



**JAVNA AGENCIJA REPUBLIKE SLOVENIJE
ZA VARSTVO KONKURENCE**

Dunajska cesta 58, 1000 Ljubljana

T: 01 478 35 97

F 01 478 36 08

E: gp.avk@gov.si

www.varstvo-konkurence.si

Številka: 3061-33/2018-26

Datum: 21. 3. 2019

Javna agencija Republike Slovenije za varstvo konkurence, Dunajska cesta 58, 1000 Ljubljana (v nadaljevanju: Agencija), izdaja v senatu, ki ga sestavljajo Andrej Matvoz kot predsednik senata ter ob sodelovanju dr. Aleša Kuharja, Francija Pušenjaka, Andreja Praha in mag. Karle Pinter kot članov senata, na podlagi 12 in 12 o člena Zakona o preprečevanju omejevanja konkurence¹ (v nadaljevanju: ZPOMK-1), v zadevi presoje koncentracije podjetij Triglav Skladi, družba za upravljanje, d.o.o., Slovenska cesta 54, 1000 Ljubljana (v nadaljevanju: Triglav Skladi), ki ga zastopa predsednik uprave Benjamin Jošar, in ki ga po pooblastilu zastopa Odvetniška družba Kavčič, Bračun in partnerji, o.p., d.o.o., Trg republike 3, 1000 Ljubljana, in ALTA Skladi, družba za upravljanje, d.d., Železna cesta 18, 1000 Ljubljana (v nadaljevanju: Alta Skladi), ki ga zastopa izvršni direktor Tomaž Dvorak, na zahtevo, na nejavni seji dne 21. 3. 2019 naslednjo

ODLOČBO

1. Javna agencija Republike Slovenije za varstvo konkurence koncentraciji podjetij Triglav Skladi, družba za upravljanje, d.o.o., Slovenska cesta 54, 1000 Ljubljana, in ALTA Skladi, družba za upravljanje, d.d., Železna cesta 18, 1000 Ljubljana, ne nasprotuje. Koncentracija je skladna s pravili konkurence.
2. Med postopkom niso nastali posebni stroški.

Obrazložitev

I. PRIGLASITEV IN UDELEŽENCI POSTOPKA

1. Agencija je dne 17. 10. 2018² prejela priglasitev koncentracije podjetij Triglav Skladi in Alta Skladi. Priglasitelj koncentracije je podjetje Triglav Skladi.
2. Podlaga za izvedbo priglašene koncentracije je kupoprodajna pogodba za delnice podjetja Alta Skladi, sklenjena dne 21. 9. 2018 med podjetjem Triglav Skladi kot kupcem in podjetjem Alta Skupina, družba za upravljanje, d.o.o., kot prodajalcem, na podlagi katere bo podjetje Triglav Skladi postalo 100 % lastnik podjetja Alta Skladi.
3. V skladu s prvim odstavkom 43 člena ZPOMK-1 morajo udeleženci koncentracije le-to priglasiti pred začetkom njenega izvrševanja, vendar najpozneje v 30 dneh od sklenitve pogodbe ali objave javne ponudbe ali pridobitve kontrole, pri čemer začne rok za priglasitev teči s prvim od teh dogodkov. Priglasitev mora vsebovati vse elemente, ki jih natančneje določa na podlagi šestega odstavka 43 člena ZPOMK-1 sprejeta Uredba o vsebini obrazca za priglasitev koncentracije podjetij³ (v nadaljevanju: Uredba). Priglasitelj je priglasitev

¹ Uradni list RS, št. 36/08, 40/09, 26/11, 87/11, 57/12, 39/13 Odl US U-I-40/12-31, 63/13-ZS-K, 33/14, 76/15 in 23/17.

² Dokument št. 3061-33/2018-1.

³ Uradni list RS, št. 36/09 in 3/14.

koncentracije dopolnil dne 26. 11. 2018⁴, dne 11. 12. 2018⁵ in dne 31. 1. 2019⁶, s čimer je priglasitev postala popolna.

4. Skladno z določili Zakona o upravnih taksah⁷ (v nadaljevanju: ZUT) je bila plačana upravna taksa po tarifni številki 48 v znesku 2.000 EUR.
5. Podjetje Triglav Skladi je podjetje v 67,5 % lasti podjetja Zavarovalnica Triglav d.d., preostanek delnic je v lasti podjetja Triglav Skladi. Lastniška struktura Zavarovalnice Triglav d.d. na dan 2. 1. 2019 je bila naslednja: ZPIZ 34,47 %, SDH d.d. 28,09 %, Addiko Bank d.d. – P 6,55 %, Unicredit Bank Austrija 3,09 % ter ostali lastniki 12,04 %⁸
6. Skupino Triglav poleg Zavarovalnice Triglav d.d., sestavljajo podjetja Triglav, zdravstvena zavarovalnica, d.d., Koper, Skupna pokojninska družba, d.d., Ljubljana, Pozavarovalnica Triglav Re, d.d., Ljubljana, Triglav Svetovanje, d.o.o., Ljubljana (TRI-LIFE d.o.o., Zagreb, Triglav Svetovanje, d.o.o., Beograd, Triglav Savjetovanje, d.o.o., Sarajevo), Triglav INT, holdinška družba, d.d., Ljubljana (Triglav Osiguranje, d.d., Sarajevo, Lovćen Osiguranje, a.d., Podgorica, Triglav Osiguranje, a.d., Banja Luka, Triglav Osigurivanje, a.d. Skopje, Triglav Osiguranje, d.d., Zagreb, Triglav Osiguranje, a.d.o., Beograd), Triglav Avtoservis, d.o.o., Triglav Skladi, družba za upravljanje, d.o.o., Ljubljana, s podjetjem PROF-IN, d.o.o., Sarajevo, Triglav Upravljanje nepremičnin, d.d., Ljubljana, s podjetji Golf Arboretum, d.o.o., Domžale, Triglav upravljanje nekretninama, d.o.o., Zagreb, Triglav upravljanje nekretninama, d.o.o., Podgorica, Hotel Grad Podvin, d.d., Radovljica, in Vse bo v redu, Zavod za družbeno odgovornost. Pridružena podjetja Skupine Triglav pa so Društvo za upravljanje Evropskim dobrovoljnimi penzijskim fondom, a.d., Banja Luka, TRIGAL, upravljanje naložb in svetovanje, d.o.o., Ljubljana, Triglavko, Zavarovalno zastopniška družba d.o.o., Ljubljana, Nama trgovsko podjetje, d.d., IF Prof Plus, d.d., Sarajevo, ZTSR, raziskovanje trga, d.o.o., Ljubljana. Podjetje Triglav Skladi ima odvisno podjetje Družba za upravljanje PROF-IN d.o.o. Sarajevo, ki ni dejavno na upoštevanih trgih.
7. Osnovna dejavnost podjetja Triglav Skladi je upravljanje investicijskih družb in vzajemnih skladov. Upravlja 17 vzajemnih skladov z različnimi naložbenimi politikami, ki jih združuje v naložbene kombinacije za različne tipe vlagateljev. Zavarovalnica Triglav, d.d., se ukvarja z dejavnostjo življenjskega zavarovanja, pozavarovanj, z dejavnostjo pokojninskih skladov, zavarovalniških agentov in drugimi pomožnimi dejavnostmi za zavarovalništvo in pokojninske sklade. Triglav, Zdravstvena zavarovalnica, d.d., Koper, opravlja zavarovalne posle zdravstvenega in nezgodnega zavarovanja, dopolnilnega zdravstvenega zavarovanja, opravlja pa tudi posle, povezane z zavarovalnimi posli, kot so ocena stopnje izpostavljenosti zavarovalnega objekta in ocenjevanje škod, opravljanje asistenčnih in drugih intelektualnih in tehničnih storitev v zvezi z zavarovalnimi posli, posredovanje pri sklepanju zavarovalnih poslov za zavarovalnice iste zavarovalniške skupine. Skupna pokojninska družba, d.d., Ljubljana, izvaja dejavnost pokojninskih skladov (zbiranje zavarovalnih premij, upravljanje s premoženjem, izplačevanje pokojninske rente, upravljanje z zaprtimi in odprtimi vzajemnimi pokojninskimi skladi). Pozavarovalnica Triglav RE, d.d., Ljubljana, sklepa pozavarovalne posle za vse zavarovalne vrste, Triglav Svetovanje, d.o.o., pa izvaja zavarovalno zastopstvo in finančno svetovanje v skupini Triglav. Triglav INT, Holdinška družba, d.d., Ljubljana, upravlja podjetja, ki delujejo na trgih izven Republike Slovenije, Triglav Avtoservis, d.o.o., Ljubljana, pa izvaja servisiranje, popravila in vzdrževanje vozil, izvajanje asistenčnih storitev in prodajo vozil – izvajanje licitacij ekonomskih total. Podjetje Triglav upravljanje nepremičnin, d.d., Ljubljana, tehnično projektira in svetuje, trguje z lastnimi nepremičninami, oddaja in obratuje lastne in najete nepremičnine, posreduje v prometu z nepremičninami, upravlja nepremičnine za plačilo po pogodbi, računovodske, knjigovodske in revizijske dejavnosti, vzdržuje objekte in opravlja hišniško dejavnost Golf Arboretum, d.o.o., Domžale, se ukvarja s športnim trženjem, gostinstvom in turizmom, Hotel Grad Podvin, d.d. z

⁴ Dokument št. 3061-33/2018-4.


⁵ Dokument št. 3061-33/2018-6.

⁶ Dokument št. 3061-33/2018-10.

⁷ Uradni list RS, št. 106/10-UPB5.

⁸ Vir: <http://www.gvvn.com/si/Matrix/Default.aspx?Stran=podjetje&Podstran=lastniska&ID=5063345>.

dejavnostjo hotelov in podobnih nastanitvenih obratov, Vse bo v redu, Zavod za družbeno odgovornost, pa z dejavnostjo humanitarnih in dobrotelčnih organizacij.⁹

8. Podjetje Alta Skladi se ukvarja z upravljanjem finančnih skladov, in sicer upravlja z 19 vzajemnimi skladi in sredstvi v upravljanju v višini okrog 270 milijonov EUR na slovenskem trgu in s 6 vzajemnimi skladi in sredstvi v upravljanju v višini okrog 7,7 milijonov EUR na hrvaškem trgu. Podjetje Alta Skladi nima odvisnih podjetij.
9. Agencija je posredovala zahteve za posredovanje podatkov dejanskim in potencialnim konkurentom na trgu storitev vzajemnih skladov, in sicer dne 29. 1. 2019¹⁰ in dne 31. 1. 2019¹¹. Dne 27. 2. 2019 je pooblastilo v predmetni zadevi priglasila Odvetniška družba Kavčič, Bračun in partnerji, o.p., d.o.o., Trg republike 3, 1000 Ljubljana, in istočasno posredovala prošnjo za sestanek.¹²
10. Za kupca ciljnega podjetja, torej za podjetje Triglav Skladi, bo nakup in priključitev dejavnosti podjetja Alta Skladi pomenil 

II. **PODREJENOST ZPOMK-1**

A *Koncentracija*

11. ZPOMK-1 v prvem odstavku 10. člena določa, da gre za koncentracijo podjetij pri trajnejših spremembah kontrole nad podjetjem, in sicer: (i) pri združitvi dveh ali več predhodno neodvisnih podjetij ali delov podjetij, (ii) kadar ena ali več fizičnih oseb, ki že obvladuje najmanj eno podjetje, ali kadar eno ali več podjetij z nakupom vrednostnih papirjev ali premoženja, s pogodbo ali kako drugače pridobi neposredno ali posredno kontrolo nad celoto ali deli enega ali več podjetij; ali (iii) kadar dve ali več neodvisnih podjetij ustanovi skupno podjetje, ki opravlja vse funkcije samostojnega podjetja z daljšim trajanjem.
12. Drugi odstavek 10. člena ZPOMK-1 določa, da kontrolo nad podjetjem ali njegovim delom pomenijo pravice, pogodbe ali druga sredstva, ki ločeno ali skupaj in ob upoštevanju okoliščin ali predpisov omogočajo izvajanje odločilnega vpliva nad tem podjetjem ali delom podjetja, in sicer zlasti (i) lastništvo ali pravice do uporabe celotnega ali dela premoženja podjetja, (ii) pravice ali pogodbe, ki zagotavljajo odločilen vpliv na sestavo, glasovanje ali sklepe organov podjetja.
13. Koncentracija in s tem obveznost priglavitve je nastala dne 21. 9. 2018 s sklenitvijo Kupoprodajne pogodbe za delnice družbe Alta Skladi, družba za upravljanje, d.d., med podjetjem Alta Skupina, upravljanje naložb, d.d., kot prodajalcem, in podjetjem Triglav Skladi, družba za upravljanje, d.o.o., kot kupcem. Na podlagi predmetne pogodbe bo podjetje Triglav Skladi postalo 100 % lastnik podjetja Alta Skladi. Priglasitelj je navedel, da postopek nakupa ni predmet javne ponudbe za odkup.
14. Takšna pridobitev kontrole nad podjetjem in opisanimi pravnimi posli pomeni koncentracijo v smislu druge alineje prvega odstavka 10. člena ZPOMK-1, ki določa, da gre za koncentracijo pri trajnejših spremembah kontrole nad podjetjem, in sicer ko eno ali več podjetij bodisi z nakupom vrednostnih papirjev ali premoženja, s pogodbo ali kako drugače pridobi neposredno ali posredno kontrolo nad celoto ali deli enega ali več podjetij

⁹ Dokument št. 3061-33/2018-4

¹⁰ Dokument št. 3061-33/2018-8.

¹¹ Dokument št. 3061-33/2018-9.

¹² Dokument št. 3061-33/2018-23.

B Preseganje pragov po prvem odstavku 42. člena ZPOmK-1

15. Poleg izpolnjenega pravnega pogoja obveznost priglasitve koncentracije nastopi, če je izpolnjen tudi ekonomski pogoj iz prvega odstavka 42. člena ZPOmK-1. Slednji določa, da je priglasitev potrebna, če je skupni letni promet v transakciji udeleženih podjetij skupaj z drugimi podjetji v skupini v predhodnem poslovnem letu na trgu Republike Slovenije presegal 35 mio EUR in če je letni promet prevzetega podjetja skupaj s podjetji v skupini presegal 1 mio EUR.
16. Podjetje Triglav Skladi s povezanimi podjetji je v letu 2017 na slovenskem trgu ustvarilo [REDACTED] EUR prihodkov od prodaje, prevzeto podjetje Alta Skladi pa 6.633.106 EUR prihodkov od prodaje. V primeru presoje koncentracije podjetij Triglav Skladi in Alta Skladi je presežen prag 35 milijonov evrov letnega prometa, določen v prvi alineji prvega odstavka 42. člena ZPOmK-1, ter hkrati prag 1 milijon evrov letnega prometa prevzetega podjetja skupaj z drugimi podjetji v skupini v predhodnem poslovnem letu na trgu Republike Slovenije, določen v drugi alineji prvega odstavka 42. člena ZPOmK-1.
17. Podrejenost koncentracije določbam ZPOmK-1 in s tem obveznost priglasitve Agenciji nastane, ko sta kumulativno izpolnjena oba pogoja – pravni in ekonomski. V primeru koncentracije podjetij Triglav Skladi in Alta Skladi sta izpolnjena oba pogoja, zaradi česar je zadevna koncentracija podjetij podrejena določbam ZPOmK-1.

C Pristojnost Agencije

18. Na podlagi tretjega odstavka 21. člena Uredbe ES o združitvah nobena država članica ne sme uporabiti svojega nacionalnega prava o konkurenci za katero koli koncentracijo z razsežnostmi EU. Dolžnost Agencije¹³ je torej, da za vsako koncentracijo preveri, ali le-ta nima razsežnosti EU¹⁴.
19. Na podlagi drugega odstavka 1. člena Uredbe ES o združitvah ima koncentracija podjetij razsežnost EU, kadar: (a) vsa udeležena podjetja na svetovnem trgu skupno ustvarijo več kakor 5000 mio EUR skupnega prometa, in (b) skupni promet na trgu EU vsakega od vsaj dveh udeleženih podjetij presega 250 mio EUR, razen če vsako od udeleženih podjetij ustvari več kakor dve tretjini svojega skupnega prometa na trgu EU v eni in isti državi članici. Koncentracija, ki ne doseže pragov iz drugega odstavka 1. člena Uredbe ES o združitvah, ima na podlagi tretjega odstavka 1. člena Uredbe ES o združitvah razsežnost EU, če: (a) vsa udeležena podjetja na svetovnem trgu skupno ustvarijo več kakor 2500 mio EUR skupnega prometa, (b) vsa udeležena podjetja v vsaki od vsaj treh držav članic skupno ustvarijo več kakor 100 mio EUR skupnega prometa, (c) vsako od vsaj dveh udeleženih podjetij v vsaki od vsaj treh držav članic za namen odstavka (b) ustvari več kakor 25 mio EUR skupnega prometa in (d) skupni promet na trgu EU vsakega od vsaj dveh udeleženih podjetij presega 100 mio EUR, razen če vsako od udeleženih podjetij ustvari več kakor dve tretjini svojega skupnega prometa na trgu EU v eni in isti državi članici.
20. Agencija na podlagi podatkov priglasiatelja ter drugih razpoložljivih podatkov ugotavlja, da zadevna koncentracija ne izpolnjuje meril za koncentracijo z razsežnostjo EU, saj je podjetje Alta Skladi v letu 2017 ustvarilo skupno 6.771.685 eur prometa¹⁵, kar pomeni, da prag iz točke (b) drugega odstavka 1. člena Uredbe ES o združitvah (skupni promet na trgu EU vsakega od vsaj dveh udeleženih podjetij presega 250 mio EUR) ni dosežen, kot tudi ne prag iz točke (d) tretjega odstavka 1. člena Uredbe ES o združitvah (skupni promet na trgu EU vsakega od vsaj dveh udeleženih podjetij presega 100 mio EUR). Glede na to, da morajo biti pogoji izpolnjeni kumulativno, iz obrazloženega sledi, da zadevna koncentracija nima razsežnosti EU, niti po drugem odstavku 1. člena Uredbe ES o združitvah, niti po tretjem odstavku 1. člena Uredbe ES o združitvah, zato je izključna pristojnost za izvedbo presoje

¹³ Dolžnost izhaja tako iz 10. člena načelom lojalnosti iz tretjega odstavka 4. člena Pogodbe o EU (UL C 326, 26.10.2012), kot tudi iz 21. člena Uredbe ES o združitvah.

¹⁴ Glej sodbo Sodišča EU z dne 14. julija 2006 v zadevi Endesa SA proti Komisiji, T-417/05, Zodl. 2006 str. II-2533, točki 99 in 100.

¹⁵ Vir: https://www.alta.si/Data/Doc/ALTA_SKLADI/Porocila/ALTA_Skladi_jetno_poro%C4%8Dilo_2017.pdf.

skladnosti zadevne koncentracije s pravili konkurence, na podlagi nacionalnega prava o konkurenci, na Agenciji.

III. SKLADNOST KONCENTRACIJE S PRAVILI KONKURENCE

A Upoštevni proizvodni oziroma storitveni trg

21. Upoštevni proizvodni oziroma storitveni trg je v skladu s sedmo točko 3 člena ZPOMK-1 definiran kot trg, ki praviloma vključuje vse tiste proizvode ali storitve, ki jih potrošnik ali uporabnik šteje za zamenljive ali nadomestljive glede na njihove lastnosti, ceno ali namen uporabe. Upoštevni proizvodni trg se lahko določi na podlagi zamenljivosti povpraševanja, zamenljivosti ponudbe, potencialne konkurenca ter morebitnih ovir za vstop na trg.
22. Pri presoji koncentracije je Agencija ugotavljala, ali prihaja do prekrivanja dejavnosti v koncentraciji udeleženih in z njimi povezanih podjetij ali delov podjetij na katerem od trgov, kjer le-ta nastopajo, ali do povezav, ki bi omejevale konkurenco na katerem od z njimi tesno povezanih trgov. Horizontalne koncentracije podjetij je mogoče opredeliti kot koncentracije, v katerih udeležena podjetja poslujejo na istih upoštevnihih trgih, za vertikalne koncentracije pa štejejo vse tiste koncentracije, v katerih so udeležena podjetja dejavna na različnih stopnjah oskrbne verige.
23. Priglasitelj je navedel, da je trg finančnih storitev, kamor se uvrščajo tudi vzajemni investicijski skladi, v zadnjih desetletjih doživel velike spremembe, ki so posledica demografskih gibanj, spremenjenih varčevalnih navad in zahtev ekonomskih subjektov, tehnološkega razvoja, deregulacije in liberalizacije trgovanja s finančnimi storitvami, globalizacije in pretoka znanja.¹⁶ Priglasitelj navaja, da se je število proizvodov, ki zadovoljujejo iste potrebe, močno povečalo. Navaja, da se finančne storitve umeščajo v segment dolgoročnega varčevanja ter pogojno tudi v segment kratkoročnega varčevanja. Potrebam potrošnikov po dolgoročnem varčevanju naj bi zadostili številni proizvodi, kot so vzajemni skladi, vezani depoziti, varčevalni računi, pokojninski skladi in programi, varčevanje in trgovanje z vrednostnimi papirji, življenjska zavarovanja. V nadaljevanju priglasitelj navaja, da je Evropska komisija (v nadaljevanju: Komisija) v preteklih odločbah presoje koncentracij med finančnimi institucijami definicijo upoštevnega trga pustila odprto in trga ni dokončno opredelila. Komisija naj bi ugotovila, da bi bilo mogoče opredeliti ločen upoštevni trg upravljanja premoženja, ki bi vključeval oblikovanje in upravljanje skladov za profesionalne stranke in za institucionalne vlagatelje (banke, pokojninski skladi, zavarovalnice), ter upravljanje portfeljev za zasebne vlagatelje ter pokojninske sklade.¹⁷
24. Priglasitelj je navedel, da tudi Agencija v svoji dosedanjih praksi ni dokončno opredelila trga upravljanja premoženja in je definicijo pustila odprto.¹⁸ Hkrati navaja, da je tudi podjetje Triglav Skladi v primeru presoje predmetne koncentracije opredelilo upoštevni trg UCITS (*Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities*) ali KNPVP skladov (kolektivni naložbeni podjem za vlaganje v prenosljive vrednostne papirje, ki javno zbira premoženje), pri čemer navaja, da je tako ozko definicijo trga podalo izključno zaradi dosegljivosti in primerljivosti podatkov zgolj za takšno opredelitev trga. Sicer je mnenja, da je upoštevni trg za potrebe presoje predmetne koncentracije širši in zajema različne proizvode in storitve upravljanja premoženja in nekatere bančne storitve za neprofesionalne stranke oziroma fizične osebe. Priglasitelj je navedel, da bi lahko upoštevni proizvodni oziroma storitveni trg opredelili širše, kot trg upravljanja premoženja, ali ožje, kot trg upravljanja UCITS skladov.

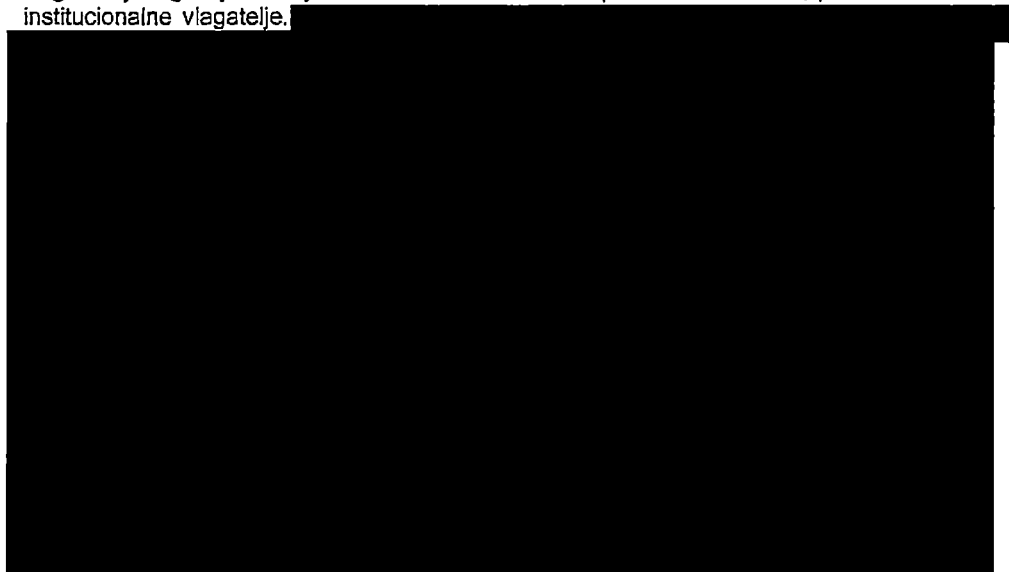
¹⁶ Dokument št. 3061-33/2018-1, str. 16 (priglasitelj je ugotovitev povzel po študiji EPF Manbor, 2001: Opredelitev upoštevnihih trgov v okviru presoje prevzemov in koncentracij pri finančnih stonvah).

¹⁷ Dokument št. 3061-33/2018-1, str. 16 - sklic na odločbe Komisije COMP/M 8257 NN Group/Delta Lloyd, tč. 109, COMP/M.6812 SEP/Dexa, COMP/M.3894 Unicredito/HVB.

¹⁸ Dokument št. 3061-33/2018-1, str. 17 - sklic na odločbo Agencije št. 3061-2/2018-14 z dne 23. 2. 2016

Trg UCITS vzajemnih skladov

25. Trg UCITS vzajemnih skladov je trg, na katerem so vlagateljem na voljo storitve upravljanja investicijskih (vzajemnih) skladov pod okriljem enotne (harmonizirane) zakonodaje EU. Vsi vzajemni skladi v Sloveniji so UCITS skladi (Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2009/65/ES). V skladu s 5 členom Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje¹⁹ (v nadaljevanju: ZISDU-3) je investicijski sklad kolektivni naložbeni podjem, katerega edini namen je, da zbira premoženje vlagateljev in ga v skladu z vnaprej določeno naložbeno politiko nalaga v različne vrste naložb v izključno korist imetnikov enot tega investicijskega sklada. Premoženje zbira javno ali nejavno (če ga zbira izključno pod pogoji, določenimi z zakonom, ki ureja upravljavce alternativnih investicijskih skladov) Vlaga lahko v prenosljive vrednostne papirje ali deluje kot alternativni investicijski sklad (AIS), ki je namenjen samo profesionalnim vlagateljem.
26. Storitve upravljanja investicijskih skladov opravlja družba za upravljanje, ki je pridobila dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju: ATVP). Krovni sklad je vzajemni sklad, ki ga sestavljata dva ali več podskladov, le-ti pa imajo različne naložbene politike, ki zadostijo potrebam različnih profilov vlagateljev. Sredstva in obveznosti posameznega podsklada so ločena od sredstev in obveznosti ostalih podskladov znotraj krovnega sklada in ostalih investicijskih skladov v upravljanju družbe za upravljanje. Hkrati so ločena tudi od sredstev in obveznosti družbe za upravljanje ter skrbnika premoženja krovnega sklada. Podsklad je sestavni del krovnega sklada in zanj se smiselno uporabljajo zakonske določbe, ki veljajo za vzajemne sklade. Vzajemni sklad je združeno premoženje večjega števila lastnikov – vlagateljev. S tako zbranim premoženjem upravlja družba za upravljanje skladno z naložbeno politiko sklada. Premoženje sklada je razdeljeno na enote, katerih vrednost je na zahtevo imetnika investicijskega kupona izplačljiva iz tega premoženja.
27. Priglasitelj vlagatelje v vzajemne sklade deli na tri skupine: fizične osebe, pravne osebe in institucionalne vlagatelje.



Zamenljivost z drugimi storitvami upravljanja finančnega premoženja

28. V nadaljevanju je priglasitelj navedel, da šteje storitve vzajemnih investicijskih skladov za konkurenčne bančnim storitvam.

¹⁹ Uradni list RS, št. 31/15, 81/15, 77/16 in 77/18.

²⁰ Dokument št. 3061-33/2018-10, str. 7

29. Pri utemeljevanju, da bi lahko bil upoštevni proizvodni oziroma storitveni trg opredeljen širše od upravljanja UCITS vzajemnih skladov, in sicer kot trg upravljanja premoženja, se priglasitelj sklicuje na European Fund and Asset Management Association (v nadaljevanju: EFAMA), ki upravljanje sredstev deli na investicijske sklade (tudi UCITS skladi) in na diskrecijske mandate, ki so v RS poznani kot sklonitev gospodarjenja s finančnimi instrumenti. Za navedeni obliki upravljanja sredstev ugotavlja, da sta dolgoročni in da sta med seboj zamenljivi storitvi. Investicijski skladi zbirajo sredstva pretežno od malih vlagateljev s podobnimi investicijskimi cilji, diskrecijski mandati pa so običajno sredstva, ki jih upravljavcu sredstev zaupajo institucionalni vlagatelji, pri katerih se zbira večja količina prihrankov malih vlagateljev (zavarovalnice, pokojninski skladi itd.).

30. Vlagatelji v naložbene produkte, ki se tržijo v RS, imajo po navedbah priglasitelja predvsem željo po urejanju osebnih financ v domačem jeziku z možnostjo osebnega stika s finančnim svetovalcem ponudnika, saj je finančna pismenost vlagateljev relativno nizka. Naklonjeni so in zaupajo v lokalne ponudnike naložbenih produktov, ki poznajo domači zakonodajni okvir, naklonjeni so dostopu do strokovnega svetovanja, saj je zanje značilna nižja stopnja informiranosti o naložbenih priložnostih nasploh. Za vlagatelje v naložbene produkte izven RS pa priglasitelj ocenjuje, da so visoko informirani o naložbenih priložnostih, bolj cenovno oziroma stroškovno občutljivi, informacijsko in tehnološko bolj pismeni in imajo interes za dostop do specifičnih naložbenih razredov, ki jih slovenski ponudniki zaradi relativne majhnosti ne morejo ponuditi. Glede na to, da gre tako pri vlaganju v UCITS vzajemne sklade znotraj RS, kot za vlaganje v delnice izven RS za storitev dolgoročnejšega varčevanja, za tvegane finančne instrumente in za podobno dostopnost storitev, priglasitelj ocenjuje, da gre za zamenljive storitve. Ocenjuje tudi, da je zaradi liberalizacije in deregulacije trgovanja s finančnimi storitvami ter tehnološkega razvoja omogočen dostop tudi do zelo majhnih trgov ter poenostavljen pristop vlagateljev k njihovim produktom. Priglasitelj je tudi navedel, da je slovenskim vlagateljem vlaganje v delnice izdajateljev izven RS omogočeno že preko slovenskih ponudnikov storitev borznega posredovanja. Kot obliko vlaganja v razpršen portfelj naložb pa je priglasitelj navedel delnice investicijskih skladov (EFT), katerih delnice kotirajo na borzi in so po njegovih navedbah neposredni konkurent vzajemnim skladom.

Navedbe konkurentov

31. Največji konkurenti podjetij Triglav Skladi in Alpa Skladi, ponudniki storitev UCITS vzajemnih skladov v RS, so navedli, da tovrstne storitve niso zamenljive z drugimi oblikami upravljanja premoženja oziroma z drugimi storitvami.²² Zamenljivost storitev upravljanja finančnega premoženja naj bi bila odvisna predvsem od vrste strank, ki koristijo predmetne storitve.

²¹ Dokument št. 3061-33/2018-10, str. 8, 9.

²² Dokument št. 3061-33/2018-12, 3061-33/2018-16, 3061-33/2018-18, odgovor št. 2

Navajajo, da so UCITS skladi naložbena oblika, ki je primarno namenjena neprofesionalnim (malim) vlagateljem, ki zaradi omejenih finančnih sredstev sami ne morejo učinkovito nalagati na finančne trge v skladu z načeli razpršenosti in varnosti naložb. Navajajo, da je storitev upravljanja vzajemnih skladov namenjena malim vlagateljem, storitvi upravljanja alternativnih skladov in upravljanju premoženja strank v finančnih instrumentih v RS pa velikim institucionalnim in korporativnim vlagateljem ter premožnejšim posameznikom. Za male vlagatelje storitve upravljanja UCITS skladov niso zamenljive za druge storitve upravljanja premoženja, le-ti pa predstavljajo večino vseh vlagateljev v UCITS vzajemne sklade. Eden izmed konkurentov navaja, da bi lahko bile storitve UCITS deloma zamenljive za profesionalne, dobro poučene vlagatelje, in sicer z alternativnimi investicijskimi skladi (AIS) in gospodarjenjem s finančnimi instrumenti, ki pa je namenjeno zelo premožnim strankam.²³ UCITS vzajemni skladi so namenjeni predvsem t.i. »retail« strankam, v RS pa ni AIS, ki bi bil namenjen podobno širokemu krogu vlagateljev, temveč le alternativni skladi s statusom SIS in alternativni skladi brez statusa, ki že po zakonu niso javno ponujani vsem vlagateljem, ampak le ustrezno kvalificiranim. V nadaljevanju konkurent navaja, da so najbolj podobna oblika varčevanja za vlagatelje naložbena življenjska zavarovanja, ki ga v RS tržijo zavarovalnice in pri tem nalagajo sredstva v slovenske vzajemne sklade. Pri tem gre le za posredno in le za delno obliko enakovrednega investiranja v vzajemne sklade, saj proizvod vključuje tudi zavarovalno komponento

32. Eden izmed konkurentov je navedel, da druge oblike dolgoročnega varčevanja zaradi tveganj, ki izhajajo iz vlaganj v vzajemne sklade, niso primerljive s preostalimi oblikami dolgoročnega varčevanja. Vzajemne sklade je mogoče enostavno in brez večjih stroškov odsvojit, v primerjavi z na primer dolgoročnimi varčevanji, ki se vežejo na določeno obdobje, za predčasno poplačilo pa so predvidene kazni.²⁴ V enakih pogojih konkurence naj bi z vzajemnimi UCITS skladi v RS konkurirala tudi podjetja izven RS, ki nudijo istovrstne storitve za vlagatelje, za kar pa se vlagatelji ne odločajo v večjem številu (treba izobraziti kader pri prodajnih posrednikih, poskrbeti za obveščanje, vzpostaviti informacijsko tehnologijo). Ekonomija obsega je po navedbah konkurentov pomemben dejavnik konkurenčnosti.
33. Agencija ugotavlja, da naložbena življenjska zavarovanja združujejo zavarovanje za primer smrti in varčevanje v enem ali več skladih s prevzetim naložbenim tveganjem. Naložbena življenjska zavarovanja so nadgradnja klasičnega življenjskega zavarovanja. Naložbeni del se nalaga na zavarovalčev individualni naložbeni račun, kjer se plemeniti do konca zavarovanja.²⁵ Navadno se tovrstna zavarovanja sklepajo za daljše časovno obdobje in so praviloma obremenjena z visokimi stroški. Navadno vlagatelj ne more kadarkoli dostopati do vseh svojih sredstev, ampak je dostop do celotnih sredstev vezan na zaključek obdobja varčevanja. Ob koncu zavarovalne dobe se izplačajo tista sredstva, ki so ob koncu zavarovalne dobe privarčevana.²⁶ V primeru prekinitve življenjskega zavarovanja pred potekom 10 let od začetka zavarovanja se od odkupne vrednosti odšteje davek (kadar se davek v času trajanja zavarovanja ni obračunaval).²⁷
34. Med dejavniki, ki so vlagateljem pri odločitvi o investiranju sredstev pomembni, so konkurenti navedli: donosnost sklada, višina vstopnih in izstopnih ter drugih neposrednih stroškov, paleta sklada znotraj krovnega sklada, ki omogoča prestope brez davčnih učinkov, celotni stroški poslovanja, delež upravljavske provizije sklada, razvejanost tržne mreže in usposobljenost finančnih svetovalcev, nivo storitev za vlagatelja, pretekla donosnost vzajemnega sklada, višina obrestnih mer na depozite ipd.
35. Kljub načelno enakim pogojem trženja UCITS skladov iz drugih držav članic na slovenskem trgu dajejo vlagatelji očitno prednost domačim UCITS skladom, kar je mogoče pripisati ravni storitev, ki jo nudijo domači upravljavci v primerjavi s tujimi, vlagatelji imajo do domačih

²³ V EU je meja za dostop do te storitve običajno najmanj 1 mio EUR, navedeni konkurent pa ima mejo za navedeno storitev postavljeno pri 250.000 EUR

²⁴ Dokument št. 3061-33/2018-12, str. 2.

²⁵ Slovensko zavarovalno združenje, junij 2010, Življenjsko zavarovanje (<https://www.zav-zdruzenje.si/wp-content/uploads/2017/11/C5%BDivljenjsko-zavarovanje-bru%C5%A1ura.pdf>), str. 7.

²⁶ <https://vezovisek.si/2019/02/21/mitja-vezovisek-odgovorja-varcevanje-v-skladih/>.

²⁷ Slovensko zavarovalno združenje, junij 2010, Življenjsko zavarovanje (<https://www.zav-zdruzenje.si/wp-content/uploads/2017/11/C5%BDivljenjsko-zavarovanje-bru%C5%A1ura.pdf>), str. 9

upravljavcev in do informacij o poslovanju skladov bistveno lažji dostop kot do tujih, praviloma z osebnim stikom in v domačem jeziku. Razloge za to, da prosto čezmejno trženje UCITS skladov v EU ni povsem zaživelo, je po mnenju konkurentov iskati tudi v visokih stroških trženja, majhnost slovenskega trga, zaradi česar upravljavci niso pripravljene vlagati v lokalne distribucijske kanale.²⁸

36. Agencija ugotavlja, da je upoštevni proizvodni oziroma storitveni trg za potrebe presoje predmetne koncentracije trg upravljanja UCITS vzajemnih skladov, pri čemer pa trga zaradi neizkazanega suma glede skladnosti koncentracije s pravili konkurence ni treba dokončno opredeliti.

B Upoštevni geografski trg

37. V skladu z osmo točko 3. člena ZPOmK-1 je upoštevni geografski trg tisti trg, ki praviloma vključuje območje, na katerem si konkurenti na upoštevni proizvodnem trgu medsebojno konkurirajo pri prodaji in nakupu proizvodov in storitev, na katerem so pogoji konkurence dovolj homogeni in ki ga je mogoče oddeliti od sosednjih območij zato, ker so pogoji konkurence na teh območjih bistveno drugačni. Dejavniki, ki so ključni pri presoji upoštevnege trga, so različne pravne zahteve, standardi, davčna bremena, transportni stroški, cenovne razlike med različnimi deli trga, tržne navade ipd.

38. Priglasitelj je navedel, da razvoj trga finančnih storitev širi tudi meje upoštevnih geografskih trgov ter da so k temu prispevali integracijski procesi v Evropi in razvoj informacijske tehnologije. Zaradi navedenega naj bi bil po mnenju priglasitelja upoštevni geografski trg upravljanja UCITS skladov širši od nacionalnega območja posamezne države. Priglasitelj je tudi navedel, da naj bi bil upoštevni geografski trg storitev upravljanja premoženja nacionalni ali pa naj bi zajemal območje, ki je nekoliko širše od območja EU, in sicer območje celotnega EGP. V nadaljevanju se sklicuje na odločbo Agencije št. 306-53/2013-14 z dne 12. 7. 2013 o prevzemu krovnega sklada Abanka Skladi s strani podjetja Triglav Skladi, kjer naj bi Agencija navedla, da bi lahko bil upoštevni geografski za trg upravljanja UCITS skladov širši od nacionalnega teritorija in bi lahko obsegal celotno območje EU, pri čemer pa geografskega trga ni dokončno opredelila.²⁹

39. Enotna pravna regulacija, ki zagotavlja prost pretok predmetnih storitev upravljanja s premoženjem in segmenta UCITS storitev ter alternativnih skladov, naj bi po navedbah priglasitelja botrovala opredelitvi upoštevnege geografskega trga kot območje, ki je širše od Republike Slovenije, in sicer kot območje EGP Evropske direktive na tem področju naj bi zagotavljale enotno pravno ureditev ter evropski potni list za območje držav članic EGP. V nadaljevanju so navedli, da trendi na trgu institucionalnih vlagateljev omogočajo svojim zavarovancem dostop do tujih ponudnikov vzajemnih skladov, ETF-jev in strukturiranih skladov skozi naložbena življenjska zavarovanja, pri čemer gre za investiranje v sklade tujih upravljavcev, ki se ne tržijo direktno na slovenskem trgu. Podaril je tudi močan vpliv digitalizacije poslovanja, ki s pomočjo naprednih tehnologij omogoča brezmejno poslovanje in trženje storitev finančnih ponudnikov. Tako naj bi lahko uveljavljeni tuji ponudniki z močnejšim zaledjem sredstev za razvoj tovrstnih tehnologij že sedaj prednjačili pred domačimi ponudniki ter da so na digitalnih platformah stroški investiranja občutno manjši kot stroški investiranja pri slovenskih ponudnikih, saj je ključni dejavnik oblikovanja cenovne politika ekonomija obsega.

40. Agencija je z namenom preveriti navedbe priglasitelja in ugotoviti dejansko stanje na trgu upravljanja vzajemnih skladov v trenutku presoje predmetne koncentracije naslovila zahteve za posredovanje podatkov na dejanske in potencialne konkurente na tem trgu.³⁰

²⁸ Dokument št. 3061-33/2018-18, str. 5.

²⁹ Dokument št. 3061-33/2018-1, str. 19.

³⁰ Dokumenta opr. št. 3061-33/2018-8 in 9. Zahteve so bile posredovane 9 dejanskim in potencialnim konkurentom, pri čemer je Agencija prejela vse odgovore, od tega eno podjetje ne opravlja nobene vloge na tem trgu.

41. Odgovori so pokazali, da 4 podjetja nastopajo le v vlogi podjetja, ki je pridobilo dovoljenje za trženje skladov in opravlja vlogo distributerja in plačilnega agenta za področje RS, 4 podjetja pa so na trgu RS dejansko v vlogi upravljavca investicijskih skladov. Trije izmed štirih DZU UCITS vzajemnih skladov v RS menijo, da storitve UCITS vzajemnih skladov niso zamenljive z drugimi oblikami upravljanja premoženja³¹, eno pa je mnenja, da je zamenljivost odvisna od vrste strank, ki koristijo storitve³². Med odgovori podjetij, ki v RS tržijo tuje vzajemne sklade in ne upravljajo z njimi, so navedbe, da tujih vzajemnih skladov ni mogoče organizirati kot krovni sklad, da bi bilo mogoče prehajanje med njimi brez davčnih obveznosti in so zaradi tega z vidika vlagatelja manj učinkoviti³³. Nekateri pa so navedli, da, glede na to, da niso v vlogi upravljavca skladov ampak opravljajo le distribucijo le-teh, mnenja ne morejo podati.³⁴
42. Konkurent v koncentraciji udeleženih podjetij na trgu upravljanja UCITS vzajemnih skladov navaja, da bi bilo mogoče trg upravljanja premoženja za institucionalne vlagatelje obravnavati kot širši (trg EGP ali globalen trg), geografski trg za odprte vzajemne sklade, namenjene malim vlagateljem, pa kot nacionalni trg, predvsem zaradi načina distribucije. Hkrati je navedel, da so stroški trženja tujih skladov v RS visoki, zaradi majhnosti trga pa tuje DZU ne vlagajo v lokalne distribucijske kanale, kar tudi govori v prid dejstvu, da je upoštevni geografski trg trženja vzajemnih skladov nacionalni trg.³⁵ Drugi konkurent je navedel, da DZU iz EU lahko dostopajo do trga RS bodisi z ustanovitvijo podjetja, preko podružnice ali z neposrednim vstopom na trg. Primerljiva konkurenca bi bila le ustanovitev podjetja v RS, drugi dve obliki pa prednosti za vlagatelje ne bi imeli, tako zaradi le delne objave informacije v lokalnem jeziku, davčne inferiornosti za fizične osebe, zahtevnejših postopkov nakupa itd. Podjetja iz EU bi lahko oblikovale vzajemni (krovni) sklad v RS, vendar na trgu tega ni.³⁶
43. V enakih pogojih konkurence naj bi lahko z vzajemnimi UCITS skladi v RS konkurirala tudi podjetja izven RS, ki nudijo istovrstne storitve za vlagatelje, za kar pa se vlagatelji ne odločajo v večjem številu (treba izobraziti kader pri prodajnih posrednikih, poskrbeti za obveščanje, vzpostaviti informacijsko tehnologijo). Ekonomija obsega je po navedbah konkurentov pomemben dejavnik konkurenčnosti. Kljub temu, da je vstop podjetja iz druge države članice na trg RS lahko hiter in enostaven, pa je treba upoštevati, da je RS trg, ki je omejen s sredstvi in na katerem je nadaljnje poslovanje močno odvisno od ekonomije obsega zaradi pričakovanih stroškov in zaradi česar se krči tudi industrija upravljavcev vzajemnih UCITS skladov v RS.³⁷
44. Tudi Komisija je v primeru upravljanja vzajemnih skladov za male kupce («retail clients») odločila, da bi lahko bil upoštevni geografski trg opredeljen kot nacionalni trg iz razlogov pomembnosti distribucijskih kanalov, medtem ko za institucionalne vlagatelje dopušča možnost da bi lahko bil trg tudi širši.³⁸
45. Ne glede na to, ali bi upoštevni geografski trg storitve vzajemnih UCITS skladov opredelili ožje, kot območje RS, ali širše od območja RS, v primeru presoje predmetne koncentracije ne bi bil izkazan resen sum glede skladnosti koncentracije s pravili konkurence, zato Agencija upoštevnege geografskega trga ni dokončno opredelila.

C Presoja koncentracije

46. V skladu z 11 členom ZPOMK-1 so prepovedane koncentracije, ki bistveno omejujejo učinkovito konkurenco na ozemlju Republike Slovenije ali njegovem znatnem delu, zlasti kot posledica ustvarjanja ali krepitve prevladujočega položaja. Agencija presoja koncentracije

³¹ Dokumenti št. 3061-33/2018-12, 14, 16, odgovor 2.

³² Dokument št. 3061-33/2018-18, odgovor 2.

³³ Dokumenta št. 3061-33/2018-19 in 21, str. odgovor 4.

³⁴ Dokument št. 3061-33/2018-11.

³⁵ Dokument št. 3061-33/2018-18, str. 1, 2.

³⁶ Dokument št. 3061-33/2018-11, odgovor 4.

³⁷ Dokument št. 3061-33/2018-12, str. 2.

³⁸ Odločba Komisije COMP/M.8359, AMUNDI/CREDIT AGRICOLE/PIONEER INVESTMENTS, odstavek 28, COMP/M.6812 - SFP/ DEXIA, odstavek 32.

zlasti glede na tržni položaj v koncentraciji udeleženih podjetij, njihovo možnost za financiranje, strukturo trga, izbiro, ki jo imajo na voljo dobavitelji in uporabniki, ter njihov dostop do virov ponudbe oziroma do samega trga, obstoj morebitnih pravnih ali dejanskih vstopnih ovir, gibanje ponudbe in povpraševanja na upoštevni trgih, koristi vmesnih in končnih uporabnikov ter glede na tehnični in gospodarski razvoj pod pogojem, da je v korist potrošnikom in ne ovira konkurence.

47. Priglasitelj je navedel, da je trg vzajemnih skladov v RS odprt, visoko konkurenčen in visoko reguliran trg. Na njem nastopa 6 slovenskih in 8 tujih družb za upravljanje, ki skupaj upravljajo in tržijo 200 vzajemnih skladov (UCITS; od tega 100 domačih vzajemnih skladov).³⁹ Kazalnik, ki najbolje prikazuje velikost trga, je vrednost sredstev v upravljanju (oziroma čista vrednost sredstev) Le-ta je konec oktobra za slovenske in tuje družbe za upravljanje v RS znašala [redacted] EUR. Po podatkih Evropskega združenja družb za upravljanje (EFAMA) so neto sredstva v industriji UCITS skladov v Evropi znašala v letu 2017 [redacted] EUR, v letu [redacted] EUR in v letu 2015 [redacted] EUR, kar je glede na vrednost sredstev v upravljanju na evropskem trgu ([redacted] EUR leta 2017, [redacted] EUR leta 2016 in [redacted] EUR leta 2015) v vseh treh letih znašalo [redacted].⁴⁰

48. Premožanje vzajemnih skladov, ki se tržijo v RS, je konec leta 2017 znašalo 2,665 mrd EUR in se je v primerjavi s predhodnim letom povečalo za 7,7 %. Razlog za to gre iskati predvsem v višjih donosnostih, ki so posledica spodbudnih razmer na finančnih trgih in v manjši meri tudi v neto vplačilih, ki so v letu 2017 znašala 34 mio EUR.⁴¹

49. Podjetje Triglav Skladi upravlja Krovni sklad Triglav vzajemni skladi, ki obsega 17 podskladov, in sicer:

- Triglav Balkan,
- Triglav Evropa,
- Triglav High Yield Bond,
- Triglav EM Potrošne dobrine,
- Triglav Zdravje in farmacija,
- Triglav Money Market EUR,
- Triglav Svetovni razviti trgi,
- Triglav Naravni viri,
- Triglav Azija,
- Triglav Hitro rastoča podjetja,
- Triglav Obvezniški,
- Triglav Rastoči trgi,
- Triglav Renta,
- Triglav Steber Global,
- Triglav Severna Amerika,
- Triglav Nepremičnine.⁴²

50. Podjetje Alta Skladi upravlja Krovni sklad Alta z 19 podskladi, ki so naslednji: Alta Asia, Alta.si, Alta High Income, Alta Tech, Alta High Yield Bond, Alta Turkey, Alta India, Alta Global Emerging, Alta Bond, Alta Health, Alta Energy, Alta Global, Alta Europe, Alta ABS, Alta Infrastructure, Alta Money Market EUR, Alta Goods, Alta Balkan, Alta USA.⁴³

51. Obseg čiste vrednosti sredstev vzajemnih skladov v upravljanju domačih družb za upravljanje je konec leta 2017 znašal 2,657 mrd EUR, kar predstavlja 7,9-odstotno povečanje glede na konec leta 2016. Obseg čiste vrednosti sredstev vzajemnih skladov se

³⁹ Dokument št. 3061-33/2018-4, str. 1/20.

⁴⁰ Dokument št. 3061-33/2018-4, str. 2/20 (priglasiteljevi povzetki po EFAMA in njegovi lastni podatki).

⁴¹ http://www.a-tpv.si/Documents/podatkovno-ogledalo/Poro%C4%8Dilo%20o%20stanju%20na%20trgu%20FI/Porcilo_2017.pdf.

⁴² <https://www.vzajemci.com/vzajemni-skladi/pregled-trga>.

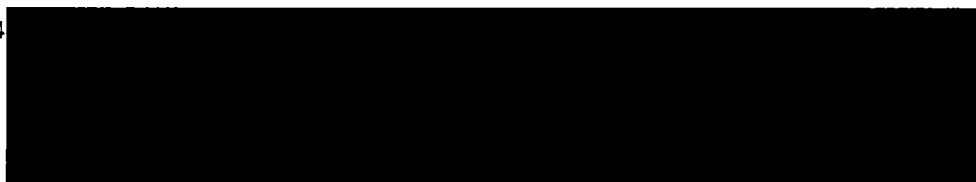
⁴³ <https://www.vzajemci.com/vzajemni-skladi/pregled-trga>

je tako v letu 2017 povečal za 194 mio EUR, pri čemer je bilo v tem obdobju 34 mio EUR neto vplačil, razlika v višini 160 mio EUR pa je bila posledica povečanja vrednosti naložb.⁴⁴

52. Podatki o stanju naložb in neto vplačilih rezidentov v kolektivne naložbene podjeme za vlaganje v prenosljive vrednostne papirje iz drugih držav članic z dovoljenjem za trženje v Republiki Sloveniji kažejo, da se je stanje naložb v KNPVP drugih držav v zadnjih treh letih povečevalo, in sicer je znašalo decembra 2015 131 376 tisoč EUR, decembra leta 2016 169 940 tisoč EUR in decembra leta 2017 228 719 tisoč EUR.⁴⁵

53. Število vzajemnih skladov iz drugih držav članic, ki so se na dan 29. 12. 2017 tržili v RS, je bilo 100, od tega 66 delniških, 20 mešanih, 9 obvezniških, 4 skladi denarnega trga in 1 drug sklad. Konec leta 2017 je 61 % sredstev vlagateljev v vzajemne sklade predstavljalo sredstva v delniških skladih, 30 % vseh sredstev v upravljanju domačih družb za upravljanje pa v mešanih skladih.⁴⁶

54.



Vstopne ovire na trg upravljanja vzajemnih skladov

55. Na slovenski trg upravljanja investicijskih skladov je mogoče vstopiti na več načinov, in sicer z ustanovitvijo upravljavca investicijskih skladov (DZU), na podlagi ustanovitve podružnice obstoječe DZU članice EU, ki ima dovoljenje za upravljanje investicijskih skladov v matični državi članici, neposredno s strani obstoječih DZU držav članic EU, ki imajo dovoljenje za upravljanje investicijskih skladov v matični državi članici ali na podlagi pogodbenega prenosa upravljanja vzajemnega sklada na prevzemno družbo za upravljanje države članice EU. Na slovenski trg upravljanja investicijskih skladov pa je po navedbah priglasiatelja mogoče vstopiti tudi s pridobitvijo poslovnega deleža oziroma delnic v RS ustanovljene in delujoče DZU. Formalni pogoji za vstop na trg so po navedbah priglasiatelja enaki tako za domače kot tuje pravne in fizične osebe.

56. Po navedbah priglasiatelja ni mogoče govoriti o obstoju vstopnih ovir na trg investicijskih skladov v RS. Po njegovem mnenju je najbolj zamuden način vstopa na podlagi ustanovitve DZU v skladu z določbami ZISDU-3, zaradi pridobitve velikega števila potrebnih dovoljenj in aktivnosti za začetek opravljanja dejavnosti (dovoljenje za opravljanje storitev upravljanja investicijskih skladov, dovoljenje za pridobitev kvalificiranega deleža v kapitalu DZU, dovoljenje za opravljanje funkcije člana uprave DZU, dovoljenje za upravljanje vzajemnega sklada). Vstop potencialnega konkurenta na slovenski trg naj bi se formalno štel za učinkovitega, ko je dosežena zakonsko zahtevana višina čistih sredstev v upravljanju vzajemnega sklada (to je 100 000 EUR, dosežena mora biti v štirih mesecih od prejema dovoljenja ATVP, v nasprotnem primeru se opravi likvidacija vzajemnega sklada). Z vidika ekonomike poslovanja pa je vstop dejansko učinkovit šele, ko obseg sredstev v upravljanju ustanoviteljem DZU prične zagotavljati vsaj minimalen dobiček. Priglasiatelj zaključuje, da je časovna komponenta vstopa potencialnega konkurenta na slovenski trg pogojena z odzivnostjo ATVP glede izdaje vseh potrebnih dovoljenj in soglasij ter s časom, potrebnim za pridobitev vsaj minimalno zadostnih sredstev v vzajemne sklade, na kar vpliva trženjska mreža in distribucijski kanali DZU. Na podlagi navedenega ocenjuje, da bi lahko potencialni konkurent učinkovito vstopil na slovenski trg v relativno kratkem času. Osnovni strošek vstopa na trg predstavlja zagotovitev ustanovitvenega kapitala DZU, ki

⁴⁴ https://www.a-tvp.si/Documents/podatkovno-ogledalo/Foro%C4%8Dilo%20o%20stanju%20na%20trgu%20FI/Porocilo_2017.pdf, str. 33.

⁴⁵ <http://www.a-tvp.si/Documents/podatkovno-ogledalo/KNPVP/UCITSSkladi.pdf>

⁴⁶ http://www.a-tvp.si/Documents/podatkovno-ogledalo/Foro%C4%8Dilo%20o%20stanju%20na%20trgu%20FI/Porocilo_2017.pdf

⁴⁷ Dokument št. 3061-33/2018-1, str. 21.

mora znašati najmanj 125.000 EUR in mora biti v celoti vplačan pred vpisom ustanovitve DZU v sodni register. Celotne stroške priglasiatelj ocenjuje na nekaj 100.000 EUR, kar vključuje stroške potrebnih dovoljenj, kadrov, prostorov, vodenja delniške knjige itd. Vstop na trg RS z ustanovitvijo podružnice DZU države članice EU priglasiatelj stroškovno ocenjuje na [REDACTED] EUR, časovno pa na [REDACTED]. Tudi v tem primeru je učinkovitost vstopa pogojena z zagotovitvijo zadostnega obsega sredstev v upravljanju. V primeru hkratnega trženja tudi vzajemnih skladov, ki jih DZU države članice upravlja v državi članici, se posledično čas učinkovitega vstopa na slovenski trg upravljanja investicijskih skladov ustrezno skrajša.⁴⁸

57. DZU države članice lahko začne neposredno opravljati storitve upravljanja investicijskih skladov v RS, ko ATVP od nadzornega organa DZU države članice prejme podpisano notifikacijo oziroma obvestilo o nameri neposrednega opravljanja storitev upravljanja investicijskih skladov v RS. Rok za predložitev notifikacije je en mesec. V takšnem primeru mora DZU države članice v RS zagotoviti ustrezno število pooblaščenih vpisnih mest, na katerih lahko vlagatelji pristopijo k vzajemnemu skladu ter podajo zahteve za prodajo investicijskih kuponov vzajemnega sklada, tako imenovanega plačilnega agenta (banko), ki je pooblaščen za sprejemanje vplačil in izplačevanje zahtev za prodajo investicijskih kuponov vzajemnih skladov, vse informacije in dokumente pa mora zagotoviti v slovenskem jeziku. Ta način vstopa na trg je po navedbah priglasiatelja razbremenjen stroškov ustanovitve podružnice, potrebne stroške ocenjuje v okviru [REDACTED] EUR, vstop na trg na ta način pa naj bi bil možen v relativno kratkem času. Prav tako je priglasiatelj navedel, da naj bi bil vstop na trg na podlagi pridobitve poslovnega deleža oziroma delnic DZU mogoč v relativno kratkem obdobju in s stroški okrog [REDACTED] EUR. Potencialni konkurenti iz držav EU lahko torej vstopijo na slovenski trg upravljanja investicijskih skladov na vse navedene načine, domače pravne osebe in rezidenti tretjih držav pa lahko vstopijo na ta trg izključno preko ustanovitve DZU bodisi z nakupom poslovnega deleža obstoječe DZU.⁴⁹

58. Kljub temu, da so vlagateljem na trgu UCITS vzajemnih skladov na voljo storitve upravljanja vzajemnih investicijskih skladov pod okriljem enotne harmonizirane zakonodaje EU, obstajajo nekatere razlike pri odločanju vlagateljev glede svoje naložbene strategije bodisi v sklade slovenskih DZU bodisi tujih DZU, kot tudi dejanske ovire pri vstopu na trg upravljanja UCITS skladov podjetij izven RS. Ovire za vstop na trg upravljanja UCITS vzajemnih skladov so po navedbah konkurentov prodajni kanali, saj je direktna prodaja enot vzajemnih skladov držav članic v RS in tudi drugod po svetu nizka, tako v številu vlagateljev kot v vrednosti vplačil. Strošek distribucije oziroma prodajnega kanala naj bi bil nižji za finančne skupine, ki že imajo bančno ali svetovalno mrežo. V preteklosti naj bi bila ovira tudi majhna razpoložljivost strokovnega kadra, kar se je v zadnjih letih izboljšalo. Konkurent ocenjuje, da bi bil vstop na trg preko ustanovitve DZU mogoč v 7 do 9 mesecih. Takse naj ne bi bile visoke, pomembnejši pa so stroški poslovanja. Vstop na trg že ustanovljene DZU v državi članici je hitrejši, strošek in čas bistveno nižja, vendar takšna prodaja v RS ni zelo uspešna, tudi zaradi tega, ker za vlagatelje ne nudi davčnih konst. krovnega sklada. Podjetja med različnimi vzajemnimi skladi istega krovnega sklada pogosto prehajajo. Eden izmed konkurentov je za svoje podjetje navedel, da je brezplačen le prvi prehod v koledarskem letu, pri nadaljnjih prehodih pa se obračunavajo polovični vstopni stroški, davčne obveznosti pa pri takšnem prehodu ni oziroma je le-ta odložena, medtem ko se davčna stopnja znižuje s trajanjem obdobja investiranja sredstev.⁵⁰

59. Menjava investicijskih skladov različnih krovni skladov vlagateljev so povezane z izstopnimi stroški enega krovnega sklada in vstopnimi stroški drugega krovnega sklada. Med vstopnimi stroški so stroški plačilnega prometa ter davčni stroški. Glede na navedeno Agencija ocenjuje, da je menjava ponudnika storitev UCITS vzajemnih skladov mogoča v relativno kratkem roku, višina vstopnih stroškov v sklade drugega krovnega sklada ali v tuje sklade na območju RS pa ni tolikšna, da ne bi preprečil dobičkonosnega poskusa dviga cen s strani koncentracij udeleženih podjetij nad konkurenčno raven.

⁴⁸ Dokument št. 3061-33/2018-10, str. 3, 4.

⁴⁹ Dokument št. 3061-33/2018-10, str. 5, 6.

⁵⁰ Dokument št. 3061-33/2018-16, str. 5.

60. Po navedbah priglasiatelja na trg UCITS skladov v RS v zadnjih petih letih ni vstopilo nobeno novo podjetje, s poslovanjem pa so prenehala podjetja Alpen Invest, Ilirika DZU, Numerica Partners in Masterinvest 51

61. Tabela 1: Družbe za upravljanje in investicijski skladi v Republiki Sloveniji

Zap. št.	Družba za upravljanje	Krovni sklad	Število podskladov
1.	Infond d.o.o.	Krovni sklad INFOND	22
2.	KD Skladi	KD krovni sklad	16
3.	NLB Skladi	Krovni sklad NLB Skladi	20
4.	Primorski Skladi	Krovni sklad PSP	5
5.	Triglav Skladi	Krovni sklad Triglav vzajemni sklad	17
6.	Alta Skladi	Krovni sklad ALTA	19

Vir: Podatki ATVP in Vzajemci skupina d.o.o.⁵²

62. Iz podatkov v tabeli 1 je razvidno, da je podjetje Triglav Skladi nudi vlagateljem možnost investiranja sredstev v 17 podskladov krovnega sklada Krovni sklad Triglav vzajemni sklad, podjetje Alta Skladi pa v 19 podskladov Krovnega sklada Alta. Med konkurenti ima največ podskladov podjetje Infond, in sicer 22, podjetje NLB Skladi 20, KD Skladi 16 in Primorski Skladi 5.

63. Tabela 2 Družbe za upravljanje iz drugih držav članic Evropske unije, ki na slovenskem trgu tržijo UCITS sklade

Zap. št.	Družba za upravljanje	Število skladov
1.	Eurizon Capital S A	19
2.	Pioneer Invest	4
3.	Raiffeisen KAG	24
4.	Pioneer Luxemburg	13
5.	F. Templeton	24
6.	laD Investments	1
8.	Amundi	29

Vir: Vzajemci skupina d.o.o.⁵³

64. Od tujih družb za upravljanje je na slovenskem trgu z največ skladi prisotno podjetje Amundi, z 29, sledita F. Templeton in Raiffeisen s 24, Eurizon Capital z 19, Pioneer Luxemburg s 13, nato pa še Pioneer Invest s 4 in laD Investments z 1.

⁵¹ Dokument št 3061-33/2018-1, str 30

⁵² <https://www.a-tvo.si/registracija/druzbe-za-upravljanje-in-investicijski-skladi> in <https://www.vzajemci.com/vzajemni-skladi/pregled-trga>.

⁵³ <https://www.vzajemci.com/vzajemni-skladi/pregled-trga>

65. Tabela 3: Deleži posameznih domačih družb za upravljanje na dneve 30. 12. 2016, 29. 12. 2017 in 30. 10. 2018, merjeni z obsegom čiste vrednosti sredstev v upravljanju v vzajemnih skladih

Zap. št.	Družba za upravljanje	Čista vrednost sredstev (v EUR) 30. 12. 2016	Delež (v %) 30.12. 2016	Čista vrednost sredstev (v EUR) 29. 12. 2017	Delež (v %) 29.12. 2017	Čista vrednost sredstev (v EUR) 30. 10. 2018	Delež (v %) 30.10. 2018
1.	Infond d.o.o. ⁵⁴	288.662.948	11,7	320.828.605	12,1	320.700.000	12,7
2.	KD Skladi ⁵⁵	500.934.130	20,3	531.610.103	20,0	500.500.000	19,8
3.	NLB Skladi	670.598.531	20,3	795.328.641	29,9	815.400.000	32,3
4.	Primorski Skladi	43.919.652	1,8	45.045.181	1,7	47.400.000	1,9
5.	Numerica Partnerji DZU, d.o.o.	12.046.183	0,5	13.384.328	0,5	-	-
6.	Triglav Skladi	673.886.712	27,4	679.929.772	25,6	637.300.000	25,2
7.	Alta Skladi ⁵⁶	273.564.907	11,1	271.186.896	10,2	251.500.000	10,0
8.	Triglav Skladi + Alta skladi	947.451.619	38,5	951.116.668	35,8	888.800.000	35,2
9.	SKUPAJ	2.463.613.064	100,0	2.657.313.525	100,0	2.525.400.000	101,9*

*Vsota je večja od 100 zaradi zaokroženih podatkov.

Vir: ATVP⁵⁷ in podatki prglasitelja⁶⁸.

66. Iz gornjih podatkov je razvidno, da je imelo glede na čisto vrednost sredstev v upravljanju v letu 2018 največji tržni delež podjetje NLB Skladi, in sicer 32,3 %, ki je v letu 2017 na prvem mestu prehitelo podjetje Triglav Skladi, ki je bilo v letu 2016 s 27,4 % največja družba za upravljanje glede na čisto vrednost sredstev in tudi v letu 2015 s 27,3 %. Po podatkih na dan 29. 12. 2017 je imelo podjetje Triglav Skladi 25,6 % delež, na dan 30. 10. 2018 25,2 %, podjetje Alta Skladi pa 10,2 % in dne 30. 10. 2018 10,0 %. Po izvedbi predmetne koncentracije bosta v koncentraciji udeleženi podjetji skupaj na trgu upravljanja investicijskih skladov med domačimi DZU dosegli delež 35,2 % in s tem prevzeli vodilno vlogo na trgu. Preostali konkurenti sledijo v naslednjem zaporedju: NLB Skladi 32,2 %, KD Skladi 19,8 %, Infond d.o.o. 12,7 %, Primorski skladi 1,9 %.

67. Ob koncu leta 2017 so sredstva vlagateljev v delniških skladih predstavljala 61 %, sredstva vlagateljev v mešanih skladih pa 30 % vseh sredstev v upravljanju domačih družb za upravljanje.⁵⁹

⁵⁴ Družba Infond, d.o.o., je v letu 2015 prevzela upravljanje podskladov Krovnega sklada Perspektiva.

⁵⁵ Družba KD Skladi, d.o.o., je v letu 2016 prevzela upravljanje podskladov Ilinka Krovnega sklada. Podskladi Ilinka Krovnega sklada so se v letu 2016 pripojili k podskladom KD Krovnega sklada.

⁵⁶ Družba Alta Skladi, d.o.o., je v letu 2016 prevzela upravljanje podskladov Krovnega sklada ALPEN

⁵⁷ ATVP Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2016, str. 25 (http://www.atvp.si/Documents/podatkovno-ocledalo/Poro%C4%8Dilo%20o%20stanju%20na%20trgu%20FI/Porocilo_2016.pdf).

⁵⁸ Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2017, str. 35 (http://www.atvp.si/Documents/podatkovno-ocledalo/Poro%C4%8Dilo%20o%20stanju%20na%20trgu%20FI/Porocilo_2017.pdf).

⁵⁹ Dokument št. 3061-33/2018-4, priloga

⁶⁰ ATVP Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2017, str. 33

68. Tabela 4. Tržni deleži vseh družb za upravljanje na dneve 30. 12. 2016, 29. 12. 2017 in 30. 10. 2018, merjeni z obsegom čiste vrednosti sredstev v upravljanju v vzajemnih skladih

Zap. št.	Družba za upravljanje	Čista vrednost sredstev (v EUR) 30. 12. 2016	Delež (v %) 30.12. 2016	Čista vrednost sredstev (v EUR) 29. 12. 2017	Delež (v %) 29.12. 2017	Čista vrednost sredstev (v EUR) 30. 10. 2018	Delež (v %) 30.10. 2018
1.	Infond d.o.o. ⁶⁰	288.662.948	11,2	320.828.605	11,5	320.700.000	12,2
2.	KD Skladi ⁶¹	500.934.130	19,4	531.610.103	19,1	500.500.000	19,1
3.	NLB Skladi	670.598.531	26,0	795.328.641	28,6	815.400.000	31,1
4.	Primorski Skladi	43.919.652	1,7	45.045.181	1,6	47.400.000	1,8
5.	Numerica Partnerji DZU, d.o.o.	12.046.183	0,5	13.384.328	0,5	-	-
6.	Triglav Skladi	673.886.712	26,1	679.929.772	24,4	637.300.000	24,3
7.	Alta Skladi ⁶²	273.564.907	10,6	271.186.896	9,7	251.500.000	9,6
8.	Triglav Skladi + Alta skladi	947.451.619	36,7	951.116.668	34,1	888.800.000	33,9
9.	SKUPAJ slovenske DZU	2.463.613.064	95,5	2.657.313.525	95,3	2.525.400.000	97,8
10.	Tuje DZU	116.000.000	4,5	127.000.000	4,7	98.121.800	3,7
11.	Skupaj	2.579.613.064	100,0	2.784.313.525	100,0	2.623.521.800	101,8*

*Vsota je večja od 100 zaradi zaokroženih podatkov

Vir: ATVP⁶³ in podatki priglasitelja⁶⁴.

69. Iz gornje tabele je razvidno, da je glede na obseg čiste vrednosti sredstev v upravljanju na dan 30. 10. 2018 največji tržni delež doseglo podjetje NLB Skladi, in sicer 31,1 %, sledilo je podjetje Triglav Skladi s 24,3 %, KD Skladi z 19,1 %, Infond z 12,2 %, Alta Skladi z 9,6 %, Primorski Skladi z 1,8 %, tuje DZU pa so v tem letu v RS dosegle 3,7 % tržni delež. V letu prej je bilo razmerje tržnih deležev podobno. S koncentracijo podjetij Triglav Skladi in Alta Skladi bo prišlo do združitve drugega in petega konkurenta na trgu, skupaj pa bosta imela po podatkih za leto 2017 34,1 %, po podatkih za leto 2018 pa 33,9 %.

⁶⁰ Družba Infond, d.o.o., je v letu 2015 prevzela upravljanje podskladov Krovnega sklada Perspektiva

⁶¹ Družba KD Skladi, d.o.o., je v letu 2016 prevzela upravljanje podskladov Ilinka Krovnega sklada. Podskladi Ilinka Krovnega sklada so se v letu 2016 pripojili k podskladom KD Krovnega sklada.

⁶² Družba Alta Skladi, d.d., je v letu 2016 prevzela upravljanje podskladov Krovnega sklada ALPEN.

⁶³ ATVP Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2016, str. 25 (http://www.atvo.si/Documents/odatkovno-ogledalo/Poro%C4%BDilo%20o%20stanju%20na%20trgu%20FI/Porocilo_2016.pdf).

Poročilo o stanju in razmerah na trgu finančnih instrumentov v letu 2017, str. 35 (http://www.atvo.si/Documents/podatkovno-ogledalo/Poro%C4%BDilo%20o%20stanju%20na%20trgu%20FI/Porocilo_2017.pdf).

⁶⁴ Dokument št. 3061-33/2018-4, priloga