

# Naložbeni pregled

Vodnik za boljše investiranje

NLB Skladi številka 18/2013 maj 2013



## Lahko smo na boljšem kot Američani!

**3** Majhni otroci, majhne želje ...

**4** Pogled »izza odra«

**6** Prave naložbe za vaše finančne cilje

**8** Višji davki, večje breme?

**10** Naj bo strah moj zaveznik!

**12** Institucionalna varnost



**Blaž Bračič,**

vodja oddelka za trženje in prodajo, NLB Skladi

# Lahko smo na boljšem kot Američani!

Ko naletimo na kakega tujca, ki je obiskal Slovenijo, je naše priljubljeno vprašanje: »Kako vam je všeč pri nas?« Hiti nam pojasnjevati, kako lepa je naša dežela. Dobra ura vožnje da nas loči od gora do morja, prebivalci pa da smo prijazni in praviloma gostoljubni. Svojim prijateljem doma bo ta isti, recimo Američan, verjetno razlagal, da se presenetljivo še ne bijemo s kamni po ulicah, da pa je vseeno tragično, kako smo se iz vzorne nove članice EU-ja prelevili v enega od potencialnih prejemnikov evropske pomoči in naslednjo načrtovano postajo zloglasne trojke. Američan, ki po tem delu Evrope še ni potoval, nas bo morda zamenjal za Slovaško, nas umestil nekje med Dagestan in Abhazijo ali pa nas celo presenetil s poznavanjem situacije in izrazil začudenost zaradi panike okoli nas, saj mu ne bo jasno, kako bi Evropa ne našla »drobiža« za pomoč Sloveniji, če je s stotinami milijard reševala države PIGS. Ne nazadnje lahko strnemo, da povprečnega Američana Slovenija bore malo zanima. Smo preprosto premajhni, da bi kakor koli vplivali na njegovo življenje, pa tudi na kakšnem seznamu držav, prijaznih teroristom, se nismo znašli. Naš bruto domači proizvod – torej vrednost vsega, kar smo v Sloveniji naredili – je v letu 2012 znašal 35,5 milijarde evrov. Za lažjo relativno primerjavo lahko povemo, da je Pfizer, ena največjih biofarmaceutskih družb iz ZDA, v letu 2012 ustvaril 45,9 milijarde evrov prihodkov, torej za 10,4 milijarde več od celotne Slovenije.

Slovenija je na drugi strani kapitalsko zelo zaprta dežela. Zdi se, da je tudi pri kapitalskih tokovih nekako zakoreninjen moto iz nekih drugih časov, ki se je glasil »Tujega nočemo, svojega ne damo«. Tako si tudi čisto povprečni prebivalci naložimo zelo veliko dela z gospodarstvom in politiko naše male dežele ter smo naložbeno mnogo bolj, kot bi bilo primerno, osredotočeni na Slovenijo. To velja tudi pri delniških naložbah, pri katerih se v preteklosti skorajda nismo odločali za tuje naložbe in smo tudi zato ustvarili balon, ki je pred zdaj že dolgimi časi počil. Po eni strani je seveda razumljivo, da spremljamo gospodarsko in politično zmedo doma, saj so od tega odvisne naše plače, pokojnine in socialne pomoči. Po drugi strani pa ravno zato ni nobenega razloga, da bi se s Slovenijo, našimi politikami in podjetji žrli še zaradi prihrankov.

Imeti vse prihranke izpostavljene v Sloveniji je enako, kot bi vse prihranke naložili v podjetje, v katerem smo zaposleni. Razpršitve tveganja s tem ne bomo dosegli, saj bomo ob morebitnih težavah podjetja poleg službe izgubili še vse prihranke, kar so na primer doživeli tisoči zaposlenih v Enronu in Lehman Brothersu. Naša majhnost nam narekuje ravno nasprotno, in sicer to, da je treba prihranke globalno razpršiti, in tukaj imamo veliko prednost v primerjavi z Američanom z začetka uvodnika. Ko on globalno razprši svoje prihranke, so prednosti te razpršitve zanj precej manjše, saj se težave njegovega gospodarstva preljujejo na ves svet (videno v letu 2008) in posledično vplivajo tako na njegove prihranke kot dohodke, četudi je naredil vse po učbeniku globalne razpršenosti premoženja. Gospodarske težave Slovenije pomembneje ne vplivajo niti na sosednje države. Slovenci imamo torej lepo priložnost, da prihranke globalno razpršimo v izdajatelje delnic in obveznic iz čim večjega števila držav in gospodarskih panog. S tem odpravimo t. i. nesistematično tveganje posameznega podjetja, države, regije, naši prihranki pa se gibljejo skladno z globalnim gibanjem finančnih trgov in so obenem precej neodvisni od naših dohodkov. Če bomo naredili tako, bomo lahko vsaj z vidika prihrankov manj nervozni, ko bo naslednjič v poročilih predstavljena gospodarska slika Slovenije. Za primerjavo: celo v tednu, ko se je »zgodil Ciper«, so svetovne borze zrasle za 2 odstotka.

## Naložbeni pregled NLB Skladi: Vodnik za boljše investiranje

Letnik 8, številka 18, maj 2013

Izdajatelj in nosilec avtorskih pravic: **NLB d.d., Trg republike 2, 1000 Ljubljana**

Odgovorni urednik: **mag. Kruno Abramovič, CFA**

Glavni urednik: **Blaž Bračič**

Uredniški odbor:

**dr. Aleksandra Brdar Turk,**

**FRM, Irena Oven, Nataša**

**Brunec, Nevenka Gorjup**

Grafična priprava:

**PM, poslovni mediji d.o.o.**

Svetovanje in redakcija: **Igor**

**Savič, Primož Inkret, PM,**

**poslovni mediji d.o.o.**

Naklada: **130.000 izvodov**

Tisk: **Za Delo, d. d., Leykam**

**tiskarna, d. o. o.**

ISSN **1854-6757**

Brezplačni izvod, **maj 2013**

Družba za upravljanje: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Trg republike 3, Ljubljana

Druge osebe, ki gradivo uporabljajo za trženje: NLB d.d.

## Opozorilo vlagateljem

Družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. (v nadaljevanju: NLB Skladi), Trg Republike 3, 1000 Ljubljana, upravlja krovni sklad NLB Skladi. Prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja in dokumenti s ključnimi podatki za vlagatelje podskladov so vlagateljem v slovenskem jeziku dostopni na sedežu družbe NLB Skladi na Trgu republike 3 v Ljubljani vsak delovni dan med 10. in 12. uro, na pooblaščenih vpisanih mestih NLB in Banke Celje d.d. med njihovim delovnim časom ter na spletni strani [www.nlbskladi.si](http://www.nlbskladi.si). Krovni sklad družbe NLB Skladi ni bančna storitev in ne prinaša zajamčene ali garantirane donosnosti. Tako naložbe v posamezne podsklade krovnega sklada tudi niso vključene v sistem zajamčenih vlog, ki velja za vloge fizičnih oseb in malih pravnih oseb na transakcijskih računih, hranilnih vlogah, denarnih depozitih in blagajniških zapisih oziroma potrdilih o depozitu, ki se glasijo na ime, zbranih pri bankah in hranilnicah.



**Blanka Košmerlj,**  
koordinator trženja  
in prodaje,  
NLB Skladi

# Majhni otroci, majhne želje ...

**... veliki otroci, velike želje. Otroci nam prinašajo veselje, radost in ljubezen, a po drugi strani tudi stroške. Zaradi tega je pomembno, da za finančno varnost svojega naraščaja začnemo skrbeti pravočasno in skrbno.**

V otrokovem odraščanju pridejo trenutki, ko želimo starši, babice, dedki in prijatelji, skratka vsi narediti nekaj dobrega za našega otroka. Tako skupaj praznujemo rojstne dneve, pričakamo tri decembrske gospode in še vedno se najde kakšna priložnost za obdarovanje. Ob tem nas prej omenjena družina vedno sprašuje, kaj rabi naš otrok. Po navadi malo v zadregi povemo, da ima vse in ne rabi ničesar, potem pa spet dobi novo plišasto ali plastično igračo, še eno v morju lovilcev prahu in porabnikov običajno že tako omejenega prostora. Ali ne bi bilo bolje, če bi zainteresirani obdarovalci prispevali k lepši prihodnosti otroka in njegovemu udobnemu prehodu v samostojnost? Pomislite, koliko prostora in živcev bi prihranili, če bi babica in dedek po partnerjevi strani namesto otroških činel na račun izbranega podsklada nakazala 40 evrov! Včasih je tistim, ki sprašujejo, kaj naj kupijo otroku, najbolje brez sramu povedati, da smo otroku odprli varčevalni načrt, s katerim varčujemo za njegovo lepšo prihodnost. S tem darilom bomo največ veselja otroku naredili takrat, ko bo denar resnično potreboval.

## Otroški varčevalni načrt: kako deluje?

Z vplačilom v izbrani podsklad prejme vaš otrok vsakič določeno število enot premoženja. Enote premoženja so v lasti otroka in ob polnoletnosti lahko z njimi povsem samostojno razpolaga. Ta lastnost prej omenjenim obdarovalcem zagotavlja, da bodo sredstva dejansko porabljena v korist otroka. Priporočamo vam, da na začetku

varčevanja za svojega otroka izberete delniške podsklade z višjo pričakovano donosnostjo, sredstva pa s približevanjem naložbenemu cilju, kot so na primer plačilo dela šolnine na priznani tuji univerzi, plačilo vozniškega izpita (1.000 evrov), nakup prvega avtomobila (10.000 evrov) ali pa mesečna izplačila štipendije na otrokov račun, postopno preusmerjate v manj tvegane uravnotežene in obvezniške podsklade. Prenose med podskladi krovnega sklada NLB Skladi lahko izvajate še posebno ugodno, saj so prvi prenosi sredstev v koledarskem letu, ki so v podskladu naložena vsaj eno leto, oproščeni vseh stroškov, prenosi pa so tudi davčno zelo ugodni.

## Koliko nas vplačevanje stane?

Nič. V družbi NLB Skladi za vplačila v NLB Skladi – Otroški varčevalni načrt ne zaračunavamo vstopnih stroškov. Ugodnost velja do otrokove polnoletnosti, Otroški varčevalni načrt pa lahko sklenete do otrokovega 15. leta.

## Koliko lahko privarčujemo?

Z naložbo v krovni sklad NLB Skladi pokažete svojemu otroku začetni korak v svet naložb. Z investiranjem relativno majhnih zneskov mu lahko ponudite varno finančno prihodnost. Tako lahko na primer z začetnim zneskom 500 evrov (polog) in dodajanjem 40 evrov mesečno svojemu otroku po 18 letih ponudite varen vstop v polnoletnost z zneskom 23.000 evrov<sup>1</sup>.

Če ste ta prispevek prebrali, pomeni, da ste začeli razmišljati o finančni prihodnosti svojega otroka. Verjemite, nekoč vam bo hvaležen.

## 3 nasveti za varčevanje v skladih

### 1. Varčujte dolgoročno.

Najbolj priporočljivo je, da začnete varčevati čim prej, saj tako že z majhnimi zneski veliko privarčujete, obenem pa se pri dolgoročnem varčevanju močno zmanjša naložbeno tveganje. Varčevanje je mogoče nadaljevati tudi po otrokovem 18. letu, ko varčevalni načrt prevzame lastnosti NLB Skladi – Fleksibilnega varčevalnega načrta. Mladostnik tako lahko ohrani svoje varčevalne navade.

### 2. Varčujte postopno.

S tem se boste izognili tveganju neugodnega trenutnega vstopa na trg. Rezultati vlagateljev v vzajemne sklade po svetu v zadnjih nekaj desetletjih kažejo, da so vlagatelji, ki so prihranke v vzajemne sklade nalagali periodično, enakomerno in dolgoročno, v povprečju ustvarili precej višjo donosnost kot vlagatelji, ki so nalagali enkratne večje zneske<sup>2</sup>.

### 3. Varčujte disciplinirano.

Z varčevalnimi načrti varčujemo tudi takrat, ko borzni tečaji padajo.

<sup>1</sup> Za delniške naložbe se upošteva povprečna nominalna donosnost v 200-letni zgodovini ameriškega delniškega trga. Za obvezniške naložbe se upošteva povprečna nominalna donosnost v 200-letni zgodovini ameriških dolgoročnih državnih obveznic.

<sup>2</sup> DALBAR, Quantitative Analysis of Investor Behavior, 2006.

Izračunajte sami

Več o informativnih izračunih najdete na naši spletni strani [www.nlbskladi.si/simulacija#postopno](http://www.nlbskladi.si/simulacija#postopno).

**Avtor: Primož Inkret,**  
MBA  
PM, poslovni mediji

# Pogled »izza odra«

**Kupi, prodaj, kupi, kupi, drži ... Upravljanje premoženja je v resnici precej drugačno, kot nam ga včasih skuša prikazati hollywoodska filmska industrija. Po izkušnjah in delu Simona Logarja, direktorja sektorja investicijskih skladov, je precej bolj disciplinirano, strateško, mirno ali celo dolgočasno, zato pa regulirano in varno.**

**Kadar smo v cirkusu ali na predstavi Davida Copperfielda, se velikokrat sprašujemo, kako delujejo posamezni triki. Ali je tudi pri upravljanju premoženja kakšen trik, da ste ga sposobni na dolg rok upravljati s pozitivnimi donosi?**

Največji trik je, da ni trikov, ni bližnjic. Gre predvsem za disciplino in upravljanje na strateški podlagi, v precej manjši meri pa na špekulativni.

**In pozitivne donosnosti potem pridejo same od sebe?**

Skoraj. Precej malo ljudi ve, da več kot 200-letna zgodovina za ZDA kaže, da tudi če namenoma vzamemo najslabša 17-letna obdobja za delniške naložbe, še ni bilo obdobja, ki bi vlagatelju v razpršen portfelj delnic prineslo realno negativno donosnost (že znižano za inflacijo). Žal tega ne moremo trditi za naložbe v zlato, obveznice, zakladne menice in dolgoročne depozite.

**Kaj pa, če upoštevate še zadnjo finančno krizo od leta 2008 dalje?**

Podatek v prejšnjem odgovoru seveda upošteva tudi zadnjo finančno krizo. Še več – upoštevane so vse finančne krize, borzni zlomi in vse, kar se je zgodilo od leta 1800 dalje (na primer prva svetovna vojna, druga svetovna vojna itd.).

**Nad katerim dejstvom bi ocenili, da so vaši bližnji ali prijatelji presenečeni oziroma začudeni, ko jim kdaj natančneje poveste, kakšne so vaše dnevne naloge in aktivnosti?**

Morda nad dejstvom, da je ne glede na funkcijo veliko tudi operativnega dela, ne samo organizacijskega. Tudi sam namreč upravljam sklade.

**In kako dejansko v praksi deluje upravljanje sklada, kako bi ga opisali s tremi stavki?**

V NLB Skladih premoženje upravljamo zelo disciplinirano in zelo pazimo, da podskladom ne povzročamo nepotrebnih stroškov trgovanja. Vsako vključitev naložbe v portfelj podskladov ali izključitev naložbe iz njega presoja vsaj dvoje parov oči, strateške upravljavske odločitve pa so predmet poglobljene razprave naših strokovnjakov na naložbenih kolegijih. Tudi tehnični del upravljanja, torej dajanje nakupnih in prodajnih naročil vrednostnih papirjev, je pod strogim nadzorom. Vsako večje naročilo moram odobriti jaz kot direktor sektorja in pred posredovanjem borznemu posredniku še sektor za nadzor nad tveganji, ki preveri, če je naročilo skladno z naložbenimi omejitvami in analitskimi priporočili.

**Katera je prva stvar, ki jo naredite ob prihodu v službo?**

Pregledam »to-do« listo prioriternih nalog za tekoči dan, ki sem jo pripra-

vil prejšnji dan, in se odločim, katere naloge delegiram naprej in katerih se lotim sam.

**In zadnja stvar, preden odidete domov?**

Če se navežem na prejšnji odgovor: pripravim »to-do« listo za naslednji dan. Tega sem se navadil pred kakšnimi tremi leti, ko mi je konstantno primanjkovalo časa. Takrat sem prebral nekaj gradiv o upravljanju časa in nekaterih napotkov se dosledno držim. S tem si tudi izprazniš glavo do naslednjega delovnega dne, ker veš, da si o vsem že razmislil, drugače se ti doma preveč prepletajo misli o tem, kaj vse te čaka naslednji dan.

**Glede na predstave iz filmov, v katerih je pri trgovanju pomembno, kdaj in za koliko kupiš neke vrednostne papirje, si predstavljamo, da je treba biti stalno aktiven in spremljati dogajanje na borzah. Ali lahko potem veliko priložnosti tudi zamudite, če ste vmes na kosilu?**

Premoženje upravljamo predvsem na strateški podlagi, ne pa na podlagi dnevnih špekulacij. Sedenje za terminalom in stalno trgovanje vlagateljem na dolgi rok povzroča samo nepotrebne stroške. Res pa je, da je na trgu tudi veliko špekulantov, ki pa so za dolgoročne vlagatelje v povprečju koristni, saj lahko z mednarodno razpršenim portfeljem delnic ali delniškimi vzajemnim skladom dosežejo še višje donosnosti z bistveno manjšim tveganjem, kot ga denimo prinaša investiranje na kratek rok.

**Ali se kaj pomembnega zgodi, ko ste ravno na večernem teku?**

Zgodi se lahko marsikaj, ampak nič takega, da bi moral v hipu odreagirati z nakupi ali prodajami vrednostnih papirjev. Na učinkovitih trgih se

“**Premoženje upravljamo predvsem na strateški podlagi, ne pa na podlagi dnevnih špekulacij.**”



“Da, čustva pri upravljanju premoženja so lahko problem. Pomagajo predvsem izobrazba na področju vedenjskih financ in izkušnje.”



vsaka nova informacija tako in tako hipoma odrazi v tečajih vrednostnih papirjev. Kdor trdi, da s 24-urnim spremljanjem in hitrim trgovanjem dela korist vlagateljem, je ali neveden ali pa vlagatelje namenoma zavaja z iluzijo kontrole.

#### **Kaj je v okviru dnevnega upravljanja skladov najpomembnejša prioriteta upravljavcev?**

Prvo je v vsakem primeru zagotavljanje likvidnosti – ta je tudi največja konkurenčna prednost vzajemnega sklada pred podobnimi finančnimi produkti – in skrb, da so vse naložbe v skladu z zakonskimi omejitvami. Nato pa je seveda pomembna skrb oziroma cilj doseči čim višjo donosnost ob določeni sprejemljivi stopnji tveganja.

#### **Kakšnim mehanizmom/pregledom je podvržen vrednosti papir oziroma investicija, preden pride v izbor za vključitev v neki NLB Sklad ali izključitev iz njega?**

Celoten proces upravljanja temelji na t. i. pristopu »od zgoraj navzdol«. Prva je strateška alokacija, torej odločitev, kako premoženje razdeliti med različne naložbene razrede (delnice, obveznice, denar), sledi geografska alokacija, potem panožna alokacija in šele na koncu izbira posameznih naložb. Poleg izdelovalca analize (analitika) analiza vsekakor pregleda še upravitelj premoženja, vsako analizo pa mora

odobriti tudi sektor za nadzor nad tveganji.

#### **Morda še nekaj o številkah: koliko prodaj ali nakupov izvedete dnevno, tedensko, v kakšnih vrednostih?**

Težko je dati splošen odgovor, ne bi pa sedaj računal povprečja. Odvisno je od situacije. V splošnem upravitelje premoženja usmerjam, naj ne trgujejo po nepotrebem, tako da je obrat portfelja razumno majhen – a še vedno ob aktivnem upravljanju. Denimo ob večjih priložnostih v posamezni sklad je trgovanja lahko več, sploh če želiš ohranjati razmerja med vrednostnimi papirji. Te vrednosti so lahko tudi po nekaj milijonov evrov dnevno na ravni posameznega sklada. Aktivno upravljanje pa nikakor ni enako kot pogosto trgovanje, kar je velikokrat napačna percepcija.

#### **V glavih imamo predstavo, da ste večinoma vsi, ki se ukvarjate z borzo, mladi, dinamični. Je starost pomembna? In zakaj? Kakšne so razlike med mlajšimi in starejšimi (izkušnje, obdelava informacij ...)?**

Vsako leto smo starejši. Ampak morda za Slovenijo res velja, da so se pred leti z vrednostnimi papirji ukvarjali predvsem mladi. Zdi se, da starejši v svojih študentskih letih preprosto niso bili deležni ustreznih izobrazbe. Takrat se je prosti in

kapitalski trg šele uvajal in je bilo znanja manj kot danes.

#### **In kako se pri upravljanju izkaže nežnejši spol?**

Nežnejši spol je pri nas pri upravljanju premoženja v manjšini. Gledano zgodovinsko so analitiki in upravitelji nežnejšega spola prejeli v povprečju povprečne nagrade za uspešnost, torej ni ugotovljivih razlik.

#### **Koliko različnih skladov vodi posamezen upravljevalec v NLB Skladih? Ali menite, da to vpliva na njihovo donosnost?**

V povprečju dva do tri, v skrajnem primeru začasno do štiri. Ocenjujem, da upravljanje do štirih skladov s strani posameznega upravljavca nima resnih posledic za njihovo donosnost in zlasti dnevno skrb za zakonske omejitve ter likvidnost.

#### **Čredni nagon je še kako prisoten pri splošni javnosti. Verjetno je**

**tudi kot upravljevalec treba biti previden, da te kdaj ne zapelje. Katere so najboljše metode, da se mu izognemo in se lahko objektivno odločamo? Kljub vsemu smo čustvena bitja.**

Da, čustva pri upravljanju premoženja so lahko problem. Pomagajo predvsem izobrazba na področju vedenjskih financ in izkušnje. Zelo pomagajo razni avtomatski stabilizatorji, saj imamo denimo pravilo o največjih odstopanjih od ciljnih deležev naložb, ki so postavljeni analitsko, neodvisno od upravitelja, kar preprečuje večje vplive evforije oziroma panike na sestavo naložb podsklada. Nihče pa seveda ni popolnoma imun. Tudi Harry M. Markowitz, oče moderne portfeljske teorije in Nobelov nagradjenec, pri upravljanju portfelja ni upošteval svoje lastne teorije, ampak je pri odločanju raje minimiziral svoje prihodnje obžalovanje in premoženje med delnice in obveznice preprosto razporedil v razmerju ena proti ena.



Za podrobnejši vpogled v zakulisje investiranja na finančnih trgih vas vabimo v Bankarno na Čopovi 3 v Ljubljani, kjer bo 13. 6. Ob 16.30 uri potekal pogovor z našim finančnim strokovnjakom.



**Blaž Bračič,**  
vodja oddelka za trženje in  
prodajo, NLB Skladi

# Prave naložbe za vaše cilje

**Prvi finančni cilji se začnejo pojavljati v zelo rani mladosti, ko kot otroci varčujemo žepnino za nakup zelene igrače, se vlečejo preko pubertete, ko varčujemo za sobotno zabavo, na fakulteti se želji po zabavanju pridruži še cilj imeti lastno prevozno sredstvo, nato pa gre le še naprej – stanovanje, hiša, vikend, pokojnina, otroci ...**

Zelo pomembno je, da posameznemu finančnemu cilju naložbe prilagodimo tako, da je cilj dosežen s čim manj odrekanja in čim hitreje. Pri doseganju dolgoročnih ciljev tako največ tvegamo, če nič ne tvegamo, medtem ko so kratkoročni nujni cilji tisti, pri katerih se je naložbenemu tveganju smiselno v večji meri izogni-

ti. V nadaljevanju si pogledimo štiri pogoste finančne cilje in poskusimo svetovati takšne naložbe, da bomo cilje dosegli optimalno hitro in s čim manj odrekanja.

Vzajemni skladi omogočajo prilagodljiv, likviden in ugoden dostop do različnih naložbenih kategorij

(delnice, obveznice, kombinacija), obenem pa z njimi lahko dosežemo širok nabor različnih razmerij med pričakovano donosnostjo in naložbenim tveganjem.

## 1. Varčevanje za slabe čase

Vsako gospodinjstvo naj bi imelo del prihrankov kot varnostno rezervo. Varnostna rezerva je namenjena ohranjanju življenjskega standarda gospodinjstva ob morebitnem izpadu dohodka. Potrebna velikost varnostne rezerve je odvisna od varnosti dohodkov in finančnih potreb gospodinj-

stva, praviloma pa naj bi krila nujne mesečne izdatke za 6–12 mesecev.

**Primer:** Družina Kralj mesečno za nujne izdatke gospodinjstva porabi 1.500 evrov. Jože Kralj je samostojni podjetnik, žena Vlasta pa dela na občini. Dohodki družine so srednje

gotovi in glede na razmere v gospodarstvu ocenjujemo, da njeni člani potrebujejo varnostno rezervo, ki jim bo omogočala pokrivanje nujnih življenjskih izdatkov za 12 mesecev. Ciljni obseg varnostne rezerve tako znaša 18.000 evrov. Sredstva za varnostno rezervo morajo

biti naložena v manj tvegane in zlasti zelo likvidne naložbe, saj je varnostna rezerva namenjena pokrivanju nepredvidenih izdatkov. Obveznice kot dolžniški vrednostni papir so praviloma manj tvegane in primerljive z recimo vezanim depozitom, če pa do njih dostopamo prek vzajemnega sklada, pa so tudi zelo likvidna naložba, saj lahko kadar koli zahtevamo izplačilo, denar pa je na voljo najpogosteje v šestih delovnih dneh, in to brez kakršnih koli penalov.

Finančni cilj	Predlagani podskladi	Način varčevanja
varnostna rezerva	NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR	varčevalni načrti, enkratna vplačila

## 2. Varčevanje za nakup nepremičnine

Pri varčevanju za nakup nepremičnine je zelo pomembno vprašanje, ali gre za nakup prve (nujne) nepremičnine ali pa morda nakup počitniške hišice. V primeru nakupa prve nepremičnine, kar je nujen in pogosto ne ravno pre-

stavljen cilj, je dobro biti pri naložbah bolj konservativen, medtem ko si pri nakupu počitniške hišice lahko privoščimo bolj dinamične naložbe z višjo pričakovano donosnostjo in računamo, da bomo do vikenda

prišli brez pretiranega odrekanja. Pri nakupu druge nepremičnine imamo namreč možnost, da nakup za nekaj časa odložimo in počakamo na boljše čase, ki na delniških trgih navadno pridejo dokaj hitro. Tako je bilo tudi

v zadnji finančni krizi, ko so bile na razvitih delniških trgih sicer visoke izgube nadomeščene že v štirih letih.

Obvezniške naložbe so na kratek rok znatno manj tvegane od delniških naložb, zato so primerna izbira pri varčevanju za nakup prve nepremičnine. Če želimo doseči nekoliko višjo donosnost ob še vedno sprejemljivi ravni tveganja, lahko obvezniške naložbe kombiniramo z delniškimi. Pri varčevanju za nakup počitniške hišice si lahko privoščimo več dinamike, zato svetujemo donosnejše delniške naložbe.

Finančni cilj	Predlagani podskladi	Način varčevanja
nakup prve nepremičnine	NLB Skladi – Globalni uravnoteženi, NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR	
nakup počitniške hišice	NLB Skladi – Globalni delniški, NLB Skladi – Svetovni razviti trg delniški, NLB Skladi – Evropa delniški, NLB Skladi – Farmacija in zdravstvo delniški	naložbeni paketi, varčevalni načrti, enkratna vplačila

### 3. Varčevanje za starost (pokojnino)

Skoraj vsak dan poslušamo, kakšno breme so pokojnine. Slovenski pokojninski sistem namreč temelji na t. i. Bismarckovem sistemu »pay as you go«, pri katerem gre za medgeneracijsko izmenjavo, ko delovno aktivni prispevajo za pokojnine upokojencev. Dokler je prebivalstvo mlado, ta sistem omogoča udobno zgodnje upokojevanje, se pa s sta-

ranjem prebivalstva razmere nujno zaostrejejo. Tako naj bi po projekciji Statističnega urada RS čez manj kot 50 let na enega upokojenca delal le še en zaposleni. Ob takšni neugodni statistiki lahko hitro naredimo sklep, kakšne bodo državne pokojnine: vsekakor ne višje kot danes, skoraj zagotovo pa relativno precej nižje. Do sebe in svojih bližnjih odgovoren

posameznik tako že danes razmišlja o svoji pokojnini čez 10, 20 ali najbolje 30 let.

Pokojnina je dolgoročni cilj, ki ga praviloma skušamo doseči s postopnim varčevanjem. Na dolgi rok (10 let in več) se kot naložba za pokojnino najbolje izkažejo delnice, ki med drugim predstavljajo dober

protiinflacijski ščit, saj je inflacija pri vsakem dolgoročnem varčevanju ena od pomembnejših groženj našim prihrankom. Delniški podskladi krovnega sklada NLB Skladi v kombinaciji z enim od treh varčevalnih načrtov so verjetno najugodnejša možnost varčevanja za pokojnino.

Za pokojnino se splača začeti varčevati že danes. Tisti, ki začne varčevati pri tridesetih letih po 40 evrov mesečno v izbranem delniškem podskladu, lahko pričakuje okoli 70.000 evrov prihrankov. Če želi takšne prihranke ustvariti v zgolj desetih letih pred upokojitvijo, bi moral mesečno privarčevati kar 350 evrov (več na [www.nlbskladi.si/](http://www.nlbskladi.si/) simulacija). Pri dolgoročnem varčevanju namreč dinamika obrestnoobrestnega računa izrazito vpliva na naše prihranke.

Finančni cilj	Predlagani podskladi	Način varčevanja
pokojninsko varčevanje (30 let)	NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški, NLB Skladi – Globalni delniški, NLB Skladi – Evropa delniški, NLB Skladi – Farmacija in zdravstvo delniški	varčevalni načrti: NLB Skladi – Varčevalni načrt brez pologa, NLB Skladi – Fleksibilni varčevalni načrt, NLB Skladi – Veliki varčevalni načrt
pokojninsko varčevanje (20 let)	NLB Skladi – Globalni delniški, NLB Skladi – Globalni uravnoteženi	
pokojninsko varčevanje (10 let)	NLB Skladi – Globalni uravnoteženi, NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR	

### 4. Ohranjanje privarčevanega premoženja

V praksi opažamo, da si nekateri, zlasti starejši vlagatelji, kot cilj pogosto zastavijo nominalno ohranjanje vrednosti privarčevanega premoženja. Pri tem se pozablja na tveganje inflacije, ki zgodovinsko pomeni eno večjih groženj prihrankom, po

več kot dveh desetletjih padajoče inflacije pa smo na to v Sloveniji že malo pozabili. Zavedati se je namreč treba, da 10.000 evrov danes ni enako kot 10.000 evrov čez deset let in da bo ta znesek v realnem pogledu, torej po kupni moči, čez

deset let vreden le še približno 7.800 današnjih evrov<sup>1</sup>. Zgolj nominalno ohranjanje premoženja torej ne predstavlja tudi ohranjanja kupne moči in življenjskega standarda. Da bi zagotovili slednje, moramo izbrati naložbe, ki bodo prinašale vsaj toli-

kšno donosnost, kot znaša inflacija. Bistveno vprašanje, na katero moramo poiskati odgovor, je, koliko časa nameravamo varčevati. Dolgoročneje ko varčujemo, večjo grožnjo prinaša inflacija in večji delež moramo nameniti delniškim naložbam, ki so dober protiinflacijski ščit.

Finančni cilj	Predlagani podskladi	Način varčevanja
ohranjanje premoženja (10 let in več)	NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški, NLB Skladi – Globalni delniški, NLB Skladi – Evropa delniški, NLB Skladi – Farmacija in zdravstvo delniški	
ohranjanje premoženja (5–10 let)	NLB Skladi – Svetovni razviti trgi delniški, NLB Skladi – Globalni delniški, NLB Skladi – Globalni uravnoteženi	naložbeni paketi, enkratna vplačila
ohranjanje premoženja (3–5 let)	NLB Skladi – Globalni uravnoteženi, NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR	

Zakaj delnice ščitijo pred inflacijo? Z nakupom delnice postanemo solastnik podjetja, njena vrednost pa je odvisna od dobička le-tega. Z rastjo cen se običajno povečujejo tudi prihodi podjetja, ki prodaja proizvode po višjih cenah. Na drugi strani se sicer povečujejo tudi cene vhodnih surovin in stroški dela, a inflacija na realno vrednost dobička praviloma nima pomembnejšega učinka in je na zmernih ravneh celo zaželena.

<sup>1</sup> Predpostavljali smo relativno optimistično 2,5-odstotno letno inflacijo.



Saša Dragonja,  
upraviteljica premoženja,  
NLB Skladi

# Višji davki, večje breme?

Z začetkom letošnjega leta se je v okviru novega Zakona o dohodnini med drugim nekoliko spremenila lestvica obdavčitve dohodka iz kapitala. V prispevku bomo opisali vpliv sprememb na imetnike vrednostnih papirjev in namignili, kaj lahko storimo, da višji davki ne postanejo dodatno breme.

Ob odsvojitvi vrednostnih papirjev v prvih petih letih od njihove pridobitve se dohodnina<sup>1</sup> po novem plača od dohodka iz kapitala po 25-odstotni davčni stopnji. Za primerjavo: do konca lanskega leta je ta davčna stopnja za dohodek iz kapitala znašala 20 odstotkov. Druge davčne stopnje z novim dohodninskim zakonom ostajajo nespremenjene (tabela 1). Davek pa se še vedno plača samo v primeru doseženega kapitalskega dobička, torej če je prodajna vrednost višja od nakupne.

Davčna optimizacija je eden izmed pomembnih virov doseganja donosnosti, zato naj je vlagatelj pri oblikovanju naložbene strategije nikakor ne zanemari. Prav varčevanje v krovnem skladu je danes ena redkih možnosti, ko se lahko ob veliki fleksibilnosti privarčevanih sredstev zaradi možnih prehodov med podskladi krovnega sklada izognemo višji obdavčitvi dohodka iz kapitala. Ključno sporočilo pa je, da se za večino vlagateljev pri varčevanju v vzajemnem skladu po novem davčno ni nič spremenilo, kar pa ne velja za neposredne nakupe

portfeljev delnic in obveznic ter za naložbe v depozite, pri katerih se je obdavčitev za skoraj vse davčne zavezanke opazno povišala.

## Kako je lahko dvig davčne stopnje dobra novica za vlagatelje v vzajemne sklade?

Višja davčna stopnja v ospredje postavi pomembne davčne prednosti krovnega sklada v primerjavi z neposrednimi nakupi vrednostnih papirjev, kar lahko na kratko orišemo z dvema praktičnima primeroma.

### 1. Obdavčitev kuponjskih obresti pri naložbah v obveznice:

Ob neposrednem nakupu obveznice se na kuponjske obresti obračuna 25-odstotni davek, pri imetništvu enot obvezniškega podsklada pa se vlagatelj lahko temu davku deloma ali kar v celoti izogne. Kako? Poglejmo si primer bratov Aleša in Branka, vsak je podedoval 50.000 evrov.

Aleš varčuje v podskladu NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR, Branko pa se je odločil za neposredni nakup obveznice. Predpostavimo, da obe naložbi letno izplačata

5 odstotkov kuponjskih obresti. Branko na izplačane obresti letno plača 25-odstotni davek, pri Aleševi naložbi v podsklad NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR pa pride do »odloga plačila davka«, kar pomeni, da se davek na izplačane obresti ne obračuna letno, temveč šele ob izstopu iz krovnega sklada, kar v primeru obdobja varčevanja, daljšega od petih let, pomeni obdavčitev po nižji stopnji, hkrati pa reinvesticijo donosov pred davki. Kot kaže tabela 2, Aleš s petletnim varčevanjem plača skupno precej nižji davek kot Branko.

### 2. Odlog ugotavljanja davčne obveznosti v primeru prehodov med podskladi krovnega sklada:

Odlog ugotavljanja davčne obveznosti pomeni, da se davek na kapitalski dobiček plača šele ob izplačilu sredstev iz krovnega sklada. To je zelo pomembno v primerih, ko med varčevanjem posameznik želi prilagoditi svojo strukturo naložb. Imetnik enot premoženja podsklada krovnega sklada lahko to naredi z neobdavčenim prehodom med podskladi, davek na doho-

## Stopnja dohodnine od dohodka iz kapitala

	Prej	Zdaj
Osnovna davčna stopnja	20 %	25 %
Davčna stopnja po 5 letih imetništva kapitala	15 %	15 %
Davčna stopnja po 10 letih imetništva kapitala	10 %	10 %
Davčna stopnja po 15 letih imetništva kapitala	5 %	5 %

Vir: Zakon o dohodnini (ZDoh-2), Ur. l. RS, št. 117/06, s spremembami in dopolnitvami, 132. člen.

<sup>1</sup> Zakon o dohodnini (ZDoh-2).





dek od kapitala pa plača šele po koncu varčevanja. Pri neposrednem imetništvu vrednostnih papirjev pa mora imetnik davek plačati ob vsaki prodaji, če je le ustvaril kapitalni dobiček. Poglejmo si še primer prijateljic Ane in Barbare, ki sta privarčevali vsaka po 25.000 evrov.

Ana varčuje v podskladu NLB Skladi – Globalni delniški, Barbara je s privarčevanim zneskom kupila nekaj delnic po lastnem izboru. Po štirih letih varčevanja se obe dekleti odločita, da nameravata v kratkem (v dveh do štirih letih) kupiti prvo nepremičnino. Zaradi približevanja varčevalnega cilja želita svoj privarčevani znesek naložiti v manj nihajne naložbe. Barbara prilagodi

svojo strukturo naložb tako, da odproda delnice in na dohodek iz kapitala plača 25-odstotni davek. Privarčevani znesek naloži v obveznice, ki jih nato po dveh letih odproda, in na prejete obresti plačuje 25-odstotni davek. Ana varčuje v krovnem skladu, zato lahko svoja sredstva prenese v podsklad NLB Skladi – Podjetniške obveznice EUR in tako tveganost svoje naložbe brez dodatnih stroškov ali davkov uskladi s svojimi novimi varčevalnimi cilji. Po dveh letih so ob izplačilu enot premoženja Anin celoten doseženi kapitalni dobiček in prejete obresti (po šestih letih imetništva) obdavčeni le po 15-odstotni davčni stopnji. Ustvarjen donos je več kot 10 % višji.



### Primer prihranka zaradi manj plačanega davka na dohodek iz kapitala<sup>2</sup>

Leto	Privarčevani znesek v EUR	Letne obresti (5%) v EUR	Letna davčna obveznost (25% na kuponске obresti) v EUR	Privarčevani znesek v EUR	Letne obresti (5%) v EUR	Letna davčna obveznost v EUR (odlog plačila)
	<b>Branko (imetnik obveznice)</b>			<b>Aleš (imetnik enot investicijskih kuponov podsklada NLB Skladi - Podjetniške obveznice EU)</b>		
1	50.000,00	2.500,00	625,00	50.000,00	2.500,00	0,00
2	51.875,00	2.593,75	648,44	52.500,00	2.625,00	0,00
3	53.820,31	2.961,02	672,75	55.125,00	2.756,25	0,00
4	55.838,57	2.791,93	697,98	57.881,25	2.894,06	0,00
5	57.932,52	2.896,63	724,16	60.775,31	3.038,77	0,00
<b>Davčna stopnja*</b>		25%			15%	
<b>Obresti v EUR</b>		13.474,32 €			13.814,08 €	
<b>Skupna davčna obveznost v EUR</b>		3.368,33 €			2.072,11 €	
<b>Alešev prihranek v EUR</b>						
<b>Prihranek (reinvestiranje kuponov)</b>			340,76			
<b>Prihranek (nižja davčna stopnja)</b>			1.296,22 €			
<b>Skupni prihranek</b>			<b>1.636,98 €</b>			

\* od dohodka iz kuponских obresti

Vir: lastni prikaz.

<sup>2</sup> Zaradi poenostavitve predstavljeni primer upošteva samo donosnost iz naslova kuponске obrestne mere, ne upošteva pa stroškov transakcij, vstopnih stroškov, časovne vrednosti denarja in kapitalnih donosnosti.



**Blaž Hribar, CFA,**  
vodja analiz,  
NLB Skladi

# Naj bo strah moj zaveznik!

**»Vzajemni skladi so načeloma donosnejši kot tradicionalne naložbe (bančni depoziti, nepremičnine, ...), a so bolj tvegani.«**

Ta ljudska modrost je v taki ali zelo podobni različici znana širši javnosti, a pogosto osnovana na ugibanju in subjektivnih ocenah. Kako torej argumentirano odgovoriti na pogosta vprašanja, na primer kolikšna je verjetnost izgube v naslednjem letu ali desetletju, ali se lahko pripeti, da izgubim večino vložka, ...? V nadaljevanju vam bomo tveganost in donosnost skladov predstavili s strokovnimi in z borzno zgodovino utemeljenimi argumenti.

## Kaj je tveganje?

Ko se nov vlagatelj prvič seznanja s tveganjem finančnih naložb, pogosto najprej pomisli na tole vprašanje:

## Kolikšna je verjetnost izgube celotne glavnice?

Pri globalno razpršenem delniškem vzajemnem skladu je verjetnost popolne ali pa tudi večinske izgube glavnice praktično nična. Da bi se

popolna izguba glavnice uresničila, bi v primeru vzajemnega sklada NLB Skladi – Globalni delniški moralo istočasno propasti (stečaj) vseh 131 družb s sedeži na zelo različnih koncih sveta, katerih delnice sestavljajo portfelj tega sklada. In še potem iz stečajne mase ne bi smelo biti nobenega vsaj delnega poplačila. Verjetno se boste kar strinjali, da takrat, ko bi istočasno povsem propadla vsa največja podjetja sveta, tudi druge »varne« naložbe najbrž ne bi ohranile svoje vrednosti.

Naslednje vprašanje je običajno usmerjeno v verjetnost kratkoročnih izgub:

## Koliko lahko cene delnic padejo v naslednjem tednu, mesecu, letu?

Vprašanje se zdi sicer povsem logično in na mestu, a odgovor je za dolgoročnega vlagatelja v resnici precej nepomemben. Za slednjega namreč niso pomembni kratkoročni

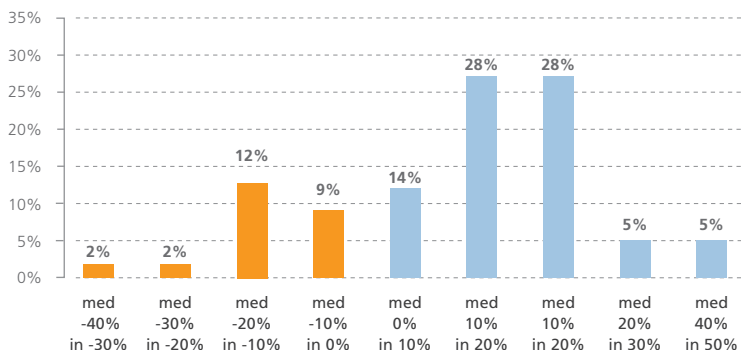
nihaji (padci in rasti na tedenski, mesečni in celo letni ravni) delniškega trga, ampak to, ali bo dosegel svoj na primer 10 let ali več oddaljeni finančni cilj.

Tveganje, ki ga nosi dolgoročni vlagatelj, je torej smiselno zajeto v vprašanju:

## Kolikšna je verjetnost, da v naslednjem celotnem 10-letnem obdobju dejanska donosnost naložbe ne bo zadostna za doseglo finančnega cilja?

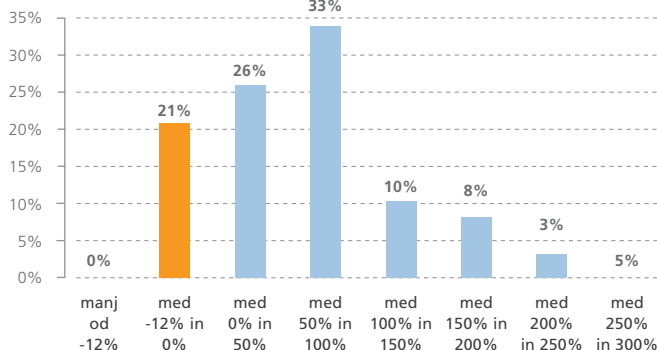
Kljub temu, da kratkoročni nihaji delniškega trga nimajo nobene sporočilne vrednosti za dolgoročnega vlagatelja, je pomembno, da dolgoročni vlagatelj razume, da višja donosnost delniških naložb (oz. bolj tveganih naložb na splošno) v primerjavi s stereotipno varnimi naložbami izhaja ravno iz večjega predvsem kratkoročnega nihanja. Veliki

## Razporeditev donosnosti pri 1-letnem varčevanju v dobro razpršenem globalnem delniškem portfelju (1969–2013)



Vir: Bloomberg

## Razporeditev donosnosti pri 5-letnem varčevanju v dobro razpršenem globalnem delniškem portfelju (1969–2013)



Vir: Bloomberg

kratkoročni nihaji namreč niso nekaj, česar se mora investitor dolgoročno bati in kar mora preprečevati, ravno nasprotno, ti veliki kratkoročni nihaji odvrtaajo del vlagateljev (tiste s kratkoročnimi finančnimi cilji in tiste z dolgoročnimi, ki tega članka ne bodo brali) in s tem poskrbijo, da je pričakovana dolgoročna donosnost delniških naložb še višja, saj se enake koristi razdelijo med manj vlagateljev.

### Kolikšna je torej verjetnost izgube pri varčevanju v delnicah<sup>1</sup>?

Pri odgovoru na to vprašanje moramo ločevati med že omenjenima kratkim in dolgim rokom.

#### Verjetnost izgube na kratek rok:

Daljše kot je obdobje varčevanja v delnicah, manjša je verjetnost, da ustvarimo izgubo. Verjetnost, da bo naslednji borzni dan pozitiven, je rahlo več kot 50-odstotna, z daljšanjem obdobja varčevanja (teden, mesec itd.) pa se ta verjetnost večja. Verjetnost, da bo naslednje borzno leto pozitivno, je okvirno 74-odstotna. Povedano drugače: v dolgoletnem povprečju so izmed štirih borznih let tri pozitivna, eno pa negativno.

#### Verjetnost izgube na dolg rok:

Verjetnost izgube se z daljšanjem obdobja varčevanja hitro manjša. Pri 10-letnem varčevanju je tako

verjetnost izgube okvirno 6 %. Če še malo podaljšamo dobo varčevanja, pri 15-letnih varčevanjih v delnicah ni bilo obdobja, da bi vlagatelji izgubili del naloženega premoženja. Najnižji ustvarjeni donos 15-letnega varčevanja (od 1996 do 2011) v zadnjih 44 letih znaša še vedno nezanemarljivih +85,3 % ali dobre 4 % letno.

### Kolikšen je osrednji pričakovani donos za 1-, 5-, 10- in 15-letno varčevanje v globalno razpršenem portfelju delnic?

Na osnovi 44-letne zgodovine globalnega delniškega trga lahko v povsem povprečnem borznem letu pričakujemo 10-odstotno letno (nominalno) donosnost globalno razpršenega portfelja delnic. Povprečna skupna 5-letna donosnost je znašala +62 %, 10-letna donosnost pa +180 %, medtem ko je premoženje ob 15-letnem varčevanju v povprečju naraslo za +410 %.

### Kaj pa možnost pozitivnega presenečenja?

Tveganje s seboj ne prinaša le možnosti izgube (negativen razplet), ampak tudi možnost nadpovprečnih zaslužkov v primeru pozitivnega razpleta. Pri enoletnem varčevanju je tako verjetnost, da ustvarimo izgubo, enaka verjetnosti, da ustvarimo donosnost, višjo od 22,5 %. Pri 5-letnem varčevanju je verjetnost izgube

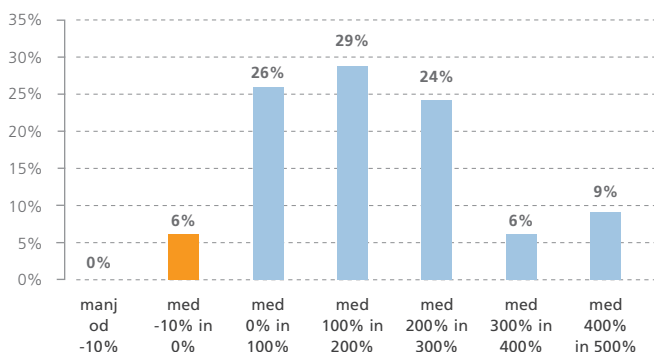
enaka verjetnosti donosnosti 104 % ali več, medtem ko je verjetnost izgube pri 10-letnem varčevanju že tako majhna, da je povsem enako verjetno, da svojo naložbo več kot popeterimo (+402 %).

### Zaključek

Delnice so resda tvegana naložbena kategorija, a verjetnost izgube celotnega vložka je v primeru globalno razpršenega portfelja delnic (npr. 130 različnih delnic podjetij iz različnih panog z različnih koncev sveta) praktično nična. Pričakovana letna donosnost takega portfelja je sicer vsako leto enaka in znaša okvirno 10 odstotkov, a seveda zaradi tveganja, povezanega s poslovanji družb, gospodarsko situacijo in številnimi drugimi dejavniki, ki vplivajo na cene delnic, ne bo vsako leto takšna – kakšno leto utegne biti precej višja, kakšno leto močno negativna. Točno kakšna bo donosnost delnic v naslednje letu, ne more z gotovostjo trditi nihče, lahko pa ocenimo verjetnost uresničitve neke letne donosnosti (npr. negativne) na podlagi zgodovinskih podatkov delniškega trga. In ravno slednji nas učijo, da se verjetnost izgube z daljšanjem obdobja varčevanja zmanjšuje. Pogled v preteklost pa nas opomni tudi, da ima večje tveganje delnic od časa do časa tudi pozitivno plat, to je nadpovprečno, pogosto visoko, pozitivno donosnost.

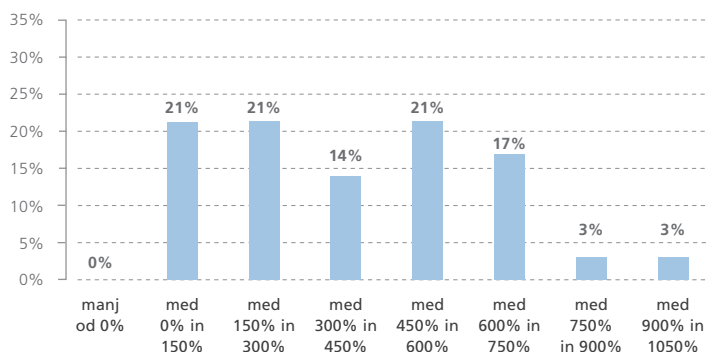
<sup>1</sup> V tem prispevku argumentacija (verjetnosti in donosi) izhaja iz zgodovinskih donosov svetovnega delniškega indeksa MSCI World Net TR, merjeno v USD, v letih med 1969 in današnjim dnem (najdaljša razpoložljiva zgodovina). Indeks sicer sestavljajo delnice 24 razvitih držav, poleg spremembe cen delnic pa vključuje tudi reinvestirane neto (po obdavčitvi) dividende. Indeks ni prilagojen za inflacijo, vse donosnosti v prispevku so torej nominalne. Stroški, ki so sicer pri investiranju v delnice neizogibni, niso vključeni v izračun indeksa.

## Razporeditev donosnosti pri 10-letnem varčevanju v dobro razpršenem globalnem delniškem portfelju (1969–2013)



Vir: Bloomberg

## Razporeditev donosnosti pri 15-letnem varčevanju v dobro razpršenem globalnem delniškem portfelju (1969–2013)



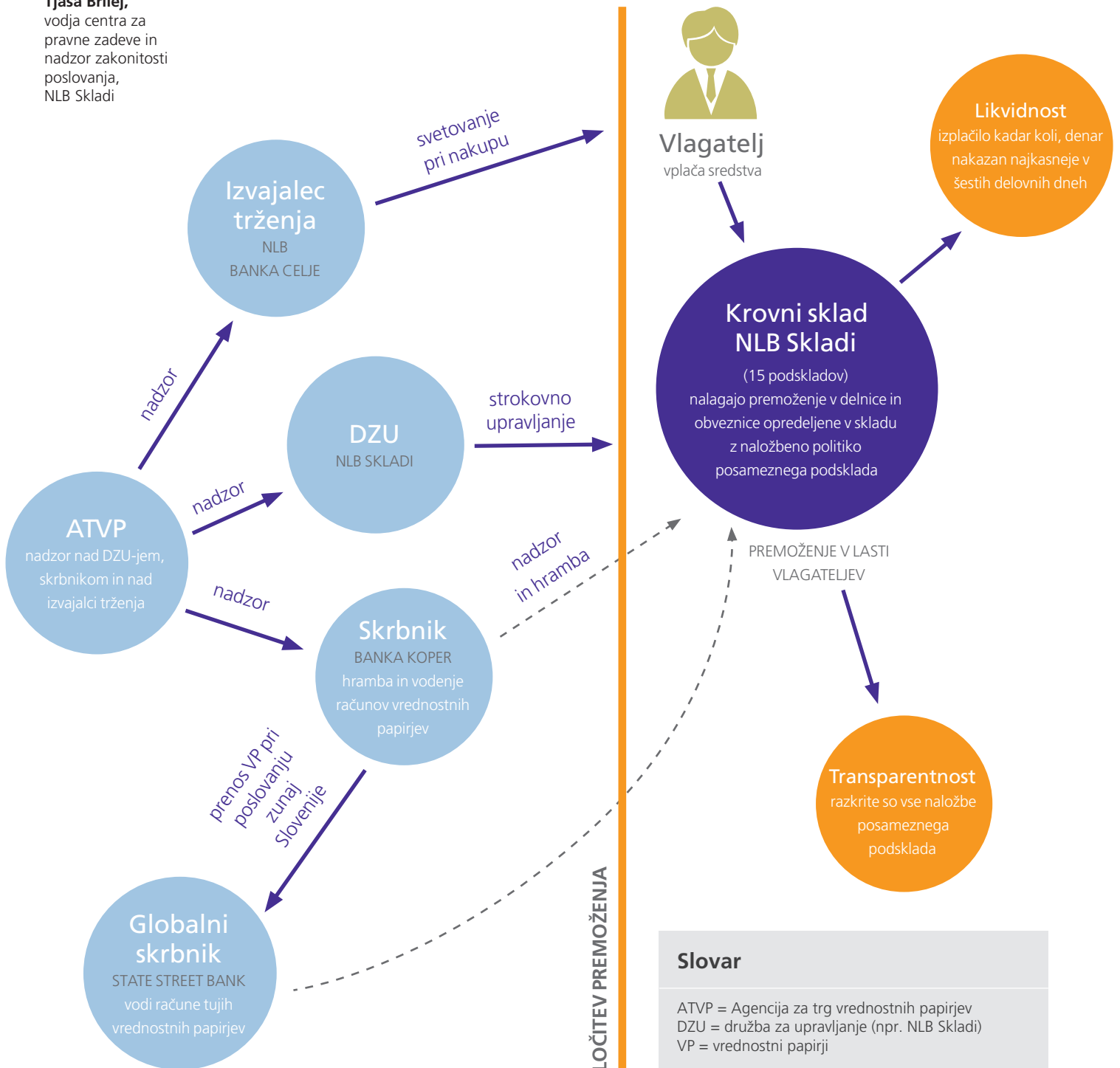
Vir: Bloomberg



**Tjaša Brilej,**  
vodja centra za  
pravne zadeve in  
nadzor zakonitosti  
poslovanja,  
NLB Skladi

## Varnostni sistem

Premoženje v vzajemnih skladih je z institucionalnega vidika zelo varno naloženo. Denarna sredstva, ki jih vlagatelj vplača v posamezni podsklad krovnega sklada NLB Skladi, se prenesejo neposredno na posebni denarni račun podsklada pri skrbniški banki. Premoženje podskladov krovnega sklada NLB Skladi je v skladu z zakonsko zahtevo strogo ločeno od premoženja družbe NLB Skladi, d.o.o., in od premoženja skrbnika. Družba za upravljanje in skrbnik morata ravnati neodvisno drug od drugega, vsak od njiju pa tako, da zagotavlja največje koristi imetnikom enot investicijskega sklada. Nadzor nad njima pa opravlja tudi ATVP.



### Slovar

ATVP = Agencija za trg vrednostnih papirjev  
DZU = družba za upravljanje (npr. NLB Skladi)  
VP = vrednostni papirji