali skoraj 30 odstotkov¹⁸¹³ – a se je zato v zadnjih 18 mesecih njihov 'zaostanek' še povečal, tako da upravljače že manj kot 11 odstotkov vseh sredstev (tabela 47). Položaj, ko je v mešanih oziroma uravnoveženih skladih več premoženja kot v obvezniških in skladih denarnega trga skupaj, je v evropskem prostoru izjemno redek, kar pa, na drugi strani, za popolno prevlado delniških skladov, ne velja.

Samo število skladov (tabela 48) predstavljenih razmerij sicer ne nakazuje (80 mešanih napram 89 'konzervativnim'), čeprav je obenem res, da se je v zadnje pol leta zmanjšalo le število obvezniških. Izostanek pozitivnega trenda v obeh kategorijah, torej.

Tabela 48: Število švedskih vzajemnih skladov.

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	mešani skladi	skladi skladov	drugi skladi	skupaj
31.12. 2004	312	58	32	78	34	71	585
31.03. 2005	311	58	32	80	34	75	590
30.06. 2005	312	57	32	80	39	76	596

Vir: Statistics Sweden,¹⁸¹⁴ lastni izračuni.

Sicer pa bi za Švedsko lahko rekli, da je dežela vlagateljev, saj se ocenjuje, da ima kar 73 odstotkov prebivalcev v vzajemnih skladih, poleg pokojninskih premij, še dodaten del svojih prihrankov.¹⁸¹⁵ Če k temu prištejemo še javni sektor oziroma pokojninski sistem, ki zahteva vložek določenega dela posameznikovih pokojninskih premij v vzajemne sklade – vodijo jih lahko zasebne ali pa državne družbe za upravljanje¹⁸¹⁶ – so lahko pričakovanja švedske industrije vzajemnih skladov utemeljeno pozitivna.¹⁸¹⁷

¹⁸¹⁰ *Supra*, sprotna opomba 1732, 9.

¹⁸¹¹ *Ibidem*.

¹⁸¹² Torej obvezniške in sklade denarnega trga.

¹⁸¹³ *Ibidem*.

¹⁸¹⁴ URL: http://www.scb.se/templates/Publikation_143019.asp. Tudi za podatke Švedskega združenja investicijskih skladov, ki se tičejo števila skladov, velja že povedano (*supra*, sprotna opomba 1809).

¹⁸¹⁵ The Swedish Investment Fund Association (2004) *Outlook 2004/2005*. 22. URL:

<http://www.fondbolagen.se/upload/utblick20042005webbversion.pdf>.

¹⁸¹⁶ *Supra*, sprotna opomba 1732, 8-9.

¹⁸¹⁷ Enako J. Niemeyer (2001) *Where to Go after the Lamfalussy Report? : An Economic Analysis of Securities Market Regulation*. 32. URL: http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/20018.pdf.

5.24 Velika Britanija

Velika Britanija je, skupaj z Irsko,¹⁸¹⁸ tradicionalna predstavnica *unit trust* koncepta, čeprav je leta 1990 v svoj pravni red vpeljala tudi korporativno obliko investicijskih skladov.¹⁸¹⁹ Razlog je bilo predvsem prepričanje, da bo tako zastavljen instrument za tuje vlagatelje, predvsem tiste iz kontinentalne Evrope, lažje razumljiv in zato privlačnejši od investicijskih skladov v obliki trustov.¹⁸²⁰

Investicijski skladi so v Veliki Britaniji pravno uokvirjeni predvsem z Zakonom o finančnih storitvah (*Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA)*)¹⁸²¹, ki ureja trustee, in pa t. i. OEIC pravili 2001/1228,¹⁸²² ki urejajo korporativno obliko, tj. odprte investicijske družbe (*Open-Ended Investment Companies (OEIC)*). Novosti UCITS III so bile, predvsem s podzakonskimi akti regulatorja, v pravni red dokončno prenesene februarja letos.¹⁸²³

V Veliki Britaniji poznajo torej investicijske sklade kot:

- trustee – tu je na podlagi fiduciarnega posla lastnik vloženega premoženja t. i. trustee ('zaupnik');¹⁸²⁴
- odprte investicijske družbe (OEIC) – gre v bistvu za investicijske družbe z variabilnim kapitalom (*investment company with variable capital (ICVC)*), lastnik premoženja je sama družba, vlagatelji pa so njeni delničarji.¹⁸²⁵

Obe pravni obliki sta odprte narave, tj. omogočata vlagateljem, da zahtevajo povratni odkup vložka v trust oziroma delnic družbe.¹⁸²⁶

Subjekte in delovanje na finančnem trgu nadzira agencija za nadzor finančnih storitev (*The Financial Services Authority (FSA)*), za kar je bila pooblaščena z že omenjenim Zakonom o finančnih storitvah iz leta 2000.¹⁸²⁷

¹⁸¹⁸ Glej tudi navedeno pri obravnavi Irske, *supra*, razdelek 5.10.

¹⁸¹⁹ J. Thompson (2001) *Corporate governance and collective investment instruments*. 14, 18. URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/6/49/1815904.pdf>.

¹⁸²⁰ *Ibidem*, 18.

¹⁸²¹ Povezave do besedil posameznih poglavij so na voljo na URL: <http://www.legislation.hmso.gov.uk/acts/acts2000/20000008.htm>.

¹⁸²² Open-Ended Investment Companies Regulations 2001 (SI 2001/1228), za ustrezne severno irske podjem pa Open-Ended Investment Companies Regulations (Northern Ireland) 2004 (SR 2004/335). (URL: <http://fsahandbook.info/FSA/glossary.jsp?doc=glossary\glossary&gloss=G780#G780>.)

¹⁸²³ Working Document DG Markt/G/4 (2005) *Implementation of UCITS Directive 2001/107 - Status Quo*. URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/implementation-2001-107_en.pdf; Working Document DG Markt/G/4 (2005) *Implementation of UCITS Directive 2001/108 - Status Quo*. URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/implementation-2001-108_en.pdf.

¹⁸²⁴ URL: <http://fsahandbook.info/FSA/glossary.jsp?doc=glossary\glossary&gloss=G1195#G1195>.

¹⁸²⁵ URL: <http://fsahandbook.info/FSA/glossary.jsp?doc=glossary\glossary&gloss=G801#G801>.

¹⁸²⁶ URL: <http://www.investmentuk.org/investors/glossary/o.asp>.

Kakor izhaja iz povedanega, Velika Britanija ne pozna (odprtih) investicijskih skladov pogodbenega nastanka, tj. vzajemnih skladov po ZISDU-1. Posledično podatki o razmerju med posameznimi vrstami skladov za potrditev/zavrnitev teze niso potrebni, kar je tudi razlog, da bom ostal pri kratkem zgornjem orisu pravne ureditve.¹⁸²⁸

Ob tem tudi znotraj statističnih podatkov ne ločijo med trusti in investicijskimi družbami,¹⁸²⁹ zato sem bil primoran v tabeli 49 predstaviti kumulativne podatke celotne industrije investicijskih skladov.

Znotraj te je jasno razvidna prevlada delniških investicijskih skladov s skoraj tričetrtinskim deležem, kar je največ v celotni Skupnosti. V opazovanem obdobju ni zaznati, da bi se utegnil njihov položaj na račun drugih vrst kaj poslabšati. Relativno gledano, predvsem zaradi sicer malo sredstev v upravljanju, se 'bližajo' mešani skladi, medtem ko obvezniški in skladi denarnega trga celo vedno bolj zaostajajo.

Tabela 49: Sredstva britanskih investicijskih skladov, razdeljenih glede na njihovo investicijsko politiko (v milijonih EUR).

	delniški skladi	obvezniški skladi	skladi denarnega trga	uravnoteženi skladi	drugi skladi	skupaj
31.12. 2004	290.202,5	59.069,2	3.317,0	29.069,1	7.440,7	389.098,5
31.03. 2005	307.769,1	62.594,5	3.621,2	31.673,2	6.858,5	412.516,5
30.06. 2005	326.411,9	68.548,4	3.800,2	34.228,3	7.709,9	440.698,7

Vir: Investment Management Association (IMA).¹⁸³⁰

Sicer pa je britanska industrija investicijskih skladov po obsegu premoženja v upravljanju med prvimi petimi v Evropi,¹⁸³¹ v zadnjih 25 letih pa je znašala rast sredstev povprečno skoraj 15 odstotkov letno,¹⁸³² tj. od 11 milijard britanskih funtov (GBP) leta 1980¹⁸³³ do današnjih skoraj 300.

¹⁸²⁷ URL: <http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/Who/index.shtml>.

¹⁸²⁸ Sicer pa so zelo podrobni podatki o pravlem okviru kolektivnih naložbenih schem v Veliki Britaniji na voljo na URL: <http://fsahandbook.info/FSA/handbook.jsp?doc=/handbook/COLLG>, pa tudi sicer na spletnih straneh regulatorja: URL: <http://search.atomz.com/search/?sp-a=sp1002a2c3&sp-f=ISO-8859-1&sp-q=UCITS&sp-p=all&sp->. Glej tudi URL: <http://www.itsonline.co.uk/technical/regulations.asp>.

¹⁸²⁹ A. Fisher, Financial Services Authority (*infra*, osebni viri).

¹⁸³⁰ URL: <http://www.investmentuk.org/press/2005/stats/stats0605-01.pdf>. Zneske v britanskih sterlingih (funtih) (GBP) sem v evre preračunal s pomočjo menjalnih tečajev angleške narodne banke (Bank of England) za dan 31.12. 2004: GBP/EUR = 1,4127, za dan 31.3. 2005: GBP/EUR = 1,4543 ter za 30.6. 2005: GBP/EUR = 1,4804. (Povezave do uporabljenih podatkov so na voljo na URL:

<http://213.225.136.206/mfsd/iadb/Rates.asp?Travel=N1xIRx&into=GBP>.)

¹⁸³¹ The European Fund and Asset management Association (EFAMA) (2005) *Trends in the European Investment Fund Industry in the First Quarter of 2005 and Results for First Half of 2005*. 8. URL: <http://www.efama.org/60Statistics/10Current/eurostat/statisticsreportsecondquarter/documentfile>.

¹⁸³² Lastni izračuni, glede na podatke IMA (tabela 49) in *infra*, sprotnejša opomba 1833.

¹⁸³³ F. Pernek, B. Škof, A. Kobal, U. Rožič (1999) *Finančno pravo in javne finance. Posebni del.* 354.

6. Izsledki in zaključek

6.1 Pravne oblike

V državah članicah Evropske skupnosti omogoča nacionalna zakonodaja najpogosteje, kakor je pokazala pričajoča raziskava, ustanovitev odprtega investicijskega sklada pogodbenega tipa (priloga 12). Držav, ki torej poznajo vzajemne sklade v smislu ZISDU-1, je v Skupnosti kar 20. Gre za istih 20 držav, ki sploh imajo pogodbeno obliko skladov, tj. vse razen Velike Britanije, Irske, Malte, Poljske in, pogojno rečeno, Madžarske.¹⁸³⁴ Na drugi strani pa je ravno tako pet takšnih, ki sploh nimajo korporativnih investicijskih skladov: Avstrija, Finska, Latvija, Slovaška in Švedska.

Držav, ki ne bi imele vsaj ene od pravnih oblik z odprto naravo skladova, ni, osem pa je takšnih, ki ne dopuščajo ustanavljanja zaprtih investicijskih skladov.

Enako kombinacijo kot Slovenija, tj. odprte pogodbene in zaprte korporativne investicijske sklade, imata le dve državi (Francija in Španija).

6.2 Razmerja med vrstami skladov

Kakor izhaja že iz priloge 1, je v Sloveniji skoraj polovica vsega premoženja vzajemnih skladov¹⁸³⁵ v skladih z mešano strukturo naložb, tj. mešanih vzajemnih skladih.¹⁸³⁶ Moja teza je bila, da v tem pogledu slovenski trg ne izstopa (ni anomaličen), če primerjamo:

- le podatke o odprtih investicijskih skladih pogodbenega nastanka ter tako izključimo korporativne investicijske sklade, trustee in pa zaprte vzajemne sklade – in
- če primerjamo le podatke o razmerjih v novih članicah Skupnosti.

Uporabljeni podatki sicer resda niso bili popolni, kljub temu pa so izračuni deležev mešanih skladov v strukturi posameznih skupin pravnih oblik in držav zelo zgovorni (priloga 13):

- v celotni Skupnosti, a z izločenimi podatki za Slovenijo, je delež premoženja v mešanih investicijskih skladih 12,22 odstotkov;
- v istih 24 državah pa je v mešanih odprtih investicijskih skladih pogodbenega nastanka 12,82 odstotkov sredstev.

¹⁸³⁴ Podrobneje *supra*, razdelek 5.15.1.

¹⁸³⁵ Gre za vzajemne sklade v smislu opredelitve ZISDU-1 (*supra*, razdelek 3.2.1).

¹⁸³⁶ Za podrobnejšo opredelitev glej *supra*, razdelek 3.3.2.

Kljub minimalni razliki v prid 'zoženju' opazovane kategorije, pa je potrebno prvi del postavljene teze zavreči, tj. ugotoviti, da dejstvo, da se je pri argumentiranju trditev o anomaliji primerjalo slovenske podatke za odprte pogodbene sklade in podatke drugih držav za vse (odprte) investicijske sklade, na končno oceno in razmerja bistveno ne vpliva. Drugi del teze se je nanašal na primerjavo le s podatki novih članic. Tudi tu je izračun pokazal, da je povprečen delež mešanih skladov v celotni strukturi investicijskih skladov novih članic nekoliko nižji, kot če se upošteva le razmerja med odprtimi investicijskimi skladi pogodbenega nastanka (vzajemnimi skladi po ZISDU-1) v teh državah. Tu gre sicer za dvakrat večje odstopanje, a tudi tokrat o bistvenem vplivu (vsaj v absolutnem pogledu) ni moč govoriti. Še bolj pomemben pa je tako podatek, da ne pri prvem ne pri drugem izračunu delež mešanih investicijskih oziroma tudi le odprtih vzajemnih skladov v novih članicah ni presegel 10 odstotnega deleža sredstev v upravljanju.

Še več: v starih članicah Skupnosti je ta delež približno za polovico večji, kar pomeni, da je bila druga postavka teze popolnoma zgrešena.

Ker torej zoženje kategorij podatkov bistveno ne vpliva na končna razmerja, sem bil prisiljen postavljeno tezo zavreči in ugotoviti, da je slovenski trg vzajemnih skladov – s polovičnim deležem premoženja v mešanih skladih – resnično anomaličen. Glavna argumenta v potrditev pa sta dva:

- povprečno upravljajo mešani skladi v Evropski skupnosti manj kot 15 odstotkov premoženja skladov;
- delež mešanih skladov na slovenskem trgu je skoraj dvakrat višji od deležev avstrijskih oziroma belgijskih mešanih skladov, ki zasedajo po tem merilu drugo oziroma tretje mesto.

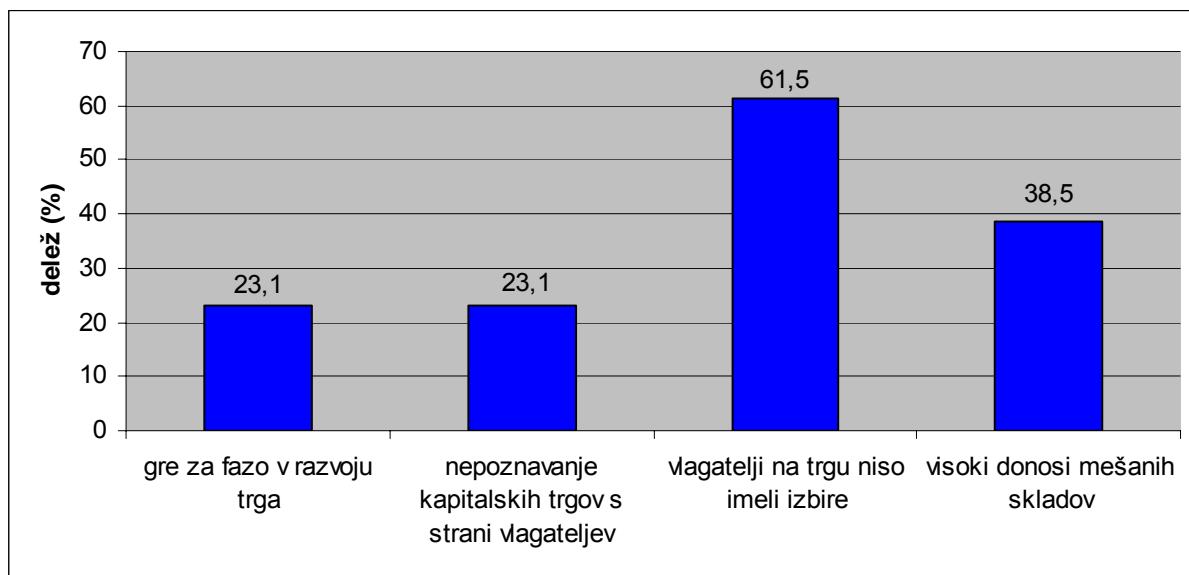
6.3 Krivci za anomalijo

Za mnenje o razlogih za opisano stanje na slovenskem trgu sem v že omenjeni anketi¹⁸³⁷ povprašal glavne upravljavce slovenskih družb za upravljanje.

Več kot polovica jih je menila, da je (bil) razlog v pomanjkanju možnosti, ki so se vlagateljem na trgu ponujale, pretežen del pa jih je kot razlog navedel tudi zgodnjo razvojno fazo trga oziroma nepoznavanje njegovega delovanja s strani vlagateljev, ki da so izbirali srednjo (najlažjo) pot (Grafikon 3).

¹⁸³⁷ Glej *supra*, razdelka 1.3.2 (tudi 3.3.1).

Grafikon 3: Razlogi za prevlado mešanih vzajemnih skladov na slovenskem trgu.



Nekateri od vprašanih so izrazili tudi pričakovanje, da se bo v bližnji prihodnosti razmerje spremnjalo in spremenilo na škodo mešanih skladov, kar kažejo tudi podatki o čistih vplačilih v zadnjem obdobju (*supra*, razdelek 3.3.3, tabela 1).

Podatki o stanju v tistih državah, kjer se je kapitalski trg prav tako začel razvijati šele pred dobrim desetletjem (večina novih članic Skupnosti – priloga 13), na prvi pogled kažejo, da razlage v smeri zgodnje razvojne stopnje trga nekako ne vzdržijo. Težko je namreč verjeti, da je slovenski vlagatelj toliko slabše poučen o tveganjih oziroma jim naklonjen bolj kot, primeroma, slovaški ali litvanski. Čeprav je res, da je precej nad evropskim povprečjem v Sloveniji tudi delež sredstev v delniških skladih, medtem ko v primerjavi z drugimi državami, tudi novimi članicami, zaostajamo predvsem pri skladih denarnega trga. In če vemo, da je bil prvi tovrstni sklad v Sloveniji ustanovljen šele v letošnjem letu, to resnično pokaže na, ne le dejstvo razvijanja industrije šele v poznih 90. letih, temveč tudi na siceršnje zaostajanje za 'primerljivimi' državami.

Razumljivo je namreč, da so 'razvojno pred nami' države s 50 in več letno tradicijo dejavnih in delajočih kapitalskih trgov ter vlaganj v investicijske sklade, drugače pa je s tistimi državami s katerimi smo se v tržno-gospodarsko tekmo spustili skupaj, istočasno. Del krivde je najverjetneje moč pripisati glavnim akterjem, a ne vlagateljem, ki so v vseh državah približno enaki, temveč upravljavcem in navsezadnje tudi zakonodajalcu, ki lahko večino inovativnosti upravljavcev z rigidnostjo in normativnim zaostajanjem uspešno onemogoči. A na srečo se, kot je poudaril eden od anketirancev, trendi in (slabe) navade spremnjajo.

Literatura

1. Monografije in dela več avtorjev

1. Adolfsson, Petra, Ask, Urban, Holmberg, Ulrika, Jönsson, Sten (1999) *Corporate Governance in Sweden*. Sheffield: Sheffield University Management School. URL: <http://www.shef.ac.uk/management/copi/reports/corpgov/sweden.htm> (23.9. 2005).
2. Aganin, Alexander, Volpin, Paolo (2004) *The History of Corporate Ownership in Italy*. Cambridge (Mass.): National Bureau of Economic Research. URL: <http://www.nber.org/books/corp-owner03/aganin-volpin7-2-04.pdf> (3.9. 2005).
3. Alajbeg, Denis, Bubaš, Zoran (2001) *Vodič kroz hrvatsko tržište kapitala za gradane*. Zagreb: Institut za javne financije.
4. Amenc, Noël, Haas, François, Vaissié, Mathieu (2003) *Challenges arising from alternative investment management*. Pariz: Banque de France (Financial Stability Review (november 2003)). URL: http://www.banque-france.fr/gb/publications/telnomot/rsf/2003/rsf_112003.pdf (28.8. 2005).
5. Bajt, Aleksander, Štiblar, Franjo (2002) *Statistika za družboslovece*. Ljubljana: GV Založba.
6. Baldwin, Richard, Wyplosz, Charles (2004) *The Economics of European Integration*. Berkshire: McGraw-Hill.
7. Bechmann, Ken L., Rangvid, Jesper (2004) Expenses and the performance of Danish mutual funds. Aarhus: The Aarhus School of Business. URL: <http://www.atp.dk/faktum14> (20.8. 2005).
8. Benijts, Tim (2001) *A 10 step action plan towards more and better SRIs in Europe*. Referat predstavljen na konferenci 'Developing information on socially responsible investments' (28. november 2001). URL: http://europa.eu.int/comm/employment_social/soc-dial/csr/pdf2/098-ACA_Tim-Benijts_Belgium_011128_en.htm (4.10. 2005).
9. Berčič, Bojana (2002) *Življenjsko zavarovanje vezano na investicijske skладe*. Ljubljana: Ekomska fakulteta. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/bercic588.pdf (18.11. 2004).
10. Bešter, Mojca, Jenko, Andreja, Klun, Tanja, Kurnik, Tanja, Marovt, Alenka, Mihelič, Aleš, Polajnar, Peter, Soljačić, Vinka (2004) Prost pretok storitev. V Maja Kezunovič (ur.) *Pravni vidiki pridružitvenega procesa : Sklenitev, vsebina in razlaga Evropskega sporazuma o pridružitvi*, 24-27. Ljubljana : Urad Vlade RS za informiranje.
11. Bodie, Zvi, Kane, Alex, Marcus, Alan J. (1996) *Investments* (3. izdaja). Boston [etc.]: Irwin/McGraw-Hill.
12. Bodie, Zvi, Kane, Alex, Marcus, Alan J. (1992) *Essentials of Investments*. Homewood, Boston: Irwin.
13. Bodie, Zvi, Merton, Robert C. (1998) *Finance*. Upper Saddle River: Prentice-Hall.
14. Bolton, Patrick, Roland, Gérard (1992) *The Economics of Mass Privatization: Czechoslovakia, East Germany, Hungary and Poland*. London: London School of Economics (LSE). URL: http://www.princeton.edu/%7Epbolton/PDFS/Eco_Mass_Priv.pdf (12.8. 2005).
15. Bohorč, Aleksandra (2001) *Investicijski skladi in družbe za upravljanje v Sloveniji ter nova zakonodaja*. Ljubljana: Ekomska fakulteta. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/bohorc12.pdf (24.8. 2005).
16. Božič, Mateja (2002) *Vzajemni skladi – alternativa varčevanja v prihodnosti*. Ljubljana: Ekomska fakulteta. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/bozic543.pdf (18.11. 2004).
17. Božović, Nataša (2004) *Vzajemni skladi v Sloveniji danes in v prihodnje*. Ljubljana: Ekomska fakultete. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/bozovic1432.pdf (18.11. 2004).
18. Brdar Turk, Aleksandra (2005) *Upravljanje s tveganji v družbah za upravljanje in vzajemnih skladih*. Ljubljana: Ekomska fakulteta. URL: <http://www.cek.ef.uni-lj.si/magister/brdar222.pdf> (26.8. 2005).
19. Chocron, Monique, Grandjean, Hervé (2001) The Behaviour of Economic Agents on the Securities Markets in the Third Quarter of 2000. *Banque de France Bulletin* 86 (februar 2001). URL: http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/autres_telechar/behvsm.pdf (27.8. 2005).
20. Craig, Paul, de Búrca, Gráinne (1995) *EC Law: Text, Cases and Materials*. Oxford: Clarendon Press.
21. Christensen, Michael (2003) Evaluating Danish Mutual Fund Performance. Aarhus: The Aarhus School of Business. URL: http://www.hha.dk/afl/wp/fin/glfin/D03_4.PDF (20.8. 2005).
22. Čas, Miloš, Jamnik, Simona (2000) *Borzno pravo*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
23. Čebulj, Katja (2004) *Vzajemni pokojninski skladi v svetu in pri nas*. Ljubljana: Ekomska fakultete. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/cebulj1201.pdf (23.12. 2004).
24. Dahlquist, Magnus, Engström, Stefan, Söderlind, Paul (2000) *Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds*. Stockholm: Stockholm School of Economics. URL: <http://web.hhs.se/personal/sengstrom/312.pdf> (23.9. 2005).
25. Davis, E. Philip, Steil, Ben (2001) *Institutional Investors*. Cambridge (Mass.), London: MIT Press.
26. Dezső, Réti & Antall Landwell (2004) *International Fund Industry in Hungary*. Budimpešta: Dezső, Réti & Antall Landwell. URL: http://www.pwcglobal.com/lu/eng/ins-sol/publ/pwc_im_hu.pdf (9.9. 2005).

27. Earnhart, Dietrich, Lízal, Lubomír (2002) *Effects of Ownership and Financial Status on Corporate Environmental Performance*. Praga: CERGE-EI. URL: <http://www.cerge-ei.cz/pdf/wp/Wp203.pdf> (12.8. 2005).
28. Ferran, Eilís (2004) *Building an EU Securities Market*. Cambridge [etc.]: Cambridge University Press.
29. Fitch (200?) *Securitization in Poland*. New York: Fitch, Fitch Ratings. URL: http://www.fitchpolska.com.pl/raporty/Securitisation_in_Poland.pdf (14.9. 2005).
30. Forslund, Dick (2005) *Notes on Serial Financial History and the Truth of 'In-The-Long-Run' in Popular Financial Marketing* (second draft). Predstavljeno na konferenci 'Alternative Perspectives on Finance', Kilkenny (Irsko), 14.-16. avgust 2005. URL: <http://www.departments.bucknell.edu/management/apfa/Kilkenny%20Papers/Forslund.doc> (23.9. 2005).
31. Frangež, Ana (2003) *Prilaganje investicijskih skladov ureditvi Evropske unije*. Ljubljana: Ekomska fakulteta. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/frangez867.pdf (26.3. 2005).
32. Furlan, Aljoša (2004) Morningstar – analitska agencija. *Bančni vestnik* LIII (11), 39-42.
33. Glasgow, David (2003) *Ethics and Integrity – A View from Britain* (povzetek predstavitev na konferenci Corporate Governance in New Poland, ki je potekala v organizaciji BPCC (*British Polish Chamber of Commerce*) 10. septembra 2003). URL: http://www_bpcc.org.pl/en_0_1914.html.
34. Greenbaum, Jeffrey P. (2004) *The Bank of Italy Regulation on Non-UCITS: Is Authorization a Continuing Dream or a new Reality?*. Rim: Lovells. URL: <http://www.abanet.org/intlaw/hubs/programs/Spring0413.01-13.05.pdf> (5.8. 2005).
35. Grilc, Peter, Ilešič, Tomaž (2001) *Pravo Evropske unije* (prva knjiga). Ljubljana: Cankarjeva založba.
36. Grilc, Peter (2001) *Pravo Evropske unije* (druga knjiga). Ljubljana: Cankarjeva založba.
37. Grilc, Peter, Juhart, Miha (1996) *Pravo vrednostnih papirjev*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
38. Gunne, Cecilia (2005) *Taxation of Fund Savings*. Stockholm: Fondbolagens Förening. URL: http://www.fondbolagen.se/upload/taxation_of_fund_savings_rev_maj_05_cg.pdf (22.9. 2005).
39. Hegler, Katarina (2001) *Vzajemni skladi kot oblika varčevanja*. Ljubljana: Ekomska fakulteta. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/hegler69.pdf (23.12. 2004).
40. Horspool, Margot (2003) *European Union Law* (3. izdaja). London: Reed Elsevier.
41. Horvat, Simona (2003) *Pravni vidik vzajemnih skladov v Sloveniji*. Ljubljana: Ekomska fakulteta. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/horvat1002.pdf (26.9. 2005).
42. Ilešič, Tomaž, Jug, Petra, Pogačnik, Miha, Prek, Miro, Vehar, Primož (2000) *Pravni vidiki pridružitvenega procesa : Sklenitev, vsebina in razlaga Evropskega sporazuma o pridružitvi*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
43. Jackson, Michael (2003) *Retail hedge funds – the Irish perspective*. Dublin: Matheson Ormsby Prentice. URL: <http://www.abanet.org/intlaw/hubs/programs/Annual0313.03-13.05.pdf> (13.6. 2005).
44. Jamnik, Gorazd, Krašovec, Jani, Žnidaršič, Marko (2000) Pravna ureditev trgovanja na organiziranih trgih vrednostnih papirjev. V D. Mramor (ur.) *Trg kapitala v Sloveniji*, 131-209. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
45. Jonsson, Stefan, Lounsbury, Michael (draft 26.9. 2005) *Globalization, Markets and Societal Change: Instituting Mutual Funds in Sweden*. Neobjavljen, z dovoljenjem za uporabo posredovano s strani avtorjev (elektronska pošta z dne 26.9. 2005).
46. Jonsson, Stefan (2002) *Making and Breaking Norms: Competitive Imitation Patterns in the Swedish Mutual Fund Industry*. Stockholm: Stockholm School of Economics.
47. Kaleva, Hanna (2004) *The Finnish Ministry of Finance releases its interim report on development of real estate funds*. Helsinki: Institute for Real Estate Economics. URL: http://www.kti.fi/pdf/Finn_REITs_report.pdf (23.9. 2005).
48. Karppinen, Hannu, Nuotio, Katri, Karjalainen, Jarkko (2003) Financial market legislation. V H. Koskenkylä (ur.) *Finnish Financial Markets*, 267-300. Helsinki: Bank of Finland. URL: http://www.bof.fi/eng/5_tilastot/5.1_Tilastografiikkaa/5.1.5_arvopaperimarkkinat_ja_maksutase/ (25.8. 2005).
49. Khorana, Ajay, Servaes, Henri, Tufano, Peter (2003) *Explaining the Size of The Mutual Fund Industry Around the World*. URL: <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/capri/papers/185khorana.pdf> (25.7. 2005).
50. Knutsson, Peter (1999) *Financial Services and Consumers – A Comparison between the UK and Swedish Systems*. Stockholm: Finansinspektionen. URL: http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/19998.pdf (22.9. 2005).
51. Koleva, Petia, Vincensini, Caroline (2002) The Evolution Trajectories of Voucher Funds: Towards Western-type Institutional Investors? : The Case of the Czech Republic and Bulgaria. V *Economics of Planning* (Vol. 35 (1)), 79-105. Dordrecht (NL): Kluwer. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=338588831&Fmt=2&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (11.5. 2005).
52. Košmelj, Katarina (2001) *Uporabna statistika*. Ljubljana: Biotehniška fakulteta.
53. Krabonja, Andreja (1998) *Investicijski skladi v svetu in v Sloveniji*. Ljubljana: Pravna fakulteta.
54. Lajtai, György (1994) The Role of Investment Funds and Special Investment Companies in Accelerating Privatization in Hungary. V M. Simonetti, D. Tříška (ur.) *Investment Funds as Intermediaries of Privatization*, 141-153. Ljubljana: Central and Eastern European Privatization Network (C.E.E.P.N.).

55. Lukovac, Jovan, Jašovič, Božo (2000) Zastoj investicijskih skladov. V D. Mramor (ur.) *Trg kapitala v Sloveniji*, 417-442. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
56. Mateus, Abel M. (2001) *Portugal's Accession and Convergence Towards the European Union*. URL: <http://fesportal.fes.de/pls/portal30/docs/FOLDER/POLITIKANALYSE/COHMATEUS.PDF> (15.9. 2005).
57. McCreevy, Charlie (2005) *Regulation – Right and Wrong*. Govor na Annual Conference on Financial Service Action Plan (Dublin, 5 April 2005). URL: http://www.agf.asso.fr/upload/3/Fichier341_mccreevy_050405_regulation.pdf (27.8. 2005).
58. Moloney, Niamh (2002) *EC securities regulation*. Oxford, New York: Oxford University Press.
59. Niemeyer, Jonas (2001) *Where to Go after the Lamfalussy Report? : An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision*. Stockholm: Finansinspektionen. URL: http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/20018.pdf (22.9. 2005).
60. Noia, Carmine Di, Piatti, Laura (1998) *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema Italiano*. Rim: Commissione Nazionale per la Societá e la Borsa (CONSOB). URL: http://www.consof.it/documenti/quaderni/quad_30.pdf?hkeywords=fondi+comuni&docid=4&page=0&hits=500 (4.9. 2005).
61. Novak, Bojana, Gazvoda, Maja, Divjak, Marjan (2000) Finančni instrumenti in njihovi trgi. V Dušan Mramor (ur.) *Trg kapitala v Sloveniji*, 21-86. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
62. Ong, Li Lian, Sy, Amadou (2004) *The Role of Mature Market Mutual Funds in Emerging Markets: Myth or Mayhem?*. Washington (DC): International Monetary Fund (IMF). URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04133.pdf> (20.8. 2005).
63. Pahor, Marko (2000) Investicijski skladi. V D. Mramor (ur.) *Trg kapitala v Sloveniji*, 87-109. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
64. Pernek, Franc, Škof, Bojan, Kobal, Aleš, Rožič, Uroš (1999) *Finančno pravo in javne finance. Posebni del*. Maribor: Pravna fakulteta.
65. Primec, Blanka, Rovan, Andreja (2004) Prost pretok kapitala. V Maja Kezunovič (ur.) *Pravni vidiki pridružitvenega procesa : Sklenitev, vsebina in razlaga Evropskega sporazuma o pridružitvi*, 28-30. Ljubljana : Urad Vlade RS za informiranje.
66. Publicewicz, Tomasz (2005) *Aktywa funduszy inwestycyjnych : marzec 2005*. Varšava: Analizy Online. URL: <http://www.stfi.com.pl/Raport.pdf> (14.9. 2005).
67. Publicewicz, Tomasz (2005) *Aktywa funduszy inwestycyjnych : grudzień 2004*. Varšava: Analizy Online. URL: http://www.stfi.com.pl/raporty/2004_12_FUNDSkaner_aktywa_tfi.pdf (14.9. 2005).
68. Pulko, Andreja (2004) *Primerjava vzajemnih skladov v Sloveniji in Evropski uniji*. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta. URL: http://www.vzajemci.com/files/AndrejaPulko_diploma_julij_2004-1092121813.doc (25.9. 2005).
69. Pylkkönen, Pertti (2003) Mutual funds and investment firms in Finland. V H. Koskenkylä (ur.) *Finnish Financial Markets*, 156-169. Helsinki: Bank of Finland. URL: http://www.bof.fi/eng/5_tilastot/5.1_Tilastografiikkaa/5.1.5_arvopaperimarkkinat_ja_maksutase/ (25.8. 2005).
70. Ricci, Paolo (2003) *Bringing hedge funds to retail in Italy through unit linked insurance products*. Rim: Lovells. URL: <http://www.abanet.org/intlaw/hubs/programs/Annual0313.03-13.05.pdf> (5.8. 2005).
71. Rouwenhorst, K. Geert (2005) The Origins of Mutual Funds. V W. N. Goetzmann, K. Geert Rouwenhorst (ur.) *The Origins of Value: the financial innovations that created modern capital markets*, 249 – 270. Oxford: Oxford University Press. URL (osnutek iz leta 2003): http://icf.som.yale.edu/pdf/hist_conference/Geert_Rouwenhorst.pdf (16.8. 2005). Uporabljeno z dovoljenjem avtorja (elektronska pošta z dne 6.9. 2005).
72. Schwartz, Andrew, Tyson, Laura D'Andrea (1992) Reparprivatization in Eastern Europe: Roundtable Report. V *Reparprivatization in central & eastern Europe : country privatization reports & specific implementation issues*, 15-34. Ljubljana: Central and Eastern European Privatization Network (C.E.E.P.N.).
73. Senn, Myriam (2005) *Decentralization of Economic Law – An Oximoron*. London: London School of Economics and Political Science. URL: <http://www.lse.ac.uk/collections/CARR/pdf/Disspaper28.pdf> (7.8. 2005).
74. Seestrandt, Liina (2003) Estonia. *Money, Banking and Financial Market Statistics in the Accssion Countries*. Frankfurt (Main): ECB. URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/mbsacmanual2003v2en.pdf> (21.8. 2005).
75. Steiner, Josephine, Woods, Lorna (2000) *Textbook on EC law* (7. izd.). London: Blackstone.
76. Straelen, Sophie van (2005) France: a new market place for hedge funds?. *AIMA Journal* (Feb 2005), 10-11. URL: <http://www.aima.org/uploads/Asterias65.pdf> (26.8. 2005). Uporabljeno z dovoljenjem avtorja in izdajatelja publikacije (elektronska pošta z dne 6.9. 2005).
77. Subotić, Goran (2004) *Vzajemni skladi v Sloveniji in EU*. Ljubljana: Ekomska fakulteta. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/subotic1349.pdf (18.11. 2004).
78. Switek, Ivan (1992) Reparprivatization in Czechoslovakia. V *Reparprivatization in central & eastern Europe : country privatization reports & specific implementation issues*, 56-60. Ljubljana: Central and Eastern European Privatization Network (C.E.E.P.N.).

79. Thompson, John K., Choi, Sang-Mok (2001) *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*. Pariz: OECD. URL: http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Governance_Systems_for_Collectiveoccpap1.pdf (18.3. 2005).
80. Thompson, John (2001) *Corporate governance and collective investment instruments*. Pariz: OECD. URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/6/49/1815904.pdf> (20.8. 2005).
81. Triplat, Alenka (2002) *Investicijski skladi v Sloveniji v primerjavi z Avstrijo*. Ljubljana: Ekomska fakulteta. URL: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/triplat456.pdf (26.3. 2005).
82. Weatherill, Stephen (2000) *Cases and materials on EC law* (5. izd.). London : Blackstone.
83. Weiss, Andrew, Nikitin, Georgiy (2002) Effects of Ownership by Investment Funds on The Performance of Czech Firms. V A. Meyendorff, A. Thakor (ur.) *Designing Financial Systems in Transition Economies: Strategies for Reform in Central and Eastern Europe, 187-214*. Cambridge (Mass.): MIT Press.
84. Wuorio, Jeff (2002) *CNBC Guide to Money & Markets : Everything You Need to Know About Your Finances and Investments*. New York: Cader Books.
85. Žnidaršič Kranjc, Alenka (1999) *Investicijski skladi v Sloveniji – (ne)uspeh in za koga*. Postojna: Dej d.o.o.

2. Članki

86. Abdel-Khaleq, Ayman H. (2004) Offering Islamic funds in the US and Europe. *International Financial Law Review* maj 2004, 55-57. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=647534401&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (2.11. 2004).
87. Auerbach, Alan J., Hassett, Kevin, Sodersten, Jan (1995) Taxation and Corporate Investment: The Impact of the 1991 Swedish Tax Reform. *Swedish Economic Policy Review* II (2), 361-383. URL: <http://www.ekradet.konj.se/sepr/SEPRvol2/Auerbach%20m%20fl.pdf> (23.9. 2005).
88. Azofra, Fernando (2002) Providing financial services over the internet. *International Financial Law Review: Supplement*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&PUBID=213&ISS=16421&SID=519816&SM=&SearchStr=Portugal%20investment%20fund> (15.9. 2005).
89. Baláž, Vladimír (1999) New laws readied for Slovak capital market win EU approval, support. *The Slovak Spectator* V (16). URL: <http://www.slovakspectator.sk/clanok.asp?vyd=1999016&cl=5099> (19.9. 2005).
90. Bedrač, Janja (2005) Nova arhitektura pravnih aktov EU. *Pravna praksa* XXIV (10-11), 16-18.
91. Belič, Damjan (1994) Zakonska ureditev investicijskih skladov in družb za upravljanje. *Svetovalec* 1994 (14), 61.
92. Biedecki, Ludomir (2001) Investment Funds in Poland. *International Financial Law Review: International briefings* (februar 2001). URL: <http://www.iflr.com/default.asp?Page=10&PUBID=33&ISS=11992&SID=509478&ReturnPage=5> (14.9. 2005).
93. Bienenstock, Peter (2000) The legal aspects of private equity. *International Financial Law Review :Yearbook 2000*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=16412&SID=514478> (27.9. 2005).
94. Birmingham, Bill (2003) 'All for one and one for all' - The EU Directive allows cross-border pension funds. *Pensions : An International Journal* IX (2), 107-117. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=536103461&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (3.11. 2004).
95. Blondeau, Thierry, Renner, Odile (2002) UCITS III: Luxembourg ahead of the game. *FS Regulatory Focus (November 2002 edition)*, 4-5. Bruselj [etc.]: PricewaterhouseCoopers. URL: http://www.pwccglobal.com/pl/eng/about/events/rap_um_kapital.pdf (26.9. 2005).
96. Bloomberg News (2005) Spain to permit domestic sales of hedge funds. *International Herald Tribune* (7. julij). URL: <http://www.iht.com/articles/2005/07/06/business/gflede.php> (20.9. 2005).
97. Bratina, Borut (1992) Udeležba delavcev v kapitalu in dobičku podjetja v nemškem pravu. *Podjetje in delo* 3(1992) 240.
98. Brown, David (2003) Investment fund vehicles for pan-European real estate: A technical and commercial review. *Briefings in Real Estate Finance* II(4) 289-301. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=325390211&Fmt=4&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (13.5. 2005).
99. Carlos, Luis de, Paredes, Carlos (1988) Securities Market Law amended. *International Financial Law Review: International briefings*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=10&PUBID=33&ISS=11965&SID=509682&SM=&SearchStr=Spain%20%22collective%20investment%22> (19.9. 2005).

100. Chodyla, Katarzyna (1999) Poland. *International Financial Law review: Banking Yearbook 1999*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=16405&SID=514343> (14.9. 2005).
101. Chovancová, Božena (2001) *Collective Investments in Slovakia – Right on Track?*. Biatec, IX (julij 2001), 38-40. URL: <http://www.nbs.sk/BIATEC/CHOVANCA.PDF> (24.8. 2005).
102. Delwaide, Henry (1997) Belgian Financial Markets – A new Legal Environment. *Journal of International Banking Law* XII(3), 106-112.
103. Delwaide, Henry (1996) The Legal Framework of Investment Funds and Companies in Belgium. *Journal of International Banking Law* XI(8), 326-332.
104. Drakulič, Igor (2005) Vzajemni skladi za podjetniške naložbe. *Glas gospodarstva* (oktober 2005) 53-55.
105. Dwernicki, Stanislas, Rougier-Briere, Guillaume (1998) Poland. *International Financial Law Review: Mergers & Acquisitions Yearbook 1998* (april 1998), 89-91. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=29445564&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (13.5. 2005).
106. Enrech, Carlos (2003) Spain's new tax regime for funds. *International Financial Law Review: Supplement*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=16161&SID=508077> (19.9. 2005).
107. Esposito, Paolo, Perrazzelli, Alessandra (1994) Italy. *International Financial Law Review: Capital Markets Yearbook* (oktober 1994). 49-53. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=1385385&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (13.5. 2005).
108. Gracer, Dejan (2003) Nekateri vidiki ureditve investicijske družbe v nemškem pravu. *Podjetje in delo* 5(2003) 806.
109. Grilc, Peter (2005) Notranji trg – (gospodarski) *hard core* po Pogodbi o Evropski uniji. *Pravna praksa* XXIV (13), 10-35.
110. Gernandt & Danielsson (2004) Investment Funds Act. *International Financial Law Review: International briefings*. URL: <http://www.iflr.com/default.asp?Page=10&PUBID=33&ISS=12028&SID=512217&ReturnPage=5> (22.9. 2005).
111. Gernandt & Danielsson (2004) Stringent rules against money laundering. *International Financial Law Review: International briefings*. URL:
112. <http://www.iflr.com/?Page=10&PUBID=33&ISS=12037&SID=512580&SM=&SearchStr=Sweden%20mutual%20fund> (22.9. 2005).
113. Hames, John, Zeippen, Yannick (2004) The benefits for funds from the BBL case. *Business Review, junij 2004*. URL: http://www.ey.com/GLOBAL/content.nsf/Luxembourg_E/media_press_articles_BBL_case_June04 (8.8. 2005).
114. Hanqvist, Dan (2002) Sweden : Market structure and trends. *International Financial Law Review: Yearbook 2002*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=16389&SID=514886> (22.9. 2005).
115. Hervada & Klingenberg (1997) New rules on derivatives investment. *International Financial Law Review: International briefings*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=10&PUBID=33&ISS=11951&SID=510305&SM=&SearchStr=Spain%20%22collective%20investment%22> (19.9. 2005).
116. Hervada & Klingenberg (1996) New financial regulations introduced, *International Financial Law Review: International briefings*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=10&PUBID=33&ISS=11937&SID=510888&SM=&SearchStr=Spain%20%22collective%20investment%22> (19.9. 2005).
117. Hlawati, Edith (1994) Austria. *International Financial Law Review: Banking Yearbook 1994*, 14-16. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=1385346&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (13.5. 2005).
118. Hoedl, Christian, Casas, Jordi, Abreu, Francisco Brito e (2003) Exit strategies for Spanish and Portuguese private equity. *International Financial Law Review: Supplement*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&PUBID=213&ISS=16161&SID=508075&SM=&SearchStr=Spain%20venture%20capital%20fund> (19.9. 2005).
119. Jackson, Michael (2003) *Retail Hedge Funds – The Irish Perspective*. Dublin: Matheson Ormsby Prentic. URL: <http://www.abanet.org/intlaw/hubs/programs/Annual0313.03-13.05.pdf> (16.6. 2005).
120. Kme?, Tomáš (2000) Banking Briefs: New challenge of asset management. *The Slovak Spectator* VI (40). URL: <http://www.slovakspectator.sk/clanok.asp?vyd=2000040&cl=1161> (18.9. 2005).
121. Kodrič, Sandi (2005) Nalepke. *Kapital* XV (358). URL: <http://www.vzajemci.com/text.php?id=5309> (2.10. 2005).
122. Kodrič, Sandi (2003) Jabolka in hruške. *Kapital* XIII (326). URL: <http://www.vzajemci.com/text.php?id=1498> (2.10. 2005).
123. Konarski, Konrad (2005) Marketing Foreign Investment Funds In Poland Under The New Investment Funds Law. *World Securities Law Report* XI (3). URL:

- <http://subscript.bna.com/SAMPLES/wsl.nsf/0/09236916aeea8f4385256fc50055a4d3?OpenDocument> (14.9. 2005).
- 124.Krajc, Gregor (2005) Temeljna določila. *Pravna praksa* XXIV (10-11), 12-15.
- 125.Lanz, Martin, Aeschlimann, Lionel (2000) Marketing of foreign investment funds in Switzerland. *International Financial Law Review: Yearbook 2000*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=16400&SID=514506> (19.9. 2005).
- 126.Leermakers, Dirk (2003) Is Luxembourg losing time in Europe's governance race. *International Financial Law Review: Supplement*. URL:
<http://www.iflr.com/?Page=17&PUBID=213&ISS=16160&SID=508095&SM=&SearchStr=Belgium%20investment%20fund> (17.9. 2005).
- 127.Leifert, Kai D (2004) Assessing the regulatory impact: the challenges of UCITS III - Germany's regulators become the first to launch derivatives ordinance. *Balance Sheet* XII(4) 33-36. Povzetek: URL:
http://www.ingentaconnect.com/search/article?title=UCITS&title_type=tka&year_from=1997&year_to=2004&database=1&pageSize=20&index=1 (16.8. 2005).
- 128.Maffei Antoine (1997) French implement the ISD directive. *International Financial Law Review* XVI (4), 18-20. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=12212329&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (13.5. 2005).
- 129.Maurer, Raimond, Sebastian, Steffen P. (2002) Inflation risk analysis of European real estate securities. *The Journal of Real Estate Research* XXIV (1), 47-77. URL:
<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=143843301&Fmt=4&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (13.5. 2005).
- 130.Maurer, Raimond, Reiner, Frank, Sebastian, Steffen (2004) Characteristics of German Real Estate Return Distributions: Evidence from Germany and Comparison to the U.S. and U.K. *Journal of Real Estate Portfolio Management* X(1) 59-76 . URL:
<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=640264801&Fmt=4&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (13.5. 2005).
- 131.Mejač Krassnig, Alenka (1997) Listinjenje v Sloveniji. *Bančni vestnik* IVL (5), 9-14.
- 132.Moloney, Niamh (2003) New frontiers in EC capital markets law: From market construction to market regulation. *Common Market Law Review* XL (4), 809-843. URL:
<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=450201471&Fmt=4&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (2.11. 2004).
- 133.More, Matej (2003) Investicijski skladi in družbe za upravljanje : Osnovne značilnosti novega zakona (ZISDU-1). *Mednarodno poslovno pravo* XV, 12-13.
- 134.Neocleous, Elia A. (1999) Cyprus : International Collective Investment Schemes. *International Financial Law Review : Yearbook 1999*. URL:
<http://www.iflr.com/?Page=17&PUBID=213&ISS=16409&SID=514376&SM=&SearchStr=Cyprus%20investment%20fund> (23.9. 2005).
- 135.Newton, David, Barker, Travis (2002) No level playing field for EU cross-border investment funds. *International Tax Review* XIII (1), 45-48. URL:
<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=99509018&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (2.11. 2004).
- 136.Neznan avtor (Pünder Volhard Weber & Axster) (1998) Derivatives trading and investment funds. *International Financial Law Review: International Briefings* (maj 1998). URL:
<http://www.iflr.com/default.asp?Page=10&PUBID=33&ISS=11959&SID=509932&ReturnPage=5> (14.9. 2005).
- 137.Neznan avtor (2003) Finland. *International Financial Law Review* (december 2003), 57. URL:
<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=521289471&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (13.5. 2005).
- 138.Neznan avtor (2002) Italy: Trading in non-harmonized funds. *International Financial Law Review* XXI (3), 59-60. URL:
<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=113078015&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (13.5. 2005).
- 139.Neznan avtor (2000) Ireland: Investment funds. *International Financial Law Review* XIX (4), 49-51. URL:
<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=53720066&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (13.5. 2005).
- 140.Neznan avtor (1999) Number of collective investment schemes double. V *The Malta Business Weekly* 242 (10.-16. junij 1999). URL: <http://www.business-line.com/business-weekly/archives/242/07.html> (12.9. 2005).
- 141.Neznan avtor (1998) Greece. *OECD Economic Outlook* (64), 85-87. URL:
<http://proquest.umi.com/pqdweb?did=37854431&Fmt=4&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (13.5. 2005).

142. Palacios, Jose (2002) Spain: Parliament debates income tax reform. *International Tax Review* XIII (9), 47. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=218535161&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (11.5. 2005).
143. Päsler, Rüdiger (2004) Facelift for German Investment funds. *IPE Spezialfonds – Special Report* (1.10. 2004).
144. Pečenko, Bojan (1993) Naložbeni (investicijski) skladovi. *Podjetje in delo* 1993(5), 515.
145. Pereira Miguel Castro, Mendes Inês Batalha (2002) Portugal: A New Era for Securitization. *International Financial Law Review: Yearbook 2002*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=16386&SID=514966> (15.9. 2005).
146. Pereira, Sofia Gouveia, Santos, Margarida Lino (2004) Portugal: New Ucits laws. *International Financial Law Review: International briefings* (maj 2004). URL: <http://www.iflr.com/default.asp?Page=10&PUBID=33&ISS=12031&SID=512347&ReturnPage=5> (15.9. 2005).
147. Pereira, Sofia Gouveia (2003) Securities investment companies. *International Financial Law Review: International briefings* (marec 2003). URL: <http://www.iflr.com/default.asp?Page=10&PUBID=33&ISS=12017&SID=511750&ReturnPage=5> (15.9. 2005).
148. Perrin, Towers (2003) Headlines worldwide pay and benefits. *Pensions : An International Journal* IX (1), 88-96. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=436794181&Fmt=3&clientId=14813&ROT=309&VName=PQD> (13.5. 2005).
149. Poel, Jasper van der , Fransens, Dorien, Vanparys, David (2002) Belgium and the Netherlands revise their approach to supervision. *FS Regulatory Focus (November 2002 edition)*, 17-19. URL: http://www.pwccglobal.com/pl/eng/about/events/rap_um_kapital.pdf (26.9. 2005).
150. Povalej, Dušan (2001) Prodajne poti v trženju vzajemnih skladov v Evropi. *Bančni vestnik* L (12), 36-40. URL: <http://www.vzajemci.com/text.php?id=1777> (22.9. 2005).
151. Ptak, Boguslaw (1999) Poland. *International Financial Law Review: Fund Management Yearbook 1999*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=16409&SID=514385> (14.9. 2005).
152. Ramshorst, Hans van, Clement, Thijs, Boerstra, Onno (2005) How to form funds in The Netherlands. *International Financial Law Journal : The 2005 Guide to Private Equity and Venture Capital*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&PUBID=213&ISS=16144&SID=508263&SM=&SearchStr=Belgium%20investment%20fund> (20.9. 2005).
153. Ribnikar, Ivan (1990) Investičnska podjetja in investicijski skladovi. *Bančni vestnik* XIL (4), 137-138.
154. Reynolds, Michael (1998) EU briefings. *International Financial Law Review* XVII (12), 64. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=37270226&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (3.11. 2004).
155. Schubert, Tom, Himonas, Dimitrios (1997) Finland. *International Financial Law Review: Banking Yearbook* (julij 1997), 71-73. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=13276692&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (13.5. 2005).
156. Stephen, Frank H., Backhaus, Jurgen G. (2003) Corporate governance and mass privatisation: A theoretical investigation of transformations in legal and economic relationships. *Journal of Economic Studies* XXL (3-4), 389-468. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=446046941&Fmt=4&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (11.5. 2005).
157. Szép, Gábor (2003) Real Estate – In Brief. *Business Hungary* XVII (5). URL: http://www.amcham.hu/BusinessHungary/17-05/articles/17-05_48.asp (10.9. 2005).
158. Syriopoulos, Theodore (2002) Market mispricings and portfolio allocation to mutual fund classes. *Journal of Economics and Finance* XXVI (3), 249-266. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=220007041&Fmt=4&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (13.5. 2005).
159. Toplak, Damjan (2004) Luksemburg in Irska daleč pred Slovenijo. *Večer* (20.3. 2004). URL: <http://www.vecer.si/vecer2003/default.asp?kaj=6&id=2004032000514751>.
160. Tortell, Simon (2005) Malta. *International Financial Law Review : Features* (avgust 2005).
162. Vega, Luis Alvarez de la (2000) Spain. *International Financial Law Review: Yearbook 2000*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&ISS=16410&SID=514465> (19.9. 2005).
163. Vives, Fernando (?) Issuing securities in Spain. *International Financial Law Review: Supplement*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&PUBID=213&ISS=16421&SID=519815&SM=&SearchStr=Spain%20%22collective%20investment%22> (19.9. 2005).
164. Vredin, Anders (1996) Financial Markets and Macroeconomic Fluctuations. An Introduction. *Swedish Economic Policy Review* III (2), 241-249. URL: <http://www.ekradet.konj.se/sepr/SEPRvol3/Introduktion.%20Anders%20Vredin.pdf> (23.9. 2005).
165. Zagradišnik, Renata (2004) Viri prava v Evropski uniji. *Bančni vestnik* LIII (10), 17-21.

166. Zielinski, Wojciech, Rostek-Wawrzyniak, Agnieszka (2002) Poland. *International Financial Law Review : Banking Yearbook* (julij 2002), 141-146. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=145979881&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (11.5. 2005).
167. Zini, Gian Paolo (2002) Italian structured finance market. *International Financial Law Review: The IFLR Guide to Italy & Switzerland*, 41-44. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=120117237&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (13.5. 2005).
168. Quirke, Liam, Walsh, Anthony (2000) Ireland: Tax treatment of funds in Ireland. *International Tax Review XI* (5), 53. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=54857860&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (13.5. 2005).
169. Weston, Duncan, Waddell, Charles, Brinza, Cristina, Perry, Geoff (2001) Central and eastern Europe overview. *International Financial Law Review : Yearbook 2001*. URL: <http://www.iflr.com/?Page=17&PUBID=213&ISS=16398&SID=514532&SM=&SearchStr=Cyprus%20investment%20fund> (23.9. 2005).
170. Wirth, Alfred G. (1995) International investing: Vive la France. *Canadian Shareowner IX* (1), 7-8. URL: <http://proquest.umi.com/pqdweb?did=6952199&Fmt=3&clientId=14813&RQT=309&VName=PQD> (13.5. 2005).

3. Druge publikacije

171. Arendt & Medernach (2004) *Legal Update*. Luxemburg: Arendt & Medernach. URL: http://wwwarendt-medernach.com/upload/pdf/LegalUpdate_20040330.pdf (6.8. 2005).
172. Äripäev (estonski poslovni dnevnik) št. 1 (2781) z dne 4. januarja 2005.
173. Äripäev (estonski poslovni dnevnik) št. 62 (2842) z dne 1. aprila 2005.
174. Äripäev (estonski poslovni dnevnik) št. 126 (2906) z dne 1. julija 2005.
175. Association Belge des Asset Managers (BEAMA) (2005) *Communiqué de Presse* (30.8. 2005). Bruselj: BEAMA. URL: <http://www.beama.be/content/publicaties/index.php?page=persberichten#> (4.10. 2005).
176. Association Belge des Asset Managers (BEAMA) (2005) *Rapport Annuel 2004-2005*. Bruselj: BEAMA. URL: <http://www.beama.be/content/organisatie/index.php?page=jaarverslag#> (4.10. 2005).
177. Association Belge des Organismes de Placement Collectif (ABOPC) (1999) *Communiqué de Presse de l'ABOPC*. Bruselj: ABOPC. URL: <http://www.beama.be/content/publicaties/index.php?page=persberichten#> (4.10. 2005).
178. Assogestioni (2005) *Dati definitivi per il mese di Luglio 2005*. Rim: Assogestioni. URL: http://www.assogestioni.it/asso/dati/files/21001_2005_07.pdf (19.5. 2005).
179. Assogestioni (2004) *I sottoscrittori del fondi comuni*. Rim: Assogestioni. URL: http://www.assogestioni.it/asso/dati/files/21008_2004.pdf (4.9. 2005).
180. Assogestioni (2003) *Guida alla classificazione*. Rim: Assogestioni. URL: <http://www.assogestioni.it/asso/risparmio/files/40020.pdf> (5.9. 2005).
181. Autoriteit Financiële Markten (AFM) (2002) *Explanatory Memorandum*. Amsterdam: AFM. URL: <http://www.afm.nl/corporate/default.ashx?DocumentId=2881> (3.5. 2005).
182. Avenir Fund Management Company (Avenir Rahastoyhtiö Oy) (2005) *Monthly Report July 2005*. Helsinki: Avenir Rahastoyhtiö Oy. URL: <http://www.avenir.fi/documents/6/072005Monthlyreport.pdf> (25.8. 2005).
183. Bank of Estonia (2005) *Annual Report 2004*. Talin: Bank of Estonia. URL: http://www.bankofestonia.info/pub/en/dokumentid/publikatsioonid/seeriad/aastaaruanne/_2004/_3.pdf (21.8. 2005).
184. Bank of Greece (2005) *Summary of Annual Report 2004*. Atene: Bank of Greece. URL: http://www.bankofgreece.gr/en/publications/pdf/Summary_Annrep2004.pdf (29.9. 2005).
185. Bank of Greece (1999) *Annual report 1998*. Atene: Bank of Greece. URL: <http://www.bankofgreece.gr/en/publications/pdf/annrep1998.pdf> (29.8. 2005).
186. Banque de France (2004) *Annual Report 2003*. Pariz: Banque de France. URL: <http://www.banque-france.fr/gb/publications/telnomot/rapport/rap03gb.pdf> (27.8. 2005).
187. Bourse de Luxembourg, Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI) (2003). *Undertakings for collective investment*. Luxemburg: Bourse de Luxembourg, ALFI. URL: http://www.bourse.lu/contenu/docs/EN/societe/ManuelDeLaBourse/OPC_2003_en.pdf (5.10. 2005).
188. Bundesverband Investment und Asset Management (BVI) (2002) *30 Years BVI*. Frankfurt (Main): BVI. URL: http://www.bvi.de/downloads/30years_bvi_engbro.pdf (6.10. 2005).
189. Capital Market Commission (2000) *Annual Report 1999*. Atene: CMC. URL: <http://www.hcmc.gr/english/Pdf/cmc1999.pdf> (29.8. 2005).

190. Central Bank of Cyprus (2005) *Register of International Collective Investment Schemes (ICIS) as at April 2005*. Nikozija: Central Bank of Cyprus. URL: http://www.centralbank.gov.cy/media/pdf/ISLSE_ICISDETAILSAPR05.pdf (4.10. 2005).
191. Central Bank of Malta (2005) *Thirty-seventh Annual Report and Statement of Accounts 2004*. Valletta: Central Bank of Malta. URL: <http://www.centralbankmalta.com/updates/downloads/pdfs/AR-2004.pdf> (11.9. 2005).
192. Central Bank of Malta (2004) *Thirty-sixth Annual Report and Statement of Accounts 2003*. Valletta: Central Bank of Malta. URL: <http://www.centralbankmalta.com/updates/downloads/pdfs/AR-2003.pdf> (11.9. 2005).
193. Central Bank of Malta (2002) *Thirty-fourth Annual Report and Statement of Accounts 2001*. Valletta: Central Bank of Malta. URL: <http://www.centralbankmalta.com/updates/downloads/pdfs/AR-2001.pdf> (11.9. 2005).
194. Central Bank of Malta (2001) *Thirty-third Annual Report and Statement of Accounts 2000*. Valletta: Central Bank of Malta. URL: <http://www.centralbankmalta.com/updates/downloads/pdfs/AR-2000.pdf> (11.9. 2005).
195. Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) (2005) *CSSF Newsletter No. 56* (September 2005). Luksemburg: CSSF. URL: <http://www.cssf.lu/docs/newsletter56eng.pdf> (5.10. 2005).
196. Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) (2005) *Annual Report 2004*. Luksemburg: CSSF. URL: <http://www.cssf.lu/docs/04chapter2.pdf> (5.10. 2005).
197. Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (2002) *Fixed income products*. Madrid: CNMV. URL: http://www.cnmv.es/inversores/eng/orientacion/docs/guia_rentafija_eng.pdf (20.9. 2005).
198. Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (2002) *Mutual funds and collective investment*. Madrid: CNMV. URL: http://www.cnmv.es/inversores/eng/orientacion/docs/guia_fondos_eng.pdf (20.9. 2005).
199. Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) *Securities orders*. Madrid: CNMV. URL: http://www.cnmv.es/inversores/eng/orientacion/docs/guia_ordenesvalores_eng.pdf (20.9. 2005).
200. Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (2002) *The rights and responsibilities of shareholders*. Madrid: CNMV. URL: http://www.cnmv.es/inversores/eng/orientacion/docs/guia_derechosdelaccionista_eng.pdf (20.9. 2005).
201. Danmarks National Bank (DNB) (2005) *Balance-sheet statistics for investment associations (2nd quarter 2005)*. Kopenhagen: DNB. URL: [http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Publications.nsf/side/IF20050805TT/\\$file/if20050805tt.pdf](http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Publications.nsf/side/IF20050805TT/$file/if20050805tt.pdf) (21.8. 2005).
202. Datamonitor (2005) *The French Financial Advice Market 2005* (kazalo). URL: http://www.datamonitor.com/~64b6842640c2438f9f20b8af51c8db0b~/Products/Free/Brief/BFFS0378/020BFFS_0378.htm (28.8. 2005).
203. De Nederlandsche Bank (DNB) (2004) *Statistical Bulletin March 2004*. Amsterdam: DNB. URL: http://www.dnb.nl/dnb/bin/doc/SBEmrt04WEB_tcm13-43680.pdf (3.5. 2005).
204. De Nederlandsche Bank (DNB) (2002) *Statistical Bulletin March 2002*. Amsterdam: DNB. URL: http://www.dnb.nl/dnb/bin/doc/se2002q1_tcm13-36272.pdf (3.5. 2005).
205. Ernst & Young (2005) *Food and Agribusiness Newsletter*, št. 495 (18. februar 2005) .URL: [http://www.ey.com/global/download.nsf/Australia/AgriNews_Issue495/\\$file/AgriNews%20495.pdf](http://www.ey.com/global/download.nsf/Australia/AgriNews_Issue495/$file/AgriNews%20495.pdf) (2.5. 2005).
206. Estonian Financial Supervision Authority (EFSA) (2005) *Yearbook 2004*. Talin: EFSA. URL: <http://www.fi.ee/failid/FIyearbook2004.pdf> (21.8. 2005).
207. European Central Bank (ECB) (2003) *Money, Banking and Financial Market Statistics in the Accession Countries* (Methodological Manual : Volume II). Frankfurt (Main): ECB. URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/mbsacmanual2003v2en.pdf> (1.8. 2005).
208. Eurosif (2003) Spain. V *SRI among European Institutional Investors - 2003 Report*, 63-69. URL: <http://www.eurosif.org/pub2/lib/2003/10/srirep/eurosif-srirep-2003-sp.pdf> (21.9. 2005).
209. Financial Market Authority (UFT) (2004) *Annual Report on Capital Market 2003*. Bratislava: UFT.
210. Financial Market Authority (UFT) (2001) *Analysis of current situation in the capital market of Slovak Republic*. Bratislava: UFT. URL: http://www.uft.sk/en/capital_market/en/kapitalovy_trh_eng.zip (19.9. 2005).
211. Financial Market Authority (UFT) (2001) *Report on the Activities of the Authority for the Year 2000*. Bratislava: UFT. URL: http://www.uft.sk/en/report/en/report_year2000.rtf (19.9. 2005).
212. Financial Services Authority (2005) *International Regulatory Outlook 2005*. London: Financial Services Authority. Na voljo na URL: http://www.fsa.gov.uk/pubs/plan/iro_2005/iro_2005.pdf (12.8. 2005).
213. Finansinspektionen (2005) *Finansinspektionen – what we are and what we do*. Stockholm: Finansinspektionen. URL: http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/20_Miscellaneous/whoweare.pdf (22.9. 2005).
214. Finansinspektionen (2004) *Conflict of interest in mutual fund companies : Summary*. Stockholm: Finansinspektionen. URL: http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/20048.pdf (22.9. 2005).
215. Finansinspektionen (2004) *Market supervision 2004 : Summary*. Stockholm: Finansinspektionen. URL: http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/report200411.pdf (22.9. 2005).
216. Finansinspektionen (2004) *Mutual fund late trading and market timing : Summary*. Stockholm: Finansinspektionen. URL: http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/20043.pdf (22.9. 2005).

217. Finansinspektionen (2000) *Financial services and the internet*. Stockholm: Finansinspektionen. URL: http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/20003.pdf (22.9. 2005).
218. Finansinspektionen (1999) *Financial Firms and Markets*. Stockholm: Finansinspektionen. URL: http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/19997.pdf (22.9. 2005).
219. Finansinspektionen (1998) *Financial markets and financial firms trends in development*. Stockholm: Finansinspektionen. URL: http://www.fi.se/upload/90_English/20_Publications/10_Reports/19985.pdf (22.9. 2005).
220. FMA (2005) *Annual Report of the Financial Market Authority 2004*. Dunaj: Finanzmarktaufsicht (FMA). URL: http://www.fma.gv.at/en/pdf/jb04_eng.pdf (15.8. 205).
221. FMA (2004) *Annual Report of the Financial Market Authority 2003*. Dunaj: Finanzmarktaufsicht (FMA). URL: <http://www.fma.gv.at/en/pdf/annualre.pdf> (15.8. 2005).
222. French Asset Management Association (AFG) (2005) *The French Asset Management Industry*. Pariz: AFG. URL: <http://www.agf.asso.fr/upload/3/Fichier375.pdf> (27.8. 2005).
223. French Asset Management Association (AFG) (2002) *Economic and statistical overview: the economics of the industry in 2001*. Pariz: AFG. URL: <http://www.agf.asso.fr/upload/3/Fichier144.pdf> (28.8. 2005).
224. Freshfields Bruckhaus Deringer (2002) *UCITS schemes - The new investment powers for UK UCITS*. URL: <http://www.freshfields.com/practice/corporate/publications/pdfs/4376.pdf> (17.6. 2005).
225. *Handelsblatt* (nemški poslovni dnevnik) XXXII(153) (10.8. 2005).
226. Hellenic Capital Market Commission (HCMC) (2005) *Annual Report 2004*. Atene: HCMC. URL: <http://www.hcmc.gr/Pdf/Annual%20Report%202004.pdf> (29.8. 2005).
227. Hellenic Capital Market Commission (2003) *Annual Report 2002*. Atene: HCMC. URL: <http://www.hcmc.gr/english/Pdf/Annual%20Report%202002.pdf> (29.8. 2005).
228. Hungarian Financial Supervisory Authority (PSZÁF) (2005) *Annual Report 2004*. Budimpešta: PSZÁF. URL: http://english.pszaf.hu/resource.aspx?ResourceID=report_2004annual (11.9. 2005).
229. Hungarian Financial Supervisory Authority (PSZÁF) (2003) *Annual Report 2002*. Budimpešta: PSZÁF. URL: http://english.pszaf.hu/resource.aspx?ResourceID=report_2002annualreport (10.9. 2005).
230. Hungarian Financial Supervisory Authority (PSZÁF) (2003) *The Effect of EU Accession on the Hungarian Financial Sector*. Budimpešta: PSZÁF. URL: http://english.pszaf.hu/resource.aspx?ResourceID=studies_EUaccessioneffects (10.9. 2005).
231. Hungarian Financial Supervisory Authority (PSZÁF) (2002) *2001 Annual Report*. Budimpešta: PSZÁF. URL: http://english.pszaf.hu/resource.aspx?ResourceID=report_2001annualreport (12.9. 2005).
232. Hungarian Financial Supervisory Authority (PSZÁF) (2001) *The Supervised Sectors in 2000 : Detailed Study*. Budimpešta: PSZÁF. URL: http://english.pszaf.hu/resource.aspx?ResourceID=report_2000annualreport (12.9. 2005).
233. Hungarian Financial Supervisory Authority (PSZÁF) (2000) *Flash Report on the Development of the Money and Capital Markets in 1999*. Budimpešta: PSZÁF. URL: http://english.pszaf.hu/engine.aspx?page=pszafen_reports&switch-content=pszafen_reports_20050818_1&switch-zone=Content%20Zone%204&switch-render-mode=full (12.9. 2005).
234. International Monetary Fund (IMF) (2000) *Report on the Observance of Standards and Codes: Czech Republic - Securities Market*. Washington (DC): IMF. URL: <http://www.imf.org/external/np/rosc/cze/securit.htm> (13.8. 2005).
235. International Monetary Fund (IMF) (2000) *Report on the Observance of Standards and Codes : Estonia*. Washington (DC): IMF. URL: <http://www.imf.org/external/np/rosc/est/securities.htm> (23.9. 2005).
236. International Organization pf Securities Commissions (IOSCO) (2004) *An Examination of the Regulatory Issues Arising from CIS Mergers*. Madrid: IOSCO. URL: http://www.cnmv.es/publicaciones/IOSCO_IIC.pdf (21.9. 2005).
237. Investment Company Institute (ICI) (2005) *2005 Investment Company Fact Book*. Washington (DC): ICI. URL: http://www.ici.org/pdf/2005_factbook.pdf (14.7. 2005).
238. Investment Company Institute (ICI) (1997) *International Mutual Funds Survey : Second Quarter 1997*. Washington (DC): ICI. URL: <http://www.itcilo.it/english/actrav/telearn/global/ilo/equity/iciinter.htm> (5.5. 2005).
239. Investment Research Finland (2005) *Mutual Fund Report July 2005*. Helsinki: The Finnish Association of Mutual Funds. URL: http://www.sijoitustutkimus.fi/fund_reports/mfr.pdf (24.8. 2005).
240. Investment Research Finland (2005) *Mutual Fund Report April 2005*. Helsinki: The Finnish Association of Mutual Funds. URL: http://www.sijoitustutkimus.fi/fund_reports/2005/rr0504e.pdf (24.8. 2005).
241. Investment Research Finland (2005) *Mutual Fund Report January 2005*. Helsinki: The Finnish Association of Mutual Funds. URL: http://www.sijoitustutkimus.fi/fund_reports/2005/rr0501e.pdf (24.8. 2005).
242. Investment Research Finland (2004) *Mutual Fund Report January 2004*. Helsinki: The Finnish Association of Mutual Funds. URL: http://www.sijoitustutkimus.fi/fund_reports/2004/rr0401e.pdf (24.8. 2005).

243. Investment Research Finland (2003) *Mutual Fund Report January 2003*. Helsinki: The Finnish Association of Mutual Funds. URL: http://www.sijoitustutkimus.fi/fund_reports/2003/rr0301e.pdf (24.8. 2005).
244. Investment Research Finland (2002) *Mutual Fund Report* (January 2002). Helsinki: The Finnish Association of Mutual Funds. URL: http://www.sijoitustutkimus.fi/fund_reports/2002/rr0201e.pdf (24.8. 2005).
245. Irish Financial Services Regulatory Authority (IFSRA) (2003) *Consultation Document: UCITS - Implementation of the Provisions of Directive 2001/107/EC*. Dublin: IFSRA. URL: [http://www.ey.com/global/download.nsf/Ireland/cb_consultation_management_directive_260503/\\$file/CB%20-%20Consultation%20Doc%20-%20Management%20Directive%20-%20260503.pdf](http://www.ey.com/global/download.nsf/Ireland/cb_consultation_management_directive_260503/$file/CB%20-%20Consultation%20Doc%20-%20Management%20Directive%20-%20260503.pdf) (15.8. 2005).
246. JSC 'Parex Investment Management Company' (2005) Open-end investment fund 'Parex Eastern European Balanced Fund': Simplified Prospectus. Riga: JSC 'Parex Investment Management Company'. URL: http://www.rfb.lv/docs/CompProspectuses/funds/Parex/PAESF_Prosp_simplified_200507_ENG.pdf (22.9. 2005).
247. JT investicijų valdymas (JTIV) (2005) *JT Baltijos akciju fondas I annual report 2004*. Vilna: JTIV. URL: http://www.jtiv.lt/html/docs/annual_report_2004_BAF_I.pdf (10.9. 2005).
248. JT investicijų valdymas (JTIV) (2005) *JT Baltijos akciju fondas II annual report 2004*. Vilna: JTIV. URL: http://www.jtiv.lt/html/docs/annual_report_2004_BAF_II.pdf (10.9. 2005).
249. KPMG International (2004) *Hungary*. Basel, Bern (etc.): KPMG International URL: http://www.kpmg.ie/industries/fs/funds2004/regulation/Hungary_Reg.pdf (10.9. 2005).
250. KPMG (2005) *Investment Modernization Act*. Berlin [etc.]: KPMG. URL: <http://www.kpmg.de/library/pdf/investmentmodernisierungsgesetz.pdf> (6.10. 2005).
251. Krekova družba (2005) *Klas : delniški vzajemni sklad. Prospekt*. Maribor: Krekova družba za upravljanje investicijskih skladov d.o.o. URL: http://www.vzajemci.com/files/prospekt_klas_avgust_2005-1124968125.pdf (3.10. 2005).
252. Lithuanian Securities Commission (LSC) (2005) *Lithuanian collective investment undertaking: Q1 2005 performance overview*. Vilna: LSC. URL: <http://www.vpk.lt/uploads/CIU%20overview%2C%20IQ%2C%202005.pdf> (9.9. 2005).
253. Lithuanian Securities Commission (LSC) (2005) *2004 Annual Report 2004 and trends of the securities market development*. Vilna: LSC. URL: <http://www.vpk.lt/uploads/Annual%20Report%202004.pdf> (8.9. 2005).
254. Lithuanian Securities Commission (LSC) (2005) *Quarterly report on the Lithuanian securities market, 4th quarter of 2004*. Vilna : LSC. URL: http://www.lsc.lt/uploads/2004_IV_%20ketvirtis.pdf (10.9. 2005).
255. Lithuanian Securities Commission (LSC) (2004) *Annual Report 2003*. Vilna: LSC. URL: http://www.lsc.lt/en/uploads/2003_LSC_report.pdf (8.9. 2005).
256. Lithuanian Securities Commission (LSC) (2003) *Annual Report 2002*. Vilna: LSC. URL: http://www.lsc.lt/en/uploads/2002_LSC_report.pdf (8.9. 2005).
257. Lithuanian Securities Commission (LSC) (2002) *Annual Report 2001*. Vilna: LSC. URL: http://www.lsc.lt/en/uploads/2001_LSC_report.pdf (8.9. 2005).
258. Lithuanian Securities Commission (LSC) (2001) *Annual Report 2000*. Vilna: LSC. URL: http://www.lsc.lt/en/uploads/2000_LSC_report.pdf (8.9. 2005).
259. Lithuanian Securities Commission (LSC) (2000) *Annual Report 1999*. Vilna: LSC. URL: http://www.lsc.lt/en/uploads/1999_LSC_report.pdf (8.9. 2005).
260. Malta Financial Services Authority (MFSA) (2005) *Annual Report 2004*. Valletta: MFSA. URL: <http://www.mfsa.com.mt/mfsa/pages/about%20us/mfsa%20act%20and%20annual%> (13.9. 2005).
261. Malta Financial Services Authority (MFSA) (2005) *Malta as a finance centre*. Valletta: MFSA. URL: <http://www.mfsa.com.mt/mfsa/pages/information/presentations/presentations.asp> (13.9. 2005).
262. Malta Stock Exchange (1996) *Annual Report 1995*. Valletta: Malta Stock Exchange. URL: <http://www.borzamalta.com.mt/annualreports/95.htm> (12.9. 2005).
263. National Bank of Poland (NBP) (2003) *Annual report 2003*. Varšava: NBP. URL: http://www.nbp.pl/en/publikacje/r_roczny/rocznik2003_en.pdf (13.9. 2005).
264. National Bank of Slovakia (2003) *Monetary Survey*. Bratislava: National Bank of Slovakia. URL: <http://www.nbs.sk/MP/MS0903/MS0903.PDF> (19.9. 2005).
265. OECD (2005) *White paper on Governance of Collective Investment schemes (CIS)*. Pariz: OECD. URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/10/10/34572343.pdf> (12.7. 2005).
266. Oxford Economic Research Associates (OXERA) (2002) *The Role of Custody in European Asset Management*. Dublin, Madrid, London, Pariz, Rim: European Asset Management Association (EAMA). URL: <http://www.agf.asso.fr/upload/3/Fichier162.pdf> (27.8. 2005).
267. Portuguese Securities Market Commission (CMVM) (2005) *Annual Report 2004*. Lizbona: CMVM. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/relatorios/rel2004/RA2004Ing.pdf (16.9. 2005).
268. Portuguese Securities Market Commission (CMVM) (2004) *Annual Report 2003*. Lizbona: CMVM. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/relatorios/rel2003/RA2003Ing.pdf (16.9. 2005).

269. Portuguese Securities Market Commission (CMVM) (2003) *Annual Report 2002*. Lizbona: CMVM. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/relatorios/rel2002/RA2002Ing.pdf (16.9. 2005).
270. Portuguese Securities Market Commission (CMVM) (2002) *Annual Report 2001*. Lizbona: CMVM. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/relatorios/rel2001pdf/RA2001Ing.pdf (16.9. 2005).
271. Portuguese Securities Market Commission (CMVM) (2001) *Annual Report 2000*. Lizbona: CMVM. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/relatorios/rel2000/indice2000.asp (16.9. 2005).
272. Portuguese Securities Market Commission (CMVM) (2000) *Annual Report 1999*. Lizbona: CMVM. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/relatorios/rel1999/rel1999_en/indice.asp (16.9. 2005).
273. Portuguese Securities Market Commission (CMVM) (1999) *Annual Report 1998*. Lizbona: CMVM. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/relatorios/rel1998/rel1998_en/p1_61i.asp (16.9. 2005).
274. Portuguese Securities Market Commission (CMVM) (1998) *Annual Report 1997*. Lizbona: CMVM. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/relatorios/rel1997/rel1997_en/UK-P2-9.asp.
275. Portuguese Securities Market Commission (CMVM) (1997) *Annual Report 1996*. Lizbona: CMVM. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/relatorios/rel1996/annual_report_menu_english.asp (15.9. 2005).
276. Portuguese Securities Market Commission (CMVM) (2002) *The evolution of Mutual Funds Industry*. Lizbona: CMVM. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/brochuras/fundos2001_eng/III.asp (16.9. 2005).
277. Portuguese Securities Market Commission (CMVM) (2001) *The evolution of Mutual Funds Industry*. Lizbona: CMVM. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/brochuras/fundos2000_eng/III.asp (16.9. 2005).
278. Portuguese Securities Market Commission (CMVM) (2000) *The evolution of Mutual Funds Industry*. Lizbona: CMVM. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/brochuras/fundos99_eng/3.asp (16.9. 2005).
279. Portuguese Securities Market Commission (CMVM) (1999) *The evolution of Mutual Funds Industry*. Lizbona: CMVM. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/brochuras/fundos98_eng/3.asp (16.9. 2005)
280. Portuguese Securities Market Commission (CMVM) (1998) *The evolution of Mutual Funds Industry*. Lizbona: CMVM. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/brochuras/fundos97_eng/2.asp (15.9. 2005).
281. Portuguese Securities Market Commission (CMVM) (1997) *Funds Industry versus Finance System*. Lizbona: CMVM. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/publicacoes/brochuras/fundos97_eng/3.asp (15.9. 2005).
282. Securities Market Commission of the Republic of Latvia (F GTK) (2005) *Annual report 2004*. Riga: F GTK. URL: http://www.fktk.lv/downloads/news_en/PEDEJAIS_GPanglu_2004.pdf (8.9. 2005)
283. Securities Market Commission of the Republic of Latvia (F GTK) (2004) *Annual Report of the Financial and Capital Market Commission for 2003*. Riga: F GTK. URL: http://www.fktk.lv/downloads/news_en/FKTK_Annual_report_2003FINAL2.pdf (26.9. 2005).
284. Securities Market Commission of the Republic of Latvia (F GTK) (2003) *Annual report 2002*. Riga: F GTK. URL: http://www.fktk.lv/downloads/news_en/FKTK_parskats_2002_ANGLUinternetam_1.pdf (7.9. 2005).
285. Securities Market Commission of the Republic of Latvia (F GTK) (2002) *Annual report 2001*. Riga: F GTK. URL: http://www.fktk.lv/downloads/news_en/FKTKpaarskatsUK.pdf (8.9. 2005).
286. Securities Market Commission of the Republic of Latvia (F GTK) (2001) *Annual report 2000*. Riga: F GTK. URL: http://www.fktk.lv/downloads/news_en/Annual_report_2000.doc (7.9. 2005).
287. Sveriges Riksbank (1998) The Swedish Financial Market. Stockholm: Sveriges Riksbank. URL: <http://www.riksbank.com/pagefolders/17134/SwedishFinancialMarket97.pdf> (25.9. 2005).
288. The European Fund and Asset management Association (EFAMA) (2005) *Trends in the European Investment Fund Industry in the First Quarter of 2005*. Bruselj: EFAMA. URL: <http://www.efama.org/60Statistics/10Current/eurostat/Europeanstat2005/documentfile> (2.9. 2005).
289. The European Fund and Asset Management Association (EFAMA) (2005) *Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2004 and Results for Full-Year 2004*. Bruselj: EFAMA. URL: http://www.efama.org/60Statistics/20MoreStat/European_Statistics/Europeanstat/documentfile (21.8. 2005).
290. The European Fund and Asset management Association (EFAMA) (2005) *Trends in the European Investment Fund Industry in the First Quarter of 2005 and Results for First Half of 2005*. Bruselj: EFAMA. URL: <http://www.efama.org/60Statistics/10Current/eurostat/statisticsreportsecondquarter/documentfile> (8.10. 2005).
291. The Finnish Bankers' Association (FBA) (2005) *Survey on saving and use of credit*. URL: http://www.pankkiyhdistys.fi/sisalto_eng/upload/pdf/saving_survey2005.pdf (25.8. 2005).
292. The Finnish Bankers' Association (FBA) (2003) *Finnish Financial Markets*. Helsinki: FBA. URL: http://www.pankkiyhdistys.fi/sisalto_eng/upload/pdf/fifi.pdf (24.8. 2005).
293. The Polish Securities and Exchange Commission (KPWIG) (2005) *Annual Report 2004*. Varšava: KPWIG. URL: http://www.kpwig.gov.pl/pdf/report_2004.pdf (13.9. 2005).
294. The Polish Securities and Exchange Commission (KPWIG) (2001) *Annual Report 2001*. Varšava: KPWIG. URL: <http://www.kpwig.gov.pl/pdf/rapor.pdf> (13.9. 2005).
295. The Polish Securities and Exchange Commission (KPWIG) (2001) *Annual Report 2000*. Varšava: KPWIG. URL: http://www.kpwig.gov.pl/pdf/rr2000_ang.pdf (13.9. 2005).

296. The Swedish Bankers' Association (2004) *Banks in Sweden*. Stockholm: The Swedish Bankers' Association.
URL: http://www.bankforeningen.se/upload/banks_in_sweden_2004.pdf (23.9. 2005).
297. The Swedish Investment Fund Association (SIFA) (2004) *Guidelines for the implementation of the Swedish Industry and Commerce Stock Exchange Committee's rules concerning the Disclosure of Acquisitions and Transfers of Shares, etc. where Transactions in Investment Funds are concerned*. Stockholm: SIFA. URL: <http://www.fondbolagen.se/upload/transactiondisclosureguidelines2004.pdf> (23.9. 2005).
298. The Swedish Investment Fund Association (2004) *Outlook 2004/2005*. Stockholm: SIFA. URL: <http://www.fondbolagen.se/upload/utblick20042005webbversion.pdf> (25.9. 2005).
299. UAB 'Investicijų perspektyvos' (2005) *2004 ataskaita*. Kaunas: UAB 'Investicijų perspektyvos'. URL: <http://www.perspektyvos.lt/UAB%20Investiciju%20perspektyvos%202004%20m.%20ataskaita.pdf> (10.9. 2005).
300. UNIS ČR (2004) *Annual Report 2003-2004*. URL: http://www.uniscr.cz/download/223-unis_annual_report_2003-2004.pdf (13.8. 2005).
301. UNIS ČR (2005) *Czech Republic Country Report 2004*. Še neobjavljeno.
302. Vereinigung Ausländischer Investmentgesellschaften in Österreich (VAIÖ) (2005) *Investmentfonds Marktübersicht Februar 2005*. Dunaj: VAIÖ.
303. Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov (ZDU GIZ) (2005) *Obrazec IS/M-1 za avgust 2005*. Ljubljana: ZDU GIZ. URL: <http://www.zdu-giz.si/docs/ism1-200508.xls> (22.9. 2005).
304. Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov (ZDU GIZ) (2005) *Obrazec IS/M-1 za junij 2005 (popravljen)*. Ljubljana: ZDU GIZ. URL: <http://www.zdu-giz.si/docs/ism1-200506b.xls> (22.9. 2005).
305. Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov (ZDU GIZ) (2005) *Obrazec IS/M-1 za marec 2005*. Ljubljana: ZDU GIZ. URL: <http://www.zdu-giz.si/docs/ism1-200503.xls> (22.9. 2005).
306. Združenje družb za upravljanje investicijskih skladov (ZDU GIZ) (2005) *Obrazec IS/M-1 za december 2004*. Ljubljana: ZDU GIZ. URL: <http://www.zdu-giz.si/docs/ism1-200412.xls> (22.9. 2005).

4. Pravni viri

Dokumenti organov Skupnosti

- Commission Decision 2001/527/EC of 6 June 2001 establishing the Committee of European Securities Regulators (notified under document number C(2001) 1501) (Text with EEA relevance), OJ L 191 z dne 13.7. 2001, p. 43. URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=32001D0527&model=guichett (16.5. 2005).
- Commission Decision 2001/528/EC of 6 June 2001 establishing the European Securities Committee (notified under document number C(2001) 1493) (Text with EEA relevance), OJ L 191 z dne 13.7. 2001, p. 45. URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=32001D0528&model=guichett (16.5. 2005).
- Commission Decision 2004/7/EC of 5 November 2003 amending Decision 2001/527/EC establishing the Committee of European Securities Regulators (Text with EEA relevance), OJ L 003 z dne 7.1. 2004, p. 32. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004D0007:EN:HTML> (16.5. 2005).
- Commission Decision 2004/8/EC of 5 November 2003 amending Decision 2001/528/EC establishing the European Securities Committee (Text with EEA relevance), OJ L 003 z dne 7.1. 2004, p. 33. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004D0008:EN:HTML> (16.5. 2005).
- Commission Recommendation 2004/383/EC of 27 April 2004 on the use of financial derivative instruments for undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (Text with EEA relevance) (notified under document number C(2004) 1541/1), OJ L 144 z dne 30. aprila 2004, p. 34. URL: http://www.efama.org/20Regulation/20Lawsreg/UCITS_Dir_Upd/Derivatives_recommendation (18.5. 2005).
- Commission Recommendation 2004/384/EC of 27 April 2004 on some contents of the simplified prospectus as provided for in Schedule C of Annex I to Council Directive 85/611/EEC (Text with EEA relevance) (notified under document number C(2002) 1541/2), OJ L 144 z dne 30. aprila 2004, p. 44. URL: http://www.efama.org/20Regulation/20Lawsreg/UCITS_Dir_Upd/Simpl_prospectus_recomm (18.5. 2005).
- Common position adopted by the Council on 5 June 2001 with a view to the adoption of a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), with regard to investments of UCITS (COD 1998/0243). URL: http://www.europarl.eu.int/commonpositions/2001/pdf/c5-0296-01_en.pdf (7.8. 2005).

8. Consolidated text of the Council Directive of 10 May 1993 on investment services in the securities field (93/22/EEC) (CONSLEG: 1993L0022 — 11.02.2003). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/consleg/1993/L/01993L0022-20030211-en.pdf> (11.8. 2005).
9. Consolidated text of the Council Directive of 13 June 1983 based on the Article 54 (3) (g) of the Treaty on consolidated accounts (83/349/EEC) (CONSLEG 1983L0349 — 01.05. 2004). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/consleg/1983/L/01983L0349-20040501-en.pdf> (10.8. 2005).
10. Consolidated text of the Council Directive of 15 March 1993 on the capital adequacy of investments firms and credit institutions (93/6/EEC) (CONSLEG: 1993L0006 — 13.04. 2005). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/consleg/1993/L/01993L0006-20050413-en.pdf> (10.8. 2005).
11. Consolidated text of the Council Directive of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (85/611/EEC) (CONSLEG: 1985L0611 — 30.04. 2004). URL: http://europa.eu.int/eur-lex/en/consleg/pdf/1985/en_1985L0611_do_001.pdf (17.5. 2005).
12. Consolidated text of the Council Directive of 8 December 1986 on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions (86/635/EEC) (CONSLEG: 1986L0635 — 17.07. 2003). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/consleg/1986/L/01986L0635-20030717-en.pdf> (11.8. 2005).
13. Consolidated text of the European Parliament and Council Directive of 16 December 2002 on the supplementary supervision of credit institutions, insurance undertakings and investment firms in a financial conglomerate and amending Council Directives 73/239/EEC, 79/267/EEC, 92/49/EEC, 92/96/EEC, 93/6/EEC and 93/22/EEC, and Directives 98/78/EC and 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council (2002/87/EC) (CONSLEG: 2002L0087 — 13.04.2005). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/consleg/2002/L/02002L0087-20050413-en.pdf> (11.8. 2005).
14. Consolidated text of the European Parliament and Council Directive of 20 March 2000 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions Directive (2000/12/EC) (CONSLEG: 2000L0012 — 18.05. 2004). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/consleg/2000/L/02000L0012-20040518-en.pdf> (10.8. 2005).
15. Consolidated text of the European Parliament and Council Directive of of 27 October 1998 on the supplementary supervision of insurance undertakings in an insurance group (98/78/EC) (CONSLEG: 1998L0078 — 13.04.2005). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/consleg/1998/L/01998L0078-20050413-en.pdf> (11.8. 2005).
16. Consolidated text of the European Parliament and Council Directive of 29 June 1995 amending Directives 77/780/EEC and 89/646/EEC in the field of credit institutions, Directives 73/239/EEC and 92/49/EEC in the field of non- life insurance, Directives 79/267/EEC and 92/96/EEC in the field of life assurance, Directive 93/22/EEC in the field of investment firms and Directive 85/611/EEC in the field of undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), with a view to reinforcing prudential supervision (95/26/EC) (CONSLEG 1995L0026 — 19.12. 2002). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/consleg/1995/L/01995L0026-20021219-en.pdf> (10.8. 2005).
17. Consolidated text of the First Council Directive of of 24 July 1973 on the coordination of laws, Regulations and administrative provisions relating to the taking-up and pursuit of the business of direct insurance other than life assurance (73/239/EEC) (CONSLEG 1973L0239 — 01.05.2004). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/consleg/1973/L/01973L0239-20040501-en.pdf> (11.8. 2005).
18. Consolidated text of the First Council Directive of 5 March 1979 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to the taking up and pursuit of the business of direct life assurance (79/267/EEC) (CONSLEG: 1979L0267 — 20.03.2002). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/consleg/1979/L/01979L0267-20020320-en.pdf> (11.8. 2005).
19. Consolidated text of the Fourth Council Directive of 25 July 1978 based on Article 54 (3) (g) of the Treaty on the annual accounts of certain types of companies (78/660/EEC) (CONSLEG: 1978L0660 — 01.05. 2004). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/consleg/1978/L/01978L0660-20040501-en.pdf> (10.9. 2005).
20. Consolidated text of the Second Council Directive of 13 December 1976 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent (77/91/EEC) (CONSLEG: 1977L0091 — 01.05.2004). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/consleg/1977/L/01977L0091-20040501-en.pdf> (11.8. 2005).
21. Consolidated text of the Sixth Council Directive 77/388/EEC of 17 May 1977 on the harmonisation of the laws of the Member States relating to turnover taxes - Common system of value added tax: uniform basis of assessment (77/388/EEC) (CONSLEG 1977L0388 — 01/05/2004). URL: http://europa.eu.int/eur-lex/en/consleg/reg/en_register_093010.html (17.5. 2005).

22. Consolidated text of the Seventh Council Directive 83/349/EEC of 13 June 1983 based on the Article 54 (3) (g) of the Treaty on consolidated accounts (CONSLEG: 1983L0349 — 01.05. 2004). URL: http://europa.eu.int/eur-lex/en/consleg/pdf/1983/en_1983L0349_do_001.pdf (9.8. 2005).
23. Consolidated version of the Treaty establishing the European Community, OJ C 325, 24.12.2002, p. 33. URL: http://europa.eu.int/eur-lex/lex/en/treaties/dat/12002E/pdf/12002E_EN.pdf (10.5. 2005).
24. Corrigendum to Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC (OJ L 145, 30.4. 2004), OJ L 045 z dne 16.2. 2005, p. 18. URL: http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/oj/2005/l_045/l_04520050216en00180018.pdf (15.5. 2005).
25. Corrigendum to Commission Recommendation 2004/383/EC of 27 April 2004 on the use of financial derivative instruments for undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (OJ L 144, 30.4. 2004), OJ L 199 z dne 7.6. 2004, p. 24. URL: [http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004H0383R\(01\):EN:HTML](http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004H0383R(01):EN:HTML) (15.5. 2005).
26. Corrigendum to Commission Recommendation 2004/384/EC of 27 April 2004 on some contents of the simplified prospectus as provided for in Schedule C of Annex I to Council Directive 85/611/EEC (OJ L 144, 30.4. 2004), OJ L 199 z dne 7.6. 2004, p. 30. URL: [http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=32004H0384R\(01\)&model=guichett](http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=32004H0384R(01)&model=guichett) (15.5. 2005).
27. Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), OJ L 375 z dne 31.12. 1985, p. 3. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31985L0611:EN:HTML> (14.5. 2005).
28. Council Directive 88/627/EEC of 12 December 1988 on the information to be published when a major holding in a listed company is acquired or disposed of, OJ L 348 z dne 17.12. 1988, p. 62. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31988L0627:EN:HTML> (9.8. 2005).
29. Council Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public, OJ L 124 z dne 5.5. 1989, p. 8. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31989L0298:EN:HTML> (15.5. 2005).
30. Council Directive 89/299/EEC of 17 April 1989 on the own funds of credit institutions, OJ L 124 z dne 5.5. 1989, p. 16. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31989L0299:EN:HTML> (11.8. 2005).
31. Council Directive 89/647/EEC of 18 December 1989 on a solvency ratio for credit institutions, OJ L 386 z dne 30.12. 1989, p. 14. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31989L0647:EN:HTML> (11.8. 2005).
32. Council Directive 92/121/EEC of 21 December 1992 on the monitoring and control of large exposures of credit institutions, OJ L 029 z dne 5.2. 1993, p. 1. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31992L0121:EN:HTML> (11.8. 2005).
33. Council Directive 92/30/EEC of 6 April 1992 on the supervision of credit institutions on a consolidated basis, OJ L 110 z dne 28.4. 1992, p. 52. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31992L0030:EN:HTML> (11.8. 2005).
34. Council Directive 93/6/EEC of 15 March 1993 on the capital adequacy of investments firms and credit institutions, OJ L 141 z dne 11.06. 1993, p. 1. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0006:EN:HTML> (9.8. 2005).
35. Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field, OJ L 141, 11.6. 1993, p. 27. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0006:EN:HTML> (5.8. 2005).
36. Council Regulation (EC) No 3604/93 of 13 December 1993 specifying definitions for the application of the prohibition of privileged access referred to in Article 104a of the Treaty, OJ L 332 z dne 31.12. 1993, p. 4. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993R3604:EN:HTML> (15.5. 2005).
37. Četra direktiva Sveta z dne 25. julija 1978 o letnih računovodskih izkazih posameznih vrst družb, ki temelji na členu 54(3)(g) Pogodbe (78/660/EGS). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/1978/31978L0660-SL.doc> (10.6. 2005).
38. Decision of the EEA Joint Committee No 60/2004 of 26 April 2004 amending Annex IX (Financial services) to the EEA Agreement, OJ L 277 z dne 26.8. 2004, p. 172. URL: http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/oj/2004/l_277/l_27720040826en01720174.pdf (9.8. 2005).
39. Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems, OJ L 166 z dne 11.06. 1998, p. 45. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31998L0026:EL:HTML> (15.5. 2005).

40. Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council of 20 March 2000 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions, OJ L 126 z dne 26.5. 2000, p. 1. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32000L0012:EN:HTML> (18.10. 2005).
41. Directive 2000/28/EC of the European Parliament and of the Council of 18 September 2000 amending Directive 2000/12/EC relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions, OJ L 275 z dne 27.10. 2000, p. 37. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32000L0028:EN:HTML> (9.8. 2005).
42. Directive 2000/64/EC of the European Parliament and of the Council of 7 November 2000 amending Council Directives 85/611/EEC, 92/49/EEC, 92/96/EEC and 93/22/EEC as regards exchange of information with third countries, OJ L 290 z dne 17.11. 2000, p. 27. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32000L0064:EN:HTML> (14.5. 2005).
43. Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities, OJ L 184 z dne 6.7. 2001, p. 1. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32001L0034:EN:HTML> (14.5. 2005).
44. Directive 2001/107/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) with a view to regulating management companies and simplified prospectuses, OJ L 041 z dne 13.2. 2002, p. 20. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32001L0107:EN:HTML> (16.5. 2005).
45. Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), with regard to investments of UCITS, OJ L 041 z dne 13.2. 2002, p. 35. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32001L0108:EN:HTML> (14.5. 2005).
46. Directive 2002/87/EC of the European Parliament and of the Council of 16 December 2002 on the supplementary supervision of credit institutions, insurance undertakings and investment firms in a financial conglomerate and amending Council Directives 73/239/EEC, 79/267/EEC, 92/49/EEC, 92/96/EEC, 93/6/EEC and 93/22/EEC, and Directives 98/78/EC and 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council, OJ L 035 z dne 11.2. 2003, p. 1. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32002L0087:EN:HTML> (15.5. 2005).
47. Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (Text with EEA relevance), OJ L 345 z dne 31.12. 2003, p. 64. URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=en&numdoc=32003L0071&model=guichett (25.9. 2005).
48. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, OJ L 145 z dne 30.04. 2004, p. 1. URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=32004L0039&model=guichett (17.5. 2005).
49. Directive 2005/1/EC of the European Parliament and of the Council of 9 March 2005 amending Council Directives 73/239/EEC, 85/611/EEC, 91/675/EEC, 92/49/EEC and 93/6/EEC and Directives 94/19/EC, 98/78/EC, 2000/12/EC, 2001/34/EC, 2002/83/EC and 2002/87/EC in order to establish a new organisational structure for financial services committees, OJ L 079 z dne 24.3. 2005, p. 9. URL: http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/oj/2005/1_079/1_07920050324en00090017.pdf (8.6. 2005).
50. Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council of 3 March 1997 on investor-compensation schemes, OJ L 084 z dne 26.3. 1997, p. 22. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31997L0009:EN:HTML> (10.8. 2005).
51. Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 95/26/EC z dne 29. junija 1995 ki spreminja Direktivi 77/780/EGS in 89/646/EGS na področju kreditnih institucij, Direktivi 73/239/EGS in 92/49/EGS na področju premoženjskega zavarovanja, Direktivi 79/267/EGS in 92/96/EGS na področju življenjskega zavarovanja, Direktivo 93/22/EGS na področju investicijskih družb ter Direktivo 85/611/EGS na področju kolektivnih naložbenih podjemov za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) z namenom okrepitev nadzora varnega in skrbnega poslovanja. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/1995/31995L0026-SL.doc> (15.5. 2005).
52. Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2005/1/ES z dne 9. marca 2005 o spremembah direktiv Sveta 73/239/EGS, 85/611/EGS, 91/675/EGS, 92/49/EGS in 93/6/EGS ter direktiv 94/19/ES, 98/78/ES, 2000/12/ES, 2001/34/ES, 2002/83/ES in 2002/87/ES za vzpostavitev nove organizacijske strukture odborov za finančne

- storitve. URL: http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/sl/oj/2005/l_079/l_07920050324sl00090017.pdf (8.6. 2005).
53. Direktiva Sveta z dne 20. decembra 1985 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) (85/611/EGS). URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!CELEXnumdoc&lg=SL&numdoc=31985L0611 (15.5. 2005).
54. Direktiva Sveta 89/298/EEC z dne 17. aprila 1989 o uskladitvi zahtev za pripravo, pregled in razdeljevanje prospektov, objavljenih ob javni ponudbi prenosljivih vrednostnih papirjev. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/1989/31989L0298-SL.doc> (15.5. 2005).
55. Direktiva Sveta 93/6/EGS z dne 15. marca 1993 o kapitalski ustreznosti investicijskih družb in kreditnih institucij, OJ L 141 z dne 11.06. 1993, p. 1. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/1993/31993L0006-SL.doc> (9.8. 2005).
56. Direktiva 93/22/EGS z dne 10. maja 1993 o investicijskih storitvah na področju vrednostnih papirjev. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/1993/31993L0022-SL.doc> (5.8. 2005).
57. Direktiva 98/26/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 19. maja 1998 o dokončnosti poravnave pri plačilih in sistemih poravnave vrednostnih papirjev. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/1998/31998L0026-SL.doc> (15.5. 2005).
58. Direktiva 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 20. marca 2000 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij, OJ L 126 z dne 26.5. 2000, p. 1. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32000L0012:SL:HTML>.
59. Direktiva 2000/28/ES Evropskega Parlamenta in Sveta z dne 18. septembra 2000 o spremembah Direktive 2000/12/ES o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij, OJ L 275 z dne 27.10. 2000, p. 37. URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=SL&numdoc=32000L0028&model=guichett (9.8. 2005).
60. Direktiva 2000/64/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 7. novembra 2000 o spremembah Direktiv Sveta 85/611/EGS, 92/49/EGS, 92/96/EGS in 93/22/EGS glede izmenjave podatkov s tretjimi državami. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/2000/32000L0064-SL.doc> (15.5. 2005).
61. Direktiva 2001/34/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 28. maja 2001 o sprejemu vrednostnih papirjev v uradno kotacijo na borzi in o informacijah, ki jih je treba objaviti v zvezi s temi vrednostnimi papirji. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/2001/32001L0034-SL.doc> (15.5. 2005).
62. Direktiva 2001/107/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. januarja 2002 o spremembah Direktive Sveta 85/611/EGS o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP), z namenom zakonsko urediti družbe za upravljanje in izvlečke prospektov. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/2001/32001L0107-SL.doc> (15.5. 2005).
63. Direktiva 2001/108/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. januarja 2002 o spremembah Direktive Sveta 85/611/EGS o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/2001/32001L0108-SL.doc> (15.5. 2005).
64. Direktiva 2002/87/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. decembra 2002 o dopolnilnem nadzoru kreditnih institucij, zavarovalnic in investicijskih družb v finančnem konglomeratu, ki spreminja Direktive Sveta 73/239/EGS, 79/267/EGS, 92/49/EGS, 92/96/EGS, 93/6/EGS in 93/22/EGS ter Direktivi 98/78/ES in 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/2002/32002L0087-SL.doc> (15.5. 2005).
65. Direktiva 2003/71/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 4. novembra 2003 o prospektu, ki se objavi ob javni ponudbi ali sprejemu vrednostnih papirjev v trgovanje in o spremembah Direktive 2001/34/ES (Besedilo velja za EGP), OJ L 345 z dne 31.12. 2003, p. 64. URL: <http://www.a-tvp.si/dobrodosli/izdajatelji%20VP/32003L0071-SL.pdf> (25.9. 2005).
66. Direktiva 2004/39/EC Evropskega parlamenta in Sveta z dne 21. aprila 2004 o trgih finančnih instrumentov in o spremembah Direktiv Sveta 85/611/EGS, 93/6/EGS in Direktive 2000/12/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter o razveljavitvi Direktive Sveta 93/22/EGS, OJ L 145 z dne 30.4. 2004, p. 1. URL: <http://www.ius-software.si/euii/dokumenti/3/2004/32004I0039.htm> (17. 5. 2005).
67. Direktiva 97/9/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 3. marca 1997 o odškodninskih shemah za vlagatelje, OJ L 084 z dne 26.3. 1997, p. 22. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31997L0009:SL:HTML> (10.8. 2005).
68. Eighth Council Directive 84/253/EEC of 10 April 1984 based on Article 54 (3) (g) of the Treaty on the approval of persons responsible for carrying out the statutory audits of accounting documents, OJ L 126 z dne 12.5. 1984, p. 20. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31984L0253:EN:HTML> (10.8. 2005).

69. Enotna evropska listina (Enotni evropski akt), OJ L 169, 29.6. 1987, Vol. 30. URL: <http://ccvista.taiex.be/show.asp?link=Fulcrum/CCVista/SI/11986U-SI.doc> (10.5. 2005).
70. European Parliament and Council Directive 95/26/EC of 29 June 1995 amending Directives 77/780/EEC and 89/646/EEC in the field of credit institutions, Directives 73/239/EEC and 92/49/EEC in the field of non-life insurance, Directives 79/267/EEC and 92/96/EEC in the field of life assurance, Directive 93/22/EEC in the field of investment firms and Directive 85/611/EEC in the field of undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), with a view to reinforcing prudential supervision, OJ L 168 z dne 18.7. 1995, p. 7. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31995L0026:EN:HTML> (14.5. 2005).
71. Fourth Council Directive 78/660/EEC of 25 July 1978 based on Article 54 (3) (g) of the Treaty on the annual accounts of certain types of companies, OJ L 222 z dne 14.8. 1978, p. 11. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31978L0660:EN:HTML> (10.6. 2005).
72. Judgement of the Court (First Chamber) of 21 October 2004 in case C-08/03 *Banque Bruxelles Lambert SA (BBL) v Belgian State*. Reference for a preliminary ruling: Tribunal de première instance de Bruxelles – Belgium. URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=62003J0008&model=guichett (13.5. 2005).
73. Opinion of the European Economic and Social Committee on the 'Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on investment services and regulated markets, and amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and European Parliament and Council Directive 2000/12/EC' (COM(2002) 625 final - 2002/0269 (COD)), OJ C 220 z dne 16.9. 2003, p. 1. URL: http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/obj/dat/2003/c_22020030916en00010005.pdf (18.5. 2005)
74. Opinion of the European Central Bank of 16 March 1999 at the request of the Council of the European Union under Articles 109l(2) and 109f(6) of the Treaty establishing the European Community and Article 5.3 of the Statute of the European Monetary Institute on two European Commission proposals for European Parliament and Council Directives amending Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), ref. 98/0242 - COM(1998) 451 final and ref. 98/0243 - COM(1998) 449 final (CON/98/54), OJ C 285 z dne 7.10. 1999, p. 9. URL: [http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=31999Y1007\(02\)&model=guichett](http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=31999Y1007(02)&model=guichett) (14.5. 2005).
75. Opinion of Mr. Advocate General Poiares Maduro delivered on 18 May 2004. - *Banque Bruxelles Lambert SA (BBL) v Belgian State*. - Reference for a preliminary ruling: Tribunal de première instance de Bruxelles – Belgium - (Case C-8/03). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62003C0008:EN:HTML> (12.5. 2005).
76. Osma Direktiva Sveta z dne 10. aprila 1984, ki temelji na členu 54(3)(g) Pogodbe o dovoljenjih za osebe pooblašcene za izvajanje obvezne revizije računovodskih listin (84/253/EGS), OJ L 126 z dne 12.5. 1984, p. 20. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31984L0253:SL:HTML> (10.8. 2005).
77. Pogodba o Evropski uniji, Uradni list RS-MP, 27/2004 z dne 23.3. 2004. URL: http://www.uradni-list.si/priloge/RS_-2004-027-00024-MP~P014-0000.PDF (13.5. 2005).
78. Pogodba o ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti, Uradni list RS-MP, št. 27/2004 z dne 23.3. 2004. URL: http://www.uradni-list.si/priloge/RS_-2004-027-00024-MP~P001-0000.PDF (13.5. 2005).
79. Poročilo Odbora za ekonomske in monetarne zadeve o trenutnem stanju povezovanja finančnih trgov EU (2005/2026(INI), A6-0087/2005 Končno) z dne 7.4. 2005, p. 12. URL: <http://www2.europarl.eu.int/omk/sipade2?L=SL&OBJID=95525&LEVEL=4&MODE=SIP&NAV=X&LSTDODC=N> (15.5. 2005).
80. Prečiščeno besedilo Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti, Uradni list RS-MP, št. 27/2004 z dne 23.3. 2004. URL: http://www.uradni-list.si/priloge/RS_-2004-027-00024-MP~P015-0000.PDF (10.5. 2005).
81. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on reinsurance and amending Council Directives 73/239/EEC, 92/49/EEC and Directives 98/78/EC and 2002/83/EC, medinstitucionalni dokument 2004/0097 (COD) z dne 17.3. 2005. URL: <http://register.consilium.eu.int/pdf/en/05/st07/st07119-re01.en05.pdf> (5.6. 2005).
82. Protokol o posebni ureditvi za Grenlandijo, Uradni list RS-MP, št. 1/2005 z dne 17.02. 2005, p. 286. URL: http://www.uradni-list.si/_pdf/2005/Mp/m2005015.pdf (10.5. 2005).
83. Protokol o statutu Evropske investicijske banke, Uradni list RS-MP, št. 1/2005 z dne 17.02. 2005, p. 189. URL: http://www.uradni-list.si/_pdf/2005/Mp/m2005015.pdf (13.5. 2005).
84. Protokol, ki spreminja Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti za atomsko energijo, Uradni list RS-MP, št. 1/2005 z dne 17.02. 2005, p. 297. URL: http://www.uradni-list.si/_pdf/2005/Mp/m2005015.pdf (13.5. 2005).

85. Resolucijo Evropskega parlamenta o trenutnem stanju povezovanja finančnih trgov EU (2005/2026(INI), P6_TA-PROV (2005)0153) z dne 28.4. 2005. URL: <http://www2.europarl.eu.int/omk/sipade2?PUBREF=/EP//TEXT+TA+P6-TA-2005-0153+0+DOC+XML+V0//SL&LEVEL=3&NAV=X>
86. Sedma direktiva Sveta z dne 13. junija 1983 o konsolidiranih računovodskih izkazih, ki temelji na členu 54(3)(g) Pogodbe (83/349/EGS), OJ L 193 z dne 18.07. 1983, p. 1. URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=SL&numdoc=31983L0349&model=guichett (9.8. 2005).
87. Seventh Council Directive 83/349/EEC of 13 June 1983 based on the Article 54 (3) (g) of the Treaty on consolidated accounts, OJ L 193 z dne 18.07. 1983, p. 1. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31983L0349:EN:HTML> (9.8. 2005).
88. Sixth Council Directive 77/388/EEC of 17 May 1977 on the harmonisation of the laws of the Member States relating to turnover taxes - Common system of value added tax: uniform basis of assessment (77/388/EEC), OJ L 145 z dne 13.06. 1977, p. 1. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31977L0388:SL:HTML> (17.5. 2005).
89. Sixth Progress Report on the Financial Services Action Plan (Report from the Commission to the Council and the European Parliament (COM(2002) 267 final), 13). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0267:FIN:EN:PDF> (10.8. 2005).
90. Sklep Komisije 2001/527/ES z dne 6. junija 2001 o ustanovitvi Odbora evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (Notificirano pod dokumentarno številko K(2001) 1501) (Besedilo velja za EGP). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32001D0527:SL:HTML> (15.5. 2005).
91. Sklep Komisije 2001/528/ES z dne 6. junija 2001 o ustanovitvi Evropskega odbora za vrednostne papirje (Notificirano pod dokumentarno številko K(2001) 1493) (Besedilo velja za EGP). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32001D0528:SL:HTML> (16.5. 2005).
92. Sklep Komisije 2004/7/ES z dne 5. novembra 2003 o spremembah Sklepa 2001/527/ES o ustanovitvi Odbora evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (Besedilo velja za EGP). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004D0007:SL:HTML> (16.5. 2005).
93. Sklep Komisije 2004/8/ES z dne 5. novembra 2003 o spremembah Sklepa 2001/528/ES o ustanovitvi Evropskega odbora za vrednostne papirje (Besedilo velja za EGP). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004D0008:SL:HTML> (17.5. 2005).
94. Šesta Direktiva Sveta z dne 17. maja 1977 o usklajevanju zakonodaje držav članic o prometnih davkih - Skupni sistem davka na dodano vrednost: enotna osnova za odmero (77/388/EGS), OJ L 145 z dne 13.06. 1977, p. 1. URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=31977L0388&model=guichett (17.5. 2005).
95. Treaty establishing a Constitution for Europe, OJ C 310, 16.12.2004. URL: http://www.uradni-list.si/_pdf/2005/Mp/m2005015.pdf (10.5. 2005).
96. Uredba Sveta (ES) št. 3604/93 z dne 13. decembra 1993 o opredelitvi pojmov za uporabo prepovedi privilegiranega dostopa iz člena 104a Pogodbe. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/sl/dd/docs/1993/31993R3604-SL.doc> (15.5. 2005).
97. Working Document DG Markt/G/4 (2005) *Implementation of UCITS Directive 2001/107 - Status Quo*. URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/implementation-2001-107_en.pdf (25.9. 2005).
98. Working Document DG Markt/G/4 (2005) *Implementation of UCITS Directive 2001/108 - Status Quo*. URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/implementation-2001-108_en.pdf (10.9. 2005).
99. Written Question P-2279/02 by Carles-Alfred Gasòliba i Böhm (ELDR) to the Commission. Modification of the Spanish Law on personal income tax. OJ 242 E z dne 9.10. 2003, p. 16. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:92002E2279:EN:HTML> (10.7. 2005).
100. Written Question P-2279/02 by Carles-Alfred Gasòliba i Böhm (ELDR) to the Commission (2003/C 242 E/022) (18 July 2002). URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2003/ce242/ce24220031009en00160017.pdf> (10.5. 2005).
101. Written question 2044/96 by Marlies Mosiek-Urbahn to the Commission (Restriction of the movement of capital and services for unit trusts in Austria), OJ C 365 z dne 4.12. 1996, p. 73. URL: <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:91996E2044:EN:HTML> (3.4. 2005).
102. Zakon o ratifikaciji pogodbe o Ustavi za Evropo s sklepno listino (MPUE), Uradni list RS-MP, št. 1/2005 z dne 17.02. 2005, p. 3. URL: http://www.uradni-list.si/_pdf/2005/Mp/m2005015.pdf (10.5. 2005).
103. Zelena knjiga o izboljšavi zakonodajnega okvira EU za investicijske sklade, 12.7. 2005, KOM(2005) 314 končno. URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/ucits/greenpaper_sl.pdf (20.8. 2005).

Citirani primeri

104. *Algemene Transport-en Expeditie Onderneming Van Gend en Loos NV v Nederlandse Administratie der Belastingen*: 26/62 [1963] ECR I, [1963] CMLR 105, ECJ.
105. *Banque Bruxelles Lambert SA (BBL) v Belgian State*: 8/03 [2004] ECR, ECJ.
106. *Grad v Finanzamt Traunstein*: 9/70 [1970] ECR 825, ECJ.
107. *Grimaldi v Fonds des Maladies Professionnelles*: 322/88 [1989] ECR 4407, ECJ.
108. *Rewe-Zentral AG v Bundesmonopolverwaltung für Branntwein*: 120/78 [1979] ECR 649, ECJ.
109. *Van Duyn v Home Office*: 41/74 [1974] ECR 1337, ECJ.

Pravni viri po državah članicah

Slovenija

110. Odločba Agencije za trg vrednostnih papirjev o vlogi Družbe za upravljanje Medvešek Pušnik, družba za upravljanje, d.d., z dne 30.3. 2005. URL: http://www.medvesekpusnik.si/novo/Files/MP-ASIA_ATVP.pdf (2.10. 2005).
111. Predlog za izdajo zakona o vzajemnih skladih, investicijskih družbah in družbah za upravljanje s tezami – ESA 595. Poročevalec Skupštine Republike Slovenije XVIII (11), p. 14.
112. Zakon o gospodarskih družbah (Ur.l. RS, št. 30/1993, 29/1994, 82/1994, 20/1998, 32/1998, 37/1998, 84/1998, 6/1999, 54/1999-ZFPPod, 36/2000, 45/2001 (59/2001 - popr.), 50/2002 Skl.US: U-I-135/00-60, 93/2002 Odl.US: U-I-135/00-77, 57/2004, 63/2004, 124/2004 Odl.US: U-I-199/02-42, 139/2004, 24/2005 Odl.US: U-I 84/03-15) (ZGD-UPB1, Ur.l. RS, št. 15/2005). URL: <http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlid=200515&stevilka=433> (12.9. 2005).
113. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1), Ur.l. RS, št. 110/2002, 73/2003 Skl.US: U-I-127/03-7, 32/2004, 42/2004, 68/2005 Odl.US: U-I-127/03-44. Uradno prečiščeno besedilo (Ur.l. RS št. 26/2005 z dne 15. 3. 2005) URL: <http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlid=200526&stevilka=890> (4.8. 2005).
114. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU), Ur.l. RS, št. 6-268/1994, p. 332. URL: http://www2.gov.si/zak/zak_vel.nsf/zakposop/1994-01-0268?OpenDocument (28.9. 2005).
115. Zakon o lastninskem preoblikovanju podjetij (ZLPP), Ur.l. RS, št. 55/1992, 7/1993, 31/1993, 43/1993 Skl. US: U-I-133/93-19, 32/1994 Odl. US: U-I-133/93-56, 43/1995 Odl. US: U-I-77/93, 1/1996, 30/1998, 72/1998 Odl. US: U-I-302/98, 101/1999 Odl. US: U-I-26/96). URL: <http://www.ius-software.si/baze/regi/zakoni/b/z929d2at.htm?source=search> (1.10. 2005).
116. Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju (uradno prečiščeno besedilo) (ZPIZ-1-UPB2) (Ur.l. RS, št. 20/2004, 54/2004 (56/2004, 62/2004, 63/2004 - popr.)). URL: http://www2.gov.si/zak/Zak_vel.nsf/6cc0f8eb53e70b6ac1256611004e432b/9eb2edd6303cd059c125685f005067f7?OpenDocument (29.7. 2005).
117. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1) (Ur.l. RS, št. 56/1999, 52/2002-ZJA, 108/2003 Skl.US: U-I-74/03-8, 117/2003 Skl.US: U-I-220/03-4, 16/2004 Skl.US: U-I-249/03-13, 86/2004, 123/2004 Odl.US: U-I-220/03-20). URL: <http://www.a-tvp.si/ius.asp?id=221> (2.7. 2005).

Avstrija

118. Austrian Real Estate Investment Fund Act, BGBl. No. 80/2003 z dne 26.8. 2003. URL: [http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/04b17a9c362af53dc1256c28003be97d/55dbc5512fc8a9b2c1256fa30034ff5d/\\$FILE/Gegen%C3%BCberstellung%20Englisch%20Deutsch.pdf](http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/04b17a9c362af53dc1256c28003be97d/55dbc5512fc8a9b2c1256fa30034ff5d/$FILE/Gegen%C3%BCberstellung%20Englisch%20Deutsch.pdf) (17.8. 2005).
119. Bundesgesetz über Immobilienfonds (Immobilien-Investmentfondsgesetz - ImmoInvFG), BGBl I 80/2003 z dne 26. 8. 2004. URL: [http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/04b17a9c362af53dc1256c28003be97d/1a9cf51f02b2f626c1256de40044c01c/\\$FILE/ImmoInvFG%202003%20BGBl.%20I%202003.pdf](http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/04b17a9c362af53dc1256c28003be97d/1a9cf51f02b2f626c1256de40044c01c/$FILE/ImmoInvFG%202003%20BGBl.%20I%202003.pdf) (17.8. 2005).
120. Bundesgesetz über Kapitalanlagefonds (Investmentfondsgesetz – InvFG 1993), BGBl. Nr. 532/1993, zulezt geändert durch das Bundesgesetz BGBl. I Nr. 180/2004. URL:

[http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/04b17a9c362af53dc1256c28003be97d/77deb5b87fbbd462c1256d8100420c09/\\$FILE/InvFG%201993%20idF%20BGBI%201%20180-2004.pdf](http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/04b17a9c362af53dc1256c28003be97d/77deb5b87fbbd462c1256d8100420c09/$FILE/InvFG%201993%20idF%20BGBI%201%20180-2004.pdf) (17.8. 2005).

121. Federal Act on Investment Funds (Investment Funds Act - InvFG 1993), BGBI. No. 532/1993, nazadnje spremenjen z zveznim aktom BGBI. I No. 80/2003. URL: <http://www.voeig.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/3.1.3> (15.8. 2005).

Belgia

122. Arrêté royal du 4 mars 2005 relatif à certains organismes de placement collectif publics, Ur.l. z dne 9. marca 2005. URL: http://www.cbfa.be/fr/cs/icb/wg/pdf/rd_04-03-2005.pdf#open (4.10. 2005).
123. Loi du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement. URL: http://www.cbfa.be/fr/cs/icb/wg/pdf/law_20-07-2004.pdf (4.10. 2005).
124. Loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers. URL: http://www.cbfa.be/fr/cs/icb/wg/pdf/law_04-12-1990.pdf#open (4.10. 2005).

Ciper

125. Law to Regulate the Structure, Organisation and Operation of Open-ended Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS), their Investment and Borrowing Policy, their Tax Regime, the Supervisory Authority of the Cyprus Securities and Related Issues (200(I)/2004). URL: http://www.cysec.gov.cy/EN/Downloads/LegalFramework/Laws&Regulations/Laws&Regulations_200_I - 04_EN_version2%20_2.pdf (4.10. 2005).

Češka

126. Act No. 189/2004 Coll. on Collective Investment. URL: http://www.sec.cz/export/EN/Legal_Regulations/get_dms_file.do?fileId=1228 (13.8. 2005).
127. Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování. URL: http://www.sec.cz/export/CZ/Pravni_p_edpisy/get_dms_file.do?fileId=1048 (13.8. 2005).
128. Vyhláška č. 457/2004 Sb., o minimálních náležitostech statutu a povinných náležitostech zjednodušeného statutu fondu kolektivního investování. URL: http://www.sec.cz/export/CZ/Pravni_p_edpisy/get_dms_file.do?fileId=1013 (13.8. 2005).

Danska

129. Consolidated Act no. 147 of 9 March 2005 (Act to consolidate the Investment Associations and Special-Purpose Associations as well as other Collective Investment Schemes etc. Act, cf. Act no. 1169 of 19 December 2003 with the amendments consequential upon Act no. 491 of 9 June 2004 and Act no. 1383 of 20 December 2004) (Danska). URL: [http://www.ifr.dk/media\(472,1033\)/Engelsk_Lov_om_financiel_virksomhed.doc](http://www.ifr.dk/media(472,1033)/Engelsk_Lov_om_financiel_virksomhed.doc) (21.8. 2005).
130. Statutory Order on Marketing Carried out by Certain Foreign Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) and certain other Collective Investment Undertakings in Denmark, No. 1118 of 13/12/2000. URL: [http://www.ifr.dk/media\(192,1033\)/Statutory_order_marketing_UCITS](http://www.ifr.dk/media(192,1033)/Statutory_order_marketing_UCITS) (21.8. 2005).

Estonija

131. Funded Pensions Act, OJ I 2004, 37, 252 (Kogumispensionide seadus, RT I 2004, 37, 252). URL: <http://www.legaltext.ee/en/andmebaas/paraframe.asp?loc=text&lk=et&sk=en&dok=X80046.htm&query=Funde+d+Pensions+Act&typ=X&ptyyp=RT&pg=1&fr=no> (17.10. 2004).
132. Investment Funds Act, OJ I 2004, 36, 251 (Investeerimisfondide seadus, RT I 2004, 36, 251). URL: <http://www.legaltext.ee/en/andmebaas/paraframe.asp?loc=text&lk=et&sk=en&dok=X80045.htm&query=Invest+ment+Funds+Act&typ=X&ptyyp=RT&pg=1&fr=no> (17.10. 2005).
133. Investment Funds Act, OJ I 1997, 34, 535 (Investeerimisfondide seadus, RT I 1997, 34, 535). URL: <http://www.legaltext.ee/en/andmebaas/paraframe.asp?loc=text&lk=et&sk=en&dok=X2006K7.htm&query=Invest+ment+Funds+Act&typ=X&ptyyp=RT&pg=1&fr=no> (22.8. 2005).

Finska

134. Act on Certain Proceedings before the Market Court (1528/2001). URL: <http://www.finlex.fi/fi/laki/kaannokset/2001/en20011528.pdf> (24.8. 2005).

135. Financial Supervision Authority (FSA) Interpretation 2/2004 of 28 June 2004 (J. No. 7/125/2004) regarding the marketing in Finland of collective investment undertaking units under the mutual funds act. URL: http://www.rahoitustarkastus.fi/Eng/Regulation/FSA_standards/FSA_interpretations/2_2004.htm (24.8. 2005).
136. The Securities Markets Act (26.5.1989/495) with amendments until 14.8. 2003. URL: http://www.hex.com/files/4PrLxAhKL/liite/The_Securities_Markets_Act_140803.pdf (24.8. 2005).
137. Sijoitusrahastolaki (Act on Common Funds) z dne 29.1. 1999 (48). URL: <http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1999/19990048> (25.8. 2005).

Francija

138. Monetary and Financial Code, Journal Officiel z dne 14. decembra 2000. URL: http://www.legifrance.gouv.fr/html/codes_traduits/moneang.htm#p1 (27.8. 2005).
139. General Regulation of the AMF (Book IV) – neuraden prevod prečiščenega besedila z dne 15. aprila 2005. URL: http://www.amf-france.org/documents/general/6270_1.pdf (28.8. 2005).

Grčija

140. Decision of the Capital Market Commission No. 132/19-5-98, Ur. I. št. 615B z dne 18. junija 1998. URL: <http://www.agii.gr/docs/conduct.pdf> (29.8. 2005).
141. Law 1806/1988 (*Τροποποίηση της νομοθεσίας για τα χρηματιστήρια αξιών και άλλες διατάξεις* (Amendment of Legislation concerning the Securities Exchanges and other Provisions)), Ur. I. št. 207 z dne 20. septembra 1988. URL: http://www.hemc.gr/english/Pdf/L1806_88.pdf (29.8. 2005).
142. Law 1969/1991 (*Εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, ομοιβαία κεφάλαια, διατάξεις εκσυγχρονισμού και εξηγιάνσεως της κεφαλαιαγοράς και άλλες διατάξεις* (Investment trust companies, mutual funds, provisions for the modernisation and recovery of the capital market, and other provisions)), Ur. I. 167 z dne 30. oktobra 1991. URL: <http://www.agii.gr/docs/law.pdf> (29.8. 2005).
143. Law 2778/1999 (*Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας – Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και άλλες διατάξεις* (Real Estate Mutual Funds - Investment Companies investing in Real Estate and other provisions)), Ur. I. A št. 295 z dne 30. decembra 1999.
144. Law 3283/2004 (*A.E.Δ.Α.Κ., Ο.Σ.Ε.Κ.Α., Α/Κ κ.ά. διατάξεις*), Ur. I. A št. 210 z dne 2. novembra 2004. URL: http://www.hemc.gr/Pdf/A_2004_0210_3283.pdf (29.8. 2005).

Italija

145. Aid C 19/04 (ex NN 163/03) — Fiscal incentives in favour of certain undertakings for collective investment in transferable securities specialised in holding stocks of small and medium capitalisation companies (2004/C 225/03). URL: http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/site/en/oi/2004/c_22520040909en00080016.pdf (4.9. 2005).
146. Testo Unico della Finanza : Aggiornato con le modifiche apportate dalla Legge n. 62 del 18.4. 2005 (Legge comunitaria 2004). URL: http://www.consob.it/documenti/bollettino_pdf/dlgs58_2004.pdf (5.9. 2005).
147. Legislative Decree no. 58 of 24 February 1998 - Consolidated Law on Financial Intermediation, pursuant to Articles 8 and 21 of Law 52 of 6 February 1996 (as amended by Law 62/2005 (the 2004 Community Law)). URL: http://www.consob.it/documenti/english/laws/fr_decree58_2004.pdf?lang=en (5.9. 2005).

Latvija

148. Law On Investment Management Companies, *Latvijas Vēstnesis* št. 342/346 z dne 30.12. 1997 (prečiščeno besedilo z dne 6.4. 2004). URL: http://www.fktk.lv/downloads/news_en/Law_On_Investment_Managem_Compan.doc (6.9. 2005).
149. Law on the Financial Instruments Market, *Latvijas Vēstnesis* št. 175 z dne 11. decembra 2003. URL: http://www.fktk.lv/downloads/news_en/Law_on_the_Financial_Instruments_Market_2.doc (6.9. 2005).

Litva

150. Republic of Lithuania Law on Collective Investment Undertakings of 4 July 2003, No. IX-1709 (Official Gazette, 2003, No. 74-3425). URL: <http://www.vpk.lt/uploads/Law%20on%20UCI.doc> (8.9. 2005).
151. Law on Securities Market No. I-1169 of 16 January 1996 (reading of the Law No. IX-655 of the Republic of Lithuania of 17 December 2001) (effective from 1 April 2002), (Official Gazette, 2001, No. 112-4074). URL: <http://www.vpk.lt/uploads/Law%20on%20Securities%20Market.doc> (9.9. 2005).

Luksemburg

- 152.Loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif et modifiant la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée. Uradni list A št. 151. URL:
<http://www.legilux.public.lu/leg/a/archives/2002/1513112/1513112.pdf#page=2> (5.10. 2005).
- 153.Loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif telle qu'elle a été modifiée. URL:
<http://www.alfi.lu/stellent/groups/public/documents/law/loimodifiéedu30mars1988surleso.pdf> (5.10. 2005).

Madžarska

- 154.Act LXIII of 1991 on Investment Funds.
- 155.1991. évi LXIII. Törvény a befektetési alapokról.
- 156.Act XXXI of 1994 on the Amendment of Act LXIII of 1991 on Investment Funds.
- 157.Act CXX of 2001 on the Capital Market.
- 158.2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról.

Malta

- 159.Collective Investment Schemes (Investment Income) Regulations (Legal Notice 55 of 2001, as amended by Legal Notices 111 of 2002, 188 of 2003 and 307 of 2004). URL:
<http://docs.justice.gov.mt/lom/legislation/english/subleg/123/51.pdf> (12.9. 2005).
- 160.Companies Act (ACT XXV of 1995 as amended by Acts XXIV of 1995, IX and XXX of 1997, XVII of 1998, XXII of 2000, XVII of 2002, IV and IX of 2003, and II and XIII of 2004). URL:
http://docs.justice.gov.mt/lom/legislation/english/leg/vol_11/chapt386.pdf (11.9. 2005).
- 161.Companies Act (Investment Companies with Fixed Share Capital) Regulations (Legal Notice 48 of 1999). URL:
<http://docs.justice.gov.mt/lom/Legislation/English/SubLeg/386/04.pdf> (13.9. 2005).
- 162.Companies Act (Investment Companies with Variable Share Capital) Regulations (Legal Notice 102 of 1996, as amended by Legal Notices 47 of 1999, 356 of 2002 and 191 of 2003). URL:
<http://docs.justice.gov.mt/lom/Legislation/English/SubLeg/386/02.pdf> (13.9. 2005).
- 163.Investment Services Act (ACT XIV of 1994 as amended by Acts: XXIV and XXV of 1995; Legal Notices 191 of 1998 and 46 of 1999; and Acts XVII of 2002, IV of 2003 and XIII of 2004). URL:
http://docs.justice.gov.mt/lom/legislation/english/leg/vol_10/chapt370.pdf (11.9. 2005).
- 164.Malta Financial Services Authority Act (ACT XXXIV of 1988, as amended by Act XV of 1989; Legal Notice 167 of 1989; Legal Notice 79 of 1990; Act XXXI of 1990; Legal Notice 183 of 1990; and Acts XIII of 1994, XXV of 1995, XVII of 2002, IV of 2003 and XIII of 2004). URL:
http://docs.justice.gov.mt/lom/legislation/english/leg/vol_7/chapt330.pdf (11.9. 2005).
- 165.Special Funds (Regulation) Act (ACT XVII of 2002, as amended by Act IX of 2003). URL:
http://docs.justice.gov.mt/lom/legislation/english/leg/vol_14/chapt450.pdf (11.9. 2005).
- 166.Trusts and Trustees Act (ACT XXXV of 1988, as amended by Acts XIV of 1989, XX of 1994 and XIII of 2004). URL: http://docs.justice.gov.mt/lom/legislation/english/leg/vol_7/chapt331.pdf (11.9. 2005).
- 167.Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities and Management Companies Regulations (Legal Notice 207 of 2004, as amended by Legal Notice 309 of 2004). URL:
<http://docs.justice.gov.mt/lom/legislation/english/subleg/370/11.pdf> (12.9. 2005).

Nemčija

- 168.Freshfields Bruckhaus Deringer (2004) *German investment fund legislation with English translations*. Frankfurt: Freshfields Bruckhaus Deringer.
- 169.Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG). BGBl I 1957, p. 378. URL:
<http://bundesrecht.juris.de/bundesrecht/kagg/> (6.10. 2005).
- 170.Investmentgesetz (InvG) vom 15. dezember 2003 (BGBl. I, p. 2676) zuletzt geändert durch Art. 5 des Gesetzes vom 22. Juni 2005 (BGBl. I, p. 1698). URL: <http://www.bafin.de/gesetze/invg.htm> (18.10. 2005).

Nizozemska

- 171.Decree on the Supervision of Collective Investment Schemes, Ur. 1. 504. URL:
http://www.afm.nl/corporate/upl_documents/Btb_250305_ENG.pdf (2.5. 2005).
- 172.Act on the Supervision of Collective Investment Schemes, Ur.1. 505. URL: <http://www.autoriteit-fm.nl/corporate/default.ashx?folderid=1098&downloadid=2882> (2.5. 2005).

Poljska

173. Act on Investment Funds of 27 May 2004, Journal of Laws No. 146, item 1546. URL: http://www.kpwig.gov.pl/pdf/ustawa_fi.pdf (13.9. 2005).
174. Act on Investment Funds of 28 August 1997, Journal of Laws No 139 Item 933, of 1999 No 72 Item 801, of 2000 No 103 Item 1099 and No 114 Item 1192. URL: http://www.kpwig.gov.pl/pdf/ustawa2_en.pdf (13.9. 2005).
175. Act on the National Investment Funds and their Privatization of April 30, 1993, Journal of Laws of 1993 No.44, item 202, dated May 31, 1993. URL: <http://www.prawo.org.pl/statutes/stat21.html> (14.9. 2005).
176. Act on Public Trading in Securities of August 21 1997, Journal of Laws of the Republic of Poland of 1997, No. 118, Item 754 dated October 3, 1997. URL: <http://www.prawo.org.pl/statutes/stat6.html> (14.9. 2005).
177. Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych. URL: http://www.izfa.pl/akty/ustawa_o_funduszach_inwestycyjnych.pdf (13.9. 2005).

Portugalska

178. CMVM Regulation No. 15/2003 on Collective Investment Undertakings, Diário da República - II Série - 21/01/2004 (CMVM's Bulletin No. 128 – December 2003). URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/legislacao_regulamentos/legislacao/regulamentos_da_cmvm/2003/reg2003_15.pdf (17.9. 2005).
179. CMVM Regulation No. 9/2003 on Special Investment Funds, *Diário da República* (the Official Gazette) - II Série - 17/10/2003 (CMVM's Bulletin No 126 – October 2003). URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/legislacao_regulamentos/legislacao/regulamentos_da_cmvm/2003/reg2003_09.asp (22.9. 2005).
180. Decree-Law No. 252/2003 of 17 October. URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/legislacao_regulamentos/legislacao/legislacao_complementar/gestao_ativo_s/org_invest_colectivo/DLn252_2003.pdf (14.9. 2005).
181. Securities Code, sprejet z dekretom z zakonsko močjo št. 486/99 z dne 13.11. 1999 (prečiščeno besedilo s spremembami z vključno 24.3. 2004). URL: http://www.cmvm.pt/english_pages/legislacao_regulamentos/legislacao/codigo_dos_valores_mobiliarios/index.asp (17.9. 2005).

Slovaška

182. Act no. 385 dated 7th December, 1999, on collective investment as amended (329/2000 Coll., 566/2001 Coll., 96/2002 Coll., 432/2002 Coll.) URL: http://www.uft.sk/en/capital_market/en/zakony/385_o_kolekt_inv_engl.pdf (18.9. 2005).
183. Act No. 566/2001 Coll. on Securities and Investment Services and on amendments and supplements of certain laws (Securities Act). URL: http://www.uft.sk/en/capital_market/en/zakon_o_cp_a_is.pdf (19.9. 2005).
184. Measure of the Ministry of Finance of the Slovak Republic dated 13 November 2000 stipulating details on the accounting procedures and framework chart of accounts for banks, branch offices of foreign banks, the National Bank of Slovakia, the Deposit Protection Fund, securities traders, branch offices of foreign securities traders, the Investment Guarantee Fund, asset management companies, branch offices of foreign asset management companies, and mutual funds. <http://www.finance.gov.sk/EN/Default.aspx?CatID=41>
185. Zákon č. 594/2003 o kolektívnom investovaní a o zmene a doplnení niektorých zákonov z 3. decembra 2003. URL: http://www.uft.sk/zakony/sk/594_2003.pdf (19.9. 2005),
186. Zákon č. 385/1999 o kolektívnom investovaní. URL: http://jaspi.justice.gov.sk/jaspiw1/htm_zak/jaspiw_maxi_zak_fr0.htm (18.9. 2005)

Španija

187. Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria (BOE, de 14 de julio de 1992). URL: http://www.cnmv.es/legislacion/legislacion/leyes/19_92.htm (20.9. 2005).
188. Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. URL <http://www.cnmv.es/legislacion/legislacion/leyes/indi3798.htm> (21.9. 2005).
189. Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE, de 5 de noviembre de 2003). URL: http://www.cnmv.es/legislacion/legislacion/leyes/35_03.htm (20.9. 2005).
190. Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva (modificada por la D.A. 1a de la Ley 37/1998 de modificación de la L.M.V. y por la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre

- sistemas de pagos y liquidación de valores) (BOE, de 27 de diciembre de 1984). URL: http://www.cnmv.es/legislacion/legislacion/leyes/46_84.htm (20.9. 2005).
191. Preamble to Law 44/2002 of 22 November on Measures to Reform the Financial System. URL: URL: http://www.cnmv.es/english/Legislacion/Legislacion/leyes/refunley1b_e.htm (21.9. 2005).
 192. Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, que aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984 (BOE, de 16 de noviembre de 1990). URL: http://www.cnmv.es/legislacion/legislacion/realdecre/1393_90.htm (21.9. 2005).
 193. Securities Market Law 24/1988, 28 July (Amended by Laws 37/1998, 16 November; 14/2000, 29 December; 24/2001, 27 December; 44/2002, 22 November, 53/2002, 30 December, 22/2003, 9 July and 26/2003, 17 July – unofficial consolidated text). URL: http://www.cnmv.es/english/Legislacion/Legislacion/leyes/indrefun_e.htm (20.9. 2005).

Švedska

194. The Swedish Investment Funds Act (SFS 2004:46). URL: http://www.fondbolagen.se/upload/investmentfundsact2004_46.pdf (21.9. 2005).
195. Lag (SFS 2004:590) om ändring i lagen om investeringsfonder. URL: http://www.fondbolagen.se/upload/2004_590_001.pdf (24.9. 2005).
196. Lag (SFS 2004:73) om ändring i lagen (2004:46) om investeringsfonder. URL: http://www.fondbolagen.se/upload/2004_73_001.pdf (24.9. 2005).

Velika Britanija

197. Financial Services and Markets Act 2000. URL: <http://www.legislation.hmso.gov.uk/acts/acts2000/20000008.htm> (7.10. 2005).

5. Spletni viri

Skupni in spletni viri ES

Ernst & Young (URL: <http://www.ey.com/>):

1. URL: http://www.ey.com/global/content.nsf/International/Investment_Management_-_UCITS_-_Overview (19.5. 2005).
2. Evropsko združenje upravljalcev skladov in premoženja (European Fund and Asset Management Association (EFAMA) (URL: <http://www.efama.org/>):
3. URL: http://www.efama.org/20Regulation/20Lawsreg/Batch_Directory_view?sel_shelf=UCITS_Dir_Upd (16.5. 2005);
4. URL: http://www.efama.org/20Regulation/20Lawsreg/Batch_Directory_view?sel_shelf=Other_Dir_Upd (16.5. 2005).
5. URL: http://www.efama.org/05Home/20InvFundsTutorial/Inv_Funds_Explained (3.10. 2005).

Investment Company Institute (URL: <http://www.ici.org/>):

6. URL: http://www.ici.org/pdf/ww_09_04_sup_tables.pdf (24.8. 2005).
7. URL: http://www.ici.org/pdf/ww_12_04_sup_tables.pdf (24.8. 2005).
8. URL: http://www.ici.org/pdf/ww_03_05_sup_tables.pdf (24.8. 2005).

Ljubljanska borza (URL: <http://www.ljse.si/>):

9. URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=728&sid=Wz1TMzgpTkJnIHEmUUzuagEbHCLEji1q> (26.9. 2005).

Portal zakonodaje Evropske unije EUR-Lex (<http://europa.eu.int/eur-lex/lex/sl/index.htm>):

10. URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=en&model=guicheti&numdoc=31985L0611 (14.5. 2005);

10. URL: http://europa.eu.int/eur-lex/lex/Result.do?T1=V1&T2=1985&T3=611&RechType=RECH_consolidated&Submit=Iskanje (17.5. 2005).
11. URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=SL&numdoc=22004D0060&model=guichett (9.8. 2005).
12. URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=SL&numdoc=31988L0627&model=guicheti (9.8. 2005).
13. URL: http://europa.eu.int/servlet/portail/RenderServlet?search=DocNumber&lg=sl&nb_docs=25&domain=Legislation&coll=&in_force=NO&an_doc=1988&nu_doc=627&type_doc=Directive (9.8. 2005).
14. URL: http://europa.eu.int/servlet/portail/RenderServlet?search=DocNumber&lg=sl&nb_docs=25&domain=Legislation&coll=&in_force=NO&an_doc=1993&nu_doc=6&type_doc=Directive (9.8. 2005).
15. URL: http://europa.eu.int/comm/competition/general_info/securities/comments/bank_of_poland_en.pdf (14.9. 2005).

Portal Evropskega parlamenta (URL: <http://www.europarl.eu.int/>):

16. URL: <http://www2.europarl.eu.int/oeil/file.jsp?id=237652> (10.6. 2005).
17. URL: <http://www2.europarl.eu.int/oeil/file.jsp?id=168292> (16.9. 2005).

Register predpisov Republike Slovenije (URL: <http://zakonodaja.gov.si/>):

18. URL: http://zakonodaja.gov.si/rpsi/r08/predpis_ZAKO3428.html (15.5. 2005);
19. URL: http://zakonodaja.gov.si/rpsi/r08/predpis_ZAKO3428.html (3.4. 2005).
20. URL: http://zakonodaja.gov.si/rpsi/r01/predpis_ZAKO1431.html (29.9. 2005).

Vladni portal z informacijami o življenju v Evropski uniji (URL: <http://evropa.gov.si/>):

21. URL: <http://evropa.gov.si/evroslovar/pravni-viri/index.text.html> (13.5. 2005);
22. URL: <http://evropa.gov.si/aktualno/teme/ratifikacija-ustave/> (10.5. 2005).

Portal družbe Ius Software (www.ius-software.si/):

23. URL: <http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=/EUII/slnodoc/31985H0612-SI.DOC> (15.5. 2005).
24. URL: <http://www.ius-software.si/euii/dokumenti/3/1985/31985l0611.htm> (15.5. 2005).
25. URL: <http://www.ius-software.si/euii/dokumenti/3/1988/31988l0220.htm> (15.5. 2005).
26. URL: <http://www.ius-software.si/euii/dokumenti/3/1995/31995l0026.htm> (15.5. 2005).
27. URL: <http://www.ius-software.si/euii/dokumenti/3/2000/32000l0064.htm> (15.5. 2005).
28. URL: <http://www.ius-software.si/euii/dokumenti/3/2004/32004l0039.htm> (15.5. 2005).
29. URL: <http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=/EUII/slnodoc/32004H0383-SI.DOC> (16.5. 2005);
30. URL: <http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=/EUII/slnodoc/32004H0384-SI.DOC> (16.5. 2005);
31. URL: [http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=/EUII/slnodoc/32004L0039R\(01\)-SI.DOC](http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=/EUII/slnodoc/32004L0039R(01)-SI.DOC) (16.5. 2005);
32. URL: [http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=/EUII/slnodoc/32004H0383R\(01\)-SI.DOC](http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=/EUII/slnodoc/32004H0383R(01)-SI.DOC) (16.5. 2005);
33. URL: [http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=/EUII/slnodoc/32004H0384R\(01\)-SI.DOC](http://www.ius-software.si/EUII/checkfile.asp?File=/EUII/slnodoc/32004H0384R(01)-SI.DOC) (16.5. 2005).
34. URL: <http://www.ius-software.si/euii/dokumenti/3/2003/32003m3027.htm> (31.7. 2005).
35. URL: <http://www.ius-software.si/euii/dokumenti/3/2004/32004h0913.htm> (31.7. 2005).
36. URL: <http://www.ius-software.si/Baze/regi/f/s/Z02513AL.htm> (1.10. 2005).

Spletna stran prof.dr. Jamesa N. Bodurtha, ml. (Georgetown University - McDonough School of Business) (URL: <http://bodurtha.georgetown.edu/>):

37. URL: http://bodurtha.georgetown.edu/IAS_39/FAS%20IAS/EU_Summary_Consolidated%20accounts%20of%20companies%20with%20limited%20liability%20%20seventh%20Directive.html (9.8. 2005).

Vikipedija – prosta enciklopédija (URL: http://sl.wikipedia.org/wiki/Glavna_stran):

38. URL: http://sl.wikipedia.org/wiki/Rimska_%C5%A1tevilka (19.5. 2005).

Spletni viri za države članice

Slovenija

Banka Slovenije (URL: <http://www.bsi.si/>):

39. URL: http://www.bsi.si/html/financni_podatki/arhiv/dtec2004.zip (22.10. 2005).
40. URL: http://www.bsi.si/_data/tecajnice/dtec-l.zip (22.10. 2005).

Skladi.com (URL: <http://www.skladi.com/>):

41. URL: <http://www.skladi.com/sklad.php?kod=inbr> (2.10. 2005).
42. URL: <http://www.skladi.com/sklad.php?kod=inen> (2.10. 2005).

Triglav družba za upravljanje d.o.o. (URL: <http://www.triglav-du.si/>):

43. URL: <http://www.triglav-du.si/?id=1,54,85&news=27> (3.10. 2005).

Vzajemci.com (URL: <http://www.vzajemci.com/>):

44. URL: <http://www.vzajemci.com/skladi.php?sklad=EV> (27.9. 2005).
45. URL: http://www.vzajemci.com/vsi_cvs.php (27.9. 2005)
46. URL: <http://www.vzajemci.com/slovar.php?pojem=137> (2.10. 2005).
47. URL: <http://www.vzajemci.com/slovar.php?pojem=138> (2.10. 2005).
48. URL: <http://www.vzajemci.com/skladi.php?sklad=AS> (2.10. 2005).
49. URL: <http://www.vzajemci.com/sms-kode.php> (3.10. 2005).

Avstrija

Finanzmarktaufsicht (FMA) (avstrijska agencija za nadzor finančnega trga) (URL: <http://www.fma.gv.at/>):

50. URL: http://www.fma.gv.at/de/fma/fma-wiru/entstehu/index_ht.htm (15.8. 2005).
51. URL: <http://www.fma.gv.at/en/fma/aboutthe/index.htm> (15.8. 2005).
52. URL: <http://www.fma.gv.at/de/fma/markttoi/investme/fonds.htm> (17.8. 2005).

Rechtsinformationssystem des Bundes (URL: <http://www.ris.bka.gv.at/>):

53. URL: <http://www.ris.bka.gv.at/bundesrecht/> (18.8. 2005).

Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften (VÖIG) (Združenje avstrijskih družb za upravljanje) (<http://www.voeig.at/>):

54. URL: <http://www.voeig.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/1?OpenDocument> (15.8. 2005).
55. URL: <http://www.voeig.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/3.1.3> (15.8. 2005).
56. URL: <http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/5.1?OpenDocument> (18.5. 2005).
57. URL: <http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/5.2.2.6?OpenDocument> (17.8. 2005).
58. URL: <http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/5.2.2.7?OpenDocument> (17.8. 2005).
59. URL: <http://www.voeig.co.at/voeig/voeighome.nsf/Menue/5.2.2.8?OpenDocument> (17.8. 2005).

Belgija

Altassets (Almedia Capital) (URL: <http://www.altassets.com/>):

60. URL: <http://www.altassets.com/casefor/countries/2001/nz3215.php> (17.8. 2005).

Commission bancaire, financière et des assurances (URL: <http://www.cbfa.be/>):

61. URL: http://www.cbfa.be/fr/cs/icb/wg_icb_wg.asp (17.8. 2005).
62. URL: <http://www.cbfa.be/eng/aboutcbfa/orga/pdf/orga.pdf> (17.8. 2005).

63. Ethibel (URL: <http://www.ethibel.org/>).

Federal Parliament of Belgium (URL: <http://www.fed-parl.be/>):

64. URL: <http://www.fed-parl.be/ukindex.html> (4. 10. 2005).

Federal portal (URL: <http://www.belgium.be/eportal/index.jsp>):

65. URL: <http://www.belgium.be/eportal/index.jsp> (4.10. 2005).

ING Belgium SA/NV (URL: <http://www.ing.be/>):

66. URL: http://www.ing.be/private/showdoc.jsp?docid=025528_EN&menopt=pro|sav|mut|typ (4.10. 2005).

Investment Management Association (UK) (URL: <http://www.investmentuk.org/>):

67. URL: <http://www.investmentuk.org/news/research/2004/topic/taxation/belgianletter-0304.pdf> (4.10. 2005).

Ministry of Finance (URL: <http://www.minfin.fgov.be/>):

68. URL: <http://www.minfin.fgov.be/portail1/en/construction.html> (4.10. 2005).

69. URL: <http://www.minfin.fgov.be/portail1/de/cadrede.html> (4.10. 2005).

Ministry of Justice (URL: <http://www.just.fgov.be/>):

70. URL: http://www.just.fgov.be/index_de.htm (4.10. 2005).

National Bank of Belgium (URL: <http://www.nbb.be/>):

71. URL: <http://www.nbb.be/pub/index.htm> (4.10. 2005).

72. URL: <http://www.nbb.be/belgostat/PublicatieSelectieLinker?LinkID=841000024910000082&Lang=E> (4.10. 2005).

Spletne enciklopedije Answers.com (URL: <http://www.answers.com/>):

73. URL: <http://www.answers.com/topic/mutual-fund> (17.8. 2005).

Ciper

Central Bank of Cyprus (URL: <http://www.centralbank.gov.cy/>):

74. URL: http://www.centralbank.gov.cy/nqcontent.cfm?a_id=51 (4.10. 2005).

Cyprus Securities and Exchange Commission (URL: <http://www.cysec.gov.cy/>):

75. URL:

[http://www.cysec.gov.cy/GR/Downloads/LegalFramework/Laws&Regulations/Laws&Regulations_General_GR_N200\(I\)2004.pdf](http://www.cysec.gov.cy/GR/Downloads/LegalFramework/Laws&Regulations/Laws&Regulations_General_GR_N200(I)2004.pdf) (4.10. 2005).

Consulco Limited (URL: <http://www.consulco.com/>):

76. URL: http://www.consulco.com/EN/Information/company_applications/investment_and_mutual_funds.html (4.10. 2005).

Češka

Agencija za trg vrednostnih papirjev Republike Češke (URL: <http://www.sec.cz/>):

77. URL:

http://www.sec.cz/export/EN/Publications/Media_releases.page?query=fund&clear=Delete&PageNumber=2 (13.8. 2005).

78. URL: http://www.sec.cz/export/EN/Publications/get_dms_file.do? fileId=1536 (13.8. 2005).

79. URL: http://www.sec.cz/export/EN/Publications/get_dms_file.do? fileId=1408 (13.8. 2005).

80. URL: http://www.sec.cz/export/EN/Publications/Media_releases.page? fileId=1259 (13.8. 2005).

81. URL: http://www.sec.cz/export/EN/Legal_Regulations/Acts.page (13.8. 2005).

82. URL: http://www.sec.cz/export/EN/Publications/Media_releases.page? fileId=1345 (13.8. 2005).

83. URL: http://www.sec.cz/export/EN/Publications/Media_releases.page? fileId=1345 (13.8. 2005).

Czech National Bank (URL: <http://www.cnb.cz/>):

84. URL: http://wdb.cnb.cz/cnbeng/KURZY_K_VYVOJ_ENG.show_parms (21.10. 2005).

85. Skupina Pioneer (Republika Češka). URL: <http://www.pioneerinvestments.cz/>.

Urad za statistiko Republike Češke (URL: <http://www.czso.cz/>):

86. URL: [http://www.czso.cz/eng/edicniplan.nsf/t/30004C20ED/\\$File/9401q106.xls](http://www.czso.cz/eng/edicniplan.nsf/t/30004C20ED/$File/9401q106.xls) (14.8. 2005).

Združenje investicijskih družb Republike Češke (URL: <http://www.uniscr.cz/>):

87. URL: <http://www.uniscr.cz/static.do?page=historie.html> (13.8. 2005).

Danska

The Federation of Danish Investment Associations (InvesteringsForeningsRådet (IFR)) (URL: <http://www.ifr.dk>):

88. URL: <http://www.ifr.dk/aboutifr> (20.8. 2005).

89. URL: <http://www.ifr.dk/composite-247.htm> (20.8. 2005).

90. URL: <http://www.ifr.dk/composite-834.htm> (20.8. 2005).

91. URL: <http://www.ifr.dk/composite-661.htm> (21.8. 2005).

92. URL: <http://www.ifr.dk/composite-287.htm> (21.8. 2005).

93. URL: <http://www.ifr.dk/composite-353.htm> (21.8. 2005).

94. URL: <http://www.ifr.dk/composite-819.htm> (21.8. 2005).

95. URL: <http://www.ifr.dk/composite-948.htm> (21.8. 2005).

The Danish Financial Supervisory Authority (Finanstilsynet) (URL: <http://www.finanstilsynet.dk/>):

96. URL: <http://finanstilsynet.inforce.dk/sw7804.asp> (21.8. 2005).

97. URL: <http://finanstilsynet.inforce.dk/sw1324.asp> (21.8. 2005).

98. URL: <http://www.finanstilsynet.dk/sw1296.asp> (21.8. 2005).

99. URL: <http://finanstilsynet.inforce.dk/sw1282.asp> (21.8. 2005).

National Bank of Denmark (Danmarks National Bank) (<http://www.nationalbanken.dk/>):

100. URL: [http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Publications.nsf/side/IF20050805Nyt/\\$file/if20050805nyt.pdf](http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Publications.nsf/side/IF20050805Nyt/$file/if20050805nyt.pdf) (21.8. 2005).

101. URL: [http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Publications.nsf/side/POB20050725TT/\\$file/pob20050725tt.pdf](http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Publications.nsf/side/POB20050725TT/$file/pob20050725tt.pdf) (21.8. 2005).

102. URL: http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Statistics.nsf/side/PT_Exchange_Rates!OpenDocument (22.10. 2005).

Estonija

Estonian Financial Supervision Authority (URL: <http://www.fi.ee/>):

103. URL: <http://www.fi.ee/?id=1786&langchange=1> (22.8. 2005).

104. URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_16.html (22.8. 2005).

105. URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_17.html (22.8. 2005).

106. URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_18.html (22.8. 2005).

107. URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_19.html (22.8. 2005).

108. URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_20.html (22.8. 2005).

109. URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_21.html (22.8. 2005).

110. URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_23.html (22.8. 2005).

111. URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_24.html (22.8. 2005).

112. URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_25.html (22.8. 2005).

113. URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_26.html (22.8. 2005).

114. URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_27.html (22.8. 2005).

115. URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_28.html (22.8. 2005).

116. URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_29.html (22.8. 2005).

117. URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_30.html (22.8. 2005).

118. URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_31.html (22.8. 2005).

- 119.URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_32.html (22.8. 2005).
120.URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_138.html (22.8. 2005).
121.URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_158.html (22.8. 2005).
122.URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_159.html (22.8. 2005).
123.URL: http://www.fi.ee/saxon_web_eng/lifonid/lifonid_161.html (22.8. 2005).
124.URL: <http://www.fi.ee/?id=768&langchange=1> (22.8. 2005).
125.URL: <http://www.fi.ee/?id=2234> (22.8. 2005).

Bank of Estonia (URL: <http://www.bankofestonia.ee/>):

- 126.URL: http://www.bankofestonia.info/dynamic/erp/erp_en.jsp (21.10. 2005).

Finska

- 127.Financial Supervision Authority (Rahoitustarkastus). URL: <http://www.rata.bof.fi/> (24.8. 2005).

Investment Company Institute (ICI) (URL: <http://www.ici.org/>):

- 128.URL: http://www.ici.org/pdf/01fb_databec6.pdf (24.8. 2005).

Investment company Evli Bank Plc. (URL: <http://www.evli.com/en/>):

- 129.URL: <http://www.evli.com/en/yksityis/evlirahastot/useinkysyttya.html> (25.8. 2005).

Tapiola Fund Management Company Ltd (URL: <http://www.tapiola.fi/>):

- 130.URL:
<http://www.tapiola.fi/wwweng/briefly/the+tapiola+group/financial+data/tapiola+fund+management+company+lt+d/review+by+the+managing+director+rahastoyhtio.aspx> (25.8. 2005).

The Finnish Bankers' Association (Suomen Pankkiyhdistys) (URL: <http://www.pankkiyhdistys.fi/>):

- 131.URL: http://www.pankkiyhdistys.fi/sisalto_eng/upload/kuvat/rahovar1.gif (24.8. 2005).

- 132.URL: <http://www.pankkiyhdistys.fi/english/index.html> (24.8. 2005).

- 133.URL: http://www.pankkiyhdistys.fi/sisalto_eng/common/showpage.asp?id=575 (25.8. 2005).

Bank of Finland (Suomen Pankki) (URL: <http://www.bof.fi/>):

- 134.URL: http://www.rata.bof.fi/Eng/Regulation/Financial_market_legislation/Finnish_legislation/etusivu.htm (24.8. 2005).

- 135.URL: http://www.bof.fi/eng/5_tilastot/5.1_Tilastografiikkaa/5.1.5_arvopaperimarkkinat_ja_maksutase/ (24.8. 2005).

Investment Research Finland (Sijoitustutkimus) (URL: <http://www.sijoitustutkimus.fi/>):

- 136.URL: http://www.sijoitustutkimus.fi/eng/fund_report.shtml (24.8. 2005).

- 137.URL: http://www.sijoitustutkimus.fi/eng/fund_report_archives.shtml (24.8. 2005).

- 138.URL: <http://www.sijoitustutkimus.fi/tilastot/monthlystatistics/monthlystatistics.ppt> (24.8. 2005).

Helsinki Market Exchange (Helsingin Pörssin) (URL: <http://www.hex.com/>):

- 139.URL: http://www.hex.com/eng/mutual_funds/index_funds.html (25.8. 2005).

- 140.URL: http://www.hex.com/suomi/rahastoyhtiöt/index_rahastot.html (25.8. 2005).

Francija

Autorité des marchés financiers (AMF) (URL: <http://www.amf-france.org/>):

- 141.URL: http://www.amf-france.org/affiche_plan.asp?Id_Tab=0&lang=en&idplan=129&idsec=4&idrub=27&npos0=0&npos197=0&npos96=0&npos208=0&npos97=0&npos126=0&npos98=0&npos176=1#anc176 (28.8. 2005).

- 142.URL: http://www.amf-france.org/affiche_page.asp?urldoc=lesmissionsamf.htm&lang=en&Id_Tab=0 (28.8. 2005).

Banque de France (URL: <http://www.banque-france.fr/>):

143. URL: http://www.banque-france.fr/gb/stat_conjoncture/telechar/stat_mone/opcvm1.pdf (25.8. 2005).
144. URL: http://www.banque-france.fr/gb/stat_conjoncture/telechar/stat_mone/opcvm3.pdf (25.8. 2005).

French Asset Management Association (AFG) (URL: <http://www.afg.asso.fr/>):

145. URL: http://www.afg.asso.fr/afg/uk/afg/whatisafg_nad.html (27.8. 2005).
146. URL: http://www.afg.asso.fr/afg/uk/french_asset/french_funds_nad.html (27.8. 2005).
147. URL: http://www.afg.asso.fr/afg/uk/afg/members_nad.html (28.8. 2005).
148. URL: http://www.afg.asso.fr/afg/uk/afg/joining_nad.html (28.8. 2005).
149. URL: http://www.afg.asso.fr/afg/uk/news/monthly_assets_nad.html (28.8. 2005).
150. URL: <http://www.afg.asso.fr/upload/13/Fichier71.xls> (29.8. 2005).
151. URL: <http://www.afg.asso.fr/upload/13/Fichier75.xls> (29.8. 2005).
152. URL: <http://www.afg.asso.fr/upload/13/Fichier78.xls> (29.8. 2005).

Spletni portal družbe Ernst & Young (URL: <http://www.ey.com/>):

153. URL: http://www.ey.com/global/content.nsf/International/France_-_Market_Summary (28.8. 2005).
154. URL: http://www.ey.com/GLOBAL/content.nsf/International/France_-_Regulations_&_Links (29.8. 2005).

Spletni portal France Pratique (URL: <http://www.pratique.fr/>):

155. URL: <http://www.pratique.fr/argent/epargne/daf1304b.htm> (28.8. 2005).

Spletni portal za dostop do francoskih pravnih virov Legifrance (URL: <http://www.legifrance.gouv.fr/>):

156. URL:
<http://www.legifrance.gouv.fr/WAspad/RechercheSimplePartieCode;jsessionid=DSEUSokF9vj81MhgalsX3MGYB1FdddTlSMoyW6DXuoEKfvCryAK!-1688960386!iwsspad6.legifrance.tours.ort.fr!10038!-1!-113745911!iwsspad4.legifrance.tours.ort.fr!10038!-1?commun=&code=CMONFINL.rv> (28.8. 2005).

Spletni portal Vzajemci.com (URL: <http://www.vzajemci.com/>):

157. URL: <http://www.vzajemci.com/slovar.php?pojem=37> (28.8. 2005).

Grčija

Bank of Greece (URL: <http://www.bankofgreece.gr/>):

158. URL: <http://www.bankofgreece.gr/en/publications/report.htm> (27.8. 2005).

Association of Greek Investment Trust and Mutual Fund Management Companies (AGII) (URL: <http://www.agii.gr/>):

159. URL: <http://www.agii.gr/enosi.asp?Lang=EN> (29.8. 2005).
160. URL: http://www.agii.gr/apofaseis_en.asp (29.8. 2005).
161. URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=31> (29.8. 2005).
162. URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=32> (29.8. 2005).
163. URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=11> (29.8. 2005).
164. URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=12> (29.8. 2005).
165. URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=21> (29.8. 2005).
166. URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=22> (29.8. 2005).
167. URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=41> (29.8. 2005).
168. URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=42> (29.8. 2005).
169. URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=28> (29.8. 2005).
170. URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=29> (29.8. 2005).
171. URL: <http://www.agii.gr/statistics/categoriesnew.asp?type=30> (29.8. 2005).
172. URL: <http://www.agii.gr/statistics/mfmarket.asp> (29.8. 2005).
173. URL: <http://www.agii.gr/edak.asp> (5.9. 2005).

Hellenic Republic Capital Market Commission (URL: <http://www.hcmc.gr/>):

174. URL: <http://www.hcmc.gr/english/index2.htm> (29.8. 2005).
175. URL: http://www.hcmc.gr/english/frame_03.htm (29.8. 2005).

- 176.URL: <http://www.hcmc.gr/Pdf/Law1806.pdf> (29.8. 2005).
177.URL: <http://www.hcmc.gr/Pdf/Law1969.pdf> (29.8. 2005).
178.URL: http://www.hcmc.gr/english/frame_01.htm (29.8. 2005).

Irska

- Dublin Funds Industry Association (DFIA) (URL: <http://www.dfia.ie/index.php>):
179.URL: <http://www.dfia.ie/ifsc.php> (30.8. 2005).
180.URL: http://www.dfia.ie/public/files/1124444501_copyofindstatsaug05.pdf (2.9. 2005).

Financial Services Authority of Ireland (URL: <http://www.ifsra.ie/>):

- 181.URL:
http://www.ifsra.ie/frame_main.asp?pg=%2Findustry%2Fin%5Ffds%5Fintr%2Easp&nv=%2Findustry%2Fin_n_av.asp (2.9. 2005).
182.URL: http://www.ifsra.ie/data/in_fds_files/netasset.pdf (3.9. 2005)
183.URL: http://www.ifsra.ie/consumer/cr_fpq_pt_2.asp?cat_fpg=2&id=36&intPage=2 (3.9. 2005).

Finance Dublin (URL: <http://www.financedublin.com/>):

- 184.URL: <http://www.financedublin.com/sectors/?id=5> (3.9. 2005).

International Financial Services Ireland (IFSI) (URL: <http://www.ifsconline.ie/>):

- 185.URL: <http://www.ifsconline.ie/about.html> (2.9. 2005).
186.URL: <http://www.ifsconline.ie/reasons.html> (2.9. 2005).

Italija

Associazione del risparmio gestito (Assogestioni) (URL: <http://www.assogestioni.it/>):

- 187.URL: <http://www.assogestioni.it/asso/chisiamo/storia.jsp> (4.9. 2005).
188.URL: <http://www.assogestioni.it/asso/dati/files/22010.pdf> (4.9. 2005).
189.URL: http://www.assogestioni.it/asso/dati/files/22036_2005.PDF (4.9. 2005).
190.URL: http://www.assogestioni.it/asso/dati/files/22072_2005.PDF (4.9. 2005).
191.URL: http://www.assogestioni.it/asso/dati/files/25001_2004.PDF (4.9. 2005).
192.URL: <http://www.assogestioni.it/asso/risparmio/fondiInv.jsp> (4.9. 2005).
193.URL: <http://www.assogestioni.it/asso/risparmio/fondiAperti.jsp> (5.9. 2005).
194.URL: <http://www.assogestioni.it/asso/risparmio/fondiRiservati.jsp> (5.9. 2005).
195.URL: <http://www.assogestioni.it/asso/risparmio/fondiImmobiliari.jsp> (5.9. 2005).
196.URL: <http://www.assogestioni.it/asso/risparmio/fondiFondi.jsp> (5.9. 2005).
197.URL: <http://www.assogestioni.it/asso/risparmio/regolamento.jsp> (5.9. 2005).

Banca d'Italia (URL: <http://www.bancaditalia.it/>):

- 198.URL: <http://bip.bancaditalia.it/4972unix/homebipita.htm> (5.9. 2005).

Latvija

Bank of Latvia (URL: <http://www.bank.lv/>):

- 199.URL: <http://www.bank.lv/eng/main/finfo/notkupars/?PHPSESSID=133734e049ed1655164932f45e3ce954> (6.9. 2005).
200.URL: <http://www.bank.lv/eng/main/finfo/notvalkur/?vdate=20041231> (25.9. 2005).
201.URL: <http://www.bank.lv/eng/main/finfo/notvalkur/?vdate=20050331> (25.9. 2005).
202.URL: <http://www.bank.lv/eng/main/finfo/notvalkur/?vdate=20050630> (25.9. 2005).

Fund management company Hansa Fondi (URL: <http://www.hansafondi.lv/>):

- 203.URL: <http://www.hansafondi.lv/engl/fondi/fondi-par.php> (6.9. 2005).

Riga Stock Exchange (URL: <http://www.rfb.lv/>):

- 204.URL: <http://market.rfb.lv/?pg=nontradeddetails&instrument=LV0000400034&tab=fund&date=2004-12-31> (5.9. 2005).
- 205.URL: <http://market.rfb.lv/?pg=nontradeddetails&instrument=LV0000400034&tab=price&date=2004-12-31> (5.9. 2005).
- 206.URL: <http://market.rfb.lv/?pg=nontradeddetails&instrument=LV0000400117&tab=fund&date=2005-03-31> (5.9. 2005).
- 207.URL: <http://market.rfb.lv/?pg=nontradeddetails&instrument=LV0000400034&tab=fund&date=2005-03-31> (25.9. 2005).
- 208.URL: <http://market.rfb.lv/?pg=nontradeddetails&instrument=LV0000400059&tab=fund&date=2005-03-31> (25.9. 2005).
- 209.URL: <http://market.rfb.lv/?pg=nontradeddetails&instrument=LV0000400182&tab=fund&date=2005-03-31> (25.9. 2005).
- 210.URL:
http://market.rfb.lv/?currency=LVL&pg=funds&lang=en&go_x=10&go_y=3&day=31&month=12&year=2004&go_x=2&go_y=9 (25.9. 2005).
- 211.URL:
http://market.rfb.lv/?currency=LVL&pg=funds&lang=en&day=31&month=3&year=2005&go_x=6&go_y=6 (25.9. 2005).
- 212.URL:
http://market.rfb.lv/?currency=LVL&pg=funds&lang=en&go_x=6&go_y=6&day=30&month=6&year=2005&go_x=10&go_y=3 (25.9. 2005).

Securities Market Commission of the Republic of Latvia (URL: <http://www.fktk.lv/>):

- 213.URL: http://www.fktk.lv/downloads/news/leguldijumu_parvaldes_sabiedribu_likums.doc (5.9. 2005).
- 214.URL: http://www.fktk.lv/downloads/news/FIT_liik_20_07_2005_noformets.doc (6.9. 2005).
- 215.URL: <http://www.fktk.lv/likumdosana/vertspapiri/likumi/article.php?id=22188> (7.9. 2005).
- 216.URL: <http://www.fktk.lv/market/securities/funds/> (25.5. 2005).
- 217.URL: http://www.fktk.lv/downloads/news_en/leguldijumu_sab_4_2004_Eng.xls (25.5. 2005).

Litva

Bank of Lithuania (URL: <http://www.lb.lt/>):

- 218.URL: <http://www.lb.lt/exchange/default.asp?lang=e> (10.9. 2005).

Lithuanian Securities Commission (URL: <http://www.vpk.lt/>):

- 219.URL: <http://www.vpk.lt/lt/index.php?fuseaction=acts.view&id=17> (8.9. 2005).
- 220.URL: <http://www.vpk.lt/lt/index.php?fuseaction=acts.view&id=135> (8.9. 2005).

NSEL 30 Index Fund (URL: <http://www.indexfund.lt/>):

- 221.URL: <http://www.indexfund.lt/en/?PHPSESSID=500e462c2a6151553988b5ebaeddbb3e> (10.9. 2005).

Vilnius Stock Exchange (URL: <http://www.lt.omxgroup.com/>):

- 222.URL: <http://www.lt.omxgroup.com/?id=1240> (10.9. 2005).
- 223.URL: <http://www.lt.omxgroup.com/?id=1226> (10.9. 2005).

Viri podatkov za izračune (tabela 39):

Družba za upravljanje Finasta investicijų valdymas (URL: <http://www.finasta.lt/>):

- 224.URL: http://www.finasta.lt/pdf/fiv_if_cre_20051q.pdf (10.9. 2005).
- 225.URL: http://www.finasta.lt/pdf/fiv_if_nef_20051q.pdf (10.9. 2005).
- 226.URL:
[http://www.finasta.lt/l.php?tmpl_into\[0\]=index&tmpl_name\[0\]=m_site_index147&tmpl_into\[1\]=middle&tmpl_id\[1\]=1635&m_e_id=8&menu_i_id=578&no_cache=1&menu_open_nodes=578](http://www.finasta.lt/l.php?tmpl_into[0]=index&tmpl_name[0]=m_site_index147&tmpl_into[1]=middle&tmpl_id[1]=1635&m_e_id=8&menu_i_id=578&no_cache=1&menu_open_nodes=578) (10.9. 2005).
- 227.URL: http://www.finasta.lt/pdf/fiv_if_obl_20051q.pdf (10.9. 2005).
- 228.URL:
[http://www.finasta.lt/l.php?tmpl_into\[0\]=index&tmpl_name\[0\]=m_site_index147&tmpl_into\[1\]=middle&tmpl_id\[1\]=853&m_e_id=8&menu_i_id=124&no_cache=1&menu_open_nodes=124](http://www.finasta.lt/l.php?tmpl_into[0]=index&tmpl_name[0]=m_site_index147&tmpl_into[1]=middle&tmpl_id[1]=853&m_e_id=8&menu_i_id=124&no_cache=1&menu_open_nodes=124) (10.9. 2005).

Družba za upravljanje Hansa investicijų valdymas (URL: <http://www.hansa.lt/>):

- 229.URL: http://www.hansa.lt/investor/hprf_2005_pusm.pdf (10.9. 2005).
230.URL: http://www.hansa.lt/juridiniams102_120_296.html (10.9. 2005).

Družba za upravljanje JT investicijų valdymas (URL: <http://www.jtiv.lt/>):

- 231.URL: http://www.jtiv.lt/Balt_AF/BAF_apras.aspx (10.9. 2005).
232.URL: http://www.jtiv.lt/spek_AF/spek_apras.aspx (10.9. 2005).

Družba za upravljanje NORD/LB investicijų valdymas (URL: <http://www.nordlb.lt/>):

- 233.URL: <http://www.nordlb.lt/files/Ataskaitos/Pinigu%20rinkos/vy%20metine%20finansine%20atskaitomybe.pdf> (10.9. 2005).

Vzajemni sklad ZPR Amerikos investiciniis fondas (URL: <http://www.zprussmallcap.com/>):

- 234.URL: http://www.zprussmallcap.com/documents/ZPR_2005_I_pusm.pdf (10.9. 2005).
235.URL: <http://www.zprussmallcap.info/en/?PHPSESSID=715b3be50ca98be9c4e8373196abcc2c> (10.9. 2005).

Luksemburg

Association of the Luxembourg Fund Industry (URL: <http://www.alfi.lu/>):

- 236.URL: http://www.alfi.lu/stellent/groups/public/documents/web_page/en_cadrelegal.hcsp (5.10. 2005).
237.URL: http://www.alfi.lu/stellent/groups/public/documents/web_page/en_cadrelegal.hcsp (5.10. 2005).
238.URL: http://www.alfi.lu/stellent/groups/public/documents/web_page/en_guidepratique.hcsp (5.10. 2005).
239.URL: http://www.alfi.lu/stellent/groups/public/documents/web_page/en_pourquoi_lux.hcsp (5.10. 2005).

Commission de Surveillance du Secteur Financier (URL: <http://www.cssf.lu/>):

- 240.URL: http://www.cssf.lu/fr/law/index.html?cat_num=3 (5.10. 2005).
241.URL: <http://www.cssf.lu/fr/stats/opc/investi.html> (5.10. 2005).

EA Mutual Funds (URL: <http://members.fortunecity.com/eamfund/>):

- 242.URL: <http://members.fortunecity.com/eamfund/2-4-IML/iml-crclr.htm> (5.10. 2005).

Madžarska

Hungarian Financial Supervision Authority (URL: <http://www.pszaf.hu/>):

- 243.URL: <http://www.pszaf.hu/Engine.aspx> (10.9. 2005).
244.URL: http://english.pszaf.hu/engine.aspx?page=pszafen_supinst (10.9. 2005).
245.URL: <http://www.pszaf.hu/piac/nyilvantartas/dbalapok.asp> (10.9. 2005).

Malta

CDF Advocates (URL: <http://www.cdf.com.mt/>):

- 246.URL: <http://www.cdf.com.mt/pages/collectiveinvestschemes.htm> (12.9. 2005).

Chetcuti Cauchi Advocates (URL: <http://www.cc-advocates.com/>):

- 247.URL: <http://www.cc-advocates.com/financial-services/investment-services-licenses.htm>.

Inland Revenue Malta (URL: <http://www.ird.gov.mt/>):

- 248.URL: http://www.ird.gov.mt/services/cis/cis_guide_index.asp#section1 (12. 9. 2005).

Malta-EU information centre (MIC) (URL: <http://www.mic.org.mt/>):

- 249.URL: http://www.mic.org.mt/npaa_sept.htm (17. 6. 2005).

Nemčija

Federal Financial Supervisory Authority (URL: <http://www.bafin.de/>):

250.URL: http://www.bafin.de/bafin/historie_ba_en.htm (7.10. 2005).

BVI Bundesverband Investment und Asset Management e V. (URL: <http://www.bvi.de/>):

251.URL: http://www.bvi.de/cINTR-5WKDV2_1.html (5.10. 2005).

252.URL: <http://www.bvi.de/downloads/ub05q2.xls> (8.10. 2005).

Wikipedia (URL: <http://de.wikipedia.org/>):

253.URL: <http://de.wikipedia.org/wiki/Investmentfonds> (6.10. 2005).

254.URL: <http://de.wikipedia.org/wiki/Investmentgesetz> (6.10. 2005).

Nizozemska

Autoriteit Financiële Markten (AFM) (URL: <http://www.afm.nl/>):

255.URL: <http://www.afm.nl/corporate/default.ashx?FolderId=1123> (2.5. 2005).

256.URL: <http://www.afm.nl/marktpartijen/?textsize=0> (2.5. 2005).

257.URL: http://www.afm.nl/corporate/upl_documents/2001%20Wtbe.pdf (2.5. 2005).

258.URL: <http://www.afm.nl/marktpartijen/default.ashx?folderid=1098&downloadid=2445> (3.5. 2005).

259.URL: <http://www.afm.nl/corporate/default.ashx?DocumentId=2881> (3.5. 2005).

260.URL: <http://www.afm.nl/marktpartijen/default.ashx?folderid=1098&downloadid=5236> (6.10. 2005).

De Nederlandsche Bank (NDB) (URL: <http://www.dnb.nl/>):

261.URL: <http://www.dnb.nl/dnb/detail.jsp?pid=tcm:13-49003-64> (3.5. 2005).

262.URL: <http://www.dnb.nl/dnb/detail.jsp?pid=tcm:13-45090-64> (3.5. 2005).

263.URL: <http://www.statistics.dnb.nl/index.cgi?lang=uk&todo=KapMarkt> (3.5. 2005).

Ernst & Young (URL: <http://www.ey.com/>):

264.URL: <http://www.ey.com/global/content.nsf/International/Netherlands - Launching - Legal Form of Funds> (2.5. 2005)

Poljska

Association of Fund Management Companies in Poland (STFIwP) (URL: <http://www.stfi.com.pl/>):

265.URL: <http://www.stfi.com.pl/en/index.php?page=g2> (13.9. 2005).

266.URL: <http://www.stfi.com.pl/index.php?page=r1> (14.9. 2005).

267.URL: <http://www.stfi.com.pl/en/klasyfikacja.pdf> (15.9. 2005).

268.URL: <http://www.stfi.com.pl/en/index.php?page=m4&slo> (15.9. 2005).

269.URL: <http://www.stfi.com.pl/en/index.php?page=g2> (15.9. 2005).

Freedom House (URL: <http://www.freedomhouse.org/>):

270.URL: <http://www.freedomhouse.org/nit98/poland.html> (13.9. 2005).

Ministry of Economic Affairs & Labour (URL: <http://www.mgip.gov.pl/>):

271.URL: http://baltic.mg.gov.pl/Investments/pub_funds/default.htm (14.9. 2005).

National Bank of Poland (URL: <http://www.nbp.pl/>):

272.URL: <http://www.nbp.pl/kursy/archiwum/2000.xls> (14.9. 2005).

273.URL: <http://www.nbp.pl/Kursy/TabArchEn.aspx?n=a063z050331> (21.10. 2005).

The Polish Securities and Exchange Commission (KPWIG) (URL: <http://www.kpwig.gov.pl/>):

274.URL: http://www.kpwig.gov.pl/f1b5_ang.htm (14.9. 2005).

275.URL: http://www.kpwig.gov.pl/e4_ang.htm (13.9. 2005).

276.URL: <http://www.kpwig.gov.pl/images/wyk7.jpg> (14.9. 2005).
277.URL: <http://www.kpwig.gov.pl/images/wyk6.jpg> (14.9. 2005).

Warsaw Stock Exchange (GPW) (URL: <http://www.gpw.com.pl/>):

278.URL: http://www.gpw.com.pl/gpw_e.asp?cel=e_ogieldzie&k=8&i=%2Fslownik%2FN&sky=1 (13.9. 2005).
279.URL: http://www.gpw.com.pl/gpw_e.asp?cel=e_ogieldzie&k=11&i=%2Fhistoria%2Fwazne_daty (13.9. 2005).
280.URL: http://www.gpw.com.pl/zrodla/gpw/raport2000/obligacje_a.html (14.9. 2005).
281.URL: http://www.gpw.com.pl/zrodla/gpw/raport2000/inwestorzy_a.html (14.9. 2005).

Portugalska

Portuguese Securities Market Commission (CMVM) (URL: <http://www.cmvm.pt/>):

282.URL:
http://www.cmvm.pt/legislacao_regulamentos/legislacao/legislacao_complementar/gestao_activos/org_invest_colectivo/index.asp (16.9. 2005).
283.URL:
http://www.cmvm.pt/legislacao_regulamentos/legislacao/legislacao_complementar/gestao_activos/org_invest_colectivo/DLn252_2003.pdf (16.9. 2005).
284.URL: http://www.cmvm.pt/legislacao_regulamentos/legislacao/regulamentos_da_cmvm/2003/reg2003_15.pdf (17.9. 2005).
285.URL:
http://www.cmvm.pt/legislacao_regulamentos/legislacao/regulamentos_da_cmvm/oinvestimento_colectivo.asp (17.9. 2005).
286.URL: http://web3.cmvm.pt/english/sdi2004/fundos/consulta_tipo_II.asp?cod_agrup=TF00 (18.9. 2005).
287.URL: http://web3.cmvm.pt/english/sdi2004/fundos/consulta_tipo_II.asp?cod_agrup=TF01 (18.9. 2005).
288.URL: http://web3.cmvm.pt/english/sdi2004/fundos/consulta_tipo_II.asp?cod_agrup=TF02 (18.9. 2005).
289.URL: http://web3.cmvm.pt/english/sdi2004/fundos/consulta_tipo_II.asp?cod_agrup=TF08 (18.9. 2005).
290.URL: http://web3.cmvm.pt/english/sdi2004/fundos/consulta_tipo_I.asp (18.9. 2005).

Slovaška

Association of Asset Management Companies (AAMC) (URL: <http://www.ass.sk/>):

291.URL: <http://www.ass.sk/?category=10000&fnd=ZU> (19.9. 2005).
292.URL: <http://www.ass.sk/default.aspx?category=11&document=100> (20.9. 2005).

GMA Capital Markets Ltd. (URL: <http://www.gma.co.uk/>):

293.URL: <http://www.gma.co.uk/testing/corporate%20experience.html#InvestmentFunds> (18.9. 2005).

Jednotný automatizovaný systém právnych informácií (URL:
http://jaspi.justice.gov.sk/jaspiw1/jaspiw_mini_fr0.htm):

294.URL: http://jaspi.justice.gov.sk/jaspiw1/htm_zak/jaspiw_maxi_zak_zobskup1.asp (19.9. 2005).

The Financial Market Authority (UFT) (<http://www.uft.sk/>):

295.URL: http://www.uft.sk/en/capital_market/default.htm (18.9. 2005).
296.URL: http://www.uft.sk/zakony/sk/zakon_566_2001_2004_01_01.pdf (19.9. 2005).
297.URL: <http://www.uft.sk/en/informations/default.htm> (20.9. 2005).

Španijská

Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO) (URL:
<http://www.inverco.es/>):

298.URL:
http://www.inverco.es/web/jsp/page.jsp?tipo=estadisticas/fondos_inversion&ratalbl=Estadísticas/Fondos%20de%20Inversión&page=estadisticas.jsp (22.9. 2005).

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (URL: <http://www.cnmv.es>):

- 299.URL: http://www.cnmv.es/english/Legislacion/Leyes/refunley1_e.htm (20.9. 2005).
300.URL: http://www.cnmv.es/english/Legislacion/Leyes/refunley1a_e.htm (20.9. 2005).
301.URL: http://www.cnmv.es/english/p_que_es_1_e.html (21.9. 20005).
302.URL: http://www.cnmv.es/english/que_es/interv_m_e.htm (21.9. 2005).
303.URL: <http://www.cnmv.es/iic/abreviaturas.htm> (22.9. 2005).
304.URL: <http://www.cnmv.es/asp/Estadisticas/iic/estadistica.asp> (22.9. 2005).

Časnik EL PAÍS S.L. (URL: <http://www.elpais.es/>):

- 305.URL: <http://www.elpais.es/economia/fondos/index.html> (21.9. 2005).

FondosWEB (URL: <http://fondosweb.tsai.es/>):

- 306.URL: <http://fondosweb.tsai.es/fondosweb/inverco/publica/fon9infgen.htm> (13.7. 2005).
307.URL: <http://fondosweb.tsai.es/fondosweb/inverco/publica/webmenu.htm> (13.7. 2005).

SRI (Socially Responsible Investment) Compass (URL: <http://www.sricompass.org/>):

- 308.URL: <http://www.sricompass.org/trends/Countryprofiles/Spain/> (20.9. 2005).

Švedska

The Riksbank (Bank of Sweden) (URL: <http://www.riksbank.com/>):

- 309.URL: <http://www.riksbank.com/templates/stat.aspx?id=17210> (21.10. 2005).

International Law Office (URL: <http://www.internationallawoffice.com/>):

- 310.URL: http://www.internationallawoffice.com/lid.cfm?Newsletters_Ref=8371 (24.9. 2005).

Statistics Sweden (URL: <http://www.scb.se/>):

- 311.URL: http://www.scb.se/templates/Publikation_143018.asp (23.9. 2005).
312.URL: http://www.scb.se/templates/Publikation_143019.asp (23.9. 2005).

Stockholm Stock Exchange (URL: <http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/>):

- 313.URL:
<http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/stocklist.aspx?list=22&group=Kursnoteringar&listname=Exchange%20Traded%20Funds> (23.9. 2005).
314.URL <http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/en/index.aspx?lank=88> (23.9. 2005).

The Swedish Investment Fund Association (<http://www.fondbolagen.se/>):

- 315.URL: <http://www.fondbolagen.se/English/About.aspx> (22.9. 2005).
316.URL: http://www.fondbolagen.se/upload/net_assets_2005_001.xls (22.9. 2005).
317.URL: <http://www.fondbolagen.se/English/Regulations.aspx> (22.9. 2005).
318.URL: http://www.fondbolagen.se/upload/2004_46_002.pdf (24.9. 2005).

Upravljač premoženja East Capital (URL: <http://www.eastcapital.com/>):

- 319.URL: <http://www.eastcapital.com/index.php?mid=134&lang=en> (24.9. 2005).

Velika Britanija

Financial Services Authority (URL: <http://www.fsa.gov.uk/>):

- 320.URL: <http://fsahandbook.info/FSA/glossary.jsp?doc=glossary\glossary&gloss=G780#G780> (9.10. 2005).
321.URL: <http://fsahandbook.info/FSA/glossary.jsp?doc=glossary\glossary&gloss=G801#G801> (8.10. 2005).
322.URL: <http://fsahandbook.info/FSA/glossary.jsp?doc=glossary\glossary&gloss=G1195#G1195> (8.10. 2005).
323.URL: <http://fsahandbook.info/FSA/handbook.jsp?doc=handbook/COLLG> (8.10. 2005).
324.URL: <http://search.atomz.com/search/?sp-a=sp1002a2c3&sp-f=ISO-8859-1&sp-q=UCITS&sp-p=all&sp=> (8.10. 2005).
325.URL: <http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/Who/index.shtml> (8.10. 2005).

Investment Management Association (IMA) (URL: <http://www.investmentuk.org/>):
326. URL: <http://www.investmentuk.org/press/2005/stats/stats0605-01.pdf> (8.10. 2005).
327. URL: <http://www.investmentuk.org/investors/glossary/o.asp> (9.10. 2005).

The Association of Investment Trust Companies (ITs) (URL: <http://www.itsonline.co.uk/>):
328. URL: <http://www.itsonline.co.uk/technical/regulations.asp> (8.10. 2005)..

6. Osebni viri

'Vsevropski' osebni viri

1. Muriel Daniel, Secrétariat Général, elektronska pošta z dne 12.5. 2005.
2. EFAMA secretariat, elektronska pošta z dne 19.5. 2005.
3. Julien Taieb, Prelex (European Commission), elektronska pošta z dne 20.5. 2005.

Slovenija

4. Branko Dekleva, Državni zbor Republike Slovenije, elektronska pošta z dne 7.7. 2005.
5. Mag. Sandi Kodrič, Vzajemci.com, osebno srečanje dne 8. julija 2005 in elektronska pošta z dne 5.5. in 29.9. 2005.
6. Jure Mikuž, KD Investments, elektronska pošta z dne 26.5. 2005.
7. Alenka Selak, ATVP, telefonski pogovor z dne 8.8. 2005.
8. Prof. dr. Marko Simoneti, Pravna fakulteta Univerze v Ljubljani, pogovor dne 18. maja 2005 (govorilne ure v okviru predmeta Finance).

Avstrija

9. M. Fellner in E. Fritzche, Siemer-Siegl-Füreder & Partner, elektronska pošta z dne 16.10. 2005.
10. Peter Feyl, odvetnik (Dunaj), elektronska pošta z dne 15.6. 2005.
11. Mag. Claudia Greda, odvetnica (Dunaj), elektronska pošta z dne 18.7. 2005.
12. Prof.dr. Peter Grilc, Pravna fakulteta Ljubljana, elektronska pošta z dne 22.8. 2005.
13. Dr. Severin Irsigler, odvetnica (Salzburga), elektronska pošta z dne 15.6. 2005.
14. Dr. Heinz Löber, Freshfields Bruckhaus Deringer (Dunaj), elektronska pošta z dne 18.6. 2005 in 22.7. 2005.
15. Inge Mauric, Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften (VÖIG), elektronska pošta z dne 22.8. 2005.
16. Sonja Niederberger, Bundesministerium für Justiz (Ministrstvo za pravosodje), elektronska pošta z dne 15.6. 2005.
17. Thomas Wilhelm, Ernst & Young (Dunaj), elektronska pošta z dne 13.7. 2005.
18. Manfred Heider, Austrian Federal Economic Chamber, elektronska pošta z dne 28.7. 2005.

Belgija

19. Tim Benijts, Lessius Hogeschool, elektronska pošta z dne 5.10. 2005.
20. Daisy Dillens, National Bank of Belgium, elektronska pošta z dne 23.8. 2005.
21. Marc Leroux, Belgian Asset Managers Association, elektronska pošta, 13.7. 2005.
22. Gita Malcorps, Banking, Finance and Insurance Commission, elektronska pošta z dne 31.8. 2005.
23. Paul Van Overwaelle, National Bank of Belgium, elektronska pošta z dne 22.8. 2005.
24. Myriam Penninckx, Belgian Banking, Finance and Insurance Commission, elektronska pošta z dne 31.8. 2005.

Ciper

25. Nadia Americanou, Cyprus Securities and Exchange Commission, elektronska pošta z dne 31.8. in 9.9. 2005.
26. Elena Gregoriadou, Central Bank of Cyprus, elektronska pošta z dne 10. in 11. 10. 2005.

Češka

27. Jiří Čudejko, Czech Securities Commission, elektronska pošta z dne 2. in 7.8. 2005.
28. Martin Hanzlik, The Union of Investment Companies of the Czech Republic (UNIS ČR), elektronska pošta z dne 15.7. 2005.
29. Stroud Kelley, elektronska pošta z dne 25.7. 2005.

Danska

30. Dr. Michael Christensen, Aarhus School of Business, elektronska pošta z dne 6. in 22. 8. 2005.
31. Dr. Ken L. Bechman, Copenhagen Business School, elektronska pošta z dne 25.8. 2005.
32. Henrik F. Hansen, The Federation of Danish Investment Associations, elektronska pošta z dne 29.8. 2005.
33. Joseph Lookofsky, Faculty of Law at the University of Copenhagen, elektronska pošta z dne 16.7. 2005.
34. Jens Varder, Danish Financial Supervisory Authority, elektronska pošta z dne 7.9. 2005.

Estonija

35. Thomas Auväärts, Ministry of Finance of Estonia, elektronska pošta z dne 20.5. ter 15. in 25.8. 2005.
36. Monika Kallas, Ernst & Young Baltic AS, Tallinn, elektronska pošta z dne 3.5. 2005.
37. Sünne Korasteljov, Eesti Pank, elektronska pošta z dne 9.8. 2005.
38. Helen Korju, Financial Supervision Authority, elektronska pošta z dne 25.7. 2005.
39. Kristina Paljak, Financial Supervision Authority, elektronska pošta z dne 8.9. 2005.
40. Gerli Polding, Eesti Pank, elektronska pošta z dne 20.7. 2005.
41. Andrei Zaborski, SEB Ühispank Funds, elektronska pošta z dne 22. in 24.8. 2005 ter telefaks z dne 31.8. 2005.

Finska

42. Jonna Elonen-Kulmala, Bank of Finland, elektronska pošta z dne 25.8. 2005.
43. Jarmo Holopainen, OMX Exchanges, elektronska pošta z dne 24.8. 2005.
44. Hannu Hulkkonen, The Finnish Association of Mutual Funds, elektronska pošta z dne 12.7. 2005.
45. Jarkko Impola, OMX Exchanges, elektronska pošta z dne 5.9. 2005.
46. Jussi Kanerva, Investment Research Finland, elektronska pošta z dne 26.8. 2005.
47. Anna-Maija Marttila, Ministry of Finance, elektronska pošta z dne 20.9. 2005.

Francija

48. M. Druille, Banque de France, elektronska pošta z dne 1.8. 2005.
49. Ludivine Thomas, Ruschke – Hartmann – Becker (München), elektronska pošta z dne 22.7. ter 16. in 21. 9. 2005.

Grčija

50. Effie Bourboulas, Association of Greek Investment Trust and Mutual Fund Management Companies, elektronska pošta z dne 20. 7., 12. in 16. 8. ter 2.9. 2005.

Irska

51. Declan Casey, Dublin Funds Industry Association, elektronska pošta z dne 14.7. 2005.
52. Gavin Cranley, Financial Services Authority of Ireland, elektronska pošta z dne 10.5. in 22.6. 2005.

Italija

53. Jeffrey Paul Greenbaum, Lovells (Rim), elektronska pošta z dne 4.8. 2005.
54. Pietro Del Bufalo (v imenu J. P. Greenbauma), Lovells (Rim), elektronska pošta z dne 4.8. 2005.

Latvija

55. Zane Dejus, Latvian Investment and Development Agency, elektronska pošta z dne 5.8. 2005.
56. Inga Domka, The Latvian Institute, elektronska pošta z dne 19.7. 2005.
57. Martins Prusis, Bank of Latvia, elektronska pošta z dne 26.7. in 12.9. 2005.
58. Lolita Sychev, Parex Investment Management Company, elektronska pošta z dne 6. in 13. 9. 2005.
59. Raimonds Vesers, AS IPS Hansa Fondi, elektronska pošta z dne 6.9. 2005.

Litva

60. Nijole Gerdvilyte, Lithuanian Securities Commission, elektronska pošta z dne 22.9. 2005.
61. Saulius Malinauskas, Vilnius Stock Exchange, elektronska pošta z dne 9.9. 2005.
62. Mindaugas Milieska, Bank of Lithuania, elektronska pošta z dne 18.7. in 9.9. 2005.
63. Tomas Rymeikis, Foigt & partners, elektronska pošta z dne 25.7. in 2.8. 2005.
64. Diana Sokolova, OMX Exchanges, elektronska pošta z dne 16.9. 2005.

Luksemburg

65. Irmine Greischer, Commission de Surveillance du Secteur Financier, elektronska pošta z dne 29.8. in 20.9. 2005.
66. Kevin Ravet, Association of the Luxembourg Fund Industry, elektronska pošta z dne 20.7. 2005.
67. Claude Steinbach, Commission de Surveillance du Secteur Financier, elektronska pošta z dne 29.8. in 20.9. 2005.

Madžarska

68. Dr. Janos Burai-Kovács, Burai-Kovács and Partner (Budimpešta), elektronska pošta z dne 12.7. 2005.
69. Dr. Márk Erdélyi, elektronska pošta z dne 24.8. in 1.9. 2005.
70. Miklós Farkas, Hungarian Association of Investment Fund Management Companies (BAMOSZ), elektronska pošta z dne 11.7. in 12.9. 2005.
71. János Tóth, Hungarian Financial Supervisory Authority, elektronska pošta z dne 29.7. in 16.9. 2005.

Malta

72. Francis Attard, Financial Services Tribunal of Malta, elektronska pošta z dne 26.9. 2005.
73. Miriam Azzopardi, Central Securities Depository, elektronska pošta z dne 13.9. 2005.
74. Paul Fuller, Legal Media Group, elektronska pošta z dne 13.9. 2005.
75. Dr. James Scerri Worley, CDF Advocates, elektronska pošta z dne 12., 13. in 26. 9. 2005.

Nemčija

76. Dr. Regine Held, Universität Mainz, elektronska pošta z dne 16.7. 2005.
77. Doris Huther, BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V., elektronska pošta z dne 12.7. 2005.
78. Prof. Dr. Peter Huber, Universität Mainz, elektronska pošta z dne 19.7. 2005.
79. Dr. Rolf Kobabe, Ernst & Young Germany, elektronska pošta z dne 2.5. 2005.

Nizozemska

80. Fred Coesel, De Nederlandsche Bank, elektronska pošta z dne 4.5. 2005.
81. Martijn Udo de Haes, Holland Van Gijzen, elektronska pošta z dne 2.5. 2005.

Poljska

82. Mirosław Kachniewski, The Polish Securities and Exchange Commission, elektronska pošta z dne 27.7. in 2.8. 2005.
83. Jarosław Parczewski, Polish Ministry of Finance, elektronska pošta z dne 7.8. in 13.9. 2005.

Portugalska

84. Sérgio Brito, Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios, elektronska pošta z dne 15.9. 2005.
85. Rita Oliveira Pinto, Linklaters Portugal, elektronska pošta z dne 22.9. 2005.
86. João Moraes Sarmento, F. Castelo Branco & Associados, elektronska pošta z dne 22.9. 2005.
87. Pedro Luis Tomas, Bank of Portugal, elektronska pošta z dne 27.7. 2005.
88. Antonio Macedo Vitorino, Macedo Vitorino e Associados, elektronska pošta z dne 19.9. 2005.

Slovaška

89. Lubica Banarová, Financial Market Authority (UFT), elektronska pošta z dne 1.8. in 21.9. 2005.
90. Eva Svetlošáková, Financial Market Authority (UFT), elektronska pošta z dne 1.8. 2005.
91. Nikola Schindlerová, Slovak Association of Fund Management Companies, elektronska pošta z dne 18.7. 2005.

Španija

92. Lourdes Ayala, Araoz & Rueda (Madrid), elektronska pošta z dne 12.7. 2005
93. Maria Gracia Rubio de Casas Abogado, Baker & McKenzie (Madrid), elektronska pošta z dne 15.7. in 23.9. 2005.
94. Rosa Maria Castro Sanchez, Ernst & Young Spain, elektronska pošta z dne 4.5. 2005.
95. Antonio Salas Santandreu, Ernst & Young Spain, elektronska pošta z dne 4.5. 2005.
96. CNMV – Dirección general de mercados e inversores, elektronska pošta z dne 22.9. in 18.10. 2005.

Švedska

97. Stefan Jonsson, Stockholm School of Economics, elektronska pošta z dne 26. in 28. 9. 2005.
98. Kaj Hobér, Manheimer Swartling Advokatbyrå, elektronska pošta z dne 19.7., 24.8. in 1.9. 2005.

Velika Britanija

99. Nicki Chance, Interactive Investor Trading Limited, elektronska pošta z dne 11.7. 2005.
100. A. Fisher, Financial Services Authority (FSA), elektronska pošta z dne 25.7. 2005.

7. Drugi viri in pripomočki

1. Bajuk J., Fajdiga S., Longyka P., Podbevšek G. (2001) *Angleško-slovenski pravni slovar* (elektronska izdaja). Ljubljana: Prestige Group, Ius Software.
2. Debenjak Doris, Debenjak, Božidar, Debenjak, Primož (2003) *Veliki nemško-slovenski slovar* (elektronska izdaja). Ljubljana: DZS.
3. Longyka, Tomaž (2001) *Slovensko-angleški pravni slovar* (elektronska izdaja). Ljubljana: Tomaž Longyka, Ius Software. Dostopno prek portala družbe Ius Software (URL: <http://www.ius-software.si/>).
4. Verovnik, Tina (2005) *Alinejno zapisovanje*. Pravna praksa XXIV (37), 21.
5. Več avtorjev (2002-2005) *Evrokorpus, Korpus prevodov zakonodaje Evropske unije*. Ljubljana: Služba Vlade RS za evropske zadeve. Dostopno na URL: <http://www.gov.si/evrokor/>.
6. Arhiv valutnih razmerij Malteške centralne banke (URL: <http://www.centralbankmalta.com/site/exchangerates/getspotrates.asp>).
7. Indeksni iskalnik po malteški zakonodaji (URL: http://www2.justice.gov.mt/lom/Analytical_Index.asp?LangID=E&PubID=LG&PSB=B&LetterID=A).
8. Irish Statute Book database of Legislation (URL: <http://www.irishstatutebook.ie/front.html>).
9. Iskalnik na portalu družbe Ius Software. URL: <http://www.ius-software.si/EUII/iskanje/iskanje.asp>.
10. Iskalnik na portalu zakonodaje Evropske unije EUR-Lex. URL: http://europa.eu.int/eur-lex/en/search/search_lif.html (tudi URL: http://europa.eu.int/eur-lex/lex/SuiteLegislation.do?T1=V112&T2=V1&T3=V1&RechType=RECH_legislation&Submit=Iskanje).
11. Iskalnik po arhivu zakonodaje slovaškega Ministrstva za pravosodje (URL: http://jaspi.justice.gov.sk/jaspiw1/htm_zak/jaspiw_maxi_zak_fr0.htm).
12. Oxford University Press (2005) *Oxford English Dictionary*. Omejen dostop prek URL: <http://dictionary.oed.com/about/>.
13. Podatkovna zbirka estonskih pravnih izrazov ESTERM (URL: <http://mt.legaltext.ee/esterm/>).
14. Sklop iskalnikov po estonski zakonodaji – Estonian Legal Language Center (URL: <http://www.legaltext.ee/indexen.htm>).