

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

KOTIRAJOČI INDEKSNI SKLADI

Ljubljana, oktober 2010

GREGOR BEGUŠ

IZJAVA

Študent Gregor Beguš izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Aljoše Valentinčiča, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne_____ Podpis:_____

KAZALO

UVOD	1
1. KOTIRAJOČI INDEKSNI SKLADI	2
1.1. TRGOVANJE S CELOTNIM PREMOŽENJEM	2
1.2. POSNEMANJE BORZNEGA INDEKSA	3
1.3. AKTIVNO IN PASIVNO TRGOVANJE	3
2. ZGODOVINA IN ORGANIZACIJSKE STRUKTURE	3
2.1. ZGODOVINA ETF-JEV V ZDA	3
2.1.1. <i>IPS, TIPS in HIPS</i>	4
2.1.2. <i>Standard & Poor's Depository Receipts (SPDRs)</i>	4
2.1.3. <i>World Equity Benchmark Shares (WEBS)</i>	5
2.2. ORGANIZACIJSKE STRUKTURE	5
2.2.1. <i>Odprti indeksni sklad</i>	5
2.2.2. <i>Pasivno upravljano premoženje</i>	6
2.2.3. <i>Depozitarno potrdilo</i>	6
3. ZAKONODAJA, DELOVANJE IN TRGOVANJE Z ETF-JI V ZDA	7
3.1. ZAKONODAJA, KI UREJA DELOVANJE ETF-JEV	7
3.2. TRGOVANJE NA PRIMARNEM TRGU	8
3.2.1. <i>Proces ustvarjanja in izničevanja delnic ETF-ja</i>	8
3.2.2. <i>Proces arbitraže</i>	10
3.2.3. <i>Napaka pri sledenju</i>	11
3.3. TRGOVANJE NA SEKUNDARNEM TRGU (BORZI)	12
3.4. STROŠKI TRGOVANJA Z ETF-JI NA BORZI	12
3.4.1. <i>Transakcijski stroški</i>	12
3.4.2. <i>Likvidnostni stroški</i>	13
3.4.3. <i>Upravljalvska provizija</i>	14
3.5. VRSTE NAROČIL	14
3.6. DAVČNI VIDIK INVESTIRANJA V ETF-JE	15
4. OSNOVNE ZNAČILNOSTI ETF-JEV	16
4.1. FLEKSIBILNOST TRGOVANJA	16
4.2. STOPNJA RAZPRŠITVE IN TRANSPARENTNOST	17
4.3. SLABOSTI IN TVEGANJA PRI TRGOVANJU Z ETF-JI	17
4.3.1. <i>Slabosti trgovanja z ETF-ji</i>	17
4.3.2. <i>Sistematično tveganje</i>	18
4.3.3. <i>Nesistematično tveganje</i>	19
4.3.4. <i>Ostala tveganja</i>	19
5. RAZVRSTITEV ETF-JEV	20
5.1. INDEKSNI, REGIJSKI, PANOŽNI ETF-JI	20
5.2. SUROVINSKI, OBVEZNIŠKI, DENARNI IN VALUTNI ETF-JI	21
5.3. INVERZNI, Z VZVODOM IN IZVEDENI ETF-JI	22
5.4. ETF-JI, KI SLEDIJO NALOŽBENEMU STILU IN TRŽNI KAPITALIZACIJI	22
5.5. NOVOSTI IN SORODNE OBLIKE	23
5.6. VEČJI IZDAJATELJI ETF-JEV V ZDA	24
6. UPRAVLJANJA ETF PORTFELJA	25
6.1. PASIVNI PRISTOPI K INVESTIRANJU	25
6.1.1. <i>Strategija »kupi in drži«</i>	26
6.1.2. <i>Strategija »jedra in satelita«</i>	26
6.1.3. <i>Strategija upravljanja sredstev po načelu življenjskega cikla</i>	26
6.2. AKTIVNO INVESTIRANJE	27
7. SKLEP	28

UVOD

Exchange Traded Funds (v nadaljevanju ETF-ji) nimajo uradnega prevoda v slovenski jezik, največkrat pa so v slovenski jezik prevedeni kot kotirajoči indeksni skladi.

Le-ti so v zadnjem času postali priljubljen finančni instrument tako pri profesionalnih upravljavcih premoženja kot pri samostojnih vlagateljih, ki se odločajo o investiranju na borzi vrednostnih papirjev. Po podatkih National Stock Exchange se je celotno premoženje ETF-jev v letu 2009 povečalo za skoraj petdeset odstotkov, na več kot 790 milijard dolarjev, in se v letu 2010 še povečuje.

Ti podatki dokazujejo, da ETF-ji niso več le modna muha, ampak predstavljajo vse resnejšo konkurenco klasičnim vzajemnim skladom. V zadnjem času se z nastankom vedno novih oblik, kot so ožje geografsko in panožno usmerjeni ETF-ji, ETF-ji z vzvodom, na kratko ter aktivno upravljani, zanimanje vlagateljev stopnjuje.

Ideja o kotirajočih indeksnih skladih se je porodila v ZDA, ko so številne študije pokazale, da večino aktivno upravljanih skladov dolgoročno težko preseže donosnost borznih indeksov. Študija, ki so jo v začetku leta 2009 opravili pri Standard & Poor's, je ponovno potrdila, da več kot 70% aktivnih upravljavcev vzajemnih skladov, ki so uporabljali ameriški indeks 500 največjih podjetij (S&P 500) za primerjalni indeks, v zadnjih petih letih ni presegala donosnosti le-tega. Ravno zaradi tega se je snovalcem ETF-jev konec prejšnjega stoletja porodila ideja, da oblikujejo inštrument, ki bo s pasivno investicijsko politiko svoje premoženje razpršil v natančno takšni sestavi, kot jo ima določeni borzni indeks, kateremu želi slediti.

Prvi ETF je bil ustanovljen leta 1993 ob tesnem sodelovanju State Street Global Advisors (SSGA) in ameriške borze AMEX. Poimenovali so ga Standard & Poors Depositary Receipts (SPDRs) oziroma krajše Spiders. Sledil je indeksu S&P500 tako, da je v portfelju imel vseh 500 delnic indeksa S&P500 v enakih razmerjih, kot so le-te zastopane v indeksu.

Manjši vlagatelji ETF-je uporabljajo predvsem kot dolgoročno naložbo, ki jim omogoča donosno, relativno manj tvegano in poceni naložbo, s katero lahko z eno potezo sledijo celotnemu trgu, regiji, sektorju, posamezni državi itd. in s tem precej zmanjšajo stopnjo tveganja. Večji institucionalni vlagatelji in individualni upravljavci premoženja pa ETF-je uporabljajo predvsem kot inštrument za širšo razpršitev ter kratkoročno trgovanje. Zaradi dobre likvidnosti, globine trga so ETF-ji zanje primerni inštrument, kadar o določenih delnicah nimajo izoblikovanega mnenja, a se vseeno želijo izpostaviti določeni regiji, panogi, valuti itd. Ker ETF-ji ponujajo izpostavljenost na skoraj vse svetovne trge, segmente, instrumente itd., so odlično orodje za širšo razpršitev, s katerim zmanjšujemo tveganja celotnega portfelja.

Ker zakonodaja v Sloveniji ETF-jev za enkrat še ne obravnava, sem se v svoji diplomski nalogi osredotočil na ETF-je v mednarodnem okolju. Izbral sem trg ZDA, ki velja za najbolj razvit trg ETF-jev, kjer se je zgodba leta 1993 s prvim pasivno upravljanim ETF-jem tudi začela.

Ker se v Sloveniji zanimanje za ETF-je povečuje, sem se odločil, da jim v diplomski nalogi posvetim več pozornosti. Cilj diplomskega dela je predstaviti osnovno idejo, zgodovino in organizacijske oblike kotirajočih indeksnih skladov, pojasniti njihove glavne značilnosti ter trgovanje na primarnem in sekundarnem trgu.

Diplomsko nalogo sem razdelil na šest poglavij. V prvem in drugem poglavju sem predstavil kotirajoče indeksne sklade, njihovo zgodovino nastanka ter glavne organizacijske oblike. V tretjem delu sem nadaljeval z ameriško zakonodajo, ki ureja delovanje in trgovanje z ETF-ji na primarnem in sekundarnem trgu. V tem poglavju sem s stroškovnega vidika primerjal klasično trgovanje preko borznega posrednika s spletnim načinom trgovanja, ki je vlagateljem na voljo tudi v Sloveniji. V četrtem poglavju sem predstavil glavne prednosti, slabosti in tveganja, na katere mora vlagatelj biti pozoren, kadar se odloči za trgovanje z ETF-ji. V petem poglavju sem naštel glavne vrste ETF-jev, ki so v zadnjem času precej pripomogli k visoki priljubljenosti, ter glavne izdajatelje ETF-jev, ki bodo tudi v prihodnje krojili usodo in priljubljenost ETF-jev. Diplomsko nalogo sem zaključil s predstavitvijo aktivnega in pasivnega pristopa pri upravljanju ETF portfelja ter nekatere strategije, ki jih lahko pri trgovanju z ETF-ji uporabimo.

1. KOTIRAJOČI INDEKSNI SKLADI

Kotirajoči indeksni skladi so v ZDA registrirani kot odprte investicijske družbe, katerih delnice kotirajo na borzi in katerih cilj je čim bolj natančno posnemati gibanje vrednosti pripadajočega borznega indeksa, ali pa je njihova cena odvisna od portfelja delnic, ki jih sestavljajo (Jesenek, 2003, str. 98).

1.1. Trgovanje s celotnim premoženjem

Osnovna ideja, kateri so sledili oblikovalci ETF-ja, naj bi bila oblikovati inštrument, ki bi izkoriščal večino prednosti vzajemnih skladov, med katerimi je najpomembnejša razpršitev premoženja, in hkrati odpravljal njihove številne slabosti, med katere sodijo visoka vstopna in/ali izstopna provizija, visoka upravljavska provizija ter drugi stroški.

Ideja o trgovanju s celotnim premoženjem se je pojavila leta 1976 in je predstavljala pravo revolucijo, dokler se ni leta 1993 na trgu pojavil prvi ETF, Standard & Poors Depositary Receipts (SPDRs), ki je imel strukturo neupravljanega sklada (angl. Unit Investment Trust) in je sledi indeksu S&P 500. Za razliko od drugih produktov je imel SPDRs možnost spremeniti sestavo premoženja v primeru, če se je indeks spremenil.

1.2. Posnemanje borznega indeksa

ETF-ji so mešanica med delnico in investicijskim skladom, katerih premoženje je naloženo v košarico vrednostnih papirjev družb, ki sestavljajo indeks, kateremu ETF sledi. Njihov cilj je čim bolj natančno posnemanje gibanja vrednosti pripadajočega borznega indeksa. Ena delnica ETF-ja je torej sestavljena iz tistih vrednostnih papirjev, ki so zastopani v indeksu, ki mu sledi. Pravno formalno nam delnica ETF-ja daje vzajemno pravico do sorazmernega deleža vrednostnih papirjev v skladu.

1.3. Aktivno in pasivno trgovanje

Kotirajoči indeksni skladi so stroškovno ugoden finančni instrument, primeren tako za dolgoročne vlagatelje, ki želijo ustvariti globalen, panožno uravnotežen portfelj vrednostnih papirjev, kot tudi za aktivnejše vlagatelje.

Dolgoročni vlagatelji jih uporabljajo predvsem kot naložbo, s katero pridejo do potencialno donosne, relativno manj tvegane in poceni naložbe v celoten trg, predvsem zaradi nizkih stroškov upravljanja in zanesljivem sledenju indeksa. Pri mesečnem vplačevanju z nižjimi zneski pa so ETF-ji zaradi fiksne minimalne provizije borznega posredovanja pri nižjih zneskih manj ugoden finančni instrument. Na drugi strani pa ETF-je uporabijo tudi bolj aktivni vlagatelji. Ker pri nakupu ali prodaji ni visokih vstopnih ali izstopnih provizij, ampak le stroški borznega posredovanja, ki so bistveno nižji, kot pri vzajemnih skladih, so ETF-ji primerni tudi za bolj pogosto trgovanje. Nove oblike ETF-jev aktivnejšim vlagateljem omogočajo trgovanje z vzvodom in prodajo brez kritja, zato lahko z njimi zaslužijo tako ob rasti kot padcih tečajev.

2. ZGODOVINA IN ORGANIZACIJSKE STRUKTURE

2.1. Zgodovina ETF-jev v ZDA

Osnovna ideja trgovanja s celotnim premoženjem je v poznih sedemdesetih in zgodnjih osemdesetih letih predstavljala pravo revolucijo. Takratna informacijska tehnologija je omogočala, da se je preko večjih investicijskih bank na newyorški borzi (angl. New York Stock Exchange) in ameriški borzi (angl. American Stock Exchange) že trgovalo s celotnim premoženjem v eni sami transakciji.

V tistem času so se pojavile tudi terminske pogodbe, vezane na indeks S&P 500, s katerimi se je trgovalo na čikaški borzi (angl. Chicago Mercantile Exchange). Večji institucionalni vlagatelji so imeli tudi možnost zamenjave celotnega premoženja, ki je sledilo indeksu S&P 500 za terminsko pogodbo na ta indeks. Zaradi vse večjega zanimanja manjših institucionalnih vlagateljev in individualnih vlagateljev so se v nadaljevanju razvile mini terminske pogodbe (angl. mini futures contracts), s katerimi se zaradi spremenljivega zahtevanega kritja in visokih stroškov ni trgovalo.

2.1.1. IPS, TIPS in HIPS

Prvi produkt, ki je bil predstavljen in je bil primeren tudi za malega vlagatelja, se je imenoval Index Participation Shares (IPS), ki je tesno sledil indeksu S&P 500. Takrat so obstajali tudi že IPS-i na ostale indekse, ampak je bil IPS na indeks S&P 500 najbolj aktiven. Trgovanje z IPS-i se je začelo leta 1989, sprva le na AMEX, kasneje pa še na pacifiški borzi (angl. Pacific Stock Exchange).

Zanimanje za IPS-e je strmo naraščalo, dokler ni Zvezno sodišče iz Čikaga razsodilo v prid Komisije za nadzor trgovanja s terminskimi pogodbami (angl. Commodity Futures Trading Commission), da so IPS-i terminske pogodbe, s katerimi se mora trgovati na terminski borzi in zato so IPS-e umaknili s trgovanja na borzi vrednostnih papirjev.

Po umiku IPS-ov iz trgovanja na borzi so Američani veliko vlagali v iskanje nadomestnega produkta. Kot alternativa so se v Kanadi na Torontski borzi pojavili drugi vrednostni papirji, ki so sledili indeksu. Toronto Stock Exchange Index Participations (TIPS) so bili neke vrste skladišnice, ki so sledile indeksu Toronto Stock Exchange-35 (TSE-35) in so bili podobno organizirani kot ETF-ji, ki jih poznamo danes. Kasneje so se pojavili tudi Hundred Index Participation Shares (HIPS), ki so zasledovali indeks Toronto Stock Exchange-100 (TSE-100).

V tistem času, ko so bili TIPS-i na Torontski borzi na vrhuncu, so se v Ameriki že razvijali novi produkti. Družba Leland, O'Brien, Rubenstein Associates (LOR) je kmalu po finančni krizi leta 1987 ponudila zelo kompleksen in drag finančni produkt z imenom Supershares, ki je združeval strukturo zaprtih investicijskih družb in vzajemnih skladov. Zaradi zapletenosti in visokih stroškov nastanka se z njimi ni nikoli aktivno trgovalo, zato je bil produkt kmalu tudi likvidiran.

2.1.2. Standard & Poor's Depository Receipts (SPDRs)

Prelomnico za ETF-je predstavlja Standard & Poor's Depository Receipts (SPDRs) oziroma krajše Spiders, ki ga je Ameriška borza (AMEX) začela razvijati istočasno kot Supershares. Leta 1993 pa ga je skupaj s State Street Global Advisors (SSGA) lansirala na trg.

SPDRs ima strukturo neupravljanega sklada ali pasivno upravljanega premoženja, ki sledi indeksu S&P 500 in za razliko od drugih ima možnost, da spremeni sestavo premoženja. Razlog za tako organizacijsko strukturo je bil v želji po enostavnosti in stroškovni učinkovitosti sklada. Pravi uspeh so SPDRs-i doživeli šele v poznih devetdesetih letih, ko so se investitorji začeli obračati za produkti, ki so postali dostopni tudi širšemu krogu in ne le večjim investitorjem. Uveljavitev SPDRs-ov je pomenila začetek in nagel razvoj ETF-jev.

2.1.3. World Equity Benchmark Shares (WEBS)

Že leta 1996 so pri skupini Morgan Stanley Capital International (MSCI) oblikovali World Equity Benchmark Shares ali skrajšano WEBS, ki so danes znani kot iShares MSCI Series. WEBS-i so pomembni iz dveh razlogov. Prvič zato, ker ti ETF-ji niso sledili ameriškim indeksom in drugič zato, ker so imeli strukturo odprtega vzajemnega sklada, kar jim je omogočalo boljše investicijsko prilagajanje.

Kmalu za WEBS-i so se s pokritostjo večjih nacionalnih indeksov začeli razvijati sektorski ETF-ji. Prvi med njimi je bil sektorski SPDRs (angl. Sector SPDRs), ki je sledil panogam iz indeksa S&P 500, med katerimi je bil najpomembnejši tehnološki sektor, takoj za njim pa finančni sektor. Leta 1998 je sledil DIAMONDS, izdali so ga pri State Street Global Advisors in je zasledoval delovanje indeksa Dow Jones Industrial Average. Kmalu je nastal tudi ETF, ki sledi indeksu Nasdaq 100 (Nasdaq 100 Index Tracking Stock), ki je danes eden izmed najbolj prometnih ETF-jev na svetu.

2.2. Organizacijske strukture

ETF-ji so v ZDA registrirani kot odprte investicijske družbe, z delnico katerih se po zakonu lahko prosto trguje na borzi. Skladi so bodisi aktivno bodisi pasivno upravljani s ciljem čim bolj natančno posnemati gibanje vrednosti pripadajočega borznega indeksa.

Poznamo tri organizacijske strukture ETF-jev, ki pomembno vplivajo na njihovo delovanje, stroške, naložbeno politiko in sledilno napako (angl. Tracking error). ETF-ji so pravno formalno lahko organizirani kot odprti indeksni skladi (angl. Open-End Index Funds), pasivno upravljani ali neupravljani skladi (angl. Unit Investment Trusts), depozitarno potrdilo ali neposredno lastništvo (angl. Grantor Trusts).

2.2.1. Odprti indeksni sklad

Večina ETF-jev je organizirana kot odprti indeksni sklad (angl. Open-End Index Funds). Pomembnejši izdajatelji v tej skupini so iShares, SPDRs, PowerShares, StreetTRACKS, Vanguard in WisdomTree. Ta organizacijska struktura omogoča upravljavcu ETF-ja visoko fleksibilnost in takojšnje reinvestiranje dividend.

Portfelj sklada in sestava indeksa nista popolnoma enaka. Upravljavcu je dovoljeno, da del sredstev sklada investira v terminske pogodbe in opcije, del portfelja pa direktno v delnice, ki sestavljajo indeks. To pride do izraza pri tistih indeksih, kjer imajo posamezne delnice zelo visoke deleže. Poleg tega lahko upravljavci vzorčenje uporabijo tudi za doseganje presežnega donosa. V tem primeru upravljavec namerno obteži posamezno delnico, za katero meni, da bo v prihodnje dosegla nadpovprečni donos. Ti ETF-ji imajo praviloma nekoliko višje upravljavske provizije.

2.2.2. Pasivno upravljano premoženje

Pasivno upravljano premoženje (angl. Unit Investment Trusts) je registrirana investicijska družba, ki je ustanovljena za določen čas. Pomembnejši izdajatelji v tej skupini so Diamonds, SPDRS, PowerShares, Cubes, BLDRs. Ta organizacijska struktura je manj fleksibilna in se uporablja predvsem za investiranje v dolžniške vrednostne papirje. Njihov portfelj je sestavljen iz natanko enakih delnic, kot sestavljajo izbrani indeks. Portfelj ostane nespremenjen vse do zapadlosti, izjema so ETF-ji, ki lahko spreminjajo portfelj v skladu s spremembo indeksa.

Zaradi tako eksaktne sestave portfelja morajo ETF-ji s takšnimi strukturami kar se da tesno slediti indeksu. Upravljanje ETF-jev, organiziranih kot pasivno upravljano premoženje, je predvsem enostavnejše in cenejše. Za razliko od odprtih indeksnih skladov ta organizacijska struktura dividend ne reinvestira, ampak jih izplačuje četrtletno. To pomeni, da v času rasti tečajev vlagatelji dosegajo slabše rezultate od skladov, ki reinvestirajo dividende in v času padanja tečajev boljše rezultate. Ta pojav analitiki imenujejo dividendna ovira (angl. dividend drag).

2.2.3. Depozitarno potrdilo

Depozitarno potrdilo (angl. Grantor Trusts) daje imetniku potrdilo o lastništvu nad delom premoženja ETF-ja, s katerim se aktivno trguje na borzi. Gre za potrdila o lastništvu, ki vlagatelju poleg lastninske pravice nad vrednostnimi papirji iz portfelja dajejo tudi pravico do glasovalnih pravic in dividend, ki se ne reinvestirajo, ampak se takoj izplačajo imetniku.

Narejeni so bili zgolj z namenom sledenja specifičnemu industrijskem sektorju (finance, tehnologija), surovinam (zlato, srebro) in valutam (EUR, USD) in ne z namenom sledenju določenega indeksa ali trga. Nakup in prodaja takšnega ETF-ja (na primarnem in sekundarnem trgu) sta možna le v okroglih lotih po 100 delnic ETF-a, pri čemer mora biti minimalna investicija višja od 10.000 dolarjev. Sestava košarice vrednostnih papirjev je na začetku identična sestavi indeksa, kateremu sledi in se ne spreminja razen v primeru izrednih dejanj, kot so združitve, prevzemi ali stečaji podjetij. To povzroči, da se število delnic postopno zmanjšuje, kar povzroči, da se portfelj z leti vedno bolj oddaljuje od sestave indeksa, kateremu sledi.

Vlagatelju omogočajo lastništvo nad posamičnimi delnicami v portfelju ETF-ja, kar omogoča večjo kontrolo nad portfeljem. Vlagatelj lahko določene delnice iz portfelja ETF-ja proda z namenom zasledovanja lastnim investicijskim ciljem ali davčni optimizaciji portfelja, brez dodatnega vpliva na ostale lastnike delnic ETF-ja (Wiandt, 2002).

Glavni predstavniki tovrstnih ETF-jev so sektorski ETF-ji Holding Company Depositary Receipts (HOLDRs), proizvodi Merrill Lynch. Poleg HOLDRs-ov v to skupino uvrščamo še surovinske ETF-je kot so SPDRs Gold Trust, iShares Silver Trust in Rydex Currency Shares (Vir: ETF Guide).

3. ZAKONODAJA, DELOVANJE in TRGOVANJE Z ETF-ji V ZDA

3.1. Zakonodaja, ki ureja delovanje ETF-jev

Zakonodajne temelje sta v ZDA postavila leta 1933 sprejeti zakon o vrednostnih papirjih The Security Act, ki je urejal registracijo in prodajo novih vrednostnih papirjev vključno z vzajemnimi skladi in leto kasneje sprejeti zakon o trgovanju z vrednostnimi papirji The Security Exchange Act, ki je bil pravna podlaga za ustanovitev ameriške agencije za trg vrednostnih papirjev (angl. U.S. Security and Exchange Commission - SEC) in je nalagal skladom, da se registrirajo pri SEC ter izdajo prospekt pri javni ponudbi delnic. Leta 1936 je bil sprejet še Zakon o dohodnini (angl. The Revenue Act), ki je urejal davčno obravnavo vzajemnih skladov in lastnikov investicijskih kuponov (Mutual Fund Fact Book, 2004).

Temelji zakonodaje, ki urejajo delovanje vseh današnjih investicijskih skladov, pa so bili postavljeni leta 1940 s sprejetjem Zakona o investicijskih družbah (angl. The Investment Company Act), ki je po borznem zlomu leta 1929 spet vrnil zaupanje vlagateljev v trg kapitala. Ta zakon je za razliko od večine ameriške zakonodaje precej togo (konzervativno) napisan. Vsebuje pa pomembno določilo, ki dovoljuje SEC-u odstopanja od zapisanih pravil, če je to v interesu vlagateljev in če te izjeme ne ogrožajo varnosti investitorjev.

Ob ustanovitvi prvega ETF-ja SPDRs je morala družba LOR doseči pri SEC odobritev nekaterih sprememb zakona. Najpomembnejše izjeme, ki jih je odobril SEC in so omogočile nastanek prvih, pa tudi današnjih ETF-jev, so (Mastnak, 2004):

- ETF-jem ni potrebno odkupiti delnic kateregakoli vlagatelja na njegovo željo, kot mora to storiti vzajemni sklad. ETF odkupuje samo svežnje delnic, ki sestavljajo eno ustvarjeno enoto (angl. creation unit).
- Trgovanje z delnicami ETF-jev poteka po tržni ceni, ki se oblikuje na borzi in se razlikuje od čiste vrednosti sklada, medtem ko se z vzajemnimi skladi trguje le po čisti vrednosti sredstev (NAV).
- Povezane osebe lahko s skladom trgujejo v obliki delnica za delnico (angl. in-kind transfer), kjer gre za menjavanje denarnih vrednosti in zato po ameriški zakonodaji ni udeleženih nobenih davčnih učinkov. Zakon namreč vzajemnim skladom prepoveduje kakršnokoli trgovanje z osebami, ki imajo v lasti več kot 5% delež sklada.
- ETF-jem ni potrebno dostaviti prospekta o organiziranosti in delovanju sklada vsakemu vlagatelju. S tem pravilom je ETF-jem omogočeno trgovanje z delnicami sklada preko organiziranega trga kapitala.

Leta 1940 sprejeti zakon je bila prelomna točka, saj uvaja strukturo in regulatorni nadzor. S tem zakonom so določili obvezno razkritje relevantnih podatkov in s tem omogočili regulacijo in zaščito malih delničarjev pred zlorabami, prestopki menedžerjev in konflikti interesov. V zakonu so natančno opredeljeni načini poštenega poročanja in objavljanja podatkov ter poslovanja skladov v javnosti in poročanja v zvezi z opravljenimi

transakcijami, to je nakupi in prodajami vrednostnih papirjev nadzornim organom. Zakonodajalec je v tem zakonu zagotovil tudi ustrezno zaščito malih vlagateljev z ureditvijo področja trženja investicijskih skladov, kar je interes, število in raznovrstnost investicijskih skladov hitro povečevalo.

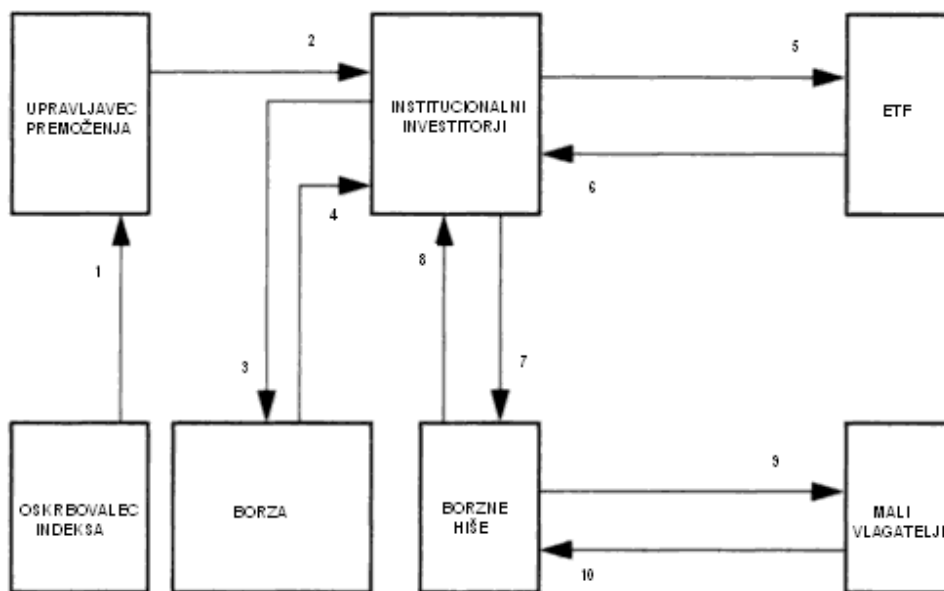
Zakon o investicijskih skladih iz leta 1940 (angl. The Investment Company Act) je še danes temeljni zakon, ki ureja delovanje investicijskih skladov v ZDA in predstavlja okvir za registracijo in regulacijo investicijskih podjetij in investicijskih svetovalcev.

3.2. Trgovanje na primarnem trgu

3.2.1. Proces ustvarjanja in izničevanja delnic ETF-ja

V procesu ustvarjanja in izničevanja delnic ETF-ja sodelujejo trije pomembni igralci. Med prve uvrščamo upravitelje sklada (angl. fund managers), kot so Vanguard, State Street Global Advisor, Barclays Global Investors itd. Drugi so pooblašчени udeleženci trga (angl. authorized participants), med katere uvrščamo večje institucionalne investitorje in vzdrževalce trga (angl. market makers), ki so pooblašчени za ustvarjanje in izničevanje delnic ETF-ja. Tretje pa so skrbniške družbe (angl. Depositary Trust Company), ki hranijo košarice osnovnih delnic, ki sestavljajo ETF-je (Lofton, 2007, str.13).

Slika 1: Proces ustvarjanja delnic ETF-ja



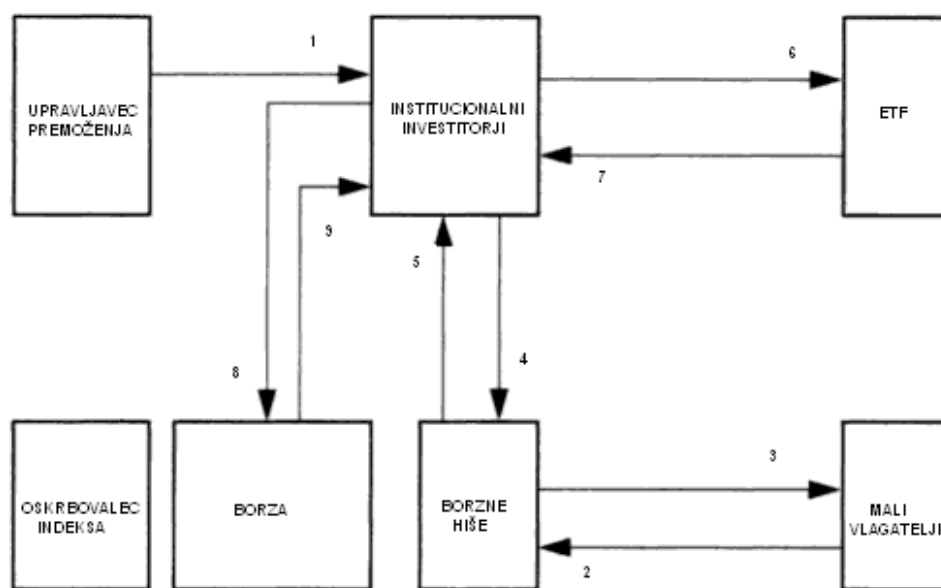
Vir: Gary L. Gastineau, The exchange-traded funds manual, 2002, str. 64.

Na sliki 1 je prikazan proces ustvarjanja delnic ETF sklada, ki se prične, ko upravitelj ETF-ja poda osnutek prospekta na Agencijo za trg vrednostnih papirjev (angl. Securities and Exchange Commission - SEC) o ustanovitvi novega ETF sklada. V osnutku je opredeljen izbrani indeks, kateremu bo ETF sledil, delnice podjetij, ki bodo vključene v ETF-ju ter koliko delnic ETF-ja bo izdanih. Ko je enkrat osnutek s strani Agencije potrjen,

lahko upravljavalec ETF-ja pooblasti pooblaščenega udeleženca trga za vodenje poslov pri procesu ustvarjanja in izničevanja delnic.

Oskrbovalec indeksa (angl. index provider) sporoči sestavo indeksa upravitelju sklada (1.), ki nato določi, kakšna mora biti sestava košare, na podlagi katere institucionalni investitorji dobijo delnice ETF sklada (2.). Institucionalni investitorji na borzi kupijo ustrezne delnice, sestavijo z njimi košare in jih deponirajo pri ETF skladu (3-5) in v zameno dobijo delnice ETF sklada (6). Delnice nato preko borznih hiš prodajo malim investitorjem (7-10) (Gastineau, 2002).

Slika 2: Proces izničevanja delnic ETF-ja



Vir: Gary L. Gastineau, *The exchange-traded funds manual*, 2002, str. 66.

Proces izničevanja delnic ETF-ja je prikazan v sliki 2. Gre za podoben proces, le v obratni smeri. Mali vlagatelji se odločijo prodati delnice ETF-ja (2., 3.). Borzni posredniki kupljene delnice ETF-ja prodajo naprej institucionalnim vlagateljem (4., 5.), ki jih zamenjajo za s strani upravljavca ETF-a določene košare delnic (6., 7.). Veliki vlagatelji lahko dobljene delnice nato prodajo na borzi in zanje iztržijo denar (8., 9.).

Pri procesu ustvarjanja in izničevanja delnic ETF-ja gre za transakcijo delnica za delnico (angl. in-kind transaction), kar pomeni, da ne gre za menjavanje denarnih vrednosti in zato po ameriški zakonodaji pri tem procesu ne pride do obdavčitve dobičkov.

Institucionalni in večji vlagatelji, ki hočejo kupiti ali prodati delnice ETF-sklada neposredno pri skrbniški družbi, morajo vanj položiti portfelj delnic, ki sestavljajo izbrani ETF. Skrbniška družba jim v zameno izda delnice ETF-ja, ki so nato prosto prenosljive in je z njimi možno trgovati preko organiziranega trga kapitala oziroma borze. V primeru, da želi delnice ETF-ja prodati, pa proces poteka podobno, le v obratnem vrstnem redu. Investor, ki želi delnice prodati direktno skladu, jih mora največkrat zbrati vsaj 50.000 ali

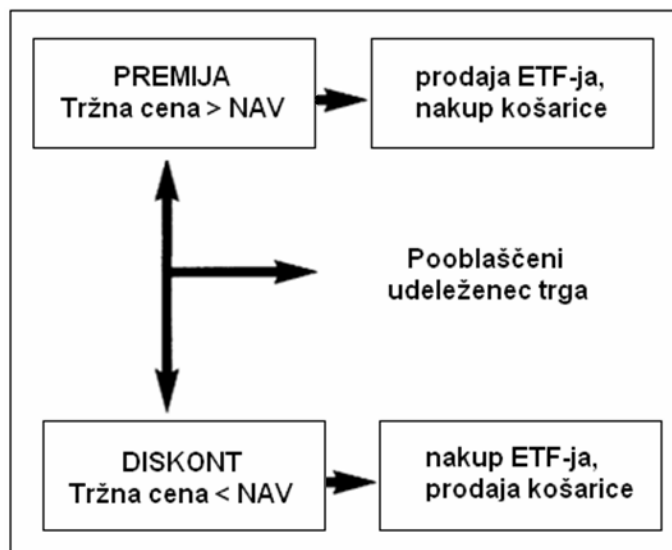
več. V zameno za delnice ETF-sklada pridobi investitor portfelj delnic izbranega ETF-ja, ki jih lahko nato proda na borzi (Vir: Investopedia.com).

3.2.2. Proces arbitraže

ETF-ji so podobno kot delnice izpostavljeni vplivom ponudbe in povpraševanja, njihovo ceno pa določa tržna vrednost sredstev v premoženju ETF-ja, ki zaradi sistema arbitraže s strani velikih investorjev ali pooblaščenih udeležencev trga ne odstopa za več kot kakšen odstotek od čiste vrednosti sredstev, v nadaljevanju NAV(angl. Net Asset Value).

V primeru, da se tržni tečaj delnice ETF-ja preveč oddalji od čiste vrednosti, potem pooblaščen udeleženec trga (angl. authorized participant) začne s procesom arbitraže, ki povzroči, da se cena delnice ETF-ja na borzi približa NAV. V sliki 3 je prikazan proces arbitraže, ki omogoča postavitve cene ETF-ja v ravnotežje.

Slika 3: Proces arbitraže



Vir: M. Rosenberg, T. Weintraub, S. Hyman, *Hedge your portfolio in a changing market*, 2008, str. 51-52.

Če se obstoječe delnice, deponirane v ETF-skladu, trgujejo po vrednosti, ki je od vrednosti delnice ETF-ja nižja od teoretične (ETF kotira s premijo), začnejo vzdrževalci trga kupovati obstoječe delnice na trgu, jih zberejo v eno ustvarjeno enoto in jih takoj zamenjajo za delnice ETF-ja. Nato delnice ETF-ja po višji ceni prodajo na borzi in ustvarijo profit. Nakupni pritisk bo povzročil, da se bo cena delnice ETF-ja zmanjšala in približala NAV. V nasprotnem primeru, če je čista vrednost obstoječih deponiranih delnic višja (ETF kotira z diskontom), kot je vrednost delnice ETF-ja na trgu, vzdrževalci trga kupujejo delnice ETF-ja na borzi, sestavljajo ustvarjene enote in jih nato pri skladu zamenjajo za deponirane delnice ter jih z dobičkom prodajo na borzi. V tem primeru se bo zaradi povečane ponudbe cena delnice ETF-ja povečala in se približala NAV.

Sprotno določanje cene delnice ETF-ja znotraj trgovalnega dne je torej ena izmed tistih lastnosti ETF-jev, ki povzroči, da se premije in diskonti v procesu arbitraže, kjer je ponudba izdanih delnic povečana ali zmanjšana glede na spremembe v povpraševanju, popravijo zelo hitro (Mastnak, 2004).

Pooblašчени udeleženci trga poleg usklajevanja ponudbe in povpraševanja na trgu, ki povzroči, da se cene delnic ETF-ja zadržujejo blizu NAV, skrbijo tudi za zagotavljanje nujno potrebne likvidnosti na trgu.

3.2.3. Napaka pri sledenju

Cilj upravljavcev ETF-jev je, da poskušajo doseči donosnost tržnega indeksa, kateremu ETF sledi. Odločijo se lahko za popolno kopijo, tako da v portfelj vključijo vsako delnico v enaki meri, kot je le-ta zastopana v indeksu, ali pa optimizirajo portfelj z namenom zmanjšanja stroškov na način, da sestavijo portfelj le iz reprezentativnih delnic, s katerimi poskušajo vsaj delno slediti izbranemu indeksu. Zaradi nepopolnega sledenja indeksu ter drugih dejavnikov pride do odstopanj donosnosti ETF-ja od donosnosti tržnega indeksa, ki se v strokovni literaturi poimenuje napaka pri sledenju (angl. tracking error). Na napako pri sledenju indeksa vplivajo tudi transakcijski stroški, provizije in ostali stroški, spremembe v sestavi indeksa, cenovni razmik in reinvestiranje dividend (Ferri, 2007, str.70).

Pri optimiziranju portfelja se uporabljajo različne tehnike z namenom oblikovati portfelj, ki bo najbolj tesno sledil indeksu ob čim nižjih transakcijskih stroških. Ker majhne in nelikvidne delnice, ki so del primerjalnega indeksa, predstavljajo večje transakcijske stroške za upravljavce ETF-jev, se le-ti odločijo, da ne bodo držali enake sestave delnic kot pri primerjalnem indeksu. Zato v portfeljih držijo le reprezentativne delnice primerjalnega indeksa, kar povzroči odstopanja od donosnosti primerjalnega indeksa.

V primeru, ko pride do spremembe v sestavi indeksa (angl. rebalancing) zaradi dodajanja ali izločanja delnic v indeksu, mora upravljavec ETF-ja temu primerno spremeniti tudi sestavo ETF-ja, kar lahko povzroči zaradi časovne komponente in transakcijskih stroškov odstopanje donosnosti ETF-ja od primerjalnega indeksa.

Reinvestiranje dividend ima pri različnih organizacijskih oblikah ETF-jev drugačne vplive na njihovo donosnost. Pri tistih ETF-jih, ki so organizirani kot odprti indeksni skladi (angl. Open-End Index Funds), je značilno takojšnje reinvestiranje dividend, kar pa povzroča prehitevanje indeksa v času rasti tečajev in zaostajanje za indeksom v času padanja tečajev. Na drugi strani pa za ETF-je, ki so organizirani kot pasivno upravljano premoženje (angl. Unit Investment Trust) velja, da vodijo do manjše sledilne napake, ker lastnikom delnic dividende izplačujejo četrtno.

3.3. Trgovanje na sekundarnem trgu (borzi)

Za razliko od velikih investitorjev ostaja malim le možnost nakupa in prodaje delnic ETF-ja na ameriškem trgu preko organiziranega trga kapitala. Proces je identičen nakupu in prodaji delnic. Za klasično trgovanje preko domačih borznih posrednikov se je treba zgledovati v poslovalnici ene od borznoposredniških hiš ali bank. Proces nakupa in prodaje delnic ETF-ja se začne z odpiranjem trgovalnega računa, nakazilom denarja in oddajo naročila za nakup borznemu posredniku osebno, preko telefona, elektronske pošte ali preko spletne borzne postaje.

Ker so stroški trgovanja prek klasičnih domačih borznih posrednikov lahko kar precejšnji, se bolj aktivni in izkušeni vlagatelji največkrat odločajo za cenejšo možnost trgovanja preko spletnega borznega posrednika. V tem primeru gre za t.i. borzne posrednike (angl. discount broker), ki ne nudijo svetovalnih storitev (Carrel, 2008, str. 114–122).

V kolikor se vlagatelj odloči za domačega spletnega posrednika, se mora osebno ogledati v poslovalnici ponudnika spletnega trgovalnega sistema, kjer podpiše pogodbo. Ko je podpisana pogodba, sledi nakazilo sredstev za trgovanje in obvestilo ponudnika storitve o nakazilu osebno, po elektronski pošti ali telefonu. Po elektronski pošti nato vlagatelj prejme vpisne podatke (geslo in uporabniško ime), ki mu zagotavljajo varen dostop in trgovanje. V kolikor se vlagatelj odloči za tujega spletnega posrednika, pa poišče njegov internetni naslov in vpiše svoje osebne podatke. Nato izbere vrsto trgovalnega računa in odgovori na nekaj dodatnih vprašanj o načinu vlaganja. Po izpolnitvi obrazca na spletu mora izpolniti še nekaj dokumentov, fotokopirati mora potni list ter izpolniti obrazec W-8BEN za izogib dvojne obdavčitve v ZDA. Vse skupaj nato po pošti pošlje na naslov spletnega borznega posrednika. Po nekaj dneh je vlagatelj po elektronski pošti obveščen, da je postopek stekel in da lahko nakaže denar na svoj trgovalni račun ter začnete trgovati.

3.4. Stroški trgovanja z ETF-ji na borzi

Stroške, ki jih nosi vlagatelj pri trgovanju z delnicami ETF-ja, razdelimo v tri skupine. Pri izbiri ponudnika in načina trgovanja z ETF-ji igrajo najpomembnejšo vlogo transakcijski stroški, ki nastanejo neposredno in posredno pri nakupu in prodaji delnic ETF-ja na borzi. Poleg teh stroškov pa se pri trgovanju pojavljajo še likvidnostni stroški ter upravljaljske provizije (Carrel, 2008, str. 119).

3.4.1. Transakcijski stroški

V kolikor se vlagatelj odloči za trgovanje preko klasičnih borznih posrednikov, mora pri borzno posredniški hiši ali banki najprej odpreti trgovalni račun ter poravnati strošek odprtja trgovalnega računa, ki največkrat znaša 13.77 evra, in letno vodenje trgovalnega računa v višini 6,51 evra. Poleg teh dveh stroškov pa vlagatelj na letni ravni nosi še stroške

za vzdrževanje stanj vrednostnih papirjev (ležarine), ki znašajo okrog 10 evrov in so odvisni od povprečne mesečne vrednosti vlagateljevega portfelja.

Ko ima vlagatelj odprt trgovalni račun, izvede nakazilo sredstev v tujino. Stroški nakazil se med borzno posredniškimi hišami in bankami razlikujejo in so odvisni od banke, zneska, ali ste njihov komitent, ali oddajate nalog za transfer preko interneta ali na okencu in ali ste pravna ali fizična oseba.

Naročilo za nakup in prodajo se nato odda borznemu posredniku preko telefona, elektronske pošte ali spletne borzne postaje, ki poleg domače borzno posredniške provizije, ki je odvisna od dnevnega prometa stranke, zaračuna še provizijo tujega izpolnitvenega partnerja. Borzni posrednik skladno s splošnimi pogoji poslovanja sprejme in izvrši naročila za nakup ali prodajo ter pri tem skladno s cenikom poleg lastne provizije vlagatelju zaračuna še provizijo tujega borznega posrednika. Provizije domačih borznih posrednikov se pri poslih v višini dva tisoč evrov gibljejo od enega do poldruga odstotka. Pri manjših zneskih je treba biti pozoren predvsem na minimalne provizije, ki segajo vse do 60 evrov, v kolikor se vlagatelj želi pred nakupom dodatno posvetovati z borznim posrednikom.

Za pričetek elektronskega trgovanja preko slovenskega ponudnika trgovalne platforme se mora vlagatelj ravno tako osebno oglasiti na borzno posredniški hiši ali banki, kjer sklene pogodbo, izbere uporabniški paket in namesti trgovalno postajo na osebni računalnik. Tako domači kot tuji elektronski posredniki v večini primerov ne zaračunajo odpiranja in letnega vodenja računa niti stroška bank skrbnic, ki so največkrat že všteti v posredniško provizijo.

Slovenski spletni posredniki omogočajo vlagatelju trgovanje v ZDA z minimalno provizijo od 9,95 evra do 14,95 evra oziroma od 0,15 do 0,35 odstotka od vrednosti posla. Višina provizije se med ponudniki razlikuje in je odvisna predvsem od vrste trgovalnega paketa ter dodatne analitične podpore, ki jo ponujajo trgovalne ekipe.

3.4.2. Likvidnostni stroški

Likvidnostni stroški so prisotni pri ETF-jih v obliki cenovnega razmika (angl. Bid - Ask spread) ter razmika med NAV vrednostjo ETF-ja in njene tržne vrednosti (angl. discount - premium). Cenovni razmik je razlika med najboljšo ponudbo in povpraševanjem, torej ceno, po kateri lahko prodamo in ceno, po kateri lahko kupimo delnico ETF-ja. Nakupna cena je praviloma višja od prodajne. Višji kot je obseg trgovanja, manjše so razlike med nakupno in prodajno ceno. Pri največjih ETF-jih po obsegu trgovanja znaša razmik med ponudbo in povpraševanjem le nekaj bazičnih točk (Ferri, 2007, str. 69).

Likvidnostni stroški predstavljajo problem predvsem pri trgovanju na manj likvidnih kapitalskih trgih. Na teh trgih se lahko zgodi, da vlagatelji prodajo delnice ETF-ja pod NAV vrednostjo ali jih kupijo s premijo nad NAV. Na razvitih trgih, kjer je prisotna

zadostna likvidnost in arbitražna aktivnost velikih investitorjev, pa do cenovnega razmika in odstopanja od NAV skoraj ne prihaja oziroma so ta odstopanja minimalna. Po podatkih Vanguarda je znašal 30-dnevni cenovni razmik njihovih ETF-jev med 0,01% in 0,465% od tržne cene oziroma med 0,01 do 0,39 dolarja.

3.4.3. Upravljavska provizija

Upravljavska provizija je strošek, ki je povezan z upravljanjem ETF-ja. Ker so ETF-ji pasivno upravljani in se njihova struktura naložb redko spreminja, imajo izredno nizke upravljavske stroške. Upravljavske provizije se med ETF-ji razlikujejo in se v povprečju gibljejo okoli 0,5 % povprečne dnevne čiste vrednosti sredstev na leto oziroma do največ 1,56% letno. Najbolj likvidni ETF-ji, med katere zagotovo sodi (Vanguard Total Stock Market ETF, oznaka VTI), pa dosegajo še precej nižje upravljavske provizije, tudi do 0,07% letno (ETF db).

Upravljavska provizija se plačuje upravljavcu ETF-ja iz naslova prejetih dividend skladno s pravili ETF-ja, kar pomeni, da lastnik delnice ETF-ja prejme dividendo, zmanjšano za znesek upravljavske provizije.

Večina ETF-jev ima tudi celotne stroške poslovanja izražene v odstotku od povprečne čiste vrednosti sredstev (angl. TER – total expense ratio) pod 1%, medtem ko ima večina vzajemnih skladov TER bistveno višje, tudi nad 3%. Po podatkih spletne strani Fool.com so povprečni stroški poslovanja ETF-jev v letu 2007 znašali 0,52%, medtem ko so pri aktivno upravljanih skladih znašali v povprečju 1,34%.

Razlog nižjih celotnih stroškov ETF-jev v primerjavi z aktivno upravljanimi skladi so v tem, ker upravljavci ETF-jev ne potrebujejo dragih svetovalcev in upravljavcev, poleg tega pa jim ni potrebno graditi prodajne mreže, kar občutno zmanjša stroške poslovanja (Rosenberg, 2008, str. 8).

3.5. Vrste naročil

Vlagatelji lahko pri nakupu ali prodaji delnic ETF-ja na borzi uporabijo vse vrste naročil, ki jih uporabljajo pri trgovanju z delnicami. Največkrat vlagatelji uporabljajo tržna in limitirana naročila, saj je izbira odvisno od tega, kako zagreti so za uspešno izpolnjen posel ali koliko so pripravljeni tvegati, da posel ne bo izpeljan. Večina poznavalcev pri trgovanju z delnicami in ETF-ji priporoča uporabo naročil stop, saj naročila ne omejujejo navzgor, imajo pa dobro lastnost zavarovanja pred velikimi izgubami (Jesenek, 2003, str. 37-45).

Tržno ali odprto naročilo (angl. market order) je naročilo, po katerem je v tistem trenutku možno izvršiti transakcijo pod pogojem, da obstaja dovolj velika ponudba in povpraševanje. Na ceno v tem primeru nikakor ne moremo vplivati in tudi naloga, ki je

posredovan v trgovalni sistem, ne moremo preklicati. Odprti nalogi imajo prednost pred limitiranimi naročili, saj vedno predstavljajo najboljšo ponudbo oz. povpraševanje.

Limitirano naročilo (angl. limit order) je naročilo po vnaprej določeni ceni. Zagotavlja, da transakcija ne bo izvršena po ceni, ki bi bila manj ugodna, kot je limitirana cena.

Stop naročilo (angl. stop order) postane tržno naročilo za nakup in prodajo vrednostnih papirjev, ko tržna cena doseže ali preseže stop ceno. Glavna namena uporabe te vrste nalogov sta zavarovanje obstoječih profitov in zmanjševanje morebitnih izgub. Pri nakupih stop naročil poskušamo zavarovati obstoječe pozicije, ko smo vrednostni papir prodali brez kritja (angl. short sale), zato tudi določimo ceno, višjo od trenutne tržne cene.

Tečaj ob zaključku (angl. at the close order) je vrsta naročila, pri katerem dobimo tečaj, ki se oblikuje v zadnjih minutah rednega dela trgovanja. Uporabljajo jih špekulanti, ki računajo, da se bodo tečaji po borznem trgovanju gibali v smeri, ki so jo predvidevali.

Tečaj ob otvoritvi (angl. at the opening order) je vrsta naročila, pri katerem dobimo tečaj, ki se oblikuje v prvih minutah rednega trgovanja.

Zbirna naročila (angl. basket order) uporabljajo finančno močnejši vlagatelji ter institucionalni vlagatelji, in sicer kot pomoč pri izvajanju posebnih strategij (arbitraža, trgovanje parov delnic).

Premikajoče se stop naročilo (angl. trailing stop order) je vrsta prodajnega ali nakupnega naročila, kjer določimo stop ceno za fiksni znesek pod ali nad trenutno tržno ceno. Slaba stran teh nalogov je, da ni nobene garancije, da se bo naročilo izvršilo, ko bo stop cena dosežena.

Zakrito naročilo (angl. iceberg order) - pri tej vrsti naročila je javno viden le del večje količine naročila za nakup in prodajo papirjev, ostalo je skrito. Tako ni možno vedeti, koliko je dejanska velikost naloga v resnici.

3.6. Davčni vidik investiranja v ETF-je

ETF-ji so v primerjavi s sorodnimi oblikami, kot so vzajemnimi skladi, davčno bolj učinkoviti iz dveh razlogov. V prvem primeru je razlog v aktivnem trgovanju, kar povzroči hitrejši obrat delnic v portfelju vzajemnih skladov, to pa povzroči večjo izpostavljenost za plačilo davka na kapitalske dobičke. V drugem primeru pa, ko se vlagatelji odločijo prodati točke vzajemnega sklada, mora upravitelj sklada, v kolikor v portfelju nima denarnih sredstev, prodati sorazmeren del portfelja vrednostnih papirjev, da lahko s tem denarjem izplača investitorje, ki izstopajo iz sklada. Pri prodaji se lahko ustvarijo kapitalski dobički, ki bremenijo investitorje, ki ostanejo v skladu in ne investitorje, ki izstopajo iz sklada.

Za razliko od vzajemnih skladov pa se pri ETF-jih vse aktivnosti prenesejo iz samega ETF-ja na borzo vrednostnih papirjev, kjer vlagatelji kupujejo in prodajajo delnice med seboj. Samemu skladu ni potrebno prodajati vrednostnih papirjev, ki tvorijo portfelj sklada, saj se število delnic ne spremeni. Pride le do prenosa lastništva z enega investitorja na drugega. Vlagatelj, ki želi prodati delnice ETF-ja, jih preprosto proda na borzi nekemu drugemu vlagatelju, davčne posledice pa v tem primeru čuti le prodajalec sam, ostali delničarji ETF-ja pa ne, saj upravljavcu ni potrebno prilagajati premoženja ETF-ja. Izstop investitorjev iz sklada torej ne vpliva na investitorje, ki ostanejo v skladu, za razliko od vzajemnih skladov. Davčna bremena nosi investitor, ki izstopa iz ETF-ja in jih ne more prevaliti na ostale investitorje (Appel, 2007, str. 21-22).

Slovenski vlagatelj, ki trguje z delnicami ETF-ja, ki kotirajo v ZDA, je po Zakonu o dohodnini ZDoh-2, ki je bil objavljen v Uradnem listu RS, št. 117, z dne 16.11.2006 obdavčen enako kot pri prodaji delnic. To pomeni, da investitor v prvih petih letih od nakupa plača 20-odstotni davek na kapitalski dobiček, nato pa vsakih naslednjih pet let 5 odstotnih točk manj. Po 20 letih lastništva je oproščen plačila davka. Pri izplačilu dividend znaša davek 20 odstotkov in ga borzno posredniške družbe že odvedejo, tako da vlagatelju nakažejo neto dividendo.

V kolikor se vlagatelj odloči za odprtje trgovalnega računa pri borznem posredniku za trgovanje v ZDA, mora v izogib plačilu davka izpolniti obrazec W-8BEN, ki potrjuje, da ni državljani ZDA. Slovenija ima z ZDA podpisan sporazum o izogibanju dvojnega obdavčevanja dohodka in premoženja (Uradni list RS, št. 35, 2001).

Napoved za odmero dohodnine od dobička iz kapitala je potrebno pri prodaji ETF-ja oddati v 15 dneh od dneva odsvojitve kapitala, najkasneje pa do 28. februarja tekočega leta za preteklo leto. Za tiste, ki napovedi ne oddajo pravočasno, je določena globa 200 evrov, za navedbo neresničnih ali nepravilnih podatkov pa zavezancu grozi od 400 do 1.200 evrov kazni.

4. OSNOVNE ZNAČILNOSTI ETF-jev

Pomembne prednosti investiranja v ETF-je v primerjavi z aktivno upravljanimi skladi je moč zaznati tudi v visoki likvidnosti in fleksibilnosti trgovanja, saj se z njimi lahko trguje kot z navadnimi delnicami na borzi. Ti instrumenti so zelo transparentni in vlagatelju omogočajo, da z nakupom ene delnice dosežejo ob nižjih posredniških in upravljavskih provizijah visoko stopnjo razpršitve premoženja (Rosenberg, 2008, str. 7).

4.1. Fleksibilnost trgovanja

Z delnicami ETF-jev lahko prosto trgujemo kot z navadnimi delnicami na borzi vrednostnih papirjev v času delovanja trga po vnaprej znani ceni. V primerjavi z vzajemnimi skladi, ki ne kotirajo na borzi, pri nakupu ali prodaji točk sklada ne vemo, po

kateri ceni bomo točko kupili ali prodali, kar lahko pomembno vpliva na rezultat v razmerah visoke volatilnosti na trgu.

Postopek nakupa in prodaje delnic ETF-ja je popolnoma enak nakupu in prodaji katerekoli druge delnice, ki kotira na borzi. Visoka likvidnost in fleksibilnost pri trgovanju vlagatelju omogoča oddajo različnih tipov naročil, kot so tržna, limitirana, stop naročila, prodajo brez kritja (angl. short sale), nakup s kritjem (angl. purchase on margin), ki so značilna ter uporabljena tudi pri trgovanju z ostalimi finančnimi inštrumenti, s katerimi se trguje na borzi.

Za razliko od vzajemnih skladov, kjer se čista vrednost sredstev izračunava enkrat dnevno po koncu trgovanja, se pri ETF-jih t.i. prava vrednost, ki je seštevek tržnih vrednosti posameznih vrednostnih papirjev v skladu, izračunava tekom trgovalnega dne vsakih 15 sekund. Tržna vrednost sklada je v času trgovanja zelo blizu pravi vrednosti, saj zato poskrbijo pooblašene finančne institucije preko postopka arbitraže.

4.2. Stopnja razpršitve in transparentnost

Nakup delnice ETF-ja omogoča vlagateljem, da na enostaven način dosežejo visoko razpršenost premoženja z nižjim zneskom in stroški. Če ETF sledi večjemu delniškemu indeksu, potem lahko svoje premoženje z eno potezo razpršimo na več kot 5000 delnic in s tem odpravimo precejšen del nesistematičnega tveganja in še vedno ohranimo možnost doseganja visokih donosov.

Sestava naložb ETF-ja je v primerjavi z vzajemnimi skladi vedno znana, tako da investitorji točno vedo, katere delnice sestavljajo portfelj ETF-ja, medtem ko ima vlagatelj pri večini vzajemnih skladov vpogled le v 10 največjih naložb sklada.

4.3. Slabosti in tveganja pri trgovanju z ETF-ji

4.3.1. Slabosti trgovanja z ETF-ji

Glavna slabost pri trgovanju z ETF-ji je minimalna fiksna borzno posredniška provizija pri nižjih zneskih trgovanja. Zaradi minimalne fiksne provizije borznega posrednika je v primeru nižjega investiranega zneska provizija pri nakupu ETF-ja lahko precej visoka. V primeru, da bi vlagatelj kupil 10 delnic ETF-ja, ki kotirajo na ameriški borzi po ceni 10 USD, bi znašala borzno posredniška provizija nekaj čez 20 dolarjev, kar bi pomenilo, da znaša provizija borznega posrednika pri investiciji 100 USD več kot 20%.

Naslednja slabost ETF-jev se pokaže tudi pri tistih bolj aktivnih vlagateljih, ki večkrat vstopajo in izstopajo iz posameznih pozicij kot posledica uporabe aktivne strategije trgovanja s ciljem premagati trg. S povečano aktivnostjo trgovanja se lahko stroški trgovanja znatno povečajo, kar pomembno vpliva na končno donosnost naložbe.

Pri investiranju v ETF-je je potrebno biti pozoren tudi na razpon med prodajno in nakupno ceno (cenovni razmik) ter na likvidnost. Vlagatelju se lahko pri manj likvidnih ETF-jih zgodi, da se cena, po kateri se trguje, precej razlikuje od čiste vrednosti sredstev. V primeru, da je cena pri nakupu delnice ETF-ja višja od NAV pri prodaji pa nižja, pomeni, da vlagatelj kupuje ETF s premijo in prodaja z diskontom (Ferri, 2007, str. 68 - 70).

4.3.2. Sistematično tveganje

Sistematično tveganje (angl. non-diversifiable risk) je tveganje, ki je odvisno od splošnih gospodarskih pogojev in ga z razpršitvijo ni mogoče odpraviti. Dejavnikom sistematičnega tveganja (inflacija, obrestne mere, menjalni tečaji, gospodarski cikel in podobno) je izpostavljeno celotno gospodarstvo. Nobenega izmed teh makroekonomskih dejavnikov ni mogoče napovedati z gotovostjo, vendar vsi tako ali drugače vplivajo na donos posamezne delnice (Brigham, Ehrhardt, 2005, str. 146-147).

4.3.2.1. Tveganje inflacije

Nekateri investitorji se zaradi varnosti investiranega premoženja odločajo za naložbe s fiksnimi ali zagotovljenimi obrestnimi merami, kot so na primer obveznice ali celo bančni depoziti. Vendar tu inflacija povzroča tveganje, saj obstaja možnost, da fiksna obrestna mera ne bo v koraku z naraščajočimi cenami storitev in blaga.

4.3.2.2. Tveganje spremembe deviznega tečaja

Pomeni, da bo lahko vlagatelj pri vlaganju v tuji valuti zaradi nihanja deviznega tečaja dosegel nižjo donosnost. Z uporabo izvedenih finančnih instrumentov (v nadaljevanju FI) se lahko vlagatelj zavaruje pred neugodnimi nihanji deviznih tečajev.

4.3.2.3. Tveganje spremembe obrestne mere

Sprememba obrestnih mer je posledica dogodkov in premikov v makroekonomskem svetu. Ko centralna banka te premike zazna, reagira s spremembo obrestne mere, kar celoten finančni sistem premakne v nov ravnotežni položaj. Posledično to vpliva na številne dejavnike finančnega sistema. Tako se denimo spremeni vrednotenje FI, pogoji zadolževanja, privlačnost razvojnih projektov, razmerje med varčevanjem in porabo prebivalstva, tečajna razmerja med valutami itd. Vse opisano pa ima vpliv tudi na vlagateljev portfelj.

4.3.2.4. Deželno tveganje

Predstavlja nevarnost večjih ekonomskih, zakonodajnih ali političnih sprememb v državi, kjer ima vlagatelj sredstva naložena. Tovrstne spremembe namreč lahko povzročijo spremembe v delovanju podjetij ali trgov in zato vplivajo na cene FI.

4.3.2.5. Tveganje spremembe cene

Tveganje spremembe cene (angl. market pricing) se pojavi zato, ker cene vrednostnih papirjev določata ponudba in povpraševanje na trgu, ki ni odvisna od čiste vrednosti sredstev v skladu. To povzroči, da lahko vlagatelji kupijo delnico ETF-ja bodisi s premijo ali z diskontom glede na čisto vrednost sredstev (angl. Net Asset Value - NAV).

4.3.2.6. Tržno tveganje

Tržno tveganje (angl. market risk) je tveganje spremembe cene vrednostnega papirja. Tržne cene vrednostnih papirjev se spreminjajo na dnevni ravni zaradi različnih pričakovanj vlagateljev, ki temeljijo na nepredvidljivih dejavnikih, kot so ekonomske razmere, politični dejavniki, monetarni dejavniki idr.

4.3.2.7. Kreditno tveganje

Kreditno tveganje (angl. credit risk) se nanaša na nezmožnost izdajatelja ETF-ja, da v skladu z dogovori opravi vsa izplačila glavnice in obresti dolžnikom (podjetniških obveznic), kar lahko ogrozi zmožnost izplačila dividend.

4.3.3. Nesistematično tveganje

Nesistematično tveganje (angl. diversifiable risk) je tveganje premoženja, ki ga povzročajo neki slučajni dogodki (stavke, uspešni in neuspešni tržni programi, sklenitev ali izguba pomembne pogodbe, tožbe itd.), značilni za posamezno podjetje. Ravno zaradi slučajnosti takšnih dogodkov je lahko njihov vpliv na celoten portfelj omejen z diverzifikacijo. To pomeni, da lahko z razpršitvijo naložb med različna podjetja izravnavamo neugodne dogodke v enem podjetju z ugodnimi dogodki v drugem podjetju in tako bistveno zmanjšamo tveganje celotnega portfelja (Brigham, Ehrhardt, 2005, str. 146).

4.3.4. Ostala tveganja

Poleg sistematičnega in nesistematičnega tveganja mora vlagatelj pri investiranju v ETF-je biti pozoren tudi na ostala tveganja, ki lahko pomembno vplivajo na končni rezultat. Med ostala tveganja, ki jih mora vlagatelj poznati, sodijo: tveganje zavajajočega imena, likvidnostno tveganje (Seeking Alpha, 2008) in tveganje premajhne diverzifikacije (Inscapital, 2009).

4.3.4.1. Tveganje zavajajočega imena

Tveganje zavajajočega imena (angl. label risk) pomeni, da nas lahko ime določenega ETF-ja zavede pri odločitvi o pozicioniranju na želeno regijo ali državo. Lahko se torej zgodi, da določen ETF v portfelju ne vsebujejo delnic, ki jih vlagatelj pričakuje. V primeru, da bi

se vlagatelj odločil vstopiti na hitro rastoče trge Azijskih tigrov, bi izbral ETF iShares MSCI Pacific Ex-japan (EPP), s katerim bi se močno izpostavil le trgom Avstralije in Nove Zelandije (67%), medtem ko bi bil le z manjšim delom izpostavljen v državah Hong Konga in Singapurja, h katerim se je z nakupom ETF-ja dejanski želel izpostaviti (Seeking Alpha, 2009).

4.3.4.1. Likvidnostno tveganje

Likvidnostno tveganje (angl. spread risk) je tveganje, da na trgu ne bo možno izpeljati prodaje ali nakupa delnice ETF-ja v določenem časovnem obdobju po primerni ceni, ker je zaradi pomanjkanja povpraševanja in ponudbe razlika med najboljšo ceno, po kateri lahko prodamo in ceno, po kateri lahko kupimo delnico ETF-ja, zelo velika.

4.3.4.1. Tveganje premajhne diverzifikacije

Tveganje premajhne diverzifikacije (angl. concentration risk) je tveganje, ki pomembno vpliva na visoko cenovno volatilnost posameznega ETF-ja in je značilno predvsem za sektorske ETF-je. Stopnja diverzifikacije se med ETF-ji zelo razlikuje, zato je potrebno vedno pregledati stopnjo razpršitve, ker se lahko zgodi, da imajo določeni ETF-ji portfelj skoncentriran le v nekaj delnicah.

5. RAZVRSTITEV ETF-jev

5.1. Indeksni, regijski, panožni ETF-ji

Indeksni ETF-ji sledijo določenim splošnim indeksom (angl. broad equity) in zajemajo široko področje. Trije najpomembnejši ETF-ji, ki sledijo trem svetovno najpomembnejšim indeksom, so: Diamonds, ki sledi indeksu Dow Jones Industrial Average ETF (DIA), Spyders, ki sledi indeksu Standard&Poor's 500 Depositary Receipts ETF (SPY) in Qubes, ki sledi indeksu Nasdaq 100 ETF (QQQQ).

Mednarodni ETF-ji (angl. international equity) pokrivajo trge posamezne države, določene regije ali pa širše globalno področje. Pri teh ETF-jih moramo biti pozorni na dve lastnosti. Nekateri od njih so nelikvidni, z zelo majhnim dnevnim trgovalnim prometom in tudi valutna nihanja zelo vplivajo na njihove rezultate. Gibanje delnic teh ETF-jev je tudi težko predvideti, če ne poznamo mednarodnih ekonomskih razmer in valutnih gibanj. Primer mednarodnih ETF-jev sta iShares MSCI Japan Index (EWJ), ki sledi japonskemu indeksu Nikkei 225 in iShares MSCI Germany Index (EWG), ki sledi indeksu MSCI Germany Index.

Panožni ETF-ji (angl. Sector and Industry) so specializirani na posamezno ožje sektorsko področje kot npr. telekomunikacije, nepremičnine, biotehnologija, farmacije, energetika idr. Oblikovani so z namenom, da se vlagatelju ponudi možnost vlaganja v sektor, za

katerega verjame, da ima donosno prihodnost. Primer panožno usmerjenega ETF-ja predstavlja PowerShares Dynamic Pharmaceuticals ETF (PJP).

5.2. Surovinski, obvezniški, denarni in valutni ETF-ji

Surovinski ETF-ji (angl. commodity) so vezani na določeno blago. Delimo jih v tri skupine. V prvo skupino sodijo ETF-ji, ki sledijo vrednosti določenega blaga (npr. zlatu, srebru, soji in nafti), drugi sledijo košarici različnih vrst blaga (PowerShares DB Agriculture ETF, DBA), tretji ETF-ji pa investirajo sredstva v skupino podjetij, ki proizvajajo določeno blago.

Če se odločiš za nakup ETF-ja United States Oil Fund (USO), ki je vezan na določeno blago, npr. nafto, dejansko ne kupiš surovine, ampak portfelj, ki je sestavljen iz terminskih pogodb, katerih namen je oponašati gibanja cene osnovnega inštrumenta (nafte). Sklad ne oblikuje fizične zaloge surovine, katere ceno spremlja, temveč to dosega s portfeljem terminskih pogodb, ki sledijo surovini. V nasprotju s tem pa morata na primer zlati sklad SPDR Gold Trust (GLD) in srebrni iShares Silver Trust ETF (SLV) obvezno držati dejansko zalogo.

Obvezniški (angl. bond) ETF-ji sredstva nalagajo v različne obveznice (državne, podjetniške). Za obveznice velja, da so manj likviden finančni instrument, s katerim se trguje na medbančnem (angl. over the counter) trgu. Glavni igralci na tem trgu so velike banke, ki imajo vlogo vzdrževalca trga in se pojavljajo kot kupci in prodajalci obveznic. Njihov zaslužek predstavlja razliko v ceni (angl. bid-ask spread), katere višina je odvisna od velikosti posamezne izdaje, bonitetne ocene ter števila imetnikov obveznic. Razlika v ceni je razen pri najbolj likvidnih državnih obveznicah relativno visoka, kar predstavlja velik potencialni strošek za investitorje. Naštete značilnosti trgovanja z obveznicami se odražajo v slabi likvidnosti in netransparentnosti trga, kar še zlasti velja za pretežni del podjetniških izdaj. Drugače velja za obvezniški ETF Barclays SPDR Capital Long Credit Bond ETF (LWC), ki vlagateljem zaradi visoke likvidnosti omogoča večjo dostopnost in aktivnost tudi na obvezniškem trgu.

Denarni ETF-ji (angl. money market) sredstva nalagajo v instrumente denarnega trga in so konkurenca bančnim depozitom. Ponujajo tržne donose z zagotavljanjem likvidnosti in dostopnosti sredstev.

Namen ETF-jev, ki so vezani na valute (angl. currency), je z enostavno transakcijo omogočiti vlagatelju slediti gibanju določene valute ali več valut. Obstaja več različnih valutnih ETF-jev. Poznamo posamezne (FXE) in kompletne (DBV) ETF-je, ki so bodisi pasivno ali aktivno upravljani. Na primer Rydexov Euro Currency Shares (FXE) je pasivni produkt in predstavlja le gibanje tečaja evra proti dolarju, medtem ko je PowerShares DB G10 Currency Harvest Fund (DBV) aktivno upravljani valutni ETF, ki sledi namensko oblikovanemu indeksu G10 Currency Future Harvest Index, ki ga sestavlja deset valut

skupine G10 (ameriški dolar, evro, jen, kanadski dolar, švicarski frank, britanski funt, avstralski dolar, novozelandski dolar, norveška in švedska krona).

5.3. Inverzni, z vzvodom in izvedeni ETF-ji

Poleg klasičnih ETF-jev, kjer je vlagatelj udeležen pri razvoju osnovnega instrumenta v razmerju ena proti ena, obstajajo ETF-ji, ki vsebujejo element vzvoda ter inverznega gibanja. Tako imajo investitorji bližnjico do "hedge" strategij, ki jih hedge skladi drago prodajajo. Pri nakupu klasičnega ETF-ja SPDR S&P 500 (SPY), ki sledi indeksu S&P500 vlagatelj v primeru, da S&P 500 pridobi 2 odstotka, pridobi ETF ravno tako 2 odstotka.

Z ETF-ji, ki obratno sledijo določenim indeksom (angl. Short ETF), lahko vlagatelji na preprost način izkoriščajo padce na finančnih trgih. Ti ETF-ji so zasnovani tako, da se gibljejo v obratni smeri kot indeks, kateremu sledijo. V primeru, da indeks S&P 500 pada, inverzni ETF ProShares Short S&P500 ETF (SH) raste in obratno. Obstajajo pa tudi ETF-ji, ki so zasnovani tako, da se gibljejo skladno z indeksi, vendar dvakratno (angl. UltraShort in UltraLong) v obe smeri. Ko S&P 500 zraste, zraste vrednost ProShares Ultra S&P500 ETF (SSO) za dvakrat toliko in enako velja pri gibanju navzdol, medtem ko ProShares UltraShort S&P500 (SDS) pade dvakrat toliko in obratno. Obstajajo tudi ETF-ji, ki se gibljejo trikratno v obe smeri (angl. TripleShort in TripleLong) glede na spremembo osnovnega instrumenta, ki mu sledijo.

Z zgoraj omenjenimi ETF-ji lahko vlagatelj trguje na različne načine. Če je mnenja, da bo delniški indeks S&P 500 pridobil na vrednosti, kupi klasičen ETF ali z vzvodom. Če pa pričakuje nasprotno, se lahko odloči za Short, UltraShort in TripleShort različico ETF-ja (www.risk.si).

Obstajajo tudi določene vrste izvedenih ETF-jev (angl. derivative), katerih portfelj ni sestavljen iz lastniškega kapitala (delnic) ampak iz izvedenih inštrumentov, kot so terminske pogodbe in opcije.

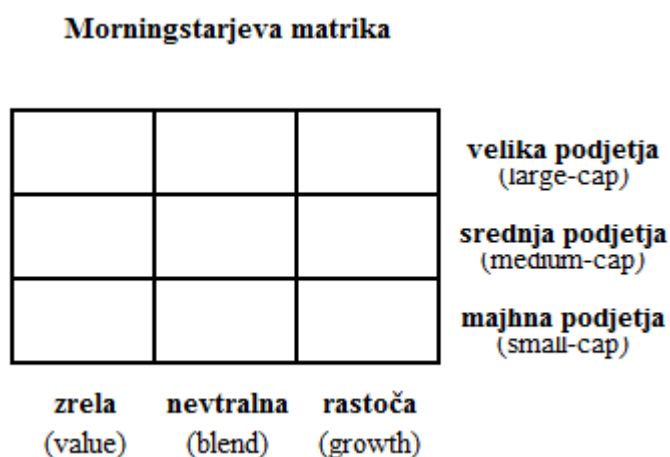
5.4. ETF-ji, ki sledijo naložbenemu stilu in tržni kapitalizaciji

Obstajajo ETF-ji, ki sledijo določenemu naložbenemu stilu in tržni kapitalizaciji (angl. style ETFs). Naložbeni stil ETF-ja določa Morningstarjeva matrika, ki ETF-je glede na to, katera podjetja ima v svojem portfelju, razdeli po tipu in velikosti.

Glede na tip ločimo ETF-je, ki imajo v portfelju zrela (value), nevtralna (blend) in rastoča (growth) podjetja. Kriteriji, po katerih jim določijo tip, so relativni kazalniki vrednotenja (cena delnice / pričakovani dobiček na delnico, cena delnice / knjigovodska vrednost delnice, dolgoročne prihodnje rasti dobička in prodaje idr.).

Po tržni kapitalizaciji pa ločimo ETF-je z visoko (angl. large-cap), majhno (small-cap) in srednjo (mid-cap) tržno kapitalizacijo. Velika podjetja so tista, ki skupaj tvorijo 70% tržne kapitalizacije, srednje velika so tista, ki predstavljajo naslednjih 20%, ostala pa so majhna podjetja. Tržna kapitalizacija podjetij, katerih delnice ima v lasti posamezni ETF, se izračuna na podlagi geometrične sredine tržne kapitalizacije posameznih podjetij, ki je seštevek produktov deleža, ki ga ima neko podjetje v skladu, in tržne kapitalizacije tega podjetja.

Slika 4: Morningstarjeva matrika (angl. morningstar Style Box)



Vir: Morningstar Style Box, 2004.

Primer stilskega ETF-je je SPDR Dow Jones Large Cap Value ETF (ELV), ki sledi indeksu Dow Jones U.S. Large Cap Value Index, ki vključuje mešana podjetja z visoko tržno kapitalizacijo.

5.5. Novosti in sorodne oblike

Zaradi vse večje popularnosti ETF-jev se iz dneva v dan pojavlja vse večja potreba po inovacijah, povezanih z njimi. Nekatero pomembnejše novosti, ki so se pojavile v zadnjem času, so skladi ETF skladov (Global Asset Portfolio, PTO) in aktivno upravljani ETF-ji (PowerShares Active Alpha Multi-Cap, PQZ).

Vsi kotirajoči indeksni skladi oziroma ETF-ji so bili do sredine marca 2008 pasivno upravljani. To ne pomeni, da se sestava njihovega premoženja ni spreminjala. Vsakokrat ko je prišlo do spremembe v sestavi borznega indeksa (prevzem, združitev ali cepitev), se je tem spremembam morala prilagoditi tudi sestava ETF-ja, ki je sledila indeksu.

Sredi marca leta 2008 je ameriška investicijska banka Bear Stearns na trg lansirala prvi aktivno upravljani ETF, ki je kotiral na ameriški borzi pod imenom Bear Stearns Current Yield Fund (oznaka YYY). Zaradi neugodnih razmer na finančnih trgih so ga že čez dobre pol leta v začetku oktobra istega leta likvidirali. Uvedba aktivnih ETF-jev je odprla trg širši

množici vlagateljev. Konec marca 2010 se je število aktivno upravljanih ETF-jev povzpelo na petindvajset.

Poleg aktivno upravljanih ETF-jev so zadnja novost ETF-ji, ki sledijo filozofiji kontra investiranja. Kontra investitor je tisti, ki poskuša doseči dobiček tako, da počne ravno nasprotno kot množica. Cilj upravljavcev takšnih ETF-jev je uvrstiti tiste delnic v portfelj, za katere menijo, da so napačno ovrednotene. JETS Contrarian Opportunities Index Fund (JCO) je prvi ETF, ki poskuša s pomočjo strategije kontra investiranja slediti uspešnosti indeksa Dow Jones U.S. Contrarian Opportunities Index. Upravitelj ETF-ja izbira med 125 ameriški delnicami, ki so vključene v primerjalni indeks. Delnice po določenih kvalitativnih kriterijih izbirajo in menjajo vsake pol leta.

V glavne ETF kategorije nekateri uvrščajo tudi ETN-je (angl. exchange traded notes), za katere menijo, da so mlajši bratci ETF-jev. Pri ETN-jih gre za zapise dolžniških vrednostnih papirjev, ki zapadejo na določen dan v prihodnosti. V ozadju imajo samo finančno institucijo (največkrat večje banke) in ne konkretne vrednostne papirje tako kot pri ETF-jih. Zato so s tega vidika bolj tvegani kot ETF-ji, saj lahko finančna institucija propade. Na primer iPath (SM) MSCI India Index (SM) ETN z oznako INP, ki sledi indeksu MSCI India Total Return Index, zapade leta 2036.

5.6. Večji izdajatelji ETF-jev v ZDA

Zaradi vedno novih oblik se števil novo izdanih ETF-jev iz dneva v dan povečuje. Trenutno je v ZDA 46 izdajateljev ETF-jev, ki se razlikujejo predvsem po številu izdanih ETF-jev, višini sredstev v upravljanju, po trgovanem prometu, likvidnosti njihovih produktov ter glede na letno upravljavsko provizijo.

Tabela 1: Pet največjih izdajateljev ETF v ZDA

Izdajatelj ETF-ja	Število izdanih ETF-jev
iShares	220
Invesco PowerShares	143
ProShares	115
State Street	99
Vanguard	64

Vir: ETFdb.com, Oktober 2010.

Tabela 2: Pet največjih ETF-jev po trgovanem prometu

Ime ETF-ja	Simbol	Promet v številu delnic ETF-ja
SPDR S&P 500	SPY	175.446.000
Financial Select Sector SPDR	XLF	75.944.700
PowerShares QQQ	QQQQ	67.675.700
iShares MSCI Emerging Markets Index	EEM	66.389.000
iShares Russell 2000 Index	IWM	55.759.200

Vir: ETFdb.com, Oktober 2010.

Tabela 3: Pet ETF po najnižjih stroških upravljanja

Ime ETF-ja	Simbol	Upravljavska provizija
Vanguard S&P 500 ETF	VOO	0.06%
Schwab U.S. Broad Market ETF	SCHB	0.06%
Vanguard Total Stock Market ETF	VTI	0.07%
Schwab U.S. Large-Cap ETF	SCHX	0.08%
SPDR S&P 500	SPY	0.09%

Vir: ETFdb.com, Oktober 2010.

V tabeli 2 so ETF-ji razvrščeni glede na povprečen trgovalni promet, ki pokaže s katerimi ETF-ji so vlagatelji v preteklih mesecih najbolj trgovali. Pri razvrstitvi ETF-jev glede na trgovalni promet je upoštevana 125 – dnevna eksponentna drseča sredina, ki daje večjo težo zadnjim podatkom. V tabeli 3 so ETF-ji razvrščeni glede na letno upravljavsko provizijo.

6. UPRAVLJANJA ETF PORTFELJA

Upravljanje lastnega portfelja se v osnovi deli na aktivno in pasivno upravljanje. S pasivnim upravljanjem skuša investitor doseči razpršenost premoženja, ki bo po donosnosti sledila donosnosti trga kapitala. V tem primeru analiza posameznih vrednostnih papirjev načeloma ni potrebna, saj premoženje po strukturi posnema katerega od uveljavljenih borznih indeksov. Pri aktivnem upravljanju pa je prav analiza vrednostnih papirjev ključnega pomena, saj ugotavlja, ali trg pravilno vrednoti preučevani vrednostni papir ali ne.

ETF-ji vlagateljem in upravljavcem različnih premoženj, ki investirajo sredstva v različne finančne oblike, ponujajo različne (aktivne in pasivne) investicijske strategije, s katerimi poskušajo doseči čim boljše rezultate bodisi na kratek, srednji ali dolgi rok. V veliki večini jim ETF-ji predstavljajo osnovne naložbe za diverzifikacijo portfelja, ker ponujajo izpostavljenost na skoraj vse svetovne delniške in obvezniške trge ter s tem zagotavljajo enostavno in primerno pot k prilagajanju portfelja.

6.1. Pasivni pristopi k investiranju

Pasivni način investiranja uporabljajo investitorji, ki nimajo posebnega znanja o trgu vrednostnih papirjev in ne spremljajo borznega dogajanja. Pasivni pristop je primeren tako za manjše investitorje, ki zaradi pomanjkanja časa ali znanja ne morejo namenjati dovolj pozornosti dogajanju na trgu kapitala, kot za profesionalne investitorje (Kleindienst, 2001, str. 87).

Pasivni pristop k investiranju je zelo enostavna in učinkovita strategija investiranja, ki zahteva visoko stopnjo samodiscipline. Primerna je za tiste, ki verjamejo, da bodo na podlagi tega pristopa na daljši rok uspešni.

Pri uporabi pasivne strategije investitor investira v več različnih ETF-jev, ki v večini sledijo izbranim delniškim indeksom. Portfelj, ki ga sestavljajo različni ETF-ji, je zasnovan na osnovi dolgoročnih ciljev vsakega posameznega investitorja. Pasivni investitorji ne delajo projekcij za prihodnje gibanje trga vrednostnih papirjev in gospodarstva. Prav tako ne poskušajo najti podcenjenih delnic z namenom ustvarjanja višjih potencialnih donosov, ker preprosto verjamejo, da trga ne morejo premagati.

6.1.1. Strategija »kupi in drži«

Strategija kupi in drži (angl. buy and hold) pomeni, da se investitor odloči ustvariti razpršen globalni portfelj, sestavljen iz stroškovno ugodnih (delniških in obvezniških) ETF-jev, ki sledijo tržnim indeksom in s katerimi poskuša doseči pravo razmerje med pričakovanim tveganjem in zahtevano donosnostjo na daljši rok.

Spremembe v strukturi portfleja se največkrat opravijo po enem letu ali prej v primeru, da sestava portfelja bistveno odstopa od zastavljenih dolgoročnih ciljev, bodisi zaradi potreb po likvidnih sredstvih ali želje po dodatnih vlaganjih. Pri sestavi razpršenega globalnega ETF portfelja je potrebno upoštevati tudi korelacijo med posameznimi ETF-ji, ki mora biti čim manjša, ker se s tem zmanjša tveganje celotnega portfelja (Richard A. Ferri, 2007).

6.1.2. Strategija »jedra in satelita«

Veliko kritik leti na račun pasivnega pristopa k investiranju, češ da s takšnim pristopom donosnosti trga ne moremo premagati, lahko ji le sledimo. Kar tudi drži. V primeru, da investitor želi sprejemati nekoliko višje tveganje, potem lahko uporabi strategijo »jedra in satelita« (angl. core and satellite), ki združuje tako aktivni kot pasivni pristop k trgom in omogoča, da dosežemo donos, ki se bistveno razlikuje od tržnega (iShares, 2008).

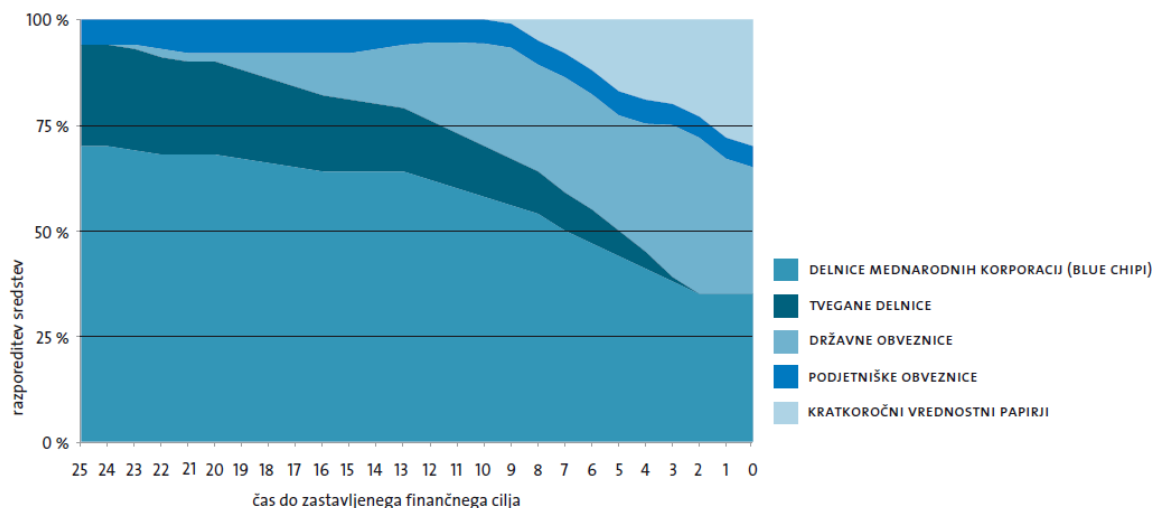
Pri uporabi strategije »jedra in satelita« (angl. core and satellite) vlagatelj portfelj razdeli na dva dela. Prvi večji del oziroma jedro naložbe (angl. core) na daljši rok usmeri v ETF-je, ki pokrivajo celoten trg (npr. Vanguard Total Stock Market ETF, VTI) in ob nižji upravljalški proviziji (0,07%) zasledujejo povprečno donosnost določenega trga. Drugi, manjši del naložbe pa usmeri v ožje geografsko ali panožno usmerjene ETF-je t.i. satelite (angl. satellite), ki so bodisi sektorski ETF-ji ali taki, ki sledijo indeksu posamezne države ali geografske regije s katerimi vlagatelj išče večje potencialne donose. Da je takšna strategija uspešna, morajo biti izbrani sateliti v nizki korelaciji z ETF-ji, ki sestavljajo jedro naložbe.

6.1.3. Strategija upravljanja sredstev po načelu življenjskega cikla

Življenjske navade se z leti spreminjajo, prav tako se z leti spreminjajo tudi zahteve vlagateljev pri investiranju v vrednostne papirje. Strategija upravljanja sredstev po načelu življenjskega cikla (angl. lifecycle investing) omogoča vlagatelju, da si lažje oblikuje in

upravlja svoj ETF portfelj znotraj različnih življenjskih obdobj. Takšna strategija je primerna za vlagatelje, katerih cilj je generirati zmerno premoženje in ga ohranjati do upokojitve.

Slika 5: Primer strukture naložb glede na dobo varčevanja



Vir: Naložbenik, številka 5, 2008, str.16.

Strategija življenjskega cikla je najbolj pogost pristop pri izbiri finančnih instrumentov. Pristop temelji na finančnih obdobjih posameznega investitorja med njegovim življenjem. V sliki 5 je prikazan primer sistematičnega prilagajanje naložbene strukture portfelja v času trajanja varčevanja. V prvih letih varčevanja je naložbena struktura vlagateljevega portfelja bolj tvegana (več delniških naložb) z višjim potencialom rasti. S približevanjem koncu varčevanja pa se naložbe prelivajo v manj tvegane obvezniške in denarne naložbe s čimer zavarujemo že ustvarjene donose in preprečimo večje izgube ob morebitnih večjih korekcijah.

6.2. Aktivno investiranje

Aktivno investiranje temelji na strateški razporeditvi premoženja, kjer z načrtnim iskanjem trenutno nerealno ovrednotenih vrednostnih papirjev (precenjenih ali podcenjenih) poskušamo doseči višjo donosnost, kot če bi sestavo portfelja pustili enako na dolgi rok.

Aktivni vlagatelji namenjajo tveganju veliko pozornost in se mu izpostavljajo le v okviru vnaprej določenih omejitev. Delež posameznih naložbenih skupin v portfelju običajno spreminjajo na četrtni, polletni ali letni ravni. Aktivni vlagatelji veliko pozornost namenjajo tako temeljnim dejavnikom, ki vplivajo na vrednosti tečajev, uspešnosti poslovanja, tveganju in dogajanju v ekonomiji, kot tehničnim dejavnikom.

Aktivni pristop k investiranju uporablja investicijske strategije, s katerimi poskušamo premagati povprečne donosnosti finančnih trgov. Aktivni vlagatelji se zanašajo na raziskave, tržne napovedi in na njihovo lastno presojo in izkušnje pri selekciji vrednostnih

papirjev, ki so primerni za nakup ali prodajo. Za razliko od vlagateljev, ki uporabljajo pasivni pristop k trgom, jih povprečne donosnosti trgov ne zanimajo.

Kljub temu da se zavedajo, da le peščica aktivnih upravljavcev presega tržne donosnosti, se vseeno poslužujejo aktivnega pristopa k investiranju z željo po doseganju precej višjih donosov. Velika večina aktivnih vlagateljev je prepričanih, da bodo nekega dne našli metodo, s katero bodo konstantno premagovali tržne donosnosti.

V strokovni literaturi lahko najdemo milijone različnih načinov, kako lahko investitorji uporabljajo ETF-je pri aktivnem upravljanju svojega premoženja. Vse aktivne strategije trgovanja, ki jih lahko uporabimo pri trgovanju z delnicami, lahko uporabimo tudi pri trgovanju z ETF-ji.

7. SKLEP

Zaradi stalne konkurence med ponudniki finančnih storitev se na trgih pojavljajo vedno novi finančni produkti, ki vlagateljem ponujajo nove možnosti za investiranje. Med takšne produkte uvrščamo tudi Kotirajoče indeksne sklade oziroma krajše ETF-je, ki so se konec prejšnjega stoletja izkazali kot ena najpomembnejših novosti na trgu kapitala.

Ideja snovalcev ETF-jev je bila pripraviti produkt, ki bo združeval pozitivne lastnosti vzajemnih skladov in investicijskih družb. Začetki ETF-jev segajo v leto 1992, ko je družba Leland, O'Brien, Rubenstein Associates (LOR) kmalu po finančni krizi leta 1987 ponudila zelo kompleksen in drag finančni produkt imenovan SuperTust. Združeval je strukturo zaprtih investicijskih družb in vzajemnih skladov in je sledil indeksu S&P500. Zaradi zapletenosti in visokih stroškov nastanka se z njimi ni nikoli aktivno trgovalo, zato je bil produkt kmalu tudi likvidiran (Richard A. Ferri, 2007, str. 12,13).

Prelomnico in nagel razvoj ETF-jev se je začel januarja leta 1993 z ustanovitvijo prvega ETF-ja, ki je prav tako sledil indeksu S&P500. Ob sodelovanju State Street Global Advisors (SSGA) in ameriške borze AMEX je bil ustanovljen ETF z imenom Standard & Poors Depositary Receipts (SPDRs). Vlagatelju je omogočil z eno potezo premoženje razpršiti v košarico vrednostnih papirjev, ki so sledili indeksu S&P500.

Z večanjem števila in pojavom vedno novih oblik se je priljubljenost ETF-jev naglo povečuje. Poleg visoke fleksibilnosti pri trgovanju in majhnim začetnim vložkom ETF-ji vlagatelju omogočajo z eno potezo sredstva razpršiti med vsa podjetja, ki sestavljajo nek borzni indeks, kar precej zmanjša tveganje naložbe.

Z ETF-ji se trguje tako na primarnem trgu kot sekundarnem trgu, borzi. Trgovanje na primarnem trgu je rezervirano za večje institucionalne vlagatelje, ki jim preko procesa ustvarjanja in izničenja delnic ETF-ja omogočajo ustvarjati dobiček, medtem ko je manjšim vlagateljem omogočeno le trgovanje na sekundarnem trgu oziroma borzi.

Pri trgovanju z ETF-ji igrajo zelo pomembno vlogo stroški, povezani s trgovanjem. Vlagatelji imajo doma in v tujini možnost trgovanja po klasičnih borznih poteh preko borznika ali preko spletnih trgovalnih platform, ki so s stroškovnega vidika bistveno bolj ugodne, ampak zaradi kompleksnosti uporabe jih manj izkušeni vlagatelji uporabljajo le v manjšem obsegu.

Ker se vse več vlagateljev zaveda, da je dolgoročno zelo težko konstantno premagovati donose tržnih indeksov, postaja pasivno investiranje vse bolj priljubljeno. Ker so ETF-ji zasnovani tako, da namesto aktivnega iskanja dobre kombinacije naložb vlagatelju ponujajo tesno sledenje določenemu borznemu indeksu, regiji, surovini idr., lahko trdimo, da se bo priljubljenost ETF-jev v prihodnje le še stopnjevala.

LITERATURA IN VIRI

1. Appel (2007). Investing with Exchange-Traded Funds Made Easy. New Jersey: Financial Times.
2. Belavič (2005). Primerjava indeksnih vzajemnih skladov in ETF-jev (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
3. Benning F. (2007). Trading Strategies Capital Markets. McGraw-Hill eBooks.
4. Bogle C. (2007). The little book of common sense investing. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
5. Brigham F., Ehrhardt C. (2005). Financial Management: Theory & Practice, 11th. Atlanta: Thomson-Southwestern Publishing.
6. Carrel (2008). ETFs for the Long Run: What they are, how they work, and simple strategies for successful long – term investing. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
7. Dolžan (2005). Kotirajoči indeksni skladi (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
8. Dutram E.: Contrarian ETF. Najdeno 19. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.bullfax.com/?q=node-contrarian-etf-new-javelin-funds>.
9. ETF db: The Guide to ETF Investing: All ETF Issuers. Najdeno 21. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://etfdb.com/issuers>
10. ETF db: The Guide to ETF Investing: Compare ETFs. Najdeno 21. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://etfdb.com/compare>
11. ETF db: The Guide to ETF Investing: How to Build a Simple and Effective All-ETF Portfolio. Najdeno 21. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://etfdb.com/library/how-to-build-a-simple-and-effective-all-etf-portfolio>
12. ETFGuide: The History of Exchange-Traded Funds. Najdeno 21. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.etfguide.com/exchangetradedfunds.htm>
13. Ferri A. (2007). The ETF Book All You Need to Know About Exchange-Traded Funds. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
14. Gastineau L. (2002). The exchange-traded funds manual. New York: John Wiley and Sons.
15. GBD, Finport: ETF skladi. Najdeno 6. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.finport.si/dokument.aspx?id=183&mid=>
16. Hehn (2005). Exchange traded funds: Structure, Regulation and application of a new fund class. Berlin: Heidelberg.
17. ICI Research: Investment Company Fact Book. Najdeno 6. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.icifactbook.org>
18. INS Capital Management: Understand the Risks Associated with ETFs. Najdeno 6. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.inscapital.com/ETFrisks.html>
19. Jakše (2005). Primerjalna analiza kotirajočih indeksnih skladov in indeksnih vzajemnih skladov (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
20. Jesenek (2003). Vodnik za preračunljivo investiranje. Velenje: Založba Pozoj.
21. Johnston M.: Ten ETF Stats That Will Shock You. Najdeno 10. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://etfdb.com/2010/ten-etf-stats-that-will-shock-you>
22. Keane B.: HOLDRs Vs. ETFs: What Investors Should Know. Najdeno 18. maja 2010 na spletnem naslovu http://www.investmentadvisor.com/News/2005/8/Pages/HOLDRs-Vs-ETFs-What-Investors-Should-know.aspx?utm_source=15098&utm_medium=redirect&cmpid=redirect
23. Kennedy M.: 13 Types of ETFs. Najdeno 10. januarja 2010 na spletnem naslovu http://etf.about.com/od/typesofetfs/tp/4_Types_of ETFs.htm
24. Kidwell S., Peterson L., Blackwell W (1997). Financial Institutions, Markets and Money (IV). Fort Worth: The Dryden Press.

25. Kleindienst (2001). Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana: GV Založba.
26. Kolander (2006). ETF Indeksni skladi (diplomsko delo). Maribor: Ekonomsko - poslovna fakulteta.
27. Lisa S. A Guide To Core/Satellite Investing. Najdeno 20. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/08/core-satellite-investing.asp>
28. Lofton (2008). Getting Started in Exchange Traded Funds (ETFs). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
29. Lydon T.: 3 Key Differences Between ETFs and HOLDERS. Najdeno 10. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://seekingalpha.com/article/111996-3-key-differences-between-etfs-and-holders>
30. Lydon T. New Actively Managed ETF From Grail Advisors. Najdeno 10. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://seekingalpha.com/article/94883-new-actively-managed-etf-from-grail-advisors-bye-bye-yyy>
31. Mamudi S.: Indexes beat most managers. Najdeno 21. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.marketwatch.com/story/indexes-beat-most-actively-managed>
32. Masterdata: Top 200 Trade Volume ETFs By Descending PerCent Change. Najdeno 18. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.masterdata.com>
33. Mastnak (2003). Analiza trgovanja z delniškimi indeksi na primeru Exchange Traded Funds (magistrsko delo). Maribor: Ekonomsko - poslovna fakulteta.
34. Mastnak S.: Indeksni skladi - z nižjimi stroški do višjih donosov. Najdeno 10. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/118983>
35. McWhinney J. Active vs. Passive ETF Investing. Najdeno 8. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/05/activepassive.asp>
36. McWhinney J. An Inside Look At ETF Construction. Najdeno 8. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/05/062705.asp>
37. Moja delnica BPH: Vrste tveganj. Najdeno 6. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.moja-delnica.si/igraj/index.php?id=150>
38. Nigam S. ActiveETFs. Najdeno 6. maja 2010 na spletnem naslovu <http://finance.yahoo.com/news/Low-Volume-Active-ETFs-Are-etfsa-712433317.html?x=0&.v=1>
39. Rosenberg M., Weintraub T. & Hyman S. (2008). ETF Strategies and Tactics, Hedge your portfolio in a changing market. McGraw-Hill eBooks.
40. Rozman J. Bear Stearns s prvim aktivno upravljanim ETF-jem. Najdeno 6. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.finance.si/208432>
41. SEC: National securities exchanges. Najdeno 22. decembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrexchanges.shtml>
42. Seddik A. (2006). Exchange traded Funds as an Investment Option. New York: Palgrave Macmillan.
43. Šoba (2004). Indeksni vzajemni skladi (diplomsko delo). Maribor: Ekonomsko - poslovna fakulteta.
44. Turnšek (2008). Varčevanje v delnicah in doseganje dolgoročnih finančnih ciljev (diplomsko delo). Koper: Fakulteta za management.
45. UBS: Core Satellite Investment Approach. Najdeno 20. maja 2010 na spletnem naslovu http://www.ubs.com/1/e/wealthmanagement/wealth_management_singapore/investing/investing_approach/core_satellite.html
46. Ugovšek J. Do tujih delnic najceneje prek spleta. Najdeno 6. januarja 2010 na spletnem naslovu http://www.finance.si/moje_finance/?266209
47. Uradni list RS, št. 35/2001. Najdeno 19. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.uradni-list.si/1/objava.jsp?urlmpid=200127>

48. Verdenik (2006). Kotirajoči indeksni vzajemni skladi (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
49. Vollmaier G. Vzajemni skladi ali ETF-i, to je zdaj vprašanje. Najdeno 9. februarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.problog.si/Home/entryid/25/Vzajemni-skladi-ali-ETF.aspx>
50. Vrbole T. ETF z vzvodom obdavčen enako kot delnice. Najdeno 18. maja 2010 na spletnem naslovu http://www.risk.si/index.php?option=com_myblog&show=ETF-z-vzvodom-obdavA-en-enako-kot-delnice.html&Itemid=1
51. Wiandt, McClatchy (2002). Exchange Traded Funds. New York, John Wiley and Sons.
52. Wild (2007). Exchange Traded Funds for Dummies. Indianapolis, Indiana: Wiley Publishing.
53. Wolfinger D. (2005). Create your own hedge fund: Increase profits and reduce risks with ETF and options. New Jersey : John Wiley and Sons.

PRILOGE

Priloga 1: Slovar tujih izrazov

Tuj izraz	Slovenski prevod
At the close order	Naročilo po tečaju, ki se oblikuje ob zaključku trgovanja.
At the opening order	Naročilo po tečaju, ki se oblikuje ob odprtju trgovanja.
Authorized participant	Pooblašчени udeleženci trga
Basket order	Zbirna naročila
Bid - ask spread	Cenovni razmik
Buy and hold strategy	Strategija kupi in drži
Concentration risk	Tveganje premajhne razpršitve
Core and satellite	Osrednja naložba (jedro) in sateliti
Creation and redemption process	Proces ustvarjanja in izničevanja delnic
Creation unit	Ena ustvarjena enota ETF-ja.
Depository Trust Company	Skrbniška družba
Discount broker	Borzni posredniki, ki ne nudijo svetovalnih storitev.
Diversifiable risk	Nesistematično tveganje
Dividend drag	Dividendna ovira
Fund manager	Upravitelje sklada
Icerberg order	Zakrito naročilo
Index provider	Oskrbovalec indeksa
In-kind transaction	Transakcija delnica za delnico
In-kind transfer	Trgovanje delnica za delnico
Large Cap	Visoka tržna kapitalizacija
Lifecycle investing	Strategija upravljanja po načelu življenjskega cikla.
Market makers	Vzdrževalec trga
Market risk	Tržno tveganje
Mid Cap	Srednja tržna kapitalizacija
Mini futures contracts	Mini terminske pogodbe
Money market	Denarni trg
Net Asset Value	Čista vrednost sredstev
Non-diversifiable risk	Sistematično tveganje
Over the counter	Trgovanje prek okenc
Purchase on margin	Nakup s kritjem
Rebalancing	Spremembe v sestavi indeksa.
Short sale	Prodaja brez kritja
Small Cap	Majhna tržna kapitalizacija
Spread risk	Likvidnostno tveganje
Standard & Poors Depository Receipts	Prvi ustanovljeni kotirajoči indeksni sklad.
Total expense ratio	Celotni stroški poslovanja
Tracking error	Sledilna napaka
Trailing stop order	Premikajoče stop naročilo