UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

KOTIRAJOČI INDEKSNI SKLADI

Ljubljana, september 2005 PETER DOLŽAN

IZJAVA

Študent PETER DOLŽAN izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. SILVE DEŽELAN in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 9. septembra 2005 Podpis: _____

KAZALO

UVOD **1**

1. INDEKSNI VZAJEMNI SKLADI **2**

1.1. OPREDELITEV VZAJEMNIH IN INDEKSNIH VZAJEMNIH SKLADOV 2
1.2. ZGODOVINA INDEKSNIH VZAJEMNIH SKLADOV 3
1.3. ZNAČILNOSTI INDEKSNIH VZAJEMNIH SKLADOV 4
1.4. POMEN INDEKSOV PRI INDEKSNEM INVESTIRANJU 5
1.4.1. Dow Jones Industrial Average *7*
1.4.2. S&P 500 ..... *8*
1.4.3. Nasdaq Composite *8*
1.4.4. Wilshire 5000 ..... *9*
1.4.5. Russell 2000 ..... *9*
1.4.6. Mednarodni borzni indeksi *9*
1.4.7. Panožni indeksi *10*
1.5. IZDAJANJE IN ODKUPOVANJE ENOT INDEKSNEGA VZAJEMNEGA SKLADA 10
1.6. PREDNOSTI IN SLABOSTI VLAGANJA V INDEKSNE VZAJEMNE SKLADE 12
1.7. STROŠKI VLAGANJA V INDEKSNE VZAJEMNE SKLADE 13
1.8. TRŽENJE SKLADOV 13
1.9. INDEKSNI VZAJEMNI SKLADI IN SLOVENIJA 14

2. KOTIRAJOČI INDEKSNI SKLADI OZ. ETFji **15**

2.1. ZGODOVINA KOTIRAJOČIH INDEKSNIH SKLADOV 15
2.2. PREGLED STANJA NA PODROČJU KOTIRAJOČIH INDEKSNIH SKLADOV 17
2.2.1. Kotirajoči indeksni skladi po svetu *18*
2.2.2. Primerjava med Evropo in ZDA *19*
2.3. ORGANIZACIJSKE OBLIKE KOTIRAJOČIH INDEKSNIH SKLADOV 21
2.3.1. Vzajemni ETF sklad *21*
2.3.2. Neupravljani sklad *21*
2.3.3. Neposredno lastništvo *22*
2.4. DELITEV KOTIRAJOČIH INDEKSNIH SKLADOV 23
2.5. IZDAJA IN ODKUP DELNIC PRI KOTIRAJOČIH INDEKSNIH SKLADIH 24
2.6. TRGOVANJE Z INDEKSNIMI DELNICAMI NA SEKUNDARNEM TRGU KAPITALA 25
2.7. STROŠKI VLAGANJA V KOTIRAJOČE INDEKSNE SKLADE 27
2.8. TVEGANJA PRI VLAGANJU V KOTIRAJOČE INDEKSNE SKLADE 29
2.9. PRIMERJAVA MED ETFJEM ISHARES S&P 500 IN ETFJEM SPDR 30

3. PRIMERJAVA MED KOTIRAJOČIMI INDEKSNIMI SKLADI IN INDEKSNIMI VZAJEMNIMI SKLADI **33**

3.1. OBDAVČITEV DONOSOV 33
3.2. STROŠKI VLAGANJA 34
3.3. DONOSNOST IN SLEDILNA NAPAKA 35

4. KOTIRAJOČI INDEKSNI SKLADI IN SLOVENIJA **37**

SKLEP **40**

LITERATURA **42**

VIRI **43**

UVOD

Kotirajoči indeksni skladi so vrsta investicijskih skladov in relativno nov finančni instrument. Obseg sredstev v upravljanju kotirajočih indeksnih skladov se v svetu povečuje iz leta v leto. V prihodnje utegnejo postati ena najpomembnejših vrst investicijskih skladov. Investicijski skladi doma in v tujini zapolnjujejo vrzel med profesionalnim upravljanjem premoženja in samostojnim vlaganjem na borzi. V zadnjem času pa vedno bolj predstavljajo alternativo varčevanju v bankah, predvsem zaradi višjih potencialnih donosov, v primerjavi s klasičnimi bančnimi vlogami. Za kotirajoče indeksne sklade bom v nadaljevanju uporabljal kratico ETF, ki izhaja iz njihovega angleškega imena "Exchange Traded Funds" in se uporablja v mednarodnem borznem žargonu. Za delnice, ki jih izdajajo kotirajoči indeksni skladi, bom uporabljal termin indeksne delnice.

Namen prihajajočega dela je predstavitev kotirajočih indeksnih skladov (ETFjev). V nadaljevanju so poleg kotirajočih indeksnih skladov predstavljeni tudi indeksni vzajemni skladi (IVS), ker je med obema vrstama skladov veliko podobnosti in skupaj izhajata iz ideje pasivnega investiranja. Poudarek bo na analizi ETF skladov, ker gre za novo vrsto investicijskih skladov, katerih število se v zadnjem času hitro povečuje in so pri nas še slabo poznani. Opis razvoja in stanja indeksnih skladov bo omejen na ZDA in Evropo, ker so ti skladi tam najbolj razviti. Poskušal bom tudi ugotoviti ali obstajajo možnosti za ustanovitev ETF skladov v Sloveniji.

Cilji diplomskega dela so tako naslednji: predstavitev ideje indeksnega investiranja, analiza stanja in dinamike razvoja indeksnih skladov, analiza pomembnejših borznih indeksov z vidika uporabnosti v indeksnih skladih ter analiza stanja in možnosti razvoja indeksnih produktov na slovenskem kapitalskem trgu.

Prvo poglavje bom posvetil indeksnim vzajemnim skladom. Za razumevanje delovanja indeksnih skladov je potrebno poznati borzne indekse, zato bom v okviru tega poglavja predstavil najpomembnejše borzne indekse in njihove značilnosti z vidika uporabe v indeksnih skladih. Opisal bom zgodovinski razvoj indeksnih vzajemnih skladov ter njihove prednosti in slabosti. Znotraj tega poglavja bo opisan sistem izdajanja in odkupovanja kuponov vzajemnih skladov. Predstavljene bodo tudi možnosti za oblikovanje IVS v Sloveniji.

V drugem poglavju bom podrobno predstavil kotirajoče indeksne sklade. Opisal bom zgodovino in razvoj ETF skladov in indeksnih delnic, njihove značilnosti in sam sistem izdajanja in odkupovanja indeksnih delnic. Prikazal bom stanje industrije ETF skladov v svetu, narejena bo tudi primerjava med stanjem v ZDA in Evropi. Opisan bo način trgovanja z indeksnimi delnicami na sekundarnem trgu – borzi. Navedeni bodo stroški in tveganja povezana z investiranjem v ETFje. V okviru tega poglavja bom tudi primerjal dva ETF sklada, ki sledita istemu indeksu S&P 500 in imata tako podobno strukturo naložb. S primerjavo bom poskušal prikazati razlike, ki obstajajo med ETF skladi.

Tretje poglavje bom posvetil primerjavi med kotirajočimi indeksnimi in indeksnimi vzajemnimi skladi. Obe naložbeni možnosti bom primerjal glede na donosnost, stroške in sledilno napako. V tem poglavju bo prikazana razlika v načinu delovanja med obema vrstama skladov.

V četrtem poglavju bom preučil možnosti oblikovanja kotirajočega indeksnega sklada v Sloveniji, ki bi sledil slovenskemu borznemu indeksu SBI 20. Predstavil bom pravne ovire, ki trenutno obstojijo in preprečujejo ustanavljanje ETF skladov. Analiziral bom tudi SBI 20 z vidika primernosti za uporabo pri indeksnem investiranju in sam slovenski kapitalski trg z vidika razvoja indeksnih produktov.

Najpomembnejše ugotovitve bom strnil v sklepnem delu naloge, v katerem bom predstavil tudi videnje prihodnjega razvoja kotirajočih indeksnih skladov

1. INDEKSNI VZAJEMNI SKLADI

V tem poglavju bom opisal značilnosti indeksnih vzajemnih skladov in sistem izdajanja in odkupovanja kuponov vzajemnih skladov. Prikazan bo razvoj indeksnih vzajemnih skladov od začetkov pa do danes. Za razumevanje delovanja indeksnih skladov je potrebno poznati borzne indekse, zato bom v okviru tega poglavja predstavil najpomembnejše borzne indekse in njihove značilnosti z vidika uporabe v indeksnih skladih.

1.1. OPREDELITEV VZAJEMNIH IN INDEKSNIH VZAJEMNIH SKLADOV

Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (2002) definira vzajemni sklad kot premoženje, ki je ločeno od premoženja družbe za upravljanje, ki upravlja ta sklad, in je v lasti imetnikov investicijskih kuponov vzajemnega sklada. Poslovanje v vzajemnih skladih je za vlagatelja enostavno. Vlagatelj v vzajemni sklad s svojim kapitalom vstopa in izstopa po lastni volji. To stori z nakupom ali prodajo enot vzajemnega sklada po vsakokratni dnevni vrednosti enote, od tega se odšteje le provizija, ki jo upravitelj sklada običajno zaračunava za vstop ali izstop iz sklada. Fizična ali pravna oseba postane torej lastnik sorazmernega dela premoženja vzajemnega sklada z vplačilom investicijskega kupona vzajemnega sklada.

Vzajemni skladi so del širše skupine investicijskih skladov. Investicijski skladi imajo na pasivni strani svoje bilance izdane lastne delnice ali kupone, na aktivni strani pa imajo različne naložbe. Skladi se med seboj razlikujejo glede na pogostost sprememb v njihovem portfelju vrednostnih papirjev, ki jih imajo v lasti. Tako so poznani (Mramor, 2000, str. 89-93):

- skladi, ki so aktivno upravljani,
- skladi, za katere je značilno, da ohranjajo svoje premoženje dalj časa nespremenjeno – indeksni skladi,

- neupravljani skladi (ang. Unit Investment Trust) so skladi, katerih premoženje je fiksirano in se v času poslovanja ne spreminja.

Aktivno upravljani skladi pogosto spreminjajo sestavo svojega premoženja. To počnejo s ciljem doseganja kar najvišjih možnih stopenj donosa. Aktivna naložbena politika pomeni, da upravljavec sklada poskuša preseči donosnost določenega indeksa s tem, da aktivno izbira sestavo portfelja. Upravljavec sklada poskuša izbrati tiste delnice (ang. stock picking), pri katerih pričakuje rast ali visoke dividende. Pri tem se uporabljajo osnovne tehnike ocenjevanja cene delnic: temeljna, tehnična in kvantitativna analiza.

Skladi, ki ohranjajo svoje premoženje dalj časa nespremenjeno, so znani tudi kot **pasivni oziroma indeksni skladi**. Ideja teh skladov izhaja iz prepričanja, da je tržni donos težko preseči, zlasti v daljšem obdobju. Strukturo vrednostnih papirjev, ki jih imajo v lasti minimalno spreminjajo. Pogosto spreminjanje sestave premoženja namreč povzroča visoke transakcijske stroške, zato portfelj spreminjajo le izjemoma, npr. ob spremembah indeksa na katerega so vezani.

Še bolj radikalna oblika investicijskih skladov pa so tako imenovani **neupravljani skladi** (ang. Unit Investment Trust). Portfelj njihovih vrednostnih papirjev se tekom poslovanja ne spreminja.

Indeksni vzajemni skladi spadajo v skupino odprtih skladov – vzajemnih skladov. Zasledujejo pasivno investicijsko politiko. Svoje premoženje oblikujejo v natančno takšni sestavi, kot jo ima določeni borzni indeks (Kleindienst, 2001, str. 455). Indeksni investicijski sklad je torej investicijski sklad, katerega cilj naložbene politike je natančno posnemanje sestave določenega indeksa.

1.2. ZGODOVINA INDEKSNIH VZAJEMNIH SKLADOV

Ideja o zbiranju in združevanju denarja za investicijske namene se je začela v Evropi. Začetki investicijskih skladov sežejo v 19. stoletja, ko je bil v Londonu leta 1868 ustanovljen The Foreign and Colonial Government Trust, ki je bil precej podoben današnjim skladom. Vlagateljem je omogočal razpršitev premoženja na več naložb, kar je bilo do takrat nemogoče. Takrat so bili skladi organizirani podobno kot danes zaprti investicijski skladi (Schoennfeld, 2004, str. 164).

Prvi vzajemni sklad v ZDA, imenovan Investors Trust je bil ustanovljen marca leta 1924 v Bostonu. Sklad je imel okoli 200 investitorjev in premoženje v višini 392.000 USD. Rast števila skladov je onemogočil veliki zlom borze leta 1929 in recesija, ki mu je sledila. Ameriški kongres je leta 1933, da bi preprečil podobne borzne zlome in vzpostavil zakonsko regulativo nad borznim trgom, sprejel Securities Act. Leta 1934 pa še Securities Exchange Act. Nova zakonodaja je zahtevala, da se sklad registrira pri SEC (U.S. Securities and Exchange

Commission), poleg tega pa je zahtevala izdajo prospekta pri javni ponudbi vrednostnih papirjev. SEC je sodelovala pri pripravi Investment Company Act-a, ki še danes ureja področje delovanja investicijskih skladov in posredovanja pri upravljanju s premoženjem. S povečanjem varnosti investitorjev je bil izpolnjen pogoj za rast števila skladov. Do konca šestdesetih let prejšnjega stoletja se je število skladov povečalo na 270, v upravljanju pa so imeli 48 milijard USD. Sedemdeseta leta so pomenila rojstvo denarnih skladov kot reakcija na želje vlagateljev po kratkoročnih naložbah oziroma po naložbah s stalnim dohodkom. Zadnji dve desetletji so skladi rasli z zavidljivimi stopnjami rasti. Industrija investicijskih skladov ponuja vedno nove produkte in storitve, s čimer ji uspeva zadovoljiti potrebe še tako izbirčnih vlagateljev. Tako so se pojavili in prijeli indeksni skladi. Pionirja na področju indeksiranja sta William Fouse in John McQuown, zaposlena pri Wells Fargo Bank. V obdobju od 1969 do 1971 sta iz akademskih modelov razvila osnove in tehnike, ki so omogočile indeksno investiranje. Kot rezultat njunega dela je nastal pokojninski sklad družbe Samsonite Corporation, ki je bil vezan na indeks delnic, ki so kotirale na borzi v New Yorku. Prvi indeksni sklad v ZDA, dostopen širšemu krogu investitorjev, je bil ustanovljen leta 1976 (Belavič, 2005, str. 19). To je bil First Index Investment Trust. Danes se ta sklad imenuje Vanguard 500 Index Fund in je v novembru leta 2000 postal največji vzajemni sklad na svetu. Sledi indeksu S&P 500 in ima več kot 78 mrd dolarjev sredstev v upravljanju (glej Prilogo 1).

1.3. ZNAČILNOSTI INDEKSNIH VZAJEMNIH SKLADOV

Indeksni skladi si izberejo določen tržni ali sektorski indeks in v svoj portfelj vključijo samo delnice, ki so vključene v izbran borzni indeks. Za razliko od aktivno upravljanih skladov, indeksni skladi to niso. Ideja o indeksnih skladih se je porodila, ko so številne študije pokazale, da aktivno upravljani skladi dolgoročno težko presežejo donosnost borznih indeksov (Boogle, 1993, str. 151). Skladi lahko za kratek čas dosežejo večje donose kot trg, v daljšem časovnem obdobju pa to uspe le redkim. Posebnost so slovenski vzajemni skladi, ki so v preteklem obdobju krepko presegli tržne donose. Povprečna donosnost slovenskih vzajemnih skladov je bila višja od donosnosti slovenskega borznega indeksa (Kesič, 2003, str. 23).

Aktivno upravljanje povečuje stroške upravljanja sklada, kar znižujejo donosnost. Če aktivno upravljani skladi na dolgi rok ne morejo preseči donosa na trgu, potem je nesmiselno plačevati višjo upravljavsko provizijo in je najbolj racionalno naložiti sredstva v indeksni sklad, ki je stroškovno bolj učinkovit. Kot lahko vidimo v Tabeli 1 (na str. 5), cilj ni premagati indeks, ampak se z njim samo izenačiti. Sklad oziroma družba, ki z njim upravlja, le kupi delnice, ki jih določijo drugi. To bistveno zniža stroške, saj ni potrebno opravljati raziskav o delnicah in trgu. Za investitorja samega je pasivno investiranje manj stresno od klasičnega investiranje, kjer iščemo vrednostne papirje, ki imajo najvišji potencialni donos. Poleg tega, je pasivno investiranje bolj učinkovito z vidika davkov (Hebner, 2005, str. 3).

Tabela 1: Primerjava med aktivnim in pasivnim investiranjem z vidika investitorja (podatki veljajo za ZDA)

	Aktivno investiranje	**Pasivno investiranje**
Cilj	Premagati trg	Doseči tržno stopnjo donosa
Pristop k investiranju	Izbiranje, nakupovanje, ocenjevanje, prodajanje delnic	Nakup in držanje diverzificiranega portfelja indeksnega sklada
Povprečna letna donosnost individualnega investitorja	5,32%	16,29% (za S&P 500)
Davki	Visoki davki v višini 2.7% investiranih sredstev oz. 20% donosa	Nizki davki pri davčno učinkovitih skladih v višini 0.6% vloženih sredstev
Delež portfelja, ki se spreminja	70%	10%
Analitične tehnike	Špekulacije, občutki, hazard, napovedovanje, predvidevanje	Kvantitativne tehnike, upravljanje tveganja, statistična analiza

Vir: Index Funds Advisors, 2004.

1.4. POMEN INDEKSOV PRI INDEKSNEM INVESTIRANJU

Borzni indeks predstavlja portfelj vrednostnih papirjev in prikazuje zgoščene informacije o dogajanju na določenem borznem trgu. To je zelo uporabna lastnost, saj investitorjem omogoča, da ob pogledu na indeks pridobijo predstavo o dogajanju na celotnem trgu. Zgodovina borznih indeksov je dolga. Najstarejši in eden najbolj znanih je indeks Dow Jones Industrial Average (DJIA).

V današnjem času imamo na voljo veliko število indeksov različnih ponudnikov, ki indekse izračunavajo. Indeksi so si na videz zelo podobni, vendar se med seboj ločijo po številnih lastnostih. Zato je izbira primernega indeksa ključnega pomena pri indeksnem investiranju tako za indeksni sklad (vzajemni ali kotirajoči), kot tudi za same vlagatelje, ki svoje prihranke investirajo v sklad.

Nekateri indeksi (Russell 3000, Wilshire 5000) vključujejo veliko število VP in pokrivajo velik del celotne tržne kapitalizacije določenega borznega trga. Sledenje indeksu v katerem je 5000 delnic, je za upravljavce sklada težavno, saj se v tako velikem številu delnic, najdejo tudi delnice, ki so slabo likvidne in s katerimi je težko dnevno trgovati. Lastnosti borznega indeksa pomembno vplivajo na donos in tveganje vlagatelja, na drugi strani pa vplivajo na stroške, ki jih bo imel določen sklad.

Ena najpomembnejših lastnosti indeksa, da ga lahko uporabljamo v indeksnih skladih je, da so delnice v njem ponderirane s tržno kapitalizacijo oz. kapitalizacijo v prostem obtoku. Če želimo indeks uporabljati kot benchmark za določen trg je smiselno, da je ponderiran s celotno tržno kapitalizacijo. Tako lahko, kar najbolj odraža položaj na delniškem trgu. Še bolje pa je, če je indeks ponderiran s kapitalizacijo delnic v prostem obtoku, saj le-ta predstavlja dejanske naložbene možnosti na nekem trgu. Delnice, ki niso v prostem obtoku, se navadno delnice v lasti države, strateškega partnerja in se z njimi na borzi ne trguje, torej niso dosegljive za nakup. V primeru, da je delež teh delnic visok, to lahko predstavlja resno nevarnost za sklad, ki bi te delnice želel oz. moral kupiti. To bi povzročilo velik pritisk na ceno.

Investitor mora paziti, da pri vlaganju izbere indeks, v katerem so delnice, v katere bi tudi sam vložil denar. Pomembno pa je tudi, da metodologija indeksa zagotavlja kontinuiteto določene naložbene politike.

Lastnosti indeksa, ki so potrebne, da ga lahko uporabljamo za indeksno investiranje so naslednje (Mastnak, 2003, str. 41):

- *Reprezentativnost* indeksa mora biti čim višja. To pomeni, da mora biti vanj vključenih čim več delnic, da je kapitalizacija takega indeksa čim višja. Panožna struktura indeksa mora biti podobna panožni strukturi trga kot celote.
- *Naložbenost* indeksa naj bo čim višja. V indeks morajo biti vključene delnice s katerimi se prosto trguje, torej naj bi bile delnice, ki so vključene v indeks čim bolj likvidne.
- *Spremembe v sestavi indeksa naj bi bile čim bolj predvidljive*. To naj bi omogočalo skladom, da se pravočasno pripravijo na spremembe v sestavi indeksa. Za to pa je potrebno imeti natančna pravila za izbiro delnic in same revizije indeksa.
- *Zagotovljena naj bi bila neodvisnost izračunavanja indeksa*. Odbor za indekse mora biti čim bolj neodvisen od organizacije, ki indeks izračunava. Če odbor za indekse ni neodvisen, se lahko pojavijo zahteve po vključitvi določene delnice iz razlogov, ki niso povezani z merili za vključitev delnice.
- *Na voljo mora biti čim več podatkov o indeksu*. Objavljena mora biti metodologija za izračun indeksa, kot tudi pravila za izbiro delnic. Na voljo mora biti čim daljša časovna vrsta podatkov za izračun posameznih kazalnikov.
- *Indeks naj bi imel prepoznavno ime*. Pomembno je, da je indeks znan med vlagatelji in je čim širše sprejet kot benchmark za določen trg. Pojavljal naj bi se v finančni literaturi in periodiki. Na bolj znane indekse je praviloma vezano tudi več investicijskih instrumentov (opcije, terminske pogodbe…), ki upravljavcu indeksnega sklada omogočajo lažje delo pri upravljanju sklada.

1.4.1. Dow Jones Industrial Average (DJIA)

Indeks DJIA je začel izračunavati Charles H. Dow, urednik časopisa Wall Street Journal, že daljnega leta 1896. Njegovo vodilo je bilo, da bi bralec časopisa ob pogledu na eno samo "številko", dobil informacijo o tem, kaj se je pretekli dan dogajalo na borzi. Osnovno vodilo indeksov je še danes isto. Na začetku je bilo v DJIA uvrščenih le 12 delnic. Izračun indeksa je bil v tistem času sila enostaven. Charles H. Dow je najprej seštel cene delnic ter nato vsoto, ki jo je dobil, delil s številom delnic, torej 12. V indeks so uvrščene delnice ameriških družb, ki sodijo predvsem v tradicionalno industrijo. Posebej se izračunavata še dva indeksa in sicer, Dow Jones Transportation Average za področje transporta in Dow Jones Utility Average za področje storitvene dejavnosti. Za izbor delnic v indeks DJIA ne veljajo natančna pravila, delnice vključujejo in izključujejo uredniki Wall Street Journala, predvsem na podlagi subjektivnih ocen. Uredniki izbirajo delnice, ki naj bi kar najbolje predstavljale vse ameriško gospodarstvo in naj bi v indeksu ostale čim dlje. Pomembno je tudi, da so se v preteklosti izkazale za stabilne. Trenutno je v indeks vključenih 30 delnic. Na ameriškem kapitalskem trgu je nekaj tisoč delnic, kar pomeni, da je reprezentativnost indeksa DJIA slaba. Poleg tega ima indeks slab sistem revizij, ki ni v naprej opredeljen. Delnice so v DJIA ponderirane glede na njihovo absolutno ceno, kar je nekoliko nenavadno. Delnica, katere cena je 100 USD in ima tržno kapitalizacijo 1 milijardo USD ima v indeksu večjo težo od delnice, ki ima ceno 50 USD in tržno kapitalizacijo 5 milijard USD. Kljub nekaterim pomanjkljivosti, pa je indeks DJIA zelo prepoznaven, saj za njim stoji Wall Street Journal.

V Tabeli 2 je narejena primerjava med najpomembnejšimi ameriškimi borznimi indeksi in indeksom Wilshire 5000, ki vključuje največ vrednostnih papirjev v ZDA in ga zato imenujemo tudi indeks celotnega ameriškega borznega trga. Med indeksi najbolj izstopa indeks S&P 500, ki vključuje "le" 500 vrednostnih papirjev, pokriva pa skoraj 80% celotne tržne kapitalizacije indeksa Wilshire 5000.

Tabela 2: Primerjava izbranih indeksov glede na število vrednostnih papirjev in tržno kapitalizacijo (v mrd USD) in njihov delež glede na indeks Wilshire 5000

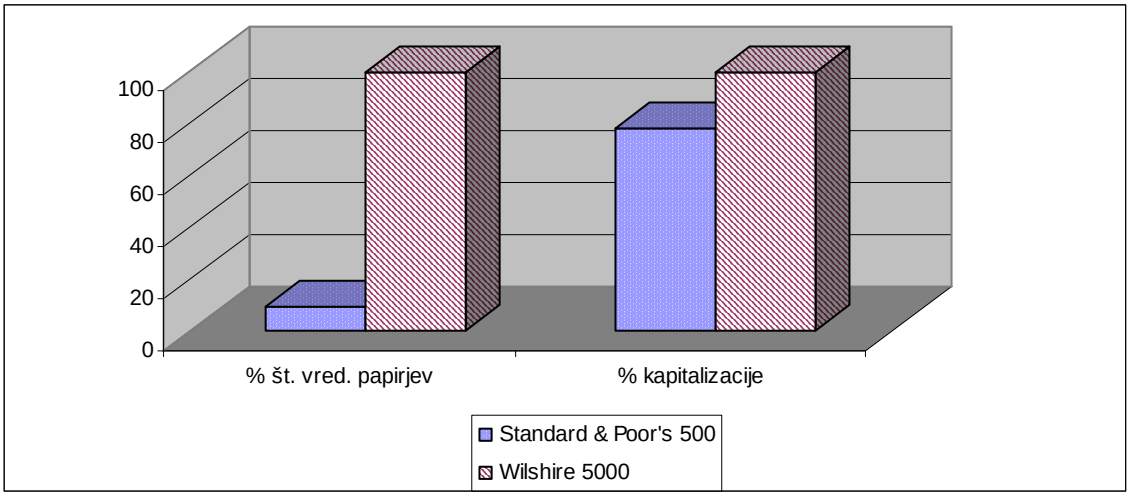
Indeks	Št. vrednostnih papirjev	Kapitalizacija (v mrd USD)	% št. vred. papirjev	% kapitalizacije
Nasdaq Composite Index	2956	2725	58	21
Nasdaq-100 Index	100	1680	2	13
Dow Jones Industrial Average	30	3510	1	27
Standard & Poor's 500	500	10234	10	78
Russell 2000 Index	1986	1146	39	9
Russell 3000 Index	2982	12871	59	98
Wilshire 5000	5076	13116	100	100

Vir: Index Funds Advisors, 16.5.2004.

1.4.2. S&P 500

Delniškemu indeksu S&P 500 sledi največ indeksnih skladov, tako vzajemnih, kot tudi kotirajočih. Razlog za to je zelo dobra reprezentativnost samega indeksa, ki ga izračunava družba Standard & Poors. Indeks so začeli izračunavati leta 1957. V indeks je vključenih 500 delnic, kar je bistveno več kot v DJIA. Indeks velja v strokovni javnosti za bistveno boljši benchmark ameriškega delniškega trga kot indeks DJIA, saj pokriva več kot 70% celotne kapitalizacije ameriškega delniškega trga. Indeksni odbor izbira delnice na podlagi njihove tržne kapitalizacije in sektorske pripadnosti. V indeksu so vključene predvsem delnice družb s srednjo in visoko kapitalizacijo. Delnice v indeksu S&P 500 so ponderirane s tržno kapitalizacijo. Največjo utež v indeksu imajo delnice, ki imajo visoko tržno kapitalizacijo.

Slika 1: Prikaz deleža števila vključenih vrednostnih papirjev in kapitalizacije indeksa S&P 500 v primerjavi z indeksom Wilshire 5000



Vir: Index Funds Advisors, 2004.

Na Sliki 1 lahko vidimo, da indeks S&P 500 kljub relativno majhnemu številu vrednostnih papirjev, ki jih vključuje, predstavlja pomemben delež celotne tržne kapitalizacije indeksa Wilshire 5000 in s tem celotnega ameriškega borznega trga.

1.4.3. Nasdaq Composite

Indeks Nasdaq Composite vključuje vse delnice družb, ki kotirajo na Nasdaq borzi. Indeks se izračunava od leta 1971, ko je začela borza Nasdaq delovati. Indeks v glavnem sledi tehnološkim delnicam, tako, da ni najboljši benchmark za celoten ameriški delniški trg. Tako kot indeks S&P 500, je ponderiran s tržno kapitalizacijo, torej upošteva celotno tržno vrednost delnic, ki jim sledi in ne le njihovo ceno. Ker sledi vsem delnicam, ki kotirajo na Nasdaq borzi je dober predstavnik tehnološkega sektorja. Kritiki mu očitajo, da vključuje preveliko število delnic malih podjetij, ki so slabo likvidne in povečujejo volatilnost indeksa. Zato se izračunava indeks Nasdaq 100, ki

vključuje le 100 najpomembnejših delnic. Temelji na modificirani kapitalizaciji, ki se izračunava na podlagi modificiranega števila izdanih delnic določenega izdajatelja in ne na podlagi dejanskega števila izdanih delnic. To pomeni, da imajo nekatere delnice večjo utež kot bi jo imele na podlagi dejanske kapitalizacije in obratno (glej Prilogo 2).

1.4.4. Wilshire 5000

Indeks Wilshire 5000 je leta 1974 začela izračunavati družba Wilshire Associates in je na začetku imel vključenih 5000 delnic ameriških podjetij. Po zadnjih podatkih indeks vključuje že preko 5000 delnic, čeprav v imenu še vedno ostaja številka 5000. Indeks sledi delnicam podjetij, ki imajo sedež v ZDA in s katerimi se trguje na organiziranem trgu v ZDA. Zaradi velikega števila vrednostnih papirjev, ga nekateri imenujejo tudi indeks celotnega ameriškega borznega trga. Kot večina indeksov, je tudi indeks Wilshire 5000 ponderiran s tržno kapitalizacijo.

1.4.5. Russell 2000

Russell 2000 indeks vključuje 2000 delnic podjetij z majhno tržno kapitalizacijo, ni pa nujno, da so to najmanjša podjetja. Indeks velja za dobro diverzificiran indeks podjetij z majhno tržno kapitalizacijo in je tako dober benchmark za investitorje, ki se zanimajo za vlaganje v manjša podjetja. Poznamo tudi indeks Russell 3000, ki vključuje 3000 največjih podjetij v ZDA.

1.4.6. Mednarodni borzni indeksi

Do sedaj so bili predstavljeni samo ameriški borzni indeksi. Ameriški kapitalski trg je največji na svetu, vendar sta tudi evropski in azijski kapitalski trg privlačna za naložbe. Prav tako so v zadnjih letih postali zanimivi t.i. porajajoči se trgi, ki lahko ob višjem tveganju prinesejo visoke donose.

- **MSCI EAFE** je najbolj znan neameriški borzni indeks. Vključuje delnice neameriških podjetij iz 21 razvitih držav (Evropa, Azija in Avstralija). Z naložbo v ta indeks lahko investitor zmanjša svoje tveganje, saj ni več odvisen samo od ameriškega trga kapitala.

- **MSCI Europe** indeks vključuje evropske delnice. Zajema več kot 550 delnic iz 16 razvitih evropskih držav. Ta indeks odraža stanje evropskega gospodarstva in se uporablja kot benchmark evropskega borznega trga.

- **MSCI Emerging Markets** indeks vključuje delnice podjetij na porajajočih se trgih**.** V zadnjih desetih letih so se za zelo donosno naložbo izkazali porajajoči se trgi kapitala (sem štejemo vzhodno Evropo, Latinsko Ameriko, določen del Azije). Indeks sledi

delnicam v teh državah. Pri teh državah je potencial rasti velik, vendar s tem nastopi tudi višje tveganje.

1.4.7. Panožni indeksi

Panožni indeksi pokrivajo različne sektorje kot npr. telekomunikacije, nepremičnine, biotehnologija, energetika idr. ali skupine delnic z nekimi značilnostmi. V sestavi teh indeksov je navadno le nekaj različnih delnic in zato ima lahko večji nenadni premik tečaja ene delnice v sestavi tega indeksa močan vpliv na gibanje samega indeksa. Nekateri investitorji delijo indekse glede na tip in kapitalizacijo delnic, ki so vključene v sam indeks. Ta delitev je predstavljena v Tabeli 3. Poznamo namreč delnice z visoko, srednjo in majhno kapitalizacijo. Delnice lahko delimo tudi na delnice vrednosti in delnice rasti.

Tabela 3: Delitev indeksov glede na tip in kapitalizacijo delnic, ki so vključene v indeks

	Tip delnice		
Tržna kapitalizacija	Delnice vrednosti	Mešane delnice	Delnice rasti
Visoka	Visoka kapitalizacija/delnice vrednosti	Visoka kapitalizacija/mešane delnice	Visoka kapitalizacija/delnice rasti
Srednja	Srednja kapitalizacija/delnice vrednosti	Srednja kapitalizacija/mešane delnice	Srednja kapitalizacija/delnice rasti
Majhna	Majhna kapitalizacija/delnice vrednosti	Majhna kapitalizacija/mešane delnice	Majhna kapitalizacija/delnice rasti

Vir: Morningstar Indexes, 2004.

1.5. IZDAJANJE IN ODKUPOVANJE ENOT INDEKSNEGA VZAJEMNEGA SKLADA

Indeksni skladi, organizirani kot vzajemni skladi, imajo sistem izdajanja in odkupovanja enot enak ostalim vzajemnim skladom. Investitor kupi investicijske kupone sklada, ki se glasijo na določeno število točk (enot premoženja) vzajemnega sklada. Kupone lahko vlagatelj kadarkoli proda vzajemnemu skladu nazaj in tako svoje prihranke dvigne. Investicijski kupon se glasi na ime in ni prenosljiv. Vplača se le v denarju in v celoti.

Vzajemni sklad lahko opišemo kot skupek premoženja vseh, tako pravnih kot fizičnih oseb, ki so naložile svoj denar na račun vzajemnega sklada. Z zbranim denarjem se na trgu kapitala kupujejo

različni vrednostni papirji. Tako dobimo naložbe vzajemnega sklada, ki sestavljajo portfelj sklada. Naložbe, ki se nahajajo v portfelju, predstavljajo aktivo vzajemnega sklada.

Celotno premoženje vzajemnega sklada je razdeljeno na enote, ki jih imenujemo tudi točke vzajemnega sklada. Točke predstavljajo pasivo vzajemnega sklada. Točka predstavlja sorazmeren delež v naložbah sklada. Denar vlagatelja je v enakih deležih razpršen v vrednostne papirje, kot je razpršena celotna naložbena struktura vzajemnega sklada.

Proces izdajanja in odkupovanja kuponov sklada vlagateljem omogoča, da lahko v vsakem trenutku prodajo oziroma kupijo delnice sklada po neto vrednosti sredstev na enoto sklada, oz. po vrednosti enote premoženja (VEP). Vrednost enote premoženja se izračuna po naslednji formuli:

$$VEP = \frac{\textit{tržna vrednost vseh naložb investicijskega sklada - obveznosti}}{\textit{število vseh enot premoženja}} \qquad (1)$$

Ta vrednost se izračuna enkrat na dan, in sicer na podlagi zaključnih tečajev delnic, ki sestavljajo portfelj sklada. Vlagatelj lahko na določen dan kupi kupone sklada le po tej vrednosti. Trgovanje s kuponi sklada poteka mimo trga vrednostnih papirjev in poteka le na relaciji investitor – sklad. Sklad mora tako skrbeti predvsem za vodenje evidence, v kateri spremlja lastništvo svojih delnic, trženje sklada ter za samo prodajno mrežo.

Upravljavec sklada si želi predvsem čim več dolgoročnih vlagateljev. Ob vsaki prodaji ali nakupu kuponov, ki se glasijo na točno določeno število točk, se vzajemnemu skladu namreč spremeni velikost sredstev, zato mora upravljavec na trgu vrednostnih papirjev kupovati in prodajati delnice, da izenači aktivno in pasivno stran svoje bilance.

Slika 2: Sistem izdajanja kuponov vzajemnega sklada

Vir: Gastineau, 2002, str. 64.

Kot je razvidno iz Slike 2, investitor nakaže svoj denar na račun vzajemnega sklada, ki mu v zameno pošlje ustrezno število kuponov. V razvitejših državah je takšen postopek bolj zapleten,

saj se med same sklade in investitorje vrivajo še razni investicijski posredniki. Do obratnega procesa pride ob prodaji delnic. Vlagatelj le obvesti sklad o svoji odločitvi za prodajo in sklad ga mora izplačati. Nakazan dobi denarni znesek, ki ustreza vrednosti enote premoženja na dan prodaje.

1.6. PREDNOSTI IN SLABOSTI VLAGANJA V INDEKSNE VZAJEMNE SKLADE

Skoraj vse prednosti indeksnih vzajemnih skladov izhajajo iz prednosti varčevanja v investicijskih skladih. Najpomembnejše prednosti varčevanja v indeksnih vzajemnih skladih so naslednje (Richards, 2003, str. 41):

- *Diverzifikacija*: Če je indeksni sklad osnovan na indeksu, ki pokriva veliko število delnic (S&P 500, Russell 3000), potem je takšno diverzifikacijo racionalno težko preseči.
- *Profesionalno upravljanje*: Za razliko od aktivno upravljanih skladov, upravljavci ne presojajo in izbirajo delnic, ampak samo sledijo indeksu. Tako kot se giba indeks, se giba tudi sklad sam. Vse to občutno zmanjša stroške upravljanja in trgovanja.
- *Nizki stroški investiranja* v primerjavi z ostalimi skladi.
- *Indeksni skladi ne prodajajo in kupujejo delnic tako pogosto kot aktivni skladi*, kar vpliva na nižje kapitalske dobičke in posledično nižje davke na kapitalske dobičke. Davčno učinkoviti indeksni skladi skoraj odpravljajo davčne obremenitve, zaradi upravljanja z dividendami in kapitalskimi dobički.
- *Vlaganje in dvigovanje vloženih sredstev*: Sredstva lahko vlagamo ali dvigujemo kadarkoli, kot je to možno pri bančnih računih.
- *Zaradi relativno majhnega rizika in velike diverzifikacije* so indeksni skladi ena najmanj stresnih investicijskih možnosti za investitorja.

Slabosti IVS izhajajo iz slabosti investicijskih skladov. Kljub temu indeksni vzajemni skladi odpravljajo nekatere slabosti aktivno upravljanih skladov (Richards, 2003, str. 41):

- *Kapitalski dobički*: Zaradi spreminjanja portfelja, je potrebno plačevati davek na kapitalske dobičke. Drži pa dejstvo, da je stopnja obračanja delnic pri indeksnih skladih manjša kot pri ostalih skladih in je zato tudi davčna obremenitev manjša.
- *Stroški*: Kljub temu, da so stroški nižji kot pri aktivnih skladih je še vedno potrebno plačevati upravljavsko provizijo.
- *Črni scenarij*: Največji indeksni skladi imajo akumulirana ogromna sredstva. V primeru krize in paničnega izstopanja iz sklada, bi bil sklad prisiljen hitro prodajati delnice. To bi povzročilo velik ponudbeni pritisk, povpraševanje ne bi uspelo prebavit nove količine delnic na trgu, vse to pa bi povzročilo padanje cen delnic. Poleg tega pa imajo indeksni skladi kot Vanguard 500 Index Fund v svojem portfelju delnice že vrsto let, cena delnic je v tem času močno zrasla. To pa predstavlja ob potencialni prodaji ogromno davčno obveznost iz naslova davka na kapitalski donos.

1.7. STROŠKI VLAGANJA V INDEKSNE VZAJEMNE SKLADE

Pri varčevanju v indeksnih vzajemnih skladih je potrebno upravljavcu sklada plačevati določene provizije in sicer provizije ob transakcijah, upravljavsko provizijo in provizijo za vodenje računa.

Provizije ob transakcijah se prištejejo (ob vplačilu) oziroma odštejejo (ob izplačilu) od vrednosti enote premoženja. Poznamo (Index Funds Advisors, 2004):

- vstopno in izstopno provizijo, ki ju vlagatelj plača ob vplačilu in izplačilu iz sklada; nekateri investicijski skladi zaračunavajo obe, nekateri le eno, obstajajo pa tudi takšni, ki ju ne zaračunavajo in se v ZDA imenujejo "No-Load Funds",
- provizijo zamenjave, ki jo nekatere družbe za upravljanje obračunajo pri zamenjavi med dvema skladoma, ki ju upravlja ena družba.

Upravljavsko provizijo za upravljanje sklada letno zaračunava družba za upravljanje in se izraža kot delež sredstev sklada.

1.8. TRŽENJE SKLADOV

Indeksni vzajemni skladi se lahko tržijo prek različnih tržnih kanalov. Trženje indeksnih skladov ne poteka ločeno od trženja ostalih vrst skladov. Investicijski svetovalci svetujejo investitorjem glede na njihove potrebe in preference. Različni skladi se med seboj ne izključujejo, saj komplementarno zadovoljujejo potrebe in preference posameznih investitorjev. Neposredno prodajo vrši družba za upravljanje sama ali prek svojih hčerinskih družb. Banke lahko nastopajo kot neposredni prodajalci svojih lastnih skladov oziroma nudijo svojim strankam nakup investicijskih skladov kot del storitev upravljanja premoženja. Poleg tega obstajajo neodvisni prodajalci, ki niso povezani z investicijskim skladom in niso bančna institucija; to so predvsem borzno posredniške hiše in finančni svetovalci, ki hkrati nudijo svetovanje pri izbiri. V tujini so zelo razširjeni tudi t.i. diskontni posredniki (ang. discount brokers), to so prodajalci, ki imajo nižje provizije pri nakupu investicijskih kuponov oziroma delnic, zato pa ne nudijo profesionalnega svetovanja, temveč je to prepuščeno vlagatelju samemu. Tržnice investicijskih skladov (ang. fund supermarket) so se razširile predvsem z razmahom interneta in na enem mestu ponujajo veliko skladov različnih družb za upravljanje. Poučen vlagatelj lahko relativno hitro izbere in kupi enega ali kar košarico investicijskih skladov. Običajno so tržnice opremljene tudi z orodji za ocenjevanje in rangiranje skladov. Prednosti takšnega tržnega kanala so predvsem v hitrosti, velikosti ponudbe in nižjih provizijah. Slabost pa je, da tržnice spodbujajo k pogostemu menjavanju skladov, kar povzroča visoke stroške, zato so se nekateri ponudniki odločili, da zvišajo provizijo za prodaje v kratkem roku. Posebna oblika skladov so skladi za institucionalne investitorje, ki ne izkoriščajo klasičnih tržnih kanalov, temveč stopijo neposredno v kontakt s ciljno publiko.

1.9. INDEKSNI VZAJEMNI SKLADI IN SLOVENIJA

Tretji člen Zakona o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) indeksni investicijski sklad opredeljuje kot investicijski sklad, ki ima za cilj naložbene politike natančno posnemanje sestave določenega indeksa in ima večino sredstev naloženih v vrednostne papirje, ki sestavljajo navedeni indeks. Povedano drugače, gre za vzajemni sklad, ki v svojih naložbah posnema sestavo indeksa, ki mu sledi, naloga upravljavcev pa ni preseči donosov indeksa, temveč se jim čimbolj približati.

Ljubljanska borza je sprejela novo metodologijo izračunavanja Slovenskega borznega indeksa (SBI 20) z namenom prilagoditi značilnost indeksa uporabi v indeksnih skladih. Novi zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1) namreč dopušča tudi takšno obliko investicijskega sklada.

Ali bomo v prihodnje dobili indeksne sklade, ki bi posnemali gibanje indeksa SBI 20, je odvisno predvsem od družb za upravljanje (DZU). V večini družb za upravljanje za zdaj ne razmišljajo o ustanovitvi indeksnega sklada, pozdravljajo pa spremembe, ki dopuščajo čim širši spekter možnosti za ustanavljanje različnih vrst skladov. Kot glavni razlog navajajo plitkost slovenskega borznega trga. Novi indeks še vedno ni primeren za delniško podlago, na katero bi se vezal domači indeksni sklad. Zdajšnji osveženi borzni indeks je nekoliko bolj realen in življenjski, vendar je zaradi relativno nizke tržne kapitalizacije slovenskih "blue chipov", plitkosti kapitalskega trga ter posledične nelikvidnosti posameznih vrednostnih papirjev iz tega indeksa, še vedno neprimerna osnova za merjenje referenčne donosnosti. Zaradi vseh naštetih pomanjkljivosti uradnega slovenskega indeksa, je še vedno najprimerneje za slovenske DZU-je, da če želijo ustanoviti indeksni sklad v Sloveniji, le-tega vežejo na mednarodno priznani indeks (Gostiša, 2003).

Potencialni slovenski vlagatelji v indeksne vzajemne sklade lahko vložijo denar tudi v tuje indeksne sklade. Od 1. 7. 2001 lahko rezidenti Slovenije kupujejo delnice tujih investicijskih skladov, od 1. 2. 2003 ne le preko slovenske borzne-posredniške hiše ali banke, pač pa tudi neposredno v tujini. Torej možnost vlaganja v indeksne vzajemne sklade za slovenske vlagatelje obstaja. Na voljo so jim tri možnosti (Šoba, 2004, str. 58):

- da opravijo nakup preko tuje banke ali borzne hiše,
- da vlagateljem ustrezno transakcijo opravi investicijski svetovalec,
- da sredstva nakažejo vlagatelji sami neposredno pri tuji družbi za upravljanje.

Glede aktivnega trženja tujih skladov pa je stvar drugačna. ZISDU-1, ki je začel veljati januarja 2003, dovoljuje trženje le tistim skladom, katerih matične družbe za upravljanje bodo v Sloveniji ustanovile podružnico. Trženje tujih skladov v Sloveniji je od 1.5.2004 dovoljeno tudi skladom iz držav Evropske unije. Ti skladi, se lahko tržijo v Sloveniji neposredno, če je o tem predhodno obveščena Agencija za trg vrednostnih papirjev in če osebe, ki bodo tržile te sklade, izpolnjujejo

enake zahteve kot osebe, ki ponujajo domače vzajemne sklade. Sklade iz držav, ki niso članice Evropske unije v Sloveniji je dopustno tržiti le s posebnim dovoljenjem Agencije za trg vrednostnih papirjev (Zorman, 2003, str. 24).

2. KOTIRAJOČI INDEKSNI SKLADI oz. ETFji

Kotirajoči indeksni skladi so naložbena možnost, ki je zanimiva za vlagatelje, ki želijo ustvariti globalen, panožno uravnotežen portfelj vrednostnih papirjev. ETFji so mešanica med delnico in indeksnim vzajemnim skladom. Pravno formalno je delnica ETFja vrednostni papir, ki daje vzajemno pravico do sorazmernega deleža vrednostnih papirjev v skladu (Poterba, 2002, str. 2). So delnice, ki imajo vse značilnosti indeksnih vzajemnih skladov. Kot z delnicami in zaprtimi skladi je možno z njimi trgovati kontinuirano v času trgovanja na večini razvitih svetovnih borz. Nekateri ETFji zasledujejo splošno znane indekse kot so S&P 500, Dow Jones Industrial Average, Nasdaq 100, Russell 3000, DAX 30, Nikkei 225. Poznamo pa tudi ETFje, ki zasledujejo posamezne regije, trge (npr. Evropo, Azijo, Japonsko, Hong Kong, itd.). Tretja skupina ETFjev zasleduje določene panoge, npr. avtomobilsko industrijo, informacijsko tehnologijo, finančni sektor ali pa zasledujejo določeno vrsto podjetij. V prihodnosti pričakujemo tudi ETF, ki bo vezan na nafto, medtem ko ETF vezan na zlato že obstaja (Culloton, 2004). In kar je najbolj zanimivo, kupiti jih je mogoče preko borznega posrednika tako kot katerokoli drugo delnico.

Med ETF sklade spadajo investicijski skladi, ki imajo naslednje lastnosti (Mastnak, 2003, str. 14):

- sklad mora biti odprt, oziroma mora na zahtevo vlagateljev odkupovati in izdajati delnice;
- postopek izdajanja in odkupovanja delnic mora potekati v večjih osnovnih količinah;
- z delnicami sklada se mora trgovati na organiziranem trgu kapitala po tržni vrednosti delnic;
- sestava portfelja sklada mora biti v vsakem trenutku znana vsem udeležencem trga;
- v vsakem trenutku mora biti znana čista vrednost premoženja sklada .

2.1. ZGODOVINA KOTIRAJOČIH INDEKSNIH SKLADOV

Za začetnika ideje o ETFjih štejemo profesorja Nilsa Hakanssona (Novakoff, 2005). Le-ta je v reviji Financial Analyst Journal objavil članek z naslovom: "The Purchasing Power Fund: A New Kind of Financial Intermediary." Ideja novega finančnega instrumenta je bila, ustanoviti sklad, ki bi bil sestavljen iz "super delnic" in bi dosegal v naprej določeno raven donosa. Tako je leta 1993 nastal prvi ETF, imenovan "SuperTrust", ki ga je ustanovila družba Leland, O'Brien, Rubenstein Associates (LOR). Težava pa se je pojavila pri Securities and Exchange Commission

(SEC), ki je do tedaj poznala le odprte in zaprte sklade. ETF pa so bili nekje vmes. Kljub podpori nekaterih močnih institucij, med katerimi je bil tudi pokojninski sklad družbe IBM, pa se je to izkazalo za izjemno zahteven projekt. Glavni problem pri ustanovitvi ETFja je bil Investment Company Act (ICA) iz leta 1940. Omenjeni zakon je bil sprejet po borznem zlomu leta 1929 in je tako precej restriktiven. Vendar pa zakon vsebuje tudi pomembno določilo, ki dovoljuje SEC-u da dovoli odstopanja od zapisanih pravil, če je to v interesu vlagateljev in če te izjeme ne ogrožajo varnosti investitorjev. Družba LOR je začela z lobiranjem in dosegla spremembo ICA-a. Najpomembnejše izjeme, ki jih je odobril SEC in ki so omogočile nastanek prvega, pa tudi današnjih ETFjev so (Mastnak, 2003a, str. 20):

- ETFjem ni potrebno odkupiti delnic kateregakoli vlagatelja na njegovo željo, kot mora to storiti vzajemni sklad.
- Trgovanje z delnicami ETF poteka po tržnih cenah, za razliko od vzajemnih skladov, kjer je osnova čista vrednost premoženja.
- Povezane osebe (institucionalni investitorji) lahko s skladom trgujejo v obliki delnica za delnico. Zakon namreč vzajemnim skladom prepoveduje kakršnokoli trgovanje z osebami, ki imajo v lasti več kot 5% sklada.
- ETFjem ni potrebno dostaviti prospekta vsakemu vlagatelju, ki pristopi v sklad (določilo je pomembno, saj je s tem omogočeno trgovanje z delnicami sklada preko organiziranega trga kapitala).

Kot je bilo omenjeno, je leta 1993 nastal prvi ETF, imenovan "SuperTrust", ki ga je ustanovila družba LOR. Sklad je sledil indeksu S&P 500. Enota sklada se je imenovala "Index Trust Super Unit". SuperTrust je bil v svoji osnovi hedge sklad. Žal se je izkazalo, da je ideja preveč kompleksna in zapletena, poleg tega pa se je v tistem času zmanjšalo zanimanje za hedge sklade. SuperTrust je prenehal z delovanjem v letu 1996 (Novakoff, 2005).

Tržno praznino sta izkoristila American Stock Exchange LLC in Standard & Poor Depository Receipt (SPDR) Trust, ki sta oblikovala ETF vezan na S&P 500 oblikovan kot Unit Investment Trust. Za razliko od SuperTrusta je dosegel pričakovanja in postal prvi komercialno uspešen ETF. Naslednje poglavje v razvoju ETFjev je izkoristil Morgan Stanley, ki je izkoristil manj striktno regulativo glede izdajanja vrednostnih papirjev v Luksemburgu in tam oblikoval Optimized Portfolios as Listed Securities (OPALS), ki jih je uvrstil na Luksemburško borzo. OPALS so osnovani na Morgan Stanley Capital International (MSCI) indeksih. OPALS so primarno namenjeni institucionalnim investitorjem, zanje pa so značilni nizki stroški. Leta 1996 je Morgan Stanley želel ponuditi nekaj podobnega kot OPALS tudi individualnim investitorjem. Tako je skupaj z Barclays Global Investments in AMEX-om oblikoval World Equity Benchmark Shares (WEBS).

Morgan Stanley je WEBS organiziral kot Investment Company in ne kot Unit Investment Trust. To mu je omogočilo določene prednosti na področju investicijskega upravljanja in davčnih ugodnosti, v primerjavi s pionirji na tem področju SuperFund-om in SPDR. WEBS je veljal za

"indeksni sklad" za razliko od ostalih ETFjev. Termin indeksni sklad je bil pred tem rezerviran samo za odprte-vzajemne sklade. V letu 1997 se je pojavili Diamonds ETF, ki je vezan na indeks Dow Jones.

V zadnjih letih je bilo oblikovano veliko novih ETFjev, ki so organizirani kot vzajemni skladi. Pokrivajo vse večje indekse (Russell, S&P, Dow Jones indekse…). Upravljavci poskušajo ohraniti čim več svobode pri upravljanju s skladi, na drugi strani pa hočejo čim bolj slediti izbranemu indeksu. Danes je na svetu preko 100 ETFjev (Mutual Fund Fact Book, 2003).

2.2. PREGLED STANJA NA PODROČJU KOTIRAJOČIH INDEKSNIH SKLADOV

Število kotirajočih indeksnih skladov neprestano narašča od nastanka prvega sklada v letu 1993. Od takrat smo priča izredno hitremu razvoju ETFjev, predvsem zaradi številnih prednosti, ki jih ta oblika naložbe prinaša. Kot lahko vidimo v Tabeli 4 je konec leta 2003 na različnih svetovnih borzah kotiralo že 119 ETFjev, rast pa lahko pričakujemo tudi v prihodnje.

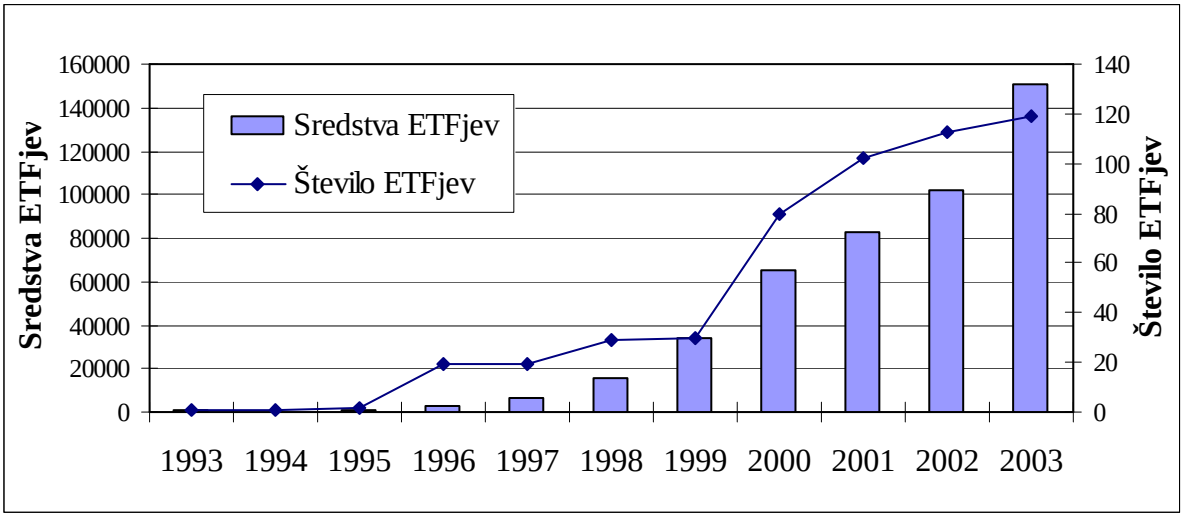
Tabela 4: Število ETFjev in obseg sredstev v njihovem upravljanju v ZDA v obdobju od leta 1993 do 2003

Leto	Število ETFjev	Sredstva ETFjev (v mio USD)
1993	1	464
1994	1	424
1995	2	1052
1996	19	2411
1997	19	6707
1998	29	15568
1999	30	33873
2000	80	65585
2001	102	82993
2002	113	102143
2003	119	150983

Vir: Mutual Fund Fact Book, 2003, str. 105.

V preteklosti se ni povečevalo le število ETFjev, temveč tudi sredstva, ki so jih investitorji vložili v tovrstno naložbo. Slika 3 (na str. 18) prikazuje hitro rast števila ETFjev in sredstev v njihovem upravljanju. Celoten obseg sredstev v upravljanju je konec leta 2003 znašal 150,9 mrd USD.

Slika 3: Število ETFjev in njihov obseg sredstev v ZDA od leta 1993 do 2003 (v mio USD)



Vir: Mutual Fund Fact Book, 2003, str. 105.

2.2.1. Kotirajoči indeksni skladi po svetu

Število kotirajočih indeksnih skladov se v zadnjem času naglo povečuje, povečujejo pa se tudi sredstva, ki jih imajo ti skladi v upravljanju.

Tabela 5: Število ETFjev, njihovo premoženje, število upravljavcev in število borz, na katerih se trguje z ETFji, po posameznih državah v letu 2004

Država oz. regija	Število ETFjev	Premoženje v upravljanju v (mrd USD)	Število upravljavcev	Št. borz, na katerih se trguje z ETFji
ZDA	132	161,286	8	4
Evropa	109	24,931	14	11
Japonska	17	28,575	4	2
Kanada	16	5,741	2	1
Koreja	4	0,606	2	2
Avstralija	4	0,555	2	1
J. Afrika	4	0,885	2	1
Hong Kong	3	4,006	3	1
Indija	5	0,032	3	2
Izrael	6	1,069	2	1
Singapur	1	0,250	1	1
Tajvan	1	1,368	1	1
ETF skupaj	302	229,306	35	28

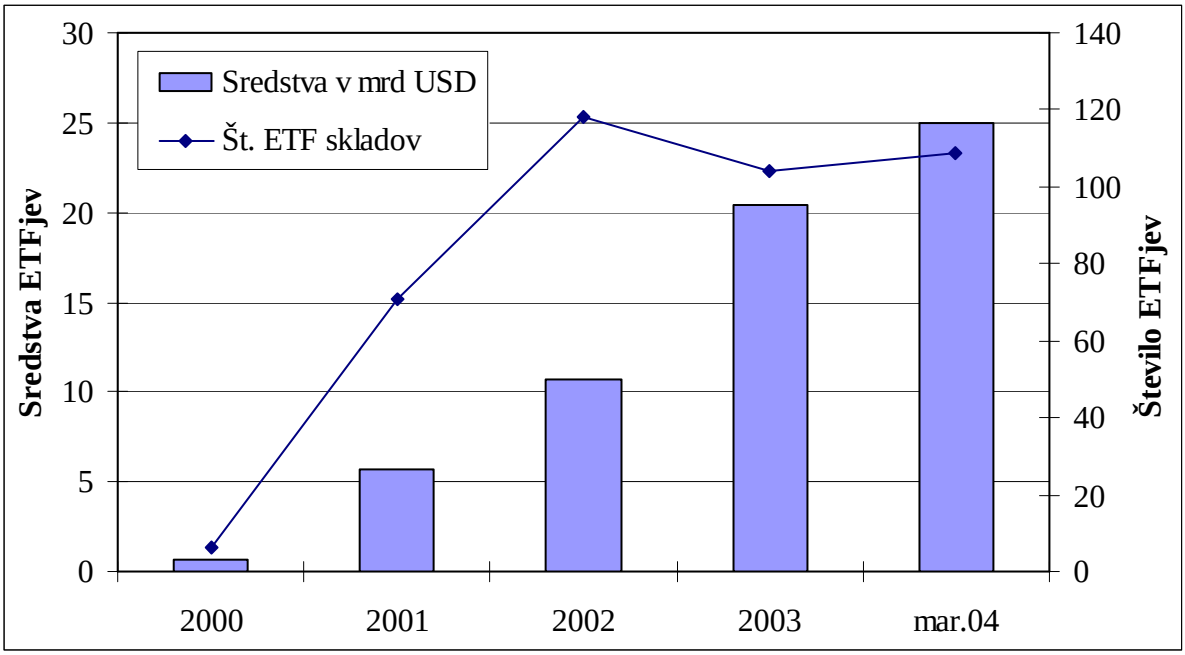
Vir: Journal Of Indexes, 2004.

Tabela 5 (na str. 18) prikazuje razširjenost ETFjev po svetu. ETFje najdemo v številnih državah od ZDA do Indije. Najbolj je ta naložbena oblika razvita v ZDA, kjer so ETFji tudi nastali. Sledi ji Evropa, Japonska in druge kapitalsko razvite države. Pojavljajo pa se tudi v državah, kjer so kapitalski trgi manj razviti (Izrael, Indija in Južnoafriška republika).

2.2.2. Primerjava med Evropo in ZDA

Investicijska kultura v Evropi je nekoliko drugačna od investicijske kulture v ZDA. Evropa nekoliko zaostaja za ZDA v pogledu investiranja v razne sklade, torej tudi indeksne sklade. Evropska gospodarstva so predvsem bančna gospodarstva, v katerih imajo prevladujočo vlogo banke in dolžniški kapital, manj pomemben je lastniški kapital, torej borza. Evropejci se manj odločamo za investiranje v delnice, indeksno investiranje pa je bilo še do nedavnega nepoznano. Trenutno imamo na evropskih trgih preko 100 različnih ETFjev, ki investitorjem omogočajo investiranje v kotirajoče indeksne sklade (Index Universe, 2004). V ZDA imajo relativno majhno število upravljavcev ETFjev, ki pokrivajo veliko število različnih indeksov. Na drugi strani imamo v Evropi veliko število upravljavcev, veliko jih je v finančnem svetu slabo poznanih, skoncentrirani pa so okoli peščice indeksov. Poleg tega pa zaračunavajo višje stroške, saj so zaradi majhnosti stroškovno manj učinkoviti od ameriških skladov. Prvi evropski ETFji so zaračunavali 7% vstopno provizijo in stroške v višini 230 bazičnih točk, kar je bilo bistveno več od ameriške konkurence. V zadnjih letih ETFji postajajo vse zanimivejši in za investitorje privlačnejši tudi v Evropi.

Slika 4: Število evropskih ETFjev in njihova sredstva v upravljanju v obdobju od leta 2000 do marca 2004 (v mrd USD)



Vir: Index Universe, 2004.

Na Sliki 4 (na str. 19) je mogoče videti hitro rast števila evropskih ETFjev in obseg njihovih sredstev v obdobju od leta 2000 do marca leta 2004. V letu 2003 je prišlo do zmanjšanja števila ETFjev, povečal pa se je obseg sredstev v omenjenih skladih. Do tega je prišlo zaradi konsolidacije in procesa "čiščenja" med samimi skladi. Omenjeni procesi so bili nujni z vidika večje ekonomske učinkovitosti samih skladov. Leta 2002 je bilo v ZDA 113 ETFjev, ki so skupaj upravljali 102,143 mrd USD sredstev. V istem letu je bilo v Evropi 118 ETFjev, ki so upravljali 10,69 mrd USD sredstev. Razlika je občutna in spremembe so bile nujne, saj je bila učinkovitost in ekonomičnost evropskih ETFjev bistveno nižja od ameriških. V letu 2003 je prišlo do zmanjšanja števila skladov, sredstva pa so se skoraj podvojila (Wiandt, 2004).

Tabela 6: Največji evropski ETF skladi na dan 31.03.2004

ETF	Sredstva (v mrd USD)	Povprečni dnevni promet (v mio USD)
iShares DJ EuroSTOXX 50	2,64	9,02
DJ Euro STOXX 50 Master Unit	2,10	31,84
CAC 40 Master Unit	2,07	32,94
IndEXchange DJ EuroSTOXX 50	1,97	50,89
IndEXchange DAX EX	1,68	117,01
Xmtch on SMI	1,66	16,28
Eb. Rexx Govt Germany	1,42	0,07
iShares FTSE 100 Index Fund	1,18	17,45
streetTRACKS MSCI Pan-Euro	0,79	4,58
XACT SBX	0,72	0,90

Vir: Index Universe, 2004.

Po procesu konsolidacije in zmanjšanju števila skladov se je v Evropi izoblikovalo nekaj večjih ETFjev, ki so si ustvarili prepoznavno tržno ime in so tako privabili nove investitorje. Mednje spada skupina iShares, ki je ubrala enako strategijo osvajanja trga, kot je to storila v ZDA. ETFji skupine iShares pokrivajo različne indekse na stroškovno učinkovit način, to pomeni z nizkimi provizijami. S to strategijo poskuša skupina iShares prevzeti vodilno vlogo na ameriškem trgu, kjer poskuša prehiteti trenutno vodilni ameriški ETF SPDR, na evropskem trgu pa že ima dominantno vlogo, saj je ETF iShares DJ EuroSTOXX 50 največji evropski ETF sklad. Na področju indeksov pa je dominantno vlogo prevzel STOXX indeks, ki pokriva največja evropska podjetja (Wiandt, 2004).

V Tabeli 6 lahko vidimo, da so evropski ETFji po velikosti bistveno manjši od ameriških, na drugi strani pa je obseg sredstev v upravljanju bolj enakomerno porazdeljen med skladi kot v ZDA. Pri povprečnem dnevnem prometu nekoliko izstopa ETF IndEXchange DAX EX, ki je ETF s katerim se na evropskih borzah največ trguje.

2.3. ORGANIZACIJSKE OBLIKE KOTIRAJOČIH INDEKSNIH SKLADOV

Vsi ETFji sledijo določenemu indeksu, panogi oziroma regiji, vendar niso vsi ETFji organizirani na enak način. Organizacijsko – pravna struktura ima pomemben vpliv na delovanje sklada, zato so se razvile različne strukture. Organizacijska struktura, po kateri je organiziran ETF, ni samo internega pomena, ampak vpliva tudi na temeljne lastnosti sklada z vidika vlagateljev – predvsem na stroške sklada, naložbeno politiko in sledilno napako sklada (ang. tracking error). ETFji so pravno formalno lahko organizirani kot vzajemni sklad, neupravljani sklad in kot "neposredno lastništvo" (Jakše, 2005, str. 50).

2.3.1. Vzajemni ETF sklad (ang. open-end ETF)

Gledano po številu skladov, je velika večina današnjih ETFjev organiziranih kot vzajemni sklad (open-end struktura). Takšna oblika ETFjem omogoča najhitrejšo širitev na različna področja (tudi v sklade z aktivno naložbeno politiko), takojšnje reinvestiranje dividend, pa tudi uporabo terminskih pogodb in opcij. ETFji, organizirani v obliki vzajemnih skladov, so bolj fleksibilni od ostalih ETFjev. Ta organizacijska oblika namreč dovoljuje upravljavcu sklada, da uporabi vzorčenje pri vlaganju sredstev v delnice iz sestave indeksa, s tem se sklad izogne preveliki izpostavljenosti do posameznega vrednostnega papirja. Portfelj sklada in sestava indeksa nista popolnoma enaka. To pomeni, da upravljavec investira del portfelja sklada v terminske pogodbe, opcije in del portfelja direktno v delnice, ki sestavljajo indeks. To pride do izraza pri nekaterih indeksih v katerih imajo posamezne delnice zelo visoke deleže (posebej pri panožnih indeksih, ko imamo dve do tri prevladujoča podjetja in so tako tudi v indeksu daleč najbolj zastopana). 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 ETFji imajo praviloma nekoliko višje upravljavske provizije od preostalih dveh organizacijskih oblik ETFjev.

2.3.2. Neupravljani sklad (ang. Unit Investment Trust, UIT)

Neupravljani skladi so investicijski skladi, ki so ponavadi ustanovljeni za določen čas. Uporabljajo se predvsem za investiranje v dolžniške vrednostne papirje. To je bila organizacijska oblika prvih ETFjev, ker je bilo zanjo v ZDA najlažje pridobiti dovoljenja regulativnih organov (Spence, 2003). Portfelj neupravljanega sklada ponavadi ostane nespremenjen vse do zapadlosti (vsebuje npr. vse delnice, ki so vsebovane v S&P 500 indeksu), čeprav ETFji lahko spreminjajo portfelj ob spremembi sestave indeksa. Takšna struktura je za ETFje zanimiva predvsem zaradi nižjih stroškov v času ko sklad upravlja z zelo majhno količino sredstev. Na drugi strani pa to pomeni nezmožnost upravljavca UITa, da zamenjuje vrednostne papirje v skladu in praktično onemogoča prodor UITov na področje panožnih indeksov.

IT so manj fleksibilni kot ETFji, organizirani kot vzajemni skladi. Za razliko od slednjih ne morejo takoj reinvestirati dividend. Zbrane dividende se zbirajo na brezobrestnem zbirnem računu in se razdelijo enkrat letno. To pomeni, da v času rasti tečajev dosegajo slabše rezultate od skladov, ki so organizirani kot vzajemni sklad in obratno v času padanja tečajev. Ta pojav analitiki imenujejo dividendna ovira (ang. dividend drag). Vpliv dividend je majhen in znaša le nekaj bazičnih točk letno. Kljub temu sta največja ameriška ETFja (SPDR in Qubes) organizirana kot neupravljana sklada.

2.3.3. Neposredno lastništvo

Neposredno lastništvo predstavlja direktno lastništvo vrednostnih papirjev, ki so vsebovani v košarici. Primeri te pravne oblike so različna potrdila o vlogah (ang. depository receipts), s katerimi je možno prosto trgovati na borzi. Dividende se izplačujejo direktno vlagateljem. Sestava košarice vrednostnih papirjev se ne spreminja od prvega izbora vrednostnih papirjev dalje, razen v primeru izrednih dejanj s strani družbe (Jakše, 2005, str. 50).

Takšno obliko uporabljajo ETF, imenovani HOLDRs, ki jih je ustanovil Merill Lynch. Ti skladi so na prvi pogled podobni drugim ETFjem, vendar se od njih po marsičem razlikujejo, zato jih imenujemo tudi "kvazi" ETFji. Le-ti ne smejo menjati delnic v svojem portfelju. Zato imajo v portfelju vse manj in manj delnic (zaradi prevzemov in podobnega, saj v omenjenih primerih prevzeta delnica izpade iz sklada). To pomeni, da je portfelj sklada ob ustanovitvi enak indeksu, vendar se po določenem času od njega vse bolj oddaljuje, diverzifikacija naložbe pa je vse manjša.

Neposredno lastništvo ponuja tudi nekatere prednosti za vlagatelje. Ker sklad z delnicami, ki jih ima v portfelju ne trguje, ne prihaja do realizacije potencialnih kapitalskih dobičkov in možnih davčnih obremenitev za vlagatelje. Poleg tega je investitor lastnik posamičnih delnic v skladu (in ne le delnic sklada), tako lahko proda le določene delnice iz portfelja sklada (npr. tiste s katerimi je imel izgubo). Z delnicami HOLDRs se na borzi trguje v lotih po 100 delnic (Stanton, 2005). Ta omejitev predstavlja potencialno oviro za male investitorje.

Na splošno velja, da imajo ETFji, organizirani kot vzajemni sklad, višje stroške od preostalih dveh oblik. Največja razlika med njimi pa je v načinu indeksiranja. Neupravljani skladi imajo portfelj vedno sestavljen iz natanko enakih delnic kot izbrani indeks, pri neposrednem lastništvu (HOLDRs) je vsebina košarice ves čas statična, na drugi strani pa vzajemni skladi večkrat uporabijo vzorčenje. To pomeni, da bolj ali manj natančno kopirajo izbran borzni indeks. Pri tem si pomagajo z različnimi derivati (terminskimi pogodbami, opcijami...), ali pa s tem, da nakupijo le delnice, ki imajo največje uteži v indeksu in se s tem sprijaznijo z nekoliko večjo sledilno napako (ang. tracking error) ob nižjih stroških sklada.

2.4. DELITEV KOTIRAJOČIH INDEKSNIH SKLADOV

Kotirajoče indeksne sklade lahko glede na vrsto vrednostnih papirjev, ki jih imajo v portfelju oziroma glede na indeks, ki ga zasledujejo, razvrstimo v naslednje skupine (Richardson, 2003, str. 178):

- ETFji, ki pokrivajo določen trg,
- sektorski ETFji, ki pokrivajo določen sektor oz. panogo
- mednarodni ETFji, ki pokrivajo skupino držav
- kvazi ETFji (HOLDRs).

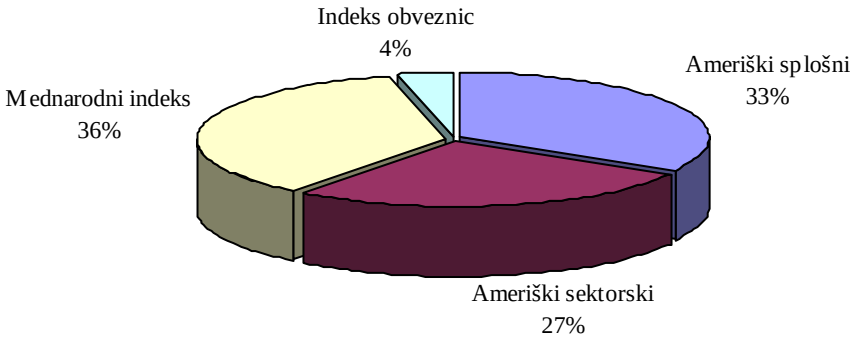
Tabela 7: Število ETF skladov glede na različne tipe indeksov v ZDA

ETF skladi vezani na:	31.5.2003	31.12.2002
Ameriški indeks	69	66
• ameriški splošni	38	35
• ameriški sektorski	31	31
Mednarodni indeks	41	39
Indeks obveznic	4	8
Skupaj	114	113

Vir: Investment Company Institute, 2004.

Iz Tabele 7 in Slike 5 je razvidno, da v ZDA prevladujejo kotirajoči indeksni skladi, ki sledijo ameriškim indeksom, veliko je tudi ETF skladov, ki sledijo mednarodnim borznim indeksom. Število kotirajočih indeksnih skladov, ki sledijo indeksu obveznic je majhno. Konec maja 2003 so bili taki skladi le štirje.

Slika 5: Delež ameriških ETF skladov glede na tip indeksa, ki so mu sledili na dan 31.12.2003

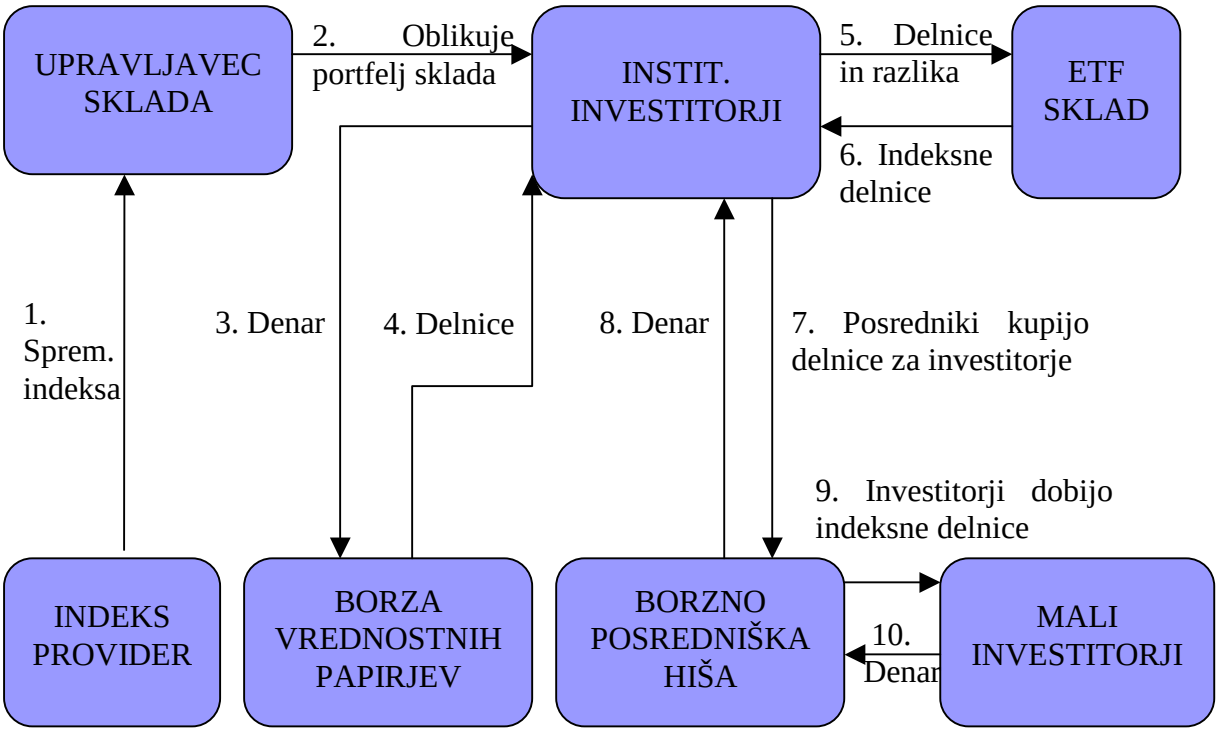


Vir: Investment Company Institute, 2004.

2.5. IZDAJA IN ODKUP DELNIC PRI KOTIRAJOČIH INDEKSNIH SKLADIH

Kotirajoči indeksni skladi imajo unikaten sistem izdajanja in odkupovanja delnic (Gastineau, 2002, str. 65), ki je prikazan na Sliki 6. Delnice ETFja (indeksne delnice) izdaja in odkupuje družba za upravljanje. Indeksne delnice se izdajajo in odkupujejo glede na povpraševanje investitorjev, vendar ne more vsak investitor zahtevati izdajo in odkup delnic ETFja direktno pri skladu, kot je to v navadi pri vzajemnih skladih. Indeksne delnice lahko kupi, ali pa proda direktno skladu le investitor, ki zbere 50.000 ali več delnic, to pomeni, da je ta možnost dostopna le velikim investitorjem. Takšen obseg predstavlja finančno obremenitev v višini nekaj milijonov USD. Malim investitorjem ostane le nakup in prodaja preko organiziranega trga kapitala – borze. To je zelo pomembna značilnost, ki pomembno zniža stroške sklada, saj skladu tako ni potrebno graditi "maloprodajne" mreže. Kljub temu pa mali investitorji niso nič na slabšem, saj lahko indeksne delnice kupijo na organiziranem trgu kapitala preko svojega borznega posrednika. Zaradi sistema arbitraže tržna cena sklada nikoli ne more odstopati od čiste vrednosti premoženja (NAV) za več kot kakšen odstotek (McClatchy, 2002, str. 58). V primeru, da je tržna vrednost nižja od prave, pooblaščena finančna institucija "Authorized Participant" kupi zadostno količino delnic ETFja, jih zamenja pri upravljavcu za delnice podjetij v skladu, te nato proda na trgu in zasluži na razliki v ceni med ceno delnice ETFja in ceno delnic, ki so v skladu. Seveda niso vse arbitraže profitabilne. Lahko se zgodi, da se razlika v ceni močno zniža ravno pred izvedbo arbitraže ali pa istočasno arbitražo izvaja še kakšna druga finančna institucija. Dobra stran arbitraže za male investitorje je, da je tržna cena ETFja vedno blizu čisti vrednosti premoženja.

Slika 6: Sistem izdaje indeksnih delnic pri ETF skladu



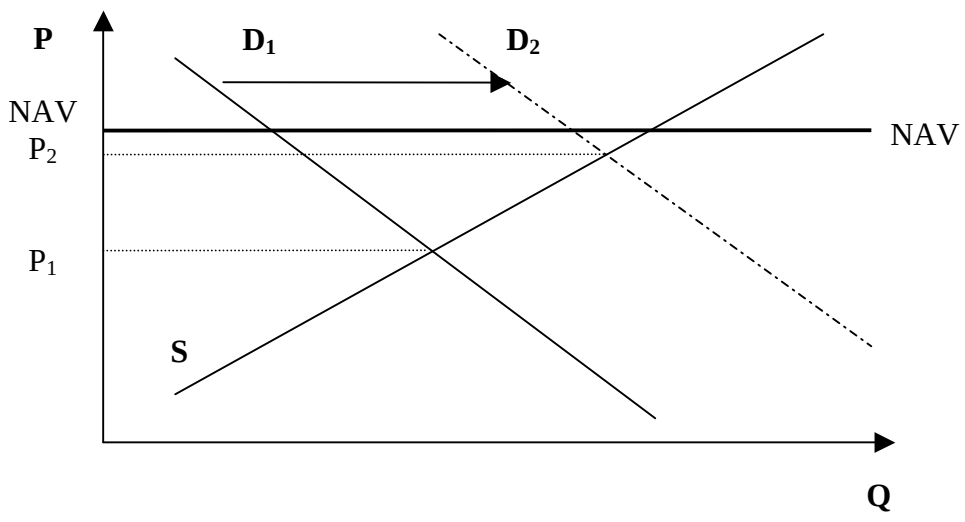
Vir: Gastineau, 2002, str. 65.

Druga posebnost ETFjev pa je v tem, da poteka proces izdaje in odkupa kotirajočih indeksnih delnic v obliki delnica za delnico. Investitor, ki hoče kupiti delnice ETF neposredno pri skladu, mora namreč vanj vložiti portfelj delnic, ki sestavljajo izbrani indeks. Sklad mu v zameno izda delnice ETF, ki so nato prosto prenosljive in je z njimi možno trgovati preko organiziranega trga kapitala. Odkup delnic ETF poteka podobno, le v obratnem vrstnem redu. Investitor, ki želi delnice prodati direktno skladu, jih mora zbrati vsaj 50.000. V zameno za delnice ETF pridobi vlagatelj portfelj delnic izbranega indeksa. Celoten postopek, ki se na prvi pogled zdi nepotrebno kompliciran, je v resnici smiseln, če se spomnimo, da s skladom lahko trgujejo le večji (institucionalni) investitorji. Večina le-teh ima v svojih portfeljih praktično vse delnice, ki sestavljajo bolj znane indekse. Tako je postopek prilagojen njim, saj jim ni potrebno delnice najprej prodati in z denarjem kupiti delnice ETF, ampak jih lahko enostavno položijo v sklad in v zameno dobijo delnice ETF. Institucionalni investitorji pa pridobijo na likvidnosti, saj so indeksne delnice bistveno bolj likvidne kot nekatere delnice, ki sestavljajo indeks (Temple, 2003, str. 130).

2.6. TRGOVANJE Z INDEKSNIMI DELNICAMI NA SEKUNDARNEM TRGU KAPITALA

Pri nakupu oziroma prodaji indeksnih delnic na sekundarnem trgu se število izdanih delnic ne spreminja. Na primarnem trgu, kjer institucionalni investitorji generirajo izdajo in odkup indeksnih delnic neposredno pri samem skladu, pa prihaja do spremembe števila delnic v obtoku. Postopek nakupa oziroma prodaje indeksne delnice na sekundarnem trgu kapitala je popolnoma enak postopku nakupa oziroma prodaje katerekoli druge delnice in poteka preko borznega posrednika.

Slika 7: Vpliv arbitraže na tržno vrednost indeksne delnice



Vir: Mastnak, 2003, str. 58.

Tržna vrednost delnice je tekom trgovalnega dne le redkokdaj enaka (vmesni) čisti vrednosti

premoženja. Sta pa obe vrednosti zelo blizu, saj za to poskrbi postopek cenovne arbitraže (Lerman, 2001, str. 132). Čisto vrednost premoženja sklada (ang. net asset value, NAV) dobimo tako, da vrednosti vseh sredstev prištejemo denarna sredstva v lasti sklada in od tega odštejemo obveznosti, ki jih ima sklad. NAV se zaradi zahtevnosti izračunava le ob koncu trgovalnega dne. Znotraj trgovalnega dne pa se izračunava vmesna čista vrednost premoženja (ang. intraday indicative index value ali underlying trading value). Optimizirana vrednost portfelja (ang. indicative optimized portfolio value) se izračunava pri ETFjih z mednarodno sestavo portfelja in izraža tudi vrednost valutnih sprememb (Jesenek, 2003, str. 100). To v praksi pomeni, da se lahko cena spremeni tudi na osnovi valutnih nihanj. Vmesno čisto vrednost premoženja dobimo kot seštevek vrednosti delnic in denarja v lasti sklada, vse skupaj pa moramo deliti s številom izdanih delnic ETFja. Vrednost vsake delnice v lasti sklada je vzeta iz zadnje cene, ki jo je delnica dosegla na borzi (ang. last traded price).

Na Sliki 7 (na str. 25) je prikazan primer, ko se z indeksno delnico trguje z diskontom glede na NAV. Ko postane razkorak med vrednostjo NAV in tržno ceno prevelik, vzdrževalci likvidnosti kupujejo na trgu delnice ETFja in s tem premikajo krivuljo povpraševanje iz D_1 v D_2. To povzroči dvig cene iz P_1 v P_2. Institucionalni investitorji to počnejo toliko časa, da se cena delnice približa NAV vrednosti. Razlika med tržno ceno in NAV je na koncu enaka stroškom trgovanja (Mastnak, 2003, str. 58).

Za razliko od drugih skladov, pri ETFjih poznamo praktično vse vrste borznih naročil, ki se uporabljajo tudi pri trgovanju z delnicami (Richards, 2003, str. 123), in sicer:

- **tržna naročila** (ang. market orders): so najenostavnejša oblika borznega naročila. Delnico kupimo ali prodamo po ceni, ki velja na trgu. Kupimo torej po ceni, ki je najnižja na strani ponudbe in prodamo po najvišji ceni na strani povpraševanja. Tržna naročila imajo prednost pred vsemi ostalimi naročili.

- **tržna naročila ob odprtju** (ang. market on open orders): se izvršijo ob odprtju trga. Cena ETFjev se namreč najbolj spreminja ob odprtju in koncu trgovalnega dne. Takrat so namreč najbolj aktivni veliki investitorji.

- **tržna naročila ob koncu** (ang. market on close orders): izvršijo ob koncu trgovalnega dne. Cene ETFjev lahko ob koncu trgovanja zelo nihajo, zato je potrebno biti previden. Ob koncu trgovalnega dne veliki igralci zapirajo določene pozicije.

- **naročila z omejitvijo** (ang. limit orders): v primeru, da delnico kupujemo, določimo najvišjo ceno, ki smo jo pripravljeni plačati. Če delnico prodajamo, določimo najnižjo ceno, po kateri smo pripravljeni delnico prodati. Večina naročil z omejitvijo velja en dan in se obdrži v borzno trgovalnem sistemu do konca trgovalnega dne. Poznamo pa tudi limitirana naročila, ki ostanejo v sistemu do preklica naročila (ang. good till cancelled).
- **stop naročila** (ang. stop orders): da bi se zavarovali pred preveliko izgubo uporabljamo

stop naročilo. Če cena delnice pade pod nivo, ki smo ga določili, se naročilo takoj uvrsti med tržna naročila in se izvrši.

- **naročilo "vse ali nič"** (ang. fill or kill order): transakcija se izvrši le v primeru, če je kupljena oziroma prodana celotna količina, ki je navedena v naročilu. To naročilo spada v skupino tako imenovanih naročil ob strani. Uporabljajo jo predvsem profesionalni igralci na trgu.

2.7. STROŠKI VLAGANJA V KOTIRAJOČE INDEKSNE SKLADE

Pri varčevanju v ETF skladih lahko računamo na različne stroške (Richards, 2003, str. 65):

- *Razmik med NAV vrednostjo indeksne delnice in njeno tržno vrednostjo* (ang. variance). Kot je bilo že omenjeno, je ta razmik navadno majhen, a kljub temu predstavlja strošek. Kako ta razlika nastane v praksi? Lahko se zgodi, da je NAV na dan nakupa oziroma prodaje ista, a je cena na borzi kljub temu različna. V primeru, da smo delnico kupili s premijo, na dan prodaje pa je delnica v diskontu, to za nas predstavlja strošek. Delnica je v premiji, če je tržna cena delnice višja od NAV vrednosti. In obratno, delnica je v diskontu, če je tržna cena nižja od NAV vrednosti. Več kot trgujemo z delnicami ETFja, večja je potencialna izguba. Primer: če opravimo 100 poslov (nakupov in prodaj), to je 50 obratov z delnico ETFja in je povprečni razmik 30 bazičnih točk, lahko realiziramo izgubo v višini 15 odstotkov. Iz tega izhaja, da ni priporočljivo dnevno oziroma pogosto trgovanje z delnico ETFja.

Tabela 8: Premije in diskonti ameriških ETFjev glede na čisto vrednost premoženja v letu 2002 (vse v %)

	Glede na ponudbo	Glede na povpraševanje
Ameriške delnice		
Navadno povprečje	-0,090	0,107
Ponderirano s kapitalizacijo	-0,001	-0,005
Maksimalna premija	1,455	3,576
Maksimalen diskont	-1,211	-0,581
Neameriške delnice		
Navadno povprečje	-0,475	0,382
Ponderirano s kapitalizacijo	-0,307	0,285
Maksimalna premija	2,460	3,095
Maksimalen diskont	-3,896	-2,952

Vir: Gradivo za seminar Študentski borzni fokus, 2004.

Kot lahko vidimo v Tabeli 8 (na str. 27), znaša povprečna premija oz. diskont pri ETFjih

z ameriškimi delnicami le nekaj promilov. Do večjih razlik med tržno vrednostjo delnic in NAV vrednostjo prihaja pri ETFjih, ki imajo v portfelju neameriške delnice.

- *Licenčnina* je znesek, ki ga morajo upravljavci ETFjev plačevati podjetjem, ki imajo v lasti določen indeks, ki mu sklad sledi. Podjetja kot so Dow Jones, Standard & Poor's, Wilshire, Russell, Morgan Stanley Capital International in druga podjetja, ki oblikujejo indekse, generirajo s tem prihodke.

- *Cenovni razmik je razlika med najboljšo ponudbo in povpraševanjem, torej ceno, po kateri lahko prodamo in ceno, po kateri lahko kupimo indeksno delnico (ang. bid/ask spread).* Nakupna cena je praviloma višja od prodajne. Višji kot je obseg trgovanja, manjše so razlike med nakupno in prodajno ceno. Pri največjih ETFjih po obsegu trgovanja znaša razmik med ponudbo in povpraševanjem le nekaj bazičnih točk (Stevens, 2005). To ni veliko, vendar vsak še tako majhen strošek, naraste z večanjem trgovanja. V Tabeli 9 lahko vidimo, da je povprečni cenovni razmik pri ETFjih v ZDA nižji od odstotka.

Tabela 9: Cenovni razmik pri indeksnih delnicah v ZDA v letu 2002 (vse v %)

	Ameriške delnice	**Neameriške delnice**
Povprečni razmik	0,330	0,867
Razmik, ponderiran s kapitalizacijo	0,087	0,591

Vir: Gradivo za seminar Študentski borzni fokus, 2004.

- *Upravljavska provizija* je strošek, ki je povezan z delovanjem sklada. Upravljavska provizija je pri ETFjih nizka in se giblje med 0.09 in 0.99 odstotka letno (Stevens, 2005). Ta znesek plačuje investitor upravljavcu sklada. Najvišja je pri ETFjih, ki pokrivajo tuje trge. Provizijo plačamo le za čas, ko smo posedovali delnice ETFja.

- *Posredniška provizija* je znesek, ki ga plačamo borznemu posredniku ob vsakem nakupu oz. prodaji delnic. Ta znesek je lahko podan relativno ali v fiksnem znesku. V primeru fiksnih zneskov posredniške provizije, ki niso vezani na obseg transakcije, ni priporočljivo vlaganje manjših zneskov v ETF sklade. Za investiranje manjših mesečnih zneskov (cca. 100 USD) so bolj primerni vzajemni indeksni skladi pri katerih ni potrebno plačevati posredniških provizij (Romey, 2005, str. 69). Institucionalni investitorji imajo pred individualnimi nekaj prednosti. Le-ti navadno plačujejo borznim posrednikom nižje posredniške provizije, poleg tega pa lahko trgujejo z indeksnimi delnicami preko OTC trga, kjer so stroški trgovanja bistveno nižji. Veliki investitorji pa imajo še eno možnost. Indeksne delnice lahko kupujejo direktno pri ETF skladu, s tem, da deponirajo zadostno število delnic, ki sestavljajo portfelj ETF sklada. V tem primeru nimajo nobenih stroškov (Evans, 2000, str. 120).
- *Davek na kapitalske dobičke*, vezan na obrat delnic v samem skladu. Gre za davek iz

naslova prodaje delnic, ki so v lasti sklada in predstavlja posreden strošek za investitorje, ki investirajo v sklad. Sklad realizira kapitalski dobiček, ko določen vrednostni papir proda po višji ceni kot ga je kupil. Ta dobiček je navadno obdavčen. ETFji imajo v splošnem majhne obremenitve zaradi davka na kapitalske dobičke, ker je pri ETFjih za razliko od ostalih skladov, obrat delnic relativno majhen. ETFji prodajajo delnice ali druge vrednostne papirje le v primeru sprememb v sestavi indeksa. Trgovanje z ETFji na borzi še dodatno povečuje njihovo davčno učinkovitost. Investitorji, ki želijo prodati delnice ETFja, jih preprosto prodajo drugemu investitorju preko borze. Zaradi te unikatne strukture, samemu ETFju ni potrebno prodajati vrednostnih papirjev, ki jih ima v lasti, da bi lahko v gotovini izplačal investitorja, ki izstopa iz sklada, kakor je to potrebno pri vzajemnih skladih. Tako ne prihaja do ustvarjanja kapitalskih dobičkov, ki bi obremenjevali investitorje, ki ostanejo v skladu. Prodaja delnic pa ustvari kapitalski dobiček ali izgubo, za investitorja, ki delnice proda. Do obrata delnic prihaja navadno le zaradi sprememb v sestavi indeksa (Traulsen, 2004).

2.8. TVEGANJA PRI VLAGANJU V KOTIRAJOČE INDEKSNE SKLADE

Investiranje v indeksne delnice je povezano z različnimi tveganji, med katerimi velja izpostaviti tržno tveganje, tveganje spremembe obrestne mere, tveganje premajhne razpršitve, tveganje investiranja v tujino in likvidnostno tveganje (ETF Connect, 2004). Poglejmo si jih natančneje.

Tržno tveganje je tveganje spremembe cene. Borzni trgi so izpostavljeni visoki volatilnosti cen vrednostnih papirjev. Cene vrednostnih papirjev se zvišujejo in znižujejo v skladu z zaupanjem in pričakovanji, ki vladajo na trgu. Pričakovanja investitorjev temeljijo na različnih dejavnikih, ki so v glavnem nepredvidljivi (politični dejavniki, monetarni dejavniki, ekonomske razmere…). Cena kateregakoli vrednostnega papirja, torej tudi cena delnice ETFja, lahko naraste ali pade. Ob prodaji je lahko vrednostni papir vreden več ali manj kot ob nakupu. Iz tega izhaja tržno tveganje.

Tveganje spremembe obrestne mere nastane v primeru dviga obrestnih mer na finančnem trgu. Kot je znano iz ekonomske literature dvig obrestnih mer povzroči padec cen vrednostnih papirjev. Temu tveganju je izpostavljena tudi investicija v delnice ETFjev.

Tveganje premajhne diverzifikacije nastopa predvsem pri sektorskih skladih. Izrazito koncentriran ali sektorski sklad je lahko podvržen visoki cenovni volatilnosti, njegova donosnost pa je izrazito odvisna od donosnosti delnic določenega sektorja ali celo podjetja. Sklad te vrste je bolj občutljiv na določene ekonomske, politične in druge regulativne ukrepe, kot sklad, ki je bolj diferenciran v naložbeni politiki.

Tveganje investiranja v tujino (na tuje trge) je prisotno pri ETFjih, ki investirajo v tujino.

Investiranje na tuje trge in v tuje vrednostne papirje vključuje dodatno tveganje v primerjavi z investiranjem doma. Investiranje v tujino je povezano s tečajnim tveganjem, ki nastanejo zaradi sprememb deviznih tečajev. Depreciacije ali apreciacije deviznega tečaja vpliva na donosnost investicije. Apreciacija domače valute zmanjšuje donosnost izračunano v domači valuti. Poleg tega je tu prisotno deželno tveganje, do katerega pride zaradi poslabšanja ekonomskih razmer v določeni državi in se odraža v nezmožnosti poravnavanja dolgov s strani tujcev.

Likvidnostno tveganje je tveganje, da na trgu ne bo možno izpeljati prodaje ali nakupa delnice ETFja v določenem časovnem obdobju po primerni ceni, ali tveganje, da bo trgovanje na borzi ustavljeno zaradi določenih okoliščin na samem trgu. To tveganje je na razvitih borznih trgih majhno.

2.9. PRIMERJAVA MED ETFjem iSHARES S&P 500 IN ETFjem SPDR

V tem poglavju bodo prikazane razlike med kotirajočimi indeksnimi skladi, ki obstojajo, tudi v primeru, ko skladi sledijo istemu indeksu. V ta namen sem se odločil primerjati ETF iShares S&P 500 in ETF SPDR, ker sta oba zelo razširjena in sta med najprometnejšimi ETFji, poleg tega pa oba zasledujeta indeks S&P 500, ki je indeks, ki mu sledi največ ETFjev v ZDA.

iShares S&P 500 sklad sledi indeksu Standard & Poors 500 Composite Stock Price. ETFje skupine iShares distribuira podjetje SEI Investments Distribution Co., upravljavec premoženja sklada je Barclays Global Fund Advisors, ki je podružnica Barclays Global Investors. Administrator sklada pa je Investors Bank & Trust Company.

Tabela 10: Primerjava med ETFjem iShares S&P 500 in ETFjem SPDR na dan 9.6.2004

	iShares S&P 500	**SPDR**
Zaključna cena (v USD)	113,89	113,79
NAV	113,79	113,77
Premija (v %)	0,09%	0,02%
Upravljavska provizija	0,09%	0,12 %
Dnevni promet (v USD)	488.300	32.849.800
Čista vrednost premoženja sklada (v USD)	8.759.190.000	42.965.795.060

Vir: American Stock Exchange, 2004; State Street Global Advisors, 2004.

SPDRs (Standard & Poors Depositary Receipts) izkazujejo lastništvo sklada SPDR Unit Investment Trust, oblikovanega z namenom vlaganja v vrednostne papirje, ki sestavljajo dobro znani Standard & Poors 500 Composite Stock Price Index (Perold, 2001, str. 4). ETF SPDR distribuira podjetje ALPS Distributors, upravljavec premoženja sklada pa je State Street Bank.

Tabela 11: Najpomembnejše naložbe ETFja iShares S&P 500 in ETFja SPDR na dan

31.3.2004

	iShares S&P 500	SPDR
General Electric Co.	2,97%	2,98%
Exxon Mobil Corp	2,60%	2,61%
Microsoft Corp	2,57%	2,58%
Pfizer Inc	2,55%	2,55%
Citigroup Inc	2,54%	2,55%
Wal-Mart Stores Inc	2,47%	2,47%
American International Group Inc	1,78%	1,78%
Intel Corp	1,68%	1,69%
Cisco Systems Inc	1,54%	1,55%
IBM Corp	1,49%	1,49%
Skupaj	22,19%	22,29%

Vir: American Stock Exchange, 2004; State Street Global Advisors, 2004.

V Tabeli 11 lahko vidimo, da je sestava portfelja obeh skladov praktično identična. Sklad SPDR ima le za 10 bazičnih točk višji komulativni delež največjih desetih holdingov v portfelju sklada. Pri deležu posameznih delnic v portfelju pa so razlike zanemarljive. Iz tega izhaja, da sta sklada primerljiva in jih lahko tako primerjamo tudi po drugih kriterijih. Do večjih razlik med skladoma prihaja v višini dnevnega prometa in obsegu sredstev v upravljanju. Kot lahko vidimo v Tabeli 10 (na str. 30) je dnevni promet in obseg sredstev v upravljanju nekajkrat višji pri ETFju SPDR, ki je največji ameriški ETF. V nadaljevanju sledi primerjava donosnosti obeh skladov[1].

Logična posledica enake strukture portfelja je skoraj enaka stopnja donosa pri obeh skladih. Podatki iz Tabele 12 (na str. 32) to tudi potrjujejo. Razlike v primerljivih obdobjih so minimalne. Razlika pri letni stopnji donosa, izračunana na podlagi spremembe čiste vrednosti premoženja v tri letnem obdobju, znaša le eno bazično točko v prid SPDR sklada. Primerjava za daljše obdobje ni možna, saj je sklad iShares S&P 500 bistveno mlajši od sklada SPDR, ki velja za prvi tržno uspešen ETF, s katerim se trguje že od leta 1993. Letna donosnost za triletno obdobje je za oba sklada nizka, kar je posledica padanja tečajev na ameriškem borznem trgu zaradi recesije in terorističnih napadov na ZDA. Analiza za obdobje 10 let, ki je možna le pri SPDR skladu, pokaže dejanski potencial ETFjev. Povprečna letna stopnja donosa v deset letnem obdobje znaša 11,49%. Le-ta presega dolgoletno povprečno stopnjo donosa na ameriškem delniškem trgu.

Tabela 12: Primerjava stopenj donosa pred davki ETFja iShares S&P 500 in ETFja SPDR na

[1] Donosnost je izračunana na podlagi dnevne vrednost NAV, ki je veljala ob 16.00 uri. Izračun je narejen ob predpostavki, da se prihodki (dividende) reinvestirajo nazaj v ETF na dan plačila po dnevni vrednost NAV. Davki niso upoštevani. Izračunana donosnost ne upošteva transakcijskih stroškov in posredniških - borznih provizij. Upravljavski stroški niso vključeni.

podlagi spremembe čiste vrednosti premoženja na dan 31.3.2004 (vse v %)

Za obdobje	iShares S&P 500 letna st. donosa	iShares S&P 500 kumulativna st. donosa	SPDR letna st. donosa	SPDR kumulativna st. donosa
1 leto	34,93	34,93	34,82	34,82
3 leta	0,53	1,61	0,54	1,63
5 let	-	-	-1,29	-6,26
10 let	-	-	11,49	196,82
Od začetka	-4,99	-18,00	10,76	213,40

Vir: American Stock Exchange, 2004; State Street Global Advisors, 2004.

Tabela 13: Primerjava stopenj donosa pred davki ETFja iShares S&P 500 in ETFja SPDR na podlagi spremembe tržne cene delnice na dan 31.3.2004 (vse v %)

Za obdobje	iShares S&P 500 letna st. donosa	iShares S&P 500 kumulativna st. donosa	SPDR letna st. donosa	SPDR kumulativna st. donosa
1 leto	35,67	35,67	35,61	35,61
3 leta	0,49	1,47	0,49	1,46
5 let	-	-	-1,17	-5,73
10 let	-	-	11,52	197,45
Od začetka	-4,14	-15,12	10,70	211,25

Vir: American Stock Exchange, 2004; State Street Global Advisors, 2004.

Tudi pri primerjavi stopnje donosa na podlagi spremembe tržne cene delnice, ki je prikazana v Tabeli 13, pridemo do podobnih zaključkov kot pri primerjavi donosnosti na podlagi čiste vrednosti premoženja. Do razlike prihaja, ker je tržna cena delnice ETFja praviloma drugačna od čiste vrednosti premoženja. Delnica ETFja lahko kotira s premijo ali z diskontom. Stopnja donosa, izračunana na podlagi spremembe tržne cene delnice v zadnjem letu, je bila za oba ETFja višja od stopnje donosa, izračunane na podlagi spremembe čiste vrednosti premoženja. To pomeni, da se je cena delnic obeh ETFjev v povprečju povečala bolj kot se je povečala čista vrednost premoženja. Iz tega lahko zaključimo, da sta se delnici v povprečju prodajali s premijo in je njuna cena kotirala nad NAV vrednostjo.

Pri trgovanju s kotirajočimi indeksnimi delnicami je potrebno biti pozoren na premije in diskonte teh delnic glede na NAV vrednost. Razlike med tržno ceno in NAV vrednostjo so navadno nizke in znašajo le nekaj promilov. Razlike med delnicami različnih ETFjev kljub temu obstajajo. V Tabeli 11 (na str. 31) lahko vidimo, da je premija pri ETFju iShares višja kot pri ETFju SPDR, kar je povsem razumljivo. Dnevni promet slednjega je nekajkrat višji od konkurenčnega ETFja

iShares, kar vpliva na višino premije. Delnice z višjim dnevnim prometom imajo navadno nižje premije oz. diskonte glede na NAV vrednost. To potrjuje tudi pregled povprečnih premij oz. diskontov, ki je prikazan v Prilogi 3. ETF SPDR ima v celotnem preučevanem obdobju nižje stopnje premij oz. diskontov, manjše so tudi razlike med najvišjo premijo oz diskontom. Iz tega izhaja, da je postopek cenovne arbitraže bolj učinkovit pri ETFju SPDR.

3. PRIMERJAVA MED KOTIRAJOČIMI INDEKSNIMI SKLADI IN INDEKSNIMI VZAJEMNIMI SKLADI

Kljub temu da sta si naložba v kotirajoče indeksne sklade in indeksne vzajemne sklade precej podobni, pa med njima obstoji nekaj razlik. V nadaljevanju sledi primerjava med kotirajočimi indeksnimi skladi in indeksnimi vzajemnimi skladi glede na davke, stroške, donosnost in sledilno napako. Navedeni kriteriji so navadno osnova za izbor primernega sklada.

3.1. OBDAVČITEV DONOSOV

Davki so pomemben dejavnik, ki vpliva na realizirano donosnost, zato jih je potrebno skrbno preučiti. Katera investicijska možnost je z davčnega vidika primernejša? Ali so to indeksni vzajemni skladi ali ETFji? Na davčne obremenitve vplivajo številni dejavniki, zato se le-te razlikujejo in so odvisne od vsakega posameznega primera.

ETFji so pasivno upravljani investicijski skladi, prav tako indeksni vzajemni skladi. Kot taki, realizirajo manjše kapitalske dobičke kot aktivno upravljani skladi, saj je njihov portfelj vrednostnih papirjev skozi čas relativno nespremenjen in se spreminja le izjemoma. Tako ETFji kot indeksni vzajemni skladi poskušajo čim bolj zmanjšati obrat delnic. Govorimo o kapitalskem dobičku, ki se realizira pri prodaji delnic v lasti sklada. Davek na kapitalski dobiček zmanjšuje čisto vrednost premoženja, zato predstavlja implicitni strošek za vlagatelja.

ETFji so davčno učinkovitejši od tradicionalnih indeksnih vzajemnih skladov. Razlog za to tiči v hitrejšem obratu delnic v portfelju indeksnih vzajemnih skladov. Hitrejši obrat delnic povzroča večjo izpostavljenost za plačilo davka na kapitalske dobičke. V primeru, ko so izplačila večja od vplačil v vzajemni sklad, mora upravljavec sklada prodati sorazmeren del portfelja vrednostnih papirjev, ki sestavljajo indeksni sklad, 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. ETFji so v tem pogledu superiorni klasičnim vzajemnim indeksnim skladom. ETFji namreč prenesejo to aktivnost iz samega sklada na borzo vrednostnih papirjev. Samemu skladu ni potrebno prodajati vrednostnih papirjev, ki tvorijo portfelj sklada, saj se število delnic ne spremeni. Pride le do prenosa lastništva iz enega investitorja na drugega, pri tem pa posreduje borza vrednostnih papirjev. Izstop investitorjev iz

sklada torej ne vpliva na investitorje, ki ostanejo v skladu, za razliko od ostalih skladov (glej Tabelo 14). Davčna bremena nosi sam investitor, ki izstopa iz sklada in jih ne more prevaliti na ostale investitorje. Do spremembe v portfelju ETFja pride le v primeru spremembe v sestavi indeksa, ki mu sklad sledi, oziroma v primeru združitev ali prevzemov (Benz, 2005).

Tabela 14: Primerjava med ETFji, delnicami, aktivno upravljanimi skladi in indeksnimi vzajemnimi skladi

Kriterij	**ETF**	**Delnice**	**Aktivni sklad**	**Indeksni sklad**
Košarica vrednostnih papirjev	Da	Ne	Da	Da
Z njim lahko trgujemo, kadarkoli je odprta borza	Da	Da	Ne	Ne
Omejene posledice izstopa drugih investitorjev	Da	-	Ne	Ne
Davčna učinkovitost	Da	Da	Različno	Da
Stroškovna učinkovitost	Da	Da	Različno	Da
Dividende se takoj reinvestirajo	Ne	Ne	Opcija	Opcija
Naložbe sklada so znane	Da	-	Ne	Da

Vir: Richards, 2003, str. 174.

3.2. STROŠKI VLAGANJA

Stroški vlaganja skupaj z davki pomembno vplivajo na dejansko donosnost investitorja, zato jim je treba posvečati posebno pozornost.

Eden glavnih razlogov, zakaj so ETFji sploh postali priljubljeni, je v dejstvu, da zaračunavajo zelo nizke upravljavske provizije. Kot lahko vidimo v Tabeli 15 (na str. 35) najnižjo upravljavsko provizijo med vsemi indeksnimi skladi, zaračunavajo prav ETFji. Vendar upravljavska provizija ne predstavlja edinega stroška. Investitor mora biti pozoren tudi na ostale stroške.

Ker se z indeksnimi delnicami trguje na borzi, je potrebno ob nakupu, prodaji plačati tudi posredniško provizijo. Pri indeksnih vzajemnih skladih to ni potrebno, saj se z njimi ne trguje na borzi, ampak se investicijske kupone kupuje direktno pri skladu. Med stroške pri kotirajočih

indeksnih skladih je potrebno upoštevati tudi cenovni razmik, to je razmik med prodajno in nakupno ceno. V Tabeli 16 vidimo, da so skupni stroški (stroški nakupa, prodaje in upravljavske provizije) lahko višji pri kotirajočih indeksnih skladih kot pri indeksnih vzajemnih skladih.

Tabela 15: Primerjava upravljavskih provizij med različnimi ETFji in indeksnimi vzajemnimi skladi v ZDA v letu 2003

Kategorija	Povprečna upravljavska provizija (v %)
ETFji	
ETFji, ki pokrivajo največje delniške trge	0,18
Sektorski ETFji	0,34
ETFji, ki pokrivajo tuje trge	0,41
Vsi delniški ETFji	0,40
ETFji s fiksnim donosom	0,15
Indeksni vzajemni skladi	
Domači delniški indeksni skladi	0,75
Mednarodni delniški indeksni skladi	0,95
Indeksni skladi s fiksnim donosom	0,39

Vir: IndexFunds, 2004.

Tabela 16: Primerjava stroškov med indeksnim vzajemnim skladom Vanguard 500 in ETF skladom iShares S&P 500 na dan 10.2.2005 (vse v %)

	Vanguard 500 IVS	**iShares S&P 500 ETF**
Stroški pri nakupu	**0,00**	**0,41**
• Posredniške provizije	0,00	0,20
• Cenovni razmik	0,00	0,21
Upravljavska provizija	**0,18**	**0,09**
Stroški pri prodaji	**0,00**	**0,41**
• Posredniške provizije	0,00	0,20
• Cenovni razmik	0,00	0,21

Vir: iShares Prospectus, 2005; Vanguard Funds Prospectus, 2005; Lipper, 2004.

3.3. DONOSNOST IN SLEDILNA NAPAKA

Primerjava donosnosti med skladi je zelo pomembna, saj je za vsakega investitorja donosnost pomemben, če ne kar najpomembnejši, dejavnik pri izbiri sklada.
Nominalno donosnost sklada izračunamo po naslednji formuli:

$$N_{(t)} = (VEP_t - VEP_{(t-1)} - 1)*100 \qquad (2)$$

N(t)= nominalna donosnost,
VEP(t)= vrednost enote premoženja na zadnji dan v mesecu.

V formuli (2) se provizije in davek na kapitalske dobičke ne upoštevata.

Na izbiro sklada vpliva tudi sledilna napaka. Kljub cilju, da se indeksni sklad čim bolj približa izbranemu indeksu, ki mu sledi, lahko nastanejo odstopanja. Ta odstopanja, ki so v večini primerov negativna (indeksni vzajemni sklad ne doseže enake donosnosti kot izbrani indeks), imenujemo sledilna napaka (ang. tracking error). V največji meri so za odstopanja krivi stroški trgovanja. Čim bolj natančno poizkuša indeksni sklad slediti izbranemu indeksu (popolna preslikava), tem večja bo razlika. Upravljavci se skušajo temu izogniti s tem, da ne kupujejo delnic v indeksu, ki imajo manjšo utež v indeksu. S tem si znižajo stroške trgovanja. Vendar lahko to na drugi strani vodi do napake pri zasledovanju. Upravljavec se mora tako odločiti med višjimi stroški trgovanja ali pa tveganjem, da zaradi nepopolnega sledenja izbranemu indeksu nastanejo odstopanja pri donosnosti.

Tabela 17: Primerjava med donosnostjo in sledilno napako za ETFje skupine iShares in indeksne sklade skupine Vanguard, primerjava na osnovi indeksa, ki mu sklad sledi za obdobje junij 2001-2002 (vse v %)

Indeks	**Donosnost indeksa**	**Donosnost Vanguard skladov**	**Donosnost iShares skladov**	**Sledilna napaka Vanguard**	**Sledilna napaka iShares**
S&P 500	-14,32	-14,42	-14,28	-0,10	0,04
Barra 500 Large Value	3,97	3,91	3,80	-0,06	-0,17
Barra 500 Large Growth	-29,46	-29,72	-29,32	-0,26	0,14
Barra 600 Small Value	25,32	26,27	25,34	0,95	0,02
Barra 600 Small Growth	-3,71	-2,97	-3,27	0,74	0,44
S&P 400 Midcap	5,58	5,05	5,97	-0,53	0,39
Russell 2000	-1,62	-0,86	-1,62	0,76	0,00
Wilshire 5000	-14,98	-14,87	-15,20	0,11	-0,22
Povprečje				**0,20**	**0,08**

Vir: Bernstein, 2005.

V Tabeli 17 je narejena primerjava med indeksnimi vzajemnimi skladi skupine Vanguard in ETFji skupine iShares, ki sledijo istemu indeksu. Pri primerjavi donosnosti lahko ugotovimo, da je pri nekaterih borznih indeksih dosegel višji donos IVS, pri drugih pa ETF. Na podlagi te analize ne moremo trditi, da je ena oblika sklada boljša od druge. Kljub temu obstoji majhna

razlika. Indeksni vzajemni skladi imajo v primerjavi z ETFji možnost optimizacije denarnega toka. Denar, ki prihaja v sklad tekom dneva, je vezan na tečaje, ki so veljali ob koncu prejšnjega trgovalnega dne (vrednost enote premoženja se izračunava ob koncu trgovalnega dne), denar pa je potrebno investirati po tekočih cenah, ki veljajo na trgu. Tukaj si IVS pomagajo s terminskimi pogodbami. Če se terminske pogodbe vezane na indeks prodajajo z diskontom, nakup samih delnic ni optimalna rešitev. Z nakupom terminskih pogodb pridemo do iste stvari, vendar na cenejši način. Na ta način indeksni vzajemni skladi pridobijo nekaj bazičnih točk razlike. ETFji te možnosti nimajo, zaradi pomanjkanja denarnega toka.

Primerjava sledilne napake pove, da je bila povprečna sledilna napaka pričakovano nekoliko višja pri skupini indeksnih vzajemnih skladov in je znašala +0,20%. Če upoštevamo, da so povprečni stroški trgovanja za sklade 0,23% (Bernstein, 2005), potem lahko rečemo, da tako indeksni vzajemni skladi kot tudi ETFji dobro sledijo izbranemu indeksu, saj je sledilna napaka še nižja od povprečnih stroškov trgovanja. Sledilna napaka je po pričakovanjih manjša pri ETFjih, saj le-ti bolj togo sledijo izbranemu indeksu. Indeksni vzajemni skladi, na drugi strani, so bolj "aktivni", zato je njihova sledilna napaka višja.

4. KOTIRAJOČI INDEKSNI SKLADI IN SLOVENIJA

V času pisanja te diplomske naloge v Sloveniji še nimamo kotirajočega indeksnega sklada. Razlog za to tiči v majhnosti in slabi razvitosti kapitalskega trga v Sloveniji. Slovenija v tem pogledu zaostaja za kapitalsko razvitimi državami, saj pri nas nimamo niti indeksnih vzajemnih skladov, ki jih v ZDA poznajo že desetletja.

V Sloveniji je področje investicijskih skladov urejeno z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Pred časom je bil sprejet novi zakon o investicijskih skladih ZISDU-1, ki je odpravil nekatere slabosti starega zakona. Novi zakon omogoča vstop tuje konkurence na trg investicijskih skladov, odpravlja omejitev vlaganja domačih skladov v tujini, poleg tega pa omogoča ustanavljanje indeksnih vzajemnih skladov, ki so za nas zanimivi. Zakon kotirajočih indeksnih skladov posebej ne omenja, poleg tega pa nekatera določila, ki veljajo za vzajemne sklade, onemogočajo nastanek ETF skladov v Sloveniji. Zanimivo pa je, da zaradi določila, da sklad, ki ima dovoljenje za poslovanje v kateri koli državi članici EU, lahko posluje tudi v Sloveniji, ni nikakršnih omejitev glede kotacije tujih ETF skladov v Sloveniji. Potencialni ustanovitelji ETF sklada v Sloveniji bi tako naleteli na podobne težave, kot so jih imeli ustanovitelji prvih ETFjev v ZDA. Težava je le v tem, da Agencija za trg vrednostnih papirjev v Sloveniji nima takšnih pristojnosti kot SEC v ZDA in ne more dovoliti izjem posameznim skladom.

Pravne ovire za ustanovitev kotirajočih indeksnih skladov v Sloveniji po ZISDU-1 bi lahko bile

naslednje (Mastnak, 2003, str. 79):

- investicijski kupon je možno vplačati le v denarju (128. člen);
- vplačila in izplačila iz sklada potekajo na podlagi pisnih izjav vlagateljev za vplačilo in izplačilo kuponov (131. in 133. člen);
- s kuponom vzajemnega sklada se ne sme trgovati mimo organiziranega trga kapitala – preko OTC trga (8. odstavek 126. člena);
- zakon natančno našteva, za katere stroške v zvezi s poslovanjem sklada je upravičena družba za upravljanje (DZU) do povračila. Pri tem ne upošteva licenčnine za uporabo indeksa, ki jo plačujejo praktično vsi svetovni ETF skladi indeks providerju (124. člen);
- DZU mora vlagatelju pred pristopom v vzajemni sklad izročiti prospekt sklada (98. člen).

Tabela 18: Sestava SBI 20 na dan 31.1. 2005

Izdajatelj delnic	**Prilagojeni delež (v %)**	**Panoga**	**Tržna kapitalizacija delnic (v SIT)**
Krka	10,00	*farmacija*	59.707.202.344
Petrol	10,00	*nafta in plin*	62.299.213.472
Mercator	10,00	*trgovina*	61.801.910.378
Pivovarna Laško	10,00	*hrana in pijače*	64.582.084.068
Sava	10,00	*kemija*	66.779.768.942
Gorenje	8,99	*gospodinjski aparati*	53.775.888.973
Intereuropa	7,88	*transport*	47.031.644.358
Istrabenz	7,37	*nafta in plin*	44.645.367.984
Luka Koper	7,06	*transport*	42.008.588.213
Merkur	6,31	*trgovina*	39.840.960.000
Aerodrom Ljubljana	3,80	*transport*	25.616.077.323
Droga	3,43	*hrana in pijače*	18.875.469.958
Delo	2,54	*založništvo*	14.769.883.000
Žito	1,94	*hrana in pijače*	11.257.462.598
Kompas MTS	0,68	*trgovina*	4.456.534.495
		Tržna kapitalizacija indeksa	617.448.056.103
		Delež trž. kapitalizacije indeksa	48,47%

Vir: Mesečna statistika Ljubljanske borze, 2005.

Za vpeljavo in obstoj ETF sklada mora biti v državi razvit kapitalski trg, torej obstajati mora zadostno število vrednostnih papirjev, predvsem delnic. Ker ETF skladi sledijo določenemu borznemu indeksu, je za obstoj kotirajočih indeksnih skladov nujno potreben tudi kvaliteten borzni indeks. Pogoj za to je čim večji nabor delnic, ki indeks providerju dajejo čim več možnosti za uvrstitev v indeks. Število delnic v indeksu mora biti zadostno, da je diverzifikacija

čim višja in indeks kar najbolj predstavlja trg.

Kot lahko vidimo v Tabeli 18 (na str. 38) je bilo konec maja 2005 v indeks SBI 20 vključenih 15 delnic slovenskih podjetij. Na borznem trgu je kotiralo 40 delnic, na prostem trgu pa 112 delnic. To pomeni, da je indeks tega dne predstavljal 48,47% celotne tržne kapitalizacije rednih delnic borznega trga. Odstotek je nižji kot pri najpogosteje uporabljenem indeksu S&P 500, ki predstavlja okoli 70% celotne tržne kapitalizacije ameriškega delniškega trga.

Za ETF sklade in indeksne sklade nasploh je pomembno, da so v indeksu likvidne delnice. To v praksi pomeni, da je možno vsak dan trgovati z delnicami, ki sestavljajo indeks. Za določitev naložbenosti slovenskega borznega indeksa je potrebno analizirati likvidnost delnic, ki sestavljajo SBI 20. Visoko likvidne so delnice, s katerimi se veliko trguje, s katerimi je sklenjeno veliko število poslov v visoki skupni vrednosti. Pomemben podatek za oceno likvidnosti določene delnice je tudi število dni brez sklenjenega posla.

Tabela 19: Prikaz likvidnosti delnic, ki sestavljajo SBI 20, med 1.1 in 30.6.2003

Izdajatelj	Št. dni brez sklenjenega posla	Min. št. sklenjenih poslov v dnevu	Min. dnevni promet (v SIT)
Krka	0	19	6.521.143
Petrol	0	1	158.004
Mercator	0	5	2.036.550
Gorenje	0	2	222.400
Pivovarna Laško	0	2	412.500
Sava	0	1	200.032
Intereuropa	0	1	36.753
Istrabenz	0	1	68.000
Luka Koper	0	2	281.079
Droga Portorož	26	0	0
Merkur	1	0	0
Kompas MTS	20	0	0
Kolinska	3	0	0
Žito	0	1	66.120
Terme 3000	16	0	0

Vir: Gradivo za seminar Študentski borzni fokus, 2004.

V Tabeli 19 lahko vidimo, da je likvidnost slovenskih delnic slaba. Kar s petimi delnicami, ki so uvrščene v SBI 20 se ni trgovalo vsaj en dan v obdobju med januarjem in junijem 2003. Z delnicami Droge Portorož se ni trgovalo v tem obdobju skupno 26 dni, kar je lahko problematično z vidika delovanja indeksnega sklada. Sklad lahko sredstva naloži kratkoročno v

druge naložbe (bančne naložbe, obveznice) in jih kasneje prerazporedi v delnice, ki sestavljajo indeks SBI 20. Sledilna napaka takega sklada bi bila večja, kot sicer, poleg tega pa bi bili višji tudi stroški upravljanja takega sklada, saj bi zahteval večjo angažiranost upravljavcev.

ETF sklad, ki bi sledil indeksu SBI 20, bi imel težave pri trgovanju z delnicami podjetij, ki so slabo likvidne in s katerimi se ne trguje veliko. Zaradi majhnega prometa lahko sklepamo, da bi se vrednost omenjenih delnic zvišala ob nakupih s strani ETF sklada in zmanjšala ob samih prodajah. To je z vidika upravljanja sklada neugodno.

Pozitivne lastnosti slovenskega delniškega indeksa SBI 20 z vidika uporabe v indeksnem skladu so (Mastnak, 2003, str. 43):

- indeks je ponderiran s kapitalizacijo delnic v prostem obtoku;
- za uvrstitev delnic v indeks veljajo natančna pravila;
- med vlagatelji velja za edini pravi benchmark slovenskega trga.

Slabosti indeksa pa so naslednje (Mastnak, 2003, str. 44):

- izračun indeksa ni popolnoma neodvisen od interesov borze;
- zaradi majhnega števila delnic, ki so primerne za uvrstitev v indeks, se lahko zgodi, da iste delnice ob zaporednih revizijah vstopajo in nato izstopajo iz indeksa;
- indeks je razmeroma slabo analiziran, predvsem z vidika zgodovinskih podatkov, saj niso znani številni kazalniki za prejšnja obdobja;
- nanj ni vezan noben indeksni sklad ali kakšen drug finančni instrument.

Ali lahko v bližnji prihodnosti pričakujemo prvi slovenski ETF sklad, ki bi sledil indeksu SBI 20? Pravne ovire bi bilo možno relativno enostavno odpraviti s popravkom zakona, vendar je za to potrebna politična volja. Največjo oviro predstavlja majhnost slovenskega kapitalskega trga. Po ocenah finančnih strokovnjakov v bližnji prihodnosti še ne moremo pričakovati kotirajočega indeksnega sklada vezanega na indeks SBI 20. Slovenske družbe za upravljanje še niso zainteresirane za ustanavljanje ETF skladov v Sloveniji (Jakše, 2005, str. 84). Zanemarljive pa so tudi možnosti za ustanavljanje tujih ETF skladov, vezanih na SBI 20, saj je Slovenija zaradi slabe likvidnosti trga in neprepoznavnosti nezanimiva za tuje upravljavce skladov.

SKLEP

V zadnjem desetletju so se na finančnih trgih pojavili številni novi finančni instrumenti. Novi finančni produkti nudijo vlagateljem nove možnosti za investiranje ob novih kombinacijah med donosom, tveganjem in likvidnostjo. Novi finančni instrumenti vlagateljem ponujajo visoko diverzifikacijo ob nizkih stroških. Vse to omogoča velika konkurenca med ponudniki finančnih instrumentov. Ena najpomembnejših novosti na področju trga kapitala v prejšnjem desetletju so bili prav kotirajoči indeksni skladi. Pasivno investiranje postaja vse bolj zanimivo, zato ne

preseneča tako hiter razvoj ETF skladov v svetu. Vse več vlagateljev se zaveda dejstva, da je dolgoročno praktično nemogoče preseči tržne donose in se zato odločajo za pasivno investiranje, ki je povezano z nižjimi stroški. Po začetnih težavah, so ETF skladi našli svoje mesto med številnimi investicijskimi skladi. Vlagatelji so hitro odkrili njihove prednosti in so jih postopno začeli uporabljati. V zadnjih letih tako opažamo, da je priliv v ETF sklade vse večji.

ETFji imajo v primerjavi z ostalimi skladi razmeroma zapleten in kompleksen sistem izdajanja in odkupovanja svojih delnic – indeksnih delnic. Individualni vlagatelji lahko indeksne delnice kupujejo, prodajajo le na borzi; institucionalni investitorji pa jih lahko kupujejo, prodajajo pri skladu samem. Večji vlagatelji lahko trgujejo v obliki delnica za delnico in tako znižajo stroške trgovanja. Glavna prednost kotirajočih indeksnih skladov je njihova stroškovna učinkovitost. Upravljavska provizija pri ETF skladih je precej nižja kot pri klasičnih vzajemnih skladih. Naslednja prednost se nanaša na možnost sprotnega spremljanja in trgovanja v času delovanja borz. Pomembna lastnost ETFjev je tudi dejstvo, da investitor z nakupom ene delnice razprši tveganje na celoten trg. Podobno lastnost imajo tudi indeksni vzajemni skladi, ki se od kotirajočih razlikujejo po tem, da z njimi ni mogoče trgovati na borzi. Kupone vzajemnih skladov je mogoče kupiti le pri samem DZU-ju in pooblaščenih trgovcih. Ker se z njimi ne trguje na borzi, ni potrebno plačevati posredniške provizije borznim hišam. Indeksni vzajemni skladi tudi ne poznajo cenovnega razmika, ki predstavlja strošek pri samih ETF skladih.

Na vprašanje, ali so ETF skladi boljša naložba od IVS ni mogoče podati enotnega odgovora. Odgovor je odvisen od preferenc, ciljev, ki jih ima posamezen investitor. Pri IVS je navadno prevladujoči motiv varčevanja. Investitorji nalagajo svoje prihranke in tako varčujejo za prihodnje izdatke. Pri ETF skladih pa prevladuje špekulativen namen. Investitorji izkoriščajo borzna gibanja s ciljem doseganja kratkoročnih dobičkov. Pri ETF skladih je to mogoče, saj se z njimi trguje po tržnih cenah, ki so odvisne od ponudbe in povpraševanja.

V nalogi sem poskušal odgovoriti tudi na vprašanje, ali lahko v bližnji prihodnosti pričakujemo ETF sklad, ki bo vezan na slovenski delniški indeks. Zaradi majhnosti, slabe likvidnosti našega borznega trga in nekaterih zakonskih omejitev v kratkem ni možno pričakovati ustanovitev ETFja, ki bi bil vezana na Slovenski borzni indeks. Več možnosti je za oblikovanje indeksnega vzajemnega sklada, kar omogoča tudi obstoječa zakonodaja.

V prihodnosti lahko pričakujemo, da se bo obseg varčevanja v indeksnih skladih še naprej povečeval in le upamo lahko, da bomo tudi v Sloveniji dobili kakšen indeksni sklad. To bi dopolnilo ponudbo, ki je danes sestavljena predvsem iz klasičnih vzajemnih skladov in bi nedvomno pospešilo preusmeritev prihrankov iz bank na borzo. Na razvitih finančnih trgih lahko pričakujemo nadaljnji razvoj novih vrst skladov, poleg tega pa se bo meja med vzajemnimi skladi in ETF skladi vse bolj zamegljevala.

LITERATURA

1. Belavič Gorazd: Primerjava indeksnih vzajemnih skladov in ETF-ov. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 41 str.
2. Benz Christine: The Best Investments for Taxable Accounts. [URL: http://news.morningstar.com/doc/pfarticle/0,,taxplanning~,00.html?pfsection=TaxPlan&etfsection=Centers8], 12.2.2005.
3. Bernstein J. William: The ETF vs. Open-End Index-Fund Shootout. Efficient Frontier Advisors LLC. [URL: http://www.efficientfrontier.com/ef/901], 31.5.2005.
4. Bogle C. John: Bogle on Mutual Funds. New York : Richard, D. Irwin. Inc., 1993. 253 str.
5. Božič Mateja: Vzajemni skladi – alternativa varčevanja v prihodnosti. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 53 str.
6. Culloton Dan: Are These New ETFs a Good Idea. [URL: http://news.morningstar.com/doc/article/0,,138283,00.html?etfsection=Comm3], 11.5.2004.
7. Evans Richard: The Index Fund: A Step By Step Investor's Guide. New York : Simon & Schuster, 2000. 272 str.
8. Gastineau L. Gary: The exchange-traded funds manual. New York : John Wiley & Sons, 2002. 401 str.
9. Gostiša Jure: Indeksni skladi: Težava v trgu, ne indeksu. Finance, Ljubljana, 26.3.2003.
10. Hebner Mark: Index Funds: The 12 Step Program For Active Investors. str. 15 [URL: http://www.ifa.com/book/book_pdf/Index_Funds_The_12_Step_Program_Part_1.pdf], 11.8.2005.
11. Jakše Renata: Primerjalna analiza kotirajočih indeksnih skladov in indeksnih vzajemnih skladov. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomsko fakulteta, 2005. 95 str.
12. Jesenek Mateja: Vodnik za preračunljivo investiranje. Velenje : Pozoj, 2003. 160 str.
13. Kesič Jasna Tjaša: Analiza donosnosti vzajemnih skladov v primerjavi z bančnimi vlogami v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 42 str.
14. Kleindienst Robert : Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana : GV Založba, 2001. 232 str.
15. Lerman David: Exchange Traded Funds and Stock Index Futures. New Jersey : John Wiley & Sons, 2001. 288 str.
16. Mastnak Simon: Analiza trgovanja z delniškimi indeksi na primeru Exchange Traded Funds. Magistrsko delo. Maribor : Ekonomsko – poslovna fakulteta, 2003. 134 str.
17. Mastnak Simon: ETF so investicijski skladi prihodnosti. Finance, Ljubljana, 12.1.2003.
18. McClatchy Will: Strategies for Investment Success: Index Funds. New Jersey : John Wiley & Sons, 2002. 288 str.
19. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
20. Novakoff James: Exchange Traded Funds: A White Paper. [URL: http://www.indexfunds.com/articles/20000224_etfwhite_adv_veh_JN.htm], 18.3.2005.

21. Perold Andre F.: Marrill Lynch HOLDERS. Boston : Harvard Business School Publishing, 2002. 11 str.
22. Poterba James.: Exchange Traded Funds: A new investment option for taxable investors. Cambridge : MIT Department of Economics and NBER, 2002. 12 str.
23. Richards Archie: All about exchange-traded funds. New York : McGraw-Hill, 2003. 285 str.
24. Romey Richard: Strategic Index Investing. New York : Leathers Publishing, 2005. 310 str.
25. Schoennfeld Steven: Active Index Investing. New Jersey : John Wiley & Sons, 2004. 688 str.
26. Spence J.: Joined at the Hip - Vanguard's VIPERS and Index Funds. [URL: http://www.indexuniverse.com/printer.php?id=33], 13.5.2004.
27. Stanton Frank: Look Before You Leap Into Merrill Lynch's HOLDRs. [URL: http://news.morningstar.com/doc/news/0,2,6725,00.html], 17.8.2005.
28. Stevens Sue: The Pros and Cons of ETFs. [URL: http://news.morningstar.com/doc/article/0,,137219,00.html?etfsection=Comm4], 11.8.2005.
29. Šoba Aleš: Indeksni vzajemni skladi. Diplomsko delo. Maribor : Ekonomsko – poslovna fakulteta, 2004. 65 str.
30. Temple Peter: The Investor's Toolbox. Petersfield : Harriman House, 2003. 272 str.
31. Traulsen Christopher: Exchange-Traded Funds: Are They Right for You. [URL: http://news.morningstar.com/doc/article/0,1,3558,00.html], 25.11.2004.
32. Wiandt Jim: State of The European ETF Market. [URL: http://www.indexuniverse.com/index.php?section=60&id=0], 15.4.2004.
33. Zorman Gašper: Pozor pri izbiri tujih investicijskih skladih. Družinski delničar Ljubljana, september 2003. str.24.

VIRI

1. American Stock Exchange. [URL: http://www.amex.com], 9.6.2004.
2. Capitalization Analysis of Indexes. [URL: http://www.indexarb.com], 3.2.2005.
3. ETF - Know Your Funds. [URL: http://www.etfconnect.com/education/ fundamentals_etf.asp], 7.5.2004.
4. Exchange-Traded Fund Statistics. [URL: http://www.ici.org/stats/etf/index.html TopOfPage], 16.5.2004.
5. Gradivo za seminar Študentski borzni fokus 2004.
6. Index Funds Advisors. [URL: http://www.indexfunds.com], 16.5.2004.
7. Index Universe. [URL: http://www.indexuniverse.com], 16.12.2004.

8. iShares Prospectus. [URL: http://www.ishares.com/fund_info/prospectus.jhtml], 10.02.2005.
9. Journal Of Indexes. [URL: http://www.journalofindexes.com/contents.php?id=427], 16.5.2004.
10. Lipper. [URL: http://www.lipper.com], 16.5.2004.
11. Mesečna statistika Ljubljanske borze januar 2005, Letnik XI, št. 01/2005.
12. Morningstar Indexes. [URL: http://www.morningstar.com/Cover/Indexes.html?msection = IdxCover], 5.7.2004.
13. Mutual fund fact book 2003. Washington : Investment Company Institute, 2003. 129 str.
14. State Street Global Advisors. [URL: http://www.streettracks.com], 17.6.2004.
15. Vanguard Funds Prospectus Supplement. [URL: http://flagship4.vanguard.com/VGApp/hnw/FundsProspectusReports?FundId=0040&FundIntExt=INT], 10.02.2005.
16. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 110/2002).

PRILOGE

Priloga 1: Največji indeksni vzajemni skladi v ZDA, razvrščeni po velikosti neto premoženja (v mio USD) na dan 16.5.2004

	Neto sredstva	Donosnost v letu (v %)			Povprečna letna donosnost (v %)		
Ime sklada	(v mio USD)	2003	2002	2001	3-letna	5-letna	10-letna
Vanguard 500 Index	78.524,60	28,5	-22,14	-12,02	0,52	-1,26	11,61
Vanguard Inst Idx	30.821,10	28,66	-22,03	-11,92	0,64	-1,15	11,75
Vanguard Tot Stk	26.233,10	31,35	-20,96	-10,96	2,62	0,25	11,18
Vanguard 500 Idx Adm	18.863,20	28,59	-22,09	-11,97	0,58	-	-
Vanguard Total Bd Idx	17.550,20	3,96	8,25	8,42	6,68	6,83	7,27
Fidelity Spar US EqIx	14.823,80	28,5	-22,21	-12,04	0,47	-1,35	11,48
Vanguard Inst InstPl	10.575,80	28,69	-22,01	-11,9	0,67	-1,12	-
Fidelity Spar 500 Idx	10.346,40	28,48	-22,17	-12,05	0,49	-1,34	11,45
Vanguard Tot Stk Adm	8.743,40	31,41	-20,95	-10,88	2,68	-	-
Vanguard Tot Stk Inst	8.673,90	31,54	-20,89	-10,82	2,76	0,36	-

Vir: Journal Of Indexes, 2004.

Priloga 2: Navadna in modificirana tržna kapitalizacija prvih 20 delnic, ki sestavljajo indeks NASDAQ 100 na dan 3.2.2005

Delnica	Cena delnice	Kapitalizacija (v mio USD)		Razlika
		Modificirana tržna kapitalizacija	Navadna tržna kapitalizacija	
Microsoft	26,18	183.887,30	284.618,22	100.730,92
QUALCOMM	36,11	134.088,09	59.187,24	-74.900,86
Intel	22,38	93.078,93	141.508,74	48.429,81
Apple Computer	77,81	81.963,42	31.284,12	-50.679,30
Cisco Systems	17,52	77.420,07	115.364,62	37.944,55
Nextel Communications	29,35	76.797.42	32.616,29	-44.181,13
eBay	77,22	71.713,44	51.189,79	-20.523,65
Dell	41,17	70.678,68	102.278,79	31.600,11
Amgen	62,14	69.100,92	78.926,26	9.825,34
Comcast	32,11	57.401,76	71.280,71	13.878,94
Oracle	13,34	53.583,42	68.413,74	14.830,32
Starbucks	49,57	51.449,35	19.826,84	-31.622,51
Biogen Idec	65,18	44.393,45	21.740,94	-22.652,51
Yahoo	35,18	43.672,91	48.366,14	4.693,23
Electronic Arts	65,00	37.582,09	19.846,59	-17.735,50
Genzyme	58,55	34.308,72	14.512,55	-19.796,16
Maxim Integrated Prod.	38,84	33.250,54	12.632,64	-20.617,89
IAC/InterActive	24,00	32.322,34	16.623,35	-15.698,98
Symantec	22,70	31.362,64	14.396,08	-16.966,56
Bed Bath & Beyond	39,93	30.353,83	12.083,05	-18.270,78
Skupaj		2,353,356.82	1,852,329.79	-501,027.03

Vir: Capitalization Analysis of Indexes, 2005.

Priloga 3: Primerjava povprečnih premij oz. diskontov ETFja iShares S&P 500 in ETFja SPDR v letih od 2002 do 2004 (vse v %)

	2002	2003	2004
ETF SPDR			
Povprečje	-0,15	0,00	0,02
Najvišja premija	0,20	0,35	0,20
Najvišji diskont	-0,44	-0,29	-0,24
ETF iShares S&P 500			
Povprečje	-0,21	0,03	0,07
Najvišja premija	0,20	0,47	0,31
Najvišji diskont	-0,49	-0,24	-0,26

Vir: Morningstar, 2005.

SLOVARČEK SLOVENSKIH PREVODOV TUJIH IZRAZOV

tuj izraz	prevod
Authorized participant	pooblaščena finančna institucija
Benchmark	primerjalni podatek oz. merilo oz. kriterij za primerjave
Bid/ask spread	razpon med prodajno in nakupno ceno vrednostnega papirja
Blue chip	delnica najboljšega podjetja
Discount brokers	ponudniki vzajemnih skladov z ugodnejšimi provizijami
Dividend drag	nekatere organizacijske oblike ETF skladov ne morejo takoj reinvestirati dividend. To pomeni, da v času rasti tečajev dosegajo slabše rezultate, v času padanja tečajev delnic pa boljše rezultate od skladov, ki lahko takoj reinvestirajo dividende
Emerging markets	razvijajoči se trgi kapitala
Exchange traded fund	sklad, ki izda indeksne delnice s katerimi se trguje na borzi
Fill or kill order	vse ali nič naročilo
Funds supermarket	tržnice investicijskih skladov
Hedge fund	investicijski sklad, ki pri naložbah izkorišča prednosti zavarovanja pred tečajnimi tveganji z namenom zavarovanja ali iz špekulativnih namenov
Index provider	podjetje(organizacija), ki izračunava borzni indeks
Investment Company Act	akt, ki ureja delovanja investicijskih skladov in posredovanja pri upravljanju s premoženjem
Last traded price	zadnja cena, ki je bila dosežena na borzi
Limit orders	naročila z omejitvijo
Market on close orders	tržna naročila ob koncu trgovanja
Market on open orders	tržna naročila ob odprtju trga
Market orders	tržna naročila
Net asset value	čista vrednost premoženja investicijskega sklada, vrednost delnice/enote sklada, ki se izračuna ob koncu trgovalnega dne
No-load funds	skladi, ki ne zaračunavajo provizij ob vstopu in izstopu iz sklada
Open-end fund	odprti investicijski oz. vzajemni sklad
Securities and Exchange Commission	komisija za trg vrednostnih papirjev

Securities Exchange Act	akt o vrednostnih papirjih
Stock picking	postopek izbiranja delnic na podlagi zbranih informacij
Stop Orders	stop naročila
Tracking error	sledilna napaka
Underlying trading value = intraday indicative index value = indicative optimized portfolio value	vmesna čista vrednost premoženja, ki jo dobimo kot seštevek vrednosti delnic in denarja v lasti sklada, vse skupaj pa moramo deliti s številom izdanih delnic ETFja. Za vrednost vsake delnice v lasti sklada je vzeta zadnja cena, ki jo je delnica dosegla
Unit investment trust	neupravljani skladi