

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

KOTIRAJOČI INDEKSNI VZAJEMNI SKLADI

Ljubljana, julij 2006

ŠPELA VERDENIK

Študentka Špela Verdenik izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Aljoše Valentinčiča in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih straneh.

V Ljubljani, dne 12.07.2006

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
2. INVESTICIJSKI SKLADI.....	2
2.1. Odprti investicijski skladi.....	3
2.1.1. Nastanek in zgodovina vzajemnih skladov	3
2.1.2. Ureditev vzajemnih skladov v Sloveniji	4
2.2. Zaprti investicijski skladi	5
2.3. Indeksni vzajemni skladi.....	6
3. ETF-ji	8
3.1. Definicija	8
3.2. Zgodovina in razvoj ETF-jev	9
3.2.1. Prelomno leto 1970	9
3.2.2. IPS-i, TIPS-i in supershares	9
3.2.3. Prelomno leto 1993	10
3.2.4. Danes.....	11
3.3. Strukture ETF-jev.....	14
3.3.1. ETF odprti indeksni sklad	15
3.3.2. Pasivno upravljano premoženje	16
3.3.3. Depozitarno potrdilo	16
3.4. Trgovanje	17
3.4.1. Proces ustvarjanja in izničevanja delnic.....	17
3.4.2. Trgovanje na sekundarnem trgu.....	19
3.4.2.1. Dve trgovalni vrednosti: NAV in tržna cena.....	20
3.4.2.2. Premije in diskonti ter proces arbitraže.....	21
3.4.2.3. Nakup z maržo in prodaja brez kritja	22
3.4.2.4. Vrste naročil	22
3.4.2.5. Likvidnost in aktivnost na trgu.....	24
3.5. Stroški.....	25
3.6. Davki	27
3.7. Možnosti uporabe ETF-jev.....	28
3.8. Tveganje.....	29
4. ANALIZA DONOSNOSTI ETF-jev IN VZAJEMNIH SKLADOV	30
4.1. Opis	30
4.1.1. Netvegana donosnost.....	30
4.1.2. Povprečna mesečna donosnost skladov.....	31
4.1.3. Tveganje in standardni odklon	31
4.1.4. Sharpov koeficient.....	32
4.2. Primerjava gibanja povprečne mesečne donosnosti.....	32
5. ETF-ji V SLOVENIJI IN NJIHOVA PRIHODNOST	36
6. SKLEP.....	41
LITERATURA	
VIRI	
PRILOGE	

1. UVOD

ETF (ang. *exchange traded funds*) skladi so vrsta investicijskih skladov, ponavadi organizirana kot odprti investicijski sklad (vzajemni sklad), ki sledi izbranemu indeksu. Za razliko od običajnih vzajemnih skladov je s točkami ETF-ja možno trgovati na borzi. So torej finančni instrument, ki združuje lastnosti vzajemnih skladov in delnic.

Zanimanje vlagateljev za ETF-je se iz leta v leto povečuje. Vlagatelji v tem finančnem instrumentu ne vidijo samo razpršitve svojega premoženja med košarico delnic, ki so vsebovane v svetovnih indeksih, temveč tudi stroškovno učinkovito priložnost nakupa ali prodaje tega portfelja delnic z eno samo transakcijo.

ETF-ji so bili sprva namenjeni predvsem dolgoročnim vlagateljem. Z nizkimi stroški upravljanja in ob zanesljivem sledenju indeksu so dolgoročno relativno donosna in stroškovno učinkovita naložba. Dolgoročni vlagatelji jih uporabljajo enako kot vzajemne sklade. Z nakupom ene same delnice razpršijo svoje premoženje na tudi prek 5000 delnic in si s tem zmanjšajo tveganje. Na drugi strani pa ETF-je uporabljajo tudi špekulativni vlagatelji. Ker ti skladi ne zaračunavajo vstopnih in izstopnih stroškov, so zelo primerni tudi za pogosto trgovanje. Ker pa omogočajo tudi prodajo brez kritja (ang. *short sale*), lahko špekulanti z njimi zaslužijo tako ob rasti kot padcu delniških tečajev.

Za ETF-je lahko rečemo, da so se razvili iz indeksnih vzajemnih skladov, ki se od aktivno upravljanih vzajemnih skladov razlikujejo po tem, da sledijo določenemu indeksu, dolgoročno zagotavljajo večji donos kot večina aktivno upravljanih skladov in imajo na račun »neaktivnosti« upravljanja nižje provizije. Dolgoletna povprečja predvsem na ameriškem trgu so pokazala, da aktivno upravljeni skladi dolgoročno ne morejo preseči donosnosti indeksov. Prvi najuspešnejši ETF je predstavila ameriška borza Amex (ang. *American Stock Exchange*) leta 1993, ki je bil poimenovan Standard & Poor's Depository Receipts (SPDRs) Spiders in je še danes po velikosti največji svetovni ETF.

ETF-ji predstavljajo resno konkurenco vzajemnim skladom pri posredovanju prihrankov malih vlagateljev na trg kapitala. Dejstvo o vse večjem zanimanju za ETF-je kažejo množični prenosi sredstev iz vzajemnih skladov v ETF-je, še posebej v obdobju zadnjih dveh let.

Namen diplomskega dela je podrobna predstavitev ETF-jev. V prvem delu se bom posvetila bolj teoretični analizi in lastnostim ETF-jev ter njihovem položaju v ZDA in v Evropi. V praktičnem delu diplomskega dela pa bom primerjala donosnosti vzajemnih skladov in ETF-jev, ki so usmerjeni globalno.

V začetnem poglavju se bom posvetila širši razdelitvi investicijskih skladov na odprte in zaprte investicijske sklade ter kratkemu opisu indeksnih skladov, ki so nekakšna predhodna različica ETF-jev.

Naslednje poglavje je v celoti namenjeno ETF-jem. Opisala bom njihovo zgodovino in razvoj po posameznih obdobjih ter predstavila oblike, v katerih ETF-ji na trgu običajno nastopajo. Sledi podpoglavje o trgovanju in predstavitvi procesa ustvarjanja in izničenja delnic ETF-ja, trgovanje na sekundarnem trgu, oblikovanje cene delnice ETF-jev na sekundarnem trgu in sprotno dnevno določanje čiste vrednosti sredstev sklada, pojavljanje premij in diskontov in posledično proces arbitraže, predstavitve možnih naročil pri nakupu ETF-jev in primerjava med likvidnostjo trga in obsegom prometa z delnicami ETF-ja.

V okviru tega poglavja bom opredelila še stroške, ki nastanejo pri tej obliki finančne naložbe ter davčne obremenitve, ki jih utegne utrpeti posamezni vlagatelj glede na slovensko zakonodajo.

Poglavje bom zaključila s pregledom uporabnosti ETF-jev pri vlagateljih in z opredelitvijo možnih tveganj, ki se pojavijo pri nakupu ETF-jev.

V četrtem poglavju bom ugotavljala ali so bili globalno usmerjeni ETF-ji v določenem obdobju (tri leta) bolj donosni od globalno usmerjenih vzajemnih skladov v primeru, če sklade primerjamo po povprečni mesečni donosnosti in v primeru, ko v analizi upoštevamo še tveganje.

V petem poglavju bom na kratko predstavila edini ETF v Sloveniji in podala možnosti razvoja ETF-jev v Sloveniji.

Zadnje poglavje je namenjeno strnitvi najpomembnejših zaključnih ugotovitev.

2. INVESTICIJSKI SKLADI

Sodobne osebne kot tudi podjetniške finance so vse bolj kompleksne in zahtevajo celovit splet finančnih produktov, ki ga samostojno ne ponuja nobena tradicionalna finančna ustanova. Zaradi želje po celovitosti ponudbe se tovrstne ustanove združujejo v tako imenovane »finančne skupine«. Spremembe gospodarskega sistema iz socialističnega v kapitalističnega, ki smo mu bili priča v zadnjih 15 letih, imajo za posledico tudi spremembo družbene ureditve in socialnega sistema. V zadnjih letih, še posebej v času po vstopu v EU, domačim finančnim ponudnikom vse bolj resno konkurenco predstavljajo tuji ponudniki tovrstnih storitev. V prihodnje pričakujemo, da se bodo banke vrnile k svoji osnovni funkciji, prometu in poslovanju z denarjem. Investicijski in vzajemni skladi pa bodo upravljali sredstva, namenjena dolgoročnemu varčevanju in plemenitju kapitala (Lubej, 2005, str. 19-20).

Z razvojem kapitalskih trgov in z vedno večjimi ponudbami finančnih storitev se je pojavila ugotovitev, da so naložbe v vrednostne papirje lahko veliko bolj donosne kot bančni depoziti, vendar so posledično povezane tudi z višjim tveganjem. Individualno vlaganje v delnice je lahko sicer precej donosno, vendar je povezano z visokimi transakcijskimi stroški in visokim

tveganjem. Izpostavljenost enemu samemu vrednostnemu papirju je v nasprotju s tezo o razpršitvi premoženja med več različnih vrednostnih papirjev. Poleg tega je za učinkovito upravljanje premoženja potrebno imeti veliko časa, ki ga vlagatelj lahko nameni analizam naložb, kamor bo oz. že vloga. Temu primerno so se razvili investicijski skladi, posebne finančne institucije, katerih namen je učinkovito upravljanje premoženja v imenu vlagatelja z namenom ustvarjanja dobička iz vloženih sredstev. Za višji pričakovani donos je vlagatelj pripravljen nositi višjo stopnjo tveganja, pri nižjem pričakovanem donosu pa je raven tveganja manjša. Investicijski skladi predstavljajo alternativo dolgoročnemu varčevanju. Za individualnega vlagatelja to predstavlja idealno možnost razpršitve premoženja med več različnih naložb in s tem zmanjšanje tveganja. Investicijski skladi nudijo vlagatelju torej določen odstotek lastništva posameznih delnic podjetij, ki jih sklad drži v svojih naložbah, ne da bi se pri tem vlagatelj še dodatno izpostavljal tveganju.

Investicijski skladi so krovni pojem vseh oblik skladov namenjenih skupnemu vlaganju in jih na grobo delimo v dve skupini: odprti investicijski skladi oz. vzajemni skladi in zaprti investicijski skladi.

2.1. Odprti investicijski skladi

2.1.1. Nastanek in zgodovina vzajemnih skladov

Danes najpogostejša oblika investicijskih skladov so vzajemni skladi, ki so se razvili iz zaprtih investicijskih skladov in so prilagojeni nekaterim posebnim zahtevam sodobnega časa in vlagateljev. Predvsem je za vlagatelje poslovanje z odprtimi vzajemnimi skladi enostavnejše. Tudi njihov namen je drugačen, saj so ustanovljeni za dolgoročno varčevanje in plemenitenje kapitala (Jesenek, 2003, str. 72).

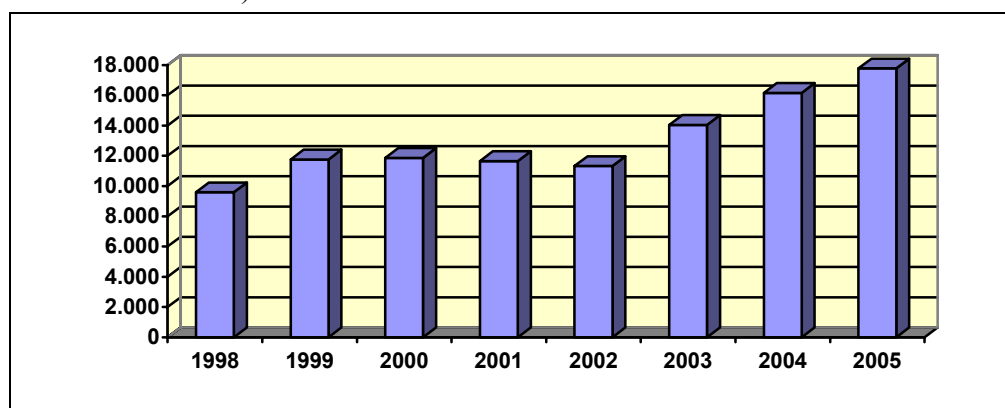
Industrijsko obdobje je z razvojem industrije in tehnike prineslo potrebo po koncentraciji večje količine kapitala za izvedbo obsežnih in dragih projektov. Po znanih podatkih se prvič omenja investicijski vzajemni sklad v letu 1868, ko so v takratni v kolonialni Veliki Britaniji na ta način zbirali kapital za izgradnjo železniških povezav. Kasneje so delnice teh investicijskih vzajemnih skladov uvrstili na borzo, da so vlagatelji lahko prodajali in kupovali deleže tovrstnih skladov. Kapital, zbran v skladih, se ni namenjal več samo za izvajanje velikih projektov, ampak so z njim kupovali vrednostne papirje, predvsem delnice in obveznice drugih podjetij na borzi. Evolutivni razvoj je počasi pripeljal do velikega števila različnih vrst in tipov skladov, tako tudi do današnjih vzajemnih skladov, ki imajo spremenljivo število deležev enot ali točk, ki jih je možno vsak dan poslovanja sklada kupiti ali prodati (Lubej, 2005, str. 28-29).

Vlagatelj lahko s svojim kapitalom v odprti vzajemni sklad po lastni volji vstopa in iz njega izstopa. Vlagatelj lahko kadar koli s prodajo ali nakupom enot vzajemnega sklada spremeni

obseg kapitala, vloženega v izbranem odprtem vzajemnem skladu. Za razliko od zaprtih investicijskih skladov, ki so izdali točno določeno število lastniških deležev, število deležev pri odprtih vzajemnih skladih nenehno niha. Kadar vlagatelji zahtevajo izplačilo enot, upravljavci sklada prodajajo vrednostne papirje, da bi si tako zagotovili potrebna likvidnostna sredstva za izplačilo enot.

Na Sliki 1 vidimo povečevanje pritokov sredstev v vzajemne sklade na globalnem področju (ZDA, Evropa, Azija in Pacifik ter Afrika) od leta 1998 do 2005.

Slika 1: Prikaz čiste vrednosti sredstev v vzajemnih skladih na svetu v obdobju 1998-2005 (v mia USD)



Vir: Mutual fund fact book, 2005, lastni prikaz.

2.1.2. Ureditev vzajemnih skladov v Sloveniji

Aktualni slovenski Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje ZISDU-1 (Uradni list RS, št. 26/2005) govori o vzajemnih skladih kot podvrsti investicijskih skladov. Vzajemni sklad je premoženje, ki je ločeno od premoženja družbe za upravljanje, ki upravlja ta sklad, in je v lasti imetnikov investicijskih kuponov vzajemnega sklada (ZISDU-1, 2005, 122. člen). Družba za upravljanje pa je gospodarska družba, ki je ustanovljena za upravljanje investicijskih in s tem tudi vzajemnih skladov. Družba za upravljanje (DZU) oblikuje vzajemni sklad tako, da sprejme pravila upravljanja sklada in s skrbnikom podpiše dogovor o vodenju skrbniških storitev (ZISDU-1, 2005, 155. člen). Naloga družbe za upravljanje je, da na trgu najde vlagatelje, ki bodo svoj denar zaupali v upravljanje vzajemnega sklada, nato pa za zbrani denar poišče primerne naložbe, ki bodo zagotovile pričakovane rezultate v skladu s tem, kar je napisano v prospektu vzajemnega sklada. Upravljavci sklada nenehno analizirajo trg in podjetja na trgu, ugotavljajo, katera so potencialna podjetja za rast in kje je največ možnosti za ustvarjanje dobičkov.

Sredstva vzajemnega sklada se zbirajo z javno prodajo izdanih investicijskih kuponov (enot premoženja). Imetnik enot investicijskega sklada ima pravico in možnost enote kadar koli prodati vzajemnemu skladu in s tem iz njega izstopiti. Zbrani kapital, ki ga vložijo vlagatelji sklada, se zbira na posebnem računu pri skrbniški banki, ki vodi natančno evidenco, kdo od

vlagatelj je plačal in koliko enot premoženja pripada kateremu od vlagateljev. Na drugi strani pa banka skrbnica vodi tudi evidenco, v katere naložbe je vzajemni sklad vlagal.

Premoženje sklada je razdeljeno v enako velike enote premoženja, tako imenovane točke premoženja. Točka premoženja sklada se izračunava dnevno z izračunom neto vrednosti sredstev sklada. Izračunajo jo tako, da vrednost premoženja v aktivih zmanjšajo za znesek vseh dolgov, nato pa to delijo s celotnim številom prodanih delnic. Vrednost enote premoženja se izračunava ob koncu vsakega poslovnega dne in pomeni ceno, po kateri delničar proda svoje delnice nazaj skladu. Celotna vrednost sredstev sklada na enoto se spreminja zaradi novih vplačil in izplačil ter donosnosti, ki jo sklad doseže. Vsi dobički in izgube, ki jih sklad ustvari, se porazdelijo sorazmerno na posamezne enote in se tako nanašajo na vse vlagatelje v vzajemnem skladu.

Ker vzajemni sklad upravlja družba za upravljanje, ki za svoje delo zaračunava določen delež, je varčevanje v vzajemnih skladih povezano tudi s stroški. Pri varčevanju v vzajemnih skladih se lahko zaračunava vstopna, izstopna ter upravljavška provizija. Upravljavške provizije se poslužuje vsak aktivno upravljeni sklad, saj s provizijo poplača aktivno delo upravljalcev sklada, ki dnevno skrbijo za analize naložb in zbirajo vse pomembne informacije o novostih na kapitalskih trgih. Upravljavci sklada morajo biti nenehno v stiku z dogajanjem na trgu in kontinuirano izpopolnjevati svoje znanje. Upravljavška provizija je vračunana v vrednosti točke premoženja, medtem ko sta vstopna in izstopna provizija izraženi v odstotku od zneska vplačila oz. izplačila. Višina vstopnih in izstopnih stroškov je odvisna od posameznega sklada, v Sloveniji pa velja pravilo, da vstopna in izstopna provizija skupaj ne smeta znašati več kot 3 odstotke. Upravljavci v nobenem primeru ne odgovarjajo za morebitne izgube vrednosti premoženja, razen če so kršili pravila, zapisana v prospektu.

Vzajemni skladi tudi zelo dobro rešujejo problem malih vlagateljev, saj ponujajo pomoč strokovnjakov upravljalcev, ki namesto vlagatelja zbirajo informacije in znanje za vrednotenje naložb. V vzajemne sklade vlaga veliko število vlagateljev, zato se v njih z razmeroma majhnimi, a množičnimi prispevki naberejo visoki zneski kapitala. To pa omogoča izredno dobro razpršitev kapitala, saj mnogi vzajemni skladi svoja sredstva vlagajo v nekaj deset do 100 različnih podjetij. Poleg tega pa vlagajo tudi v različnih državah po vsem svetu ter se tako izognejo pretirani izpostavljenosti lokalnim krizam in valutnim tveganjem (Lubej, 2005, str. 35).

2.2. Zaprti investicijski skladi

So najstarejši med vsemi oblikami skladov. Ti skladi ob nastanku izdajo točno določeno število delnic, ki jih prejmejo vlagatelji v zameno za vložena sredstva. Zbrani kapital se vlaga v naložbe, ki so bile že vnaprej opredeljene z investicijsko politiko sklada. Pomembno je, da število delnic oz. deležev sklada ostaja ves čas enako, uspešnost poslovanja sklada pa se odraža skozi vrednost njegovih delnic in izplačanega dobička na delnico v obliki dividende.

Pri nas so bile to pooblaščne investicijske družbe oz. PID-i, ki so nastali v okviru privatizacijskega procesa slovenskih podjetij (Jesenek, 2003, str. 76).

Investicijski skladi so v veliki večini aktivno upravljani skladi, saj z namenom doseganja visokih stopenj donosa pogosto spreminjajo sestavo svojega premoženja. Aktivna naložbena politika pomeni, da upravljavec spremlja dogajanje na trgu in izbira tiste delnice na trgu, ki jih oceni kot podcenjene ter pri katerih se pričakuje rast in možnost ustvarjanja dobička. Cilj vsakega aktivno upravljanega sklada je preseči donosnost izbranega indeksa.

Sklade, ki svoje premoženje dalj časa ohranjajo nespremenjeno, uvrščamo med pasivno upravljane sklade. Ideja teh skladov izhaja iz ugotovitev, da je tržni donos dolgoročno zelo težko preseči. Strukturo vrednostnih papirjev, ki jih ima sklad v lasti, spreminja minimalno, saj pogosto spreminjanje strukture za seboj prinese določene transakcijske stroške. Stroški pa v veliki meri lahko tudi znižujejo donosnost vzajemnega sklada. Take vrste odprti vzajemni skladi, ki se poslužujejo pasivne politike upravljanja, so tudi indeksni vzajemni skladi.

2.3. Indeksni vzajemni skladi

Indeksni vzajemni sklad je vzajemni sklad, ki kolikor je možno natančno posnema gibanje izbranega borznega indeksa. V svoj portfelj delnic si izbere točno tiste delnice, ki so vključene v izbranem indeksu z enakimi utežmi, kot so tam tudi zastopane, in tako popolnoma sledi indeksu. Lahko pa v svoj portfelj izbere le nekaj delnic iz indeksa in tako delno sledi indeksu. Tako poznamo sklade, ki posnemajo svetovne indekse, kot so S&P, Nasdaq, Dax, ipd. Cilj takšnega sklada ni preseči rezultate primerljivega indeksa, temveč se mu kar se da najbolj približati. Ker so potrebe po upravljanju takšnega sklada manjše, so tudi upravljavski stroški nižji (Lubej, 2005, str. 72).

Prvi indeksni skladi so nastali sredi osemdesetih let v ZDA in so bili organizirani kot vzajemni skladi. Med prvimi je nastal Vanguard 500, ki v zadnjih letih velja za največji indeksni sklad na svetu in že skoraj 30 let sledi indeksu S&P 500. Pri indeksnih vzajemnih skladih ni nikakršne potrebe po aktivnih upravljavcih sklada, saj delnice podjetij zbere tisti, ki je ustvaril indeks. Tukaj ne smemo pozabiti omeniti, da je večina indeksov tehtana s tržno kapitalizacijo, razen nekaterih starejših indeksov, ki so tehtani s ceno (Dow Jones in Nikkei). To pomeni, da imajo delnice podjetij z večjimi tržnimi kapitalizacijami večji vpliv na indeks kot tiste z manjšimi tržnimi kapitalizacijami. Delnice podjetij, ki so vključene v indeksu, se spreminjajo zelo redko, razen v primeru prevzema ali nakupa podjetja ko se delnica prevzetega podjetja nadomesti z delnico drugega podjetja.

Indeksni skladi ponavadi ne zaračunavajo vstopne in izstopne provizije, upravljavske pa so zelo nizke. Letna upravljavska provizija indeksnega sklada Vanguard 500 znaša na primer le 0,18%. Nižji stroški so posledica tega, da upravljavec sklada spremlja sestavo indeksa in si ne prizadeva s trgovanjem doseči čim višjega donosa. Tako ne potrebuje obsežnih analiz delnic

pa tudi s trgovanjem sklad nima visokih stroškov. Dolgoročna povprečja za ameriški trg kažejo, da letni donosi indeksnih skladov običajno znašajo 8% (Kaćič, 2006).

Alternativo indeksnim skladom predstavljajo tudi različni produkti, ki omogočajo vlaganje denarja v indekse. Omeniti je potrebno terminske pogodbe in opcije na indekse, ki so zaradi svoje tveganosti na voljo predvsem bolj poučenim vlagateljem.

Slaba stran indeksnih vzajemnih skladov pa se pokaže v primeru padajočih trgov, ko vlagatelji postanejo pesimistični in se odločijo prodati enote sklada. V primeru, da je takih vlagateljev veliko in da sklad nima dovolj prostih sredstev za poplačilo enot, mora prodati del svojih naložb. Naložbe poskuša prodati tako, da ustvari vsaj nekaj dobička, vendar pa se ta dobiček nanaša ne samo na vlagatelje, ki so točke sklada prodali, ampak tudi na vse ostale vlagatelje, ki vlagajo v omenjeni sklad. Zgodi se torej, da vlagatelje, ki niso prodajali svojih enot, prav tako prizadenejo davčne obremenitve in to kljub temu, da je vrednost enote premoženja sklada zaradi padajočega trenda iz dneva v dan nižja.

Pri izbiranju indeksnih skladov je nedvomno najbolj pomembno poznavanje indeksa, kateremu indeksni sklad sledi. Od sestave indeksa je namreč odvisno, kakšne donose bo v prihodnje sklad dosegal. Čeprav so donosi indeksnih skladov bolj predvidljivi od donosov posameznih delnic in večine aktivno upravljanih skladov, to ne pomeni, da v posameznih obdobjih vlagatelj ne more izgubiti dela premoženja. Predvsem indeksi, v katerih so delnice iz ene ali dveh panog, so zelo tvegani. Najbolj stalne donose imajo indeksi, ki so sestavljeni iz širokega spektra delnic. To so predvsem svetovni indeksi (MSCI World) ali pa indeksi večjih trgov (S&P 500, Nikkei, FTSE, ipd.). Drugi indeksi so sestavljeni iz delnic določene panoge ali pa iz ožjega geografskega področja (Nasdaq). Ti indeksi so ponavadi bolj spremenljivi in posledično tudi bolj tvegani ter bolj donosni. Ena najpomembnejših lastnosti indeksa pa je tudi, da so delnice, ki so v njem zastopane, ponderirane s tržnimi kapitalizacijami. Če želimo indeks uporabljati kot oceno oz. primerjavo za določen trg, je smiselno, da je ponderiran s celotno tržno kapitalizacijo. Tako lahko kar najbolj odraža položaj na delniškem trgu. Še boljše pa je, da 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, so navadno delnice v lasti države, strateškega partnerja in se z njim 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 kupiti, saj bi to povzročilo velik pritisk na ceno (Mastnak, 2004).

V večini so indeksni vzajemni skladi namenjeni institucionalnim in premoženjskim vlagateljem, saj je minimalno potreben kapital visok in se giblje od 1 milijona USD/EUR naprej. Le nekateri manjši del teh skladov je namenjen individualnim vlagateljem (Jesenek, 2003, str. 81).

Ideja vseh vzajemnih skladov je dohiteti rast gospodarstva (rast indeksov). Na podlagi številnih študij je dokazano, da rasti indeksa dolgoročno ni mogoče prehiteti, zato je ideja o

indeksnih vzajemnih skladih zelo primerna. Le redkim vzajemnim skladom uspe doseči letni donos, ki občutno presega donose indeksa. Dolgoročno pa se to število še pomanjša. Iz tega so mnogi raziskovalci sklepali, da se cene delnic gibljejo naključno in vnaprej ne moremo vedeti, katere delnice bodo v prihodnje bolj zrasle kot druge. Vlagateljem so tako svetovali, naj vložijo denar v indeks trga s kar najnižjimi stroški. V povprečju aktivno upravljani skladi za indeksnimi skladi zaostanejo za stroške upravljanja. Zato je za dolgoročnega vlagatelja bolj primerno in veliko manj stresno pasivno vlaganje, saj mu omogoča donose skoraj enake borznim indeksom, poleg tega pa nižje stroške upravljanja kot bi jih moral plačati pri vlaganju v aktivno upravljan vzajemni sklad.

3. ETF-ji

ETF-ji so investicijski skladi, ki se trgujejo kot delnice: so relativno poceni in fleksibilni, poleg tega pa so davčno prijazni in omogočajo vlaganje v različne portfelje delnic, obveznic in v ZDA celo v nepremičnine. Sredstva, vložena v ETF-je, so že presegla vrednost 100 milijard USD, saj je po letu 1993, ko so bili ustanovljeni prvi ETF-ji prišlo do izredne rasti in širitve le-teh po svetu. Velikost, rast in trenutna likvidnost ETF-jev izražajo vlagateljevo izjemno zanimanje za ta inovativen produkt (Wiandt, 2002, str. 1).

3.1. Definicija

ETF-ji so kotirajoči indeksni vzajemni skladi, katerih premoženje je naloženo v košarico vrednostnih papirjev družb, ki sestavljajo indeks, kateremu ETF sledi. Ena delnica ETF-ja je torej sestavljena iz točno tistih vrednostnih papirjev, ponderiranih z enakimi utežmi, kot so le-ti zastopani v zasledujočem indeksu. Osnovna ideja je bila združiti pozitivne lastnosti vzajemnih skladov in investicijskih družb.

ETF-ji so v ZDA registrirani kot odprte investicijske družbe, ki jim je zakonodajalec dovolil, da se lahko z njihovimi delnicami trguje na borzi. Skladi niso aktivno upravljani, saj je njihov cilj čimbolj natančno posnemanje gibanja vrednosti pripadajočega borznega indeksa (Jesenek, 2003, str. 98).

Z nakupom vrednostnih papirjev ETF-ja imetnik pridobi solastniški delež nad portfeljem vrednostnih papirjev, ki sestavljajo določen indeks. Glede na to lastnost lahko ETF opredelimo kot delnico. Kot delnice ETF-ji ne zahtevajo visokih provizij in nimajo nikakršnih prepovedi, kako pogosto se lahko kupijo oz. prodajo. Glede na organizacijsko strukturo pa je ETF precej podoben delovanju vzajemnega sklada. Glavna razlika v primerjavi z vzajemnimi skladi je v provizijah, ki so za ETF-je enake kot za delnice, za vzajemne sklade pa nekoliko višje.

3.2. Zgodovina in razvoj ETF-jev

3.2.1. Prelomno leto 1970

Za razumevanje nastanka ETF-jev je potrebno biti seznanjen s celotno zgodovino trgovanja z delnicami, vzajemnimi skladi in indeksnimi skladi. Celotna zgodovina delniškega trga do leta 1970 je bila v veliki meri v znamenju izbiranja delnic, ki so imele največji potencial za rast, z namenom maksimiziranja donosnosti («stock picking»). Po letu 1970 se je pojavila ideja o donosnosti na trgu. Po njeni definiciji lahko vlagatelji z individualnim vlaganjem na trgu pričakujejo enake donosnosti kot jih ustvarja trg sam. Težnja po ustvarjanju boljših donosov v primerjavi s trgom prinaša le višje stroške. Zato je najboljša pot za vlaganje na trgu nakup košarice različnih delnic in s tem zmanjšanje stroškov in povečanje davčne učinkovitosti (Wiandt, 2002, str. 69).

Institucionalni vlagatelji so bili prvi, ki so se posluževali omenjene novosti. Tako je Nobelov nagradjenec William Sharpe v sodelovanju z Billom Fouseom (takratni Samsonite in današnji Barclays Global Investors) leta 1971 ustanovil indeksni sklad. Ta sklad je imel zelo malo podobnosti z današnjimi vzajemnimi skladi in je bil namenjen izključno institucionalnim vlagateljem. Začel se je razmah indeksnih skladov in z njim tudi prvi indeksni sklad Vanguard 500, ki je vlagateljem stregel z visokimi letnimi donosi, včasih še celo višjimi od tistih pri vzajemnih skladih. Počasi se je Vanguard 500 razvil v največji indeksni sklad na svetu z upravljanimi sredstvi v višini 69,42 mia USD (dne 10. 04. 2006).

Prvi korak k ETF-jem je bil torej narejen. Ideja o trgovanju celotnega portfelja delnic, imenovana programsko trgovanje, je bila omogočena. Hkrati so se na borzi v Chichagu (ang. *Chichage Mercantile Exchange*) pojavile terminske pogodbe na takratni indeks S&P 500. Do leta 1980 je bilo za institucionalne vlagatelje izjemno značilno trgovanje z velikimi košaricami delnic, ki so zasledovale izbrane indekse in trgovanje s terminskimi pogodbami na ta indeks. Omenjeno trgovanje med terminskimi pogodbami in portfeljem delnic pa je bilo na voljo le institucionalnim vlagateljem, zato se je, zlasti med malimi individualnimi vlagatelji, pojavilo zanimanje za trgovanje portfelja delnic v eni sami transakciji na način kot se trgujejo delnice (Gastineau, 2002, str. 32).

3.2.2. IPS-i, TIPS-i in supershares

Leta 1989 se je najprej na borzi v Philadelphiji in nato na ameriški borzi Amex začelo trgovati z vrednostnimi papirji, ki so zelo tesno sledili indeksu S&P 500 in so bili imenovani IPS (ang. *Index participation shares*). Kasneje je bilo na voljo mnogo različnih IPS-ov, ki so sledili različnim indeksom, vendar je bil IPS, vezan na S&P 500, najaktivnejši. Z vse večjim zanimanjem za tovrstne finančne produkte so IPS-i postajali konkurenca obstoječim terminskim pogodbam, vezanim na indekse. Ker pa je Komisija za nadzor trgovanja s

terminskimi pogodbami (ang. *Commodity Futures Trading Commission*) IPS-e zaradi njihove pravne podobnosti terminskim pogodbam opredeljevala kot terminske pogodbe, bi IPS-i morali kotirati na terminski borzi in ne na borzi vrednostnih papirjev. V skladu z razsodbo sodišča, ki je IPS-e opredelilo kot nelegalne terminske pogodbe, so bili le-ti kmalu umaknjeni (Gastineau, 2002, str. 33).

Kmalu po odpravi IPS-ov so se kot alternativa na borzi v Torontu pojavile neke vrste skladišnice, imenovane TIPS-i (ang. *Toronto Stock Exchange Index Participations*), ki so sledile indeksu Toronto-35 (TSE-35). Za razliko od svojega predhodnika TIPS-i niso bili izvedeni finančni instrument (derivativ), ampak so bili organizirani podobno kot današnji ETF-ji. Sredstva TIPS-ov so obsegala 35 aktualnih delnic, ki so sestavljale indeks TSE-35. Te delnice so bile v skladu vsebovane v enakem razmerju, kot je to odražala sestava indeksa. Kasneje so se razvili tudi HIPS-i, ki so se od TIPS-ov razlikovali le po tem, da so zasledovali indeks TSE-100. Obe vrsti sta bili v Kanadi zelo uspešni (Gastineau, 2002, str. 33).

Zopet se je pojavila nova ideja o ustanovitvi sklada, ki bi bil sestavljen iz »super delnic« in bi dosegal vnaprej določeno raven donosa. Pot do ETF-ja v pravi obliki, kot jo poznamo danes, je bila zelo dolga, predvsem zaradi zakonskih pasti. Super delnice (ang. *supershares*) so nastale po finančni krizi leta 1987, organizirane pa so bile kot mešanica zaprte investicijske družbe in odprtega vzajemnega sklada. Bile so izredno drag finančni proizvod, zato se z njimi ni nikoli aktivno trgovalo in so bile kmalu umaknjene.

3.2.3. Prelomno leto 1993

Ameriška borza vrednostnih papirjev Amex bila je v tistem obdobju (začetek devetdesetih let prejšnjega stoletja) deležna močnega upadanja prometa na borzi in odhajanje vlagateljev na konkurenčni borzi Nasdaq in NYSE je bilo veliko. Prizadevanje za nastanek novega produkta, kot so bili ETF-ji, je pomenilo novo upanje za ponovno zaživetje trgovanja na borzi.

Na podlagi dovoljenj, ki jih je ameriška Agencija za trg vrednostnih papirjev SEC (ang. *Security Exchange Commission*) izdala za delovanje Supertrustu, sta izdajatelj State Street Global Advisors (SSGA) in ameriška borza Amex ob tesnem sodelovanju uspela ustanoviti prvi ETF, imenovan Standard and Poor's Depositary receipts (SPDR ali Spider), ki je še danes med največjimi ETF-ji na svetu. SPDRs predstavlja ETF, ki sledi indeksu S&P 500 in ima zato lastništvo nad vsemi 500 delnicami indeksa S&P 500 v enakih razmerjih, kot so te delnice zastopane v indeksu. Po sicer nekoliko dolgem procesu odobritve za delovanje sklada s strani ameriške Agencije za trg vrednostnih papirjev (SEC) je po uvedbi na borzo to postala najbolj trgovana delnica na ameriški borzi.

SPDR ni organiziran kot vzajemni sklad, temveč kot upravljano premoženje UIT¹ (ang. *unit investment trust*) z dodatno možnostjo spremembe portfelja delnic ob spremembi indeksa, ki

¹ Unit investment trust - investicijski sklad, ki je ustanovljen za določen čas in čigar portfelj ostaja nespremenjen do zapadlosti sklada. Glej poglavje 3.3.2., str. 16.

ga zasleduje. Razlog za tako organizacijsko strukturo je bil v želji po enostavnosti in stroškovni učinkovitosti sklada (Wiandt, 2002, str. 72).

Danes ima ETF S&P 500 SPDRs poleg indeksnega sklada Vanguard 500 največ sredstev med vsemi investicijskimi skladi.

Uveljavitev SPDRs-ov na trgu je pomenila začetek in nagel razvoj ETF-jev. Že leta 1996 so se pri skupini Morgan Stanley predstavili takratni World Equity Benchmark Shares (WEBS), danes imenovani iShares. WEBS so bili revolucionarni v tej smeri, da so bili prvi sklad, ki je ameriškim vlagateljem preko nakupov na Amex omogočal sledenje tudi neameriškim borznim indeksom. Ti ETF-ji temeljijo na MSCI mednarodnih deželnih indeksih (ang. *international country indexes*). Poleg tega so bili prvi ETF-ji s strukturo odprtega vzajemnega sklada, kar jim je omogočalo večje investicijsko prilagajanje. Kot dopolnilo k WEBS je na ameriški borzi Nasdaq nastal ETF, ki sledi indeksu Nasdaq 100 (Nasdaq 100 Index Tracking Stock-*QQQs*).

S pokritostjo večjih nacionalnih indeksov so se začeli razvijati sektorski ETF-ji. Prvi med njimi je bil sektorski SPDRs (ang. *Sector SPDRs*), ki je sledil panogam iz indeksa S&P 500, med katerimi je bil najpomembnejši tehnološki sektor, takoj za njim pa finančni sektor. Leta 1998 je sledil DIAMONDS, izdali so ga pri State Street Global Advisors in je zasledoval delovanje indeksa Dow Jones Industrial Average.

3.2.4. Danes

Že od svojega nastanka so ETF-ji zabeležili visoke rasti, saj so bili na začetku, pred 13 leti, na voljo le trije ETF-ji s sredstvi v upravljanju v vrednosti samo 811 mio USD. V primerjavi z današnjimi podatki to pomeni več kot 300-kratno rast po številu ETF-jev in več kot 400-kratno rast po vrednosti sredstev, vloženih v ETF-je (Blackman, 2006). Največji porast po številu in velikosti ETF-jev je viden v zadnjih štirih letih, saj je samo iz leta 2003 na 2004 vrednost sredstev, vloženih v ETF-je zrasla za 46%. Tudi leto 2005 se je izkazalo za izredno uspešno.

Sredstva v ETF-jih so se, glede na leto 2004, povečala za 31%, poleg tega pa je to leto zaznamovala uvedba novih specializiranih ETF-jev, kot je ETF, vezan na zlato (Street Track Gold Trust in iShares Comex Gold Trust), ETF, vezan na valuto EUR (Euro Currency Trust FXE), ETF, vezan na surovine (DB Commodity ETF) in še nekaj podobnih. Ob koncu leta 2005 je bilo skupno število vseh registriranih ETF-jev na svetu 612.

Po vrednosti ustvarjenega prometa je bila v Evropi na prvem mestu nemška Deutsche Börse, kjer se je v letu 2005 z ETF-ji trgovalo za 65,139 milijard USD, v ZDA pa je bilo največ prometa ustvarjenega na borzi Amex (315,9 milijard USD). Podatki o vrednostih prometa po posameznih večjih svetovnih borzah je prikazan v Tabeli 1 na strani 12.

ETF-je upravlja v skupnem številu 44 managerjev in so trgovani na 32 različnih borzah. V Tabeli 2 je podan prikaz števila ETF-jev po največjih svetovnih borzah ob koncu leta 2005.

Tabela 1: Prikaz 5 največjih borz po vrednosti trgovanega prometa z ETF-ji v letu 2005

	Borza	V mia USD
1.	American Stock Exchange	315,9
2.	Deutsche Borse	65,1
3.	New York Stock Exchange	30,0
4.	Euronext	24,3
5.	Tokyo Stock Exchange	23,1

Vir: Focus n°157, 2005, str. 39.

Tabela 2: Prikaz števila ETF-jev po največjih svetovnih borzah ob koncu leta 2005

Borza	Število ETF-jev
American SE	133
NYSE	64
Euronext	95
Deutsche Borse	77
Hong Kong Exchanges	10
Tokyo SE	11

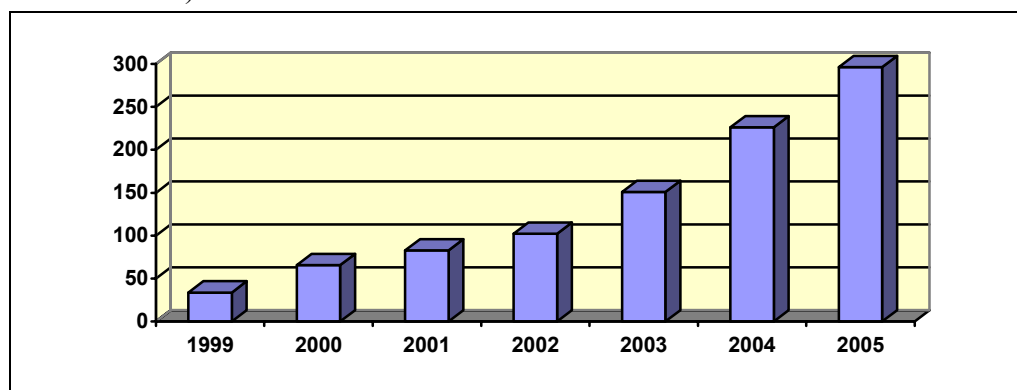
Vir: Focus n°157, 2005, str. 39.

Samo na ameriškem trgu je bilo ob koncu leta 2005 po podatkih ameriškega združenja vzajemnih skladov (ang. *Investment Company Institute*) 248 registriranih ETF-jev, skupna vrednost sredstev pa je znašala 296,02 milijard USD (Focus n°155, str. 70–71). Sledi Evropa z 259 skladi in 34 milijard USD in Japonska s 15 skladi in 30 milijard USD. Od leta 1993 so sredstva ameriških ETF-jev, ob upoštevanju HOLDERS-ov, zrasla iz 460 milijonov USD na več kot 290 milijard USD, kar znese letno v povprečju 50-odstotno rast.

Trije najpomembnejši ETF-ji, ki sledijo trem svetovno najpomembnejšim indeksom, so Diamonds, ki sledi indeksu Dow Jones Industrial Average ETF (DIA), Spiders, ki sledi indeksu Standard&Poor's 500 Depositary Receipts ETF (SPY) in Qubes, ki sledi indeksu Nasdaq 100 ETF (QQQQ). Med popularnimi ETF-ji, tako z vidika vrednosti sredstev kot z vidika velikosti, so še iShares MSCI EAFE (EFA), iShares Japan (EWJ), iShares Russell 2000 (IWM) in iShares S&P 500 (IVV) (Yahoo-Finance, 2006).

Na Sliki 2 na strani 13 je podan prikaz visoke rasti sredstev v upravljanju ETF-jev na področju ZDA od leta 1999 do 2004.

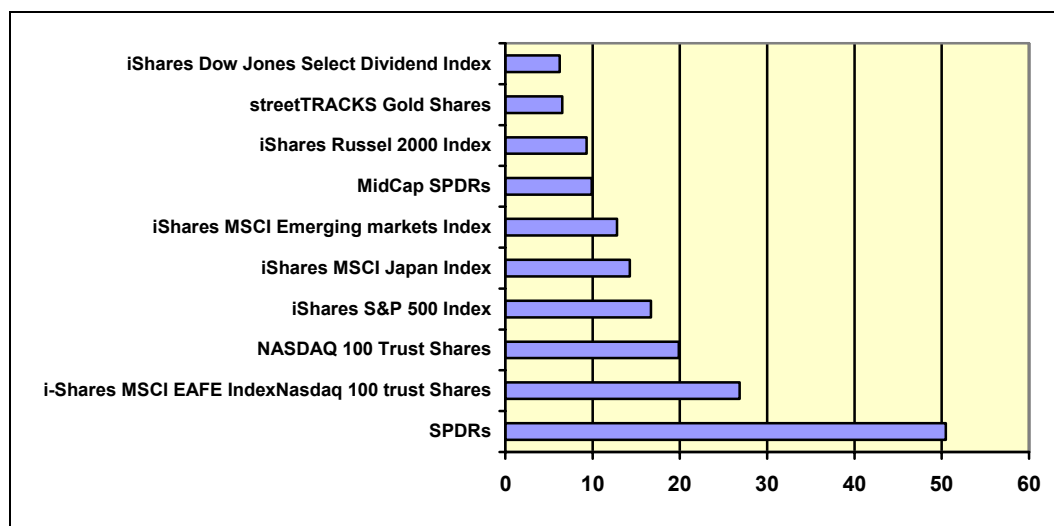
Slika 2: Prikaz rasti sredstev v upravljanju ETF-jev v ZDA od leta 1999 do 2005 (v mia USD)



Vir: Mutual fund fact book, 2005, lastni prikaz.

Trenutno največji izdajalec ETF-jev (iShares) je Barclay's Global Investor (BGI), ki ima skupno v upravljanju 100 skladov in več kot polovico celotnega tržnega deleža. Vlagateljem omogoča naložbe v različne nacionalne indekse izven ZDA. Sledi mu State Street Global Advisors (SSGA), ki je med drugim izdal prvi in danes največji ETF imenovan SPDRs. Registriranih imajo 23 skladov pod imenom Street tracks in sledijo številnim ameriškim indeksom investicijske banke Morgan Stanley. Med največjima izdajalcema ETF-jev že dolgo poteka večno rivalstvo, ki se je pokazalo tudi lansko leto pri lansiranju ETF-ja, vezanega na zlato. Prvi ga je na trg vpeljal SSGA (november 2004) in v enem letu je imel zbranih že 3,8 milijard USD za razliko od ETF-ja iShares, ki ima od januarja 2005 komaj 330 milijonov USD sredstev v upravljanju. Razvrstitev ETF-jev po čisti vrednosti sredstev konec meseca maja 2006 je prikazana na Sliki 3.

Slika 3: Prvih 10 ETF-jev po čisti vrednosti sredstev konec maja 2006 (v mia USD)



Vir: spletna stran Yahoo Finance, lastni prikaz.

Evropski trg ETF-jev je za razliko od ameriškega veliko bolj razdrobljen. Izdajatelji so izdali več enakih ETF-jev, ki sledijo istemu indeksu, s to razliko, da so uvrščeni na različne borze.

Glede na to, da so ETF-ji na področju Evrope prisotni šele od leta 2000, ko je bil na nemško borzo uvrščen prvi ETF, imenovan iShares Dow Jones Euro STOXX 50, so sredstva v upravljanju v primerjavi z ameriško skoraj 13-letno zgodovino manjša, vendar še vedno v porastu.

Z ETF-ji se v Evropi največ trguje na dveh borzah, specializiranih za te sklade: frankfurtska Xetra in Euronext. Xetra oz. XTF² je nedvomno največji in najprometnejši oddelek evropskih borz za trgovanje z ETF-ji, saj upravljajo že 73 ETF-jev. V mesecu marcu 2005 je vrednost prometa, ustvarjenega na tej borzi, znašala 3,7 milijard EUR, kar predstavlja 50 odstotkov celotnega trgovanja z vsemi ETF-ji na področju Evrope. Na oddelku borze Euronext Next Track je bilo junija 2005 na voljo 62 različnih ETF-jev, ki ponujajo možnosti zasledovanja tako deželnih indeksov, indeksov geografskih področij kakor tudi indeksov posameznih poslovnih sektorjev.

Struktura evropskih ETF-jev je sestavljena iz treh vrst skladov: Indeksni ETF, ki sledijo gibanju delniških trgov posameznih evropskih držav, regionalni indeksni ETF in sektorski indeksni ETF.

Nedavno je bil na svetovni borzi v Frankfurtu in Zürichu (Deutsche Börse, SWX Swiss Exchange) uvrščen prvi ETF, vezan na surovine, ki pri sledenju indeksa Deutsche Bank Liquid Commodity Index uporablja terminske pogodbe. Indeks je vezan na surovo nafto, kurilno olje, zlato, aluminij, koruzo in pšenico.

Razvoj ETF-jev se bo v nadaljnje usmeril predvsem v specializirane ETF-je iz področja zanimivih tržnih segmentov (voda, čista energija, nanotehnologija, zlato, srebro, ipd.), ki so še neodkriti in imajo velik potencial za rast.

Že samo podatek, da je aprila letos cena nafte dosegla svoj rekordni nivo pri 72 USD za sodček in doseganje večletnih najvišjih ravni žlahtnih kovin, kot sta srebro in zlato, kaže luč v svetlo prihodnost. Seveda pa pri tem ne smemo pozabiti na razvijajoče se trge na področju vzhodne Evrope in Azije, ki dosegajo visoke letne gospodarske rasti in predstavljajo prihodnjo gonilno silo.

3.3. Strukture ETF-jev

Večina ETF-jev povezuje lastnosti vzajemnih skladov in navadnih delnic. Kot je značilno za vzajemne sklade, tudi ETF-ji predstavljajo deljeno lastništvo v nekem določenem portfelju delnic, ki zasledujejo določen tržni indeks. Kakor koli, za razliko od vzajemnih skladov, vlagatelji v ETF-je delnic ne zamenjujejo/prodajajo/kupujejo preko sklada. Namesto take vrste zamenjevanja se delnice ETF-ja zamenjujejo na način nakupa in prodaje preko borze (sekundarni trg), kot velja za trgovanje z vsemi vrednostnimi papirji.

² XTF - oddelek na frankfurtski borzi, specializiran za trgovanje z ETF-ji.

ETF-ji so v ZDA registrirani v skladu z zakonom, imenovanim Investment Company Act iz leta 1940 pri SEC. Zakon je bil sprejet na podlagi ravnanja skladov pred in po borznem zlomu 1929 in je tako, za razliko od večine ameriške zakonodaje, napisan zelo konzervativno. Vendar pa zakon vsebuje določilo, ki ameriški agenciji za trg vrednostnih papirjev dovoljuje odstopanja od pravil, če je to v interesu vlagateljev in če te izjeme ne ogrožajo njihove varnosti. Ob ustanovitvi prvega ETF-ja SPDRs je takratni ustanoviteljici, družbi LOR, pri agenciji uspelo doseči odobritve nekaterih sprememb zakona. Najpomembnejše izjeme, ki so jih odobrili in po katerih se ETF-ja oblikujejo še danes, so bile (Gastineau, 2002, str. 57-59):

- ETF ne odkupuje delnic katerega koli vlagatelja, kot je to potrebno storiti vzajemnim skladom. ETF odkupuje samo svežnje delnic, ki sestavljajo eno ustvarjeno enoto (ang. *creation unit*) in obsegajo 50.000 delnic;
- dovoljeno je trgovanje delnic ETF-ja po tržni ceni, ki se oblikuje na borzi in ki se razlikuje od čiste vrednosti sredstev sklada;
- omogočeno je trgovanje povezanih oseb s skladom v obliki delnica za delnico (ang. *in-kind transfer*), saj je načeloma pri vzajemnih skladih prepovedano kakršno koli trgovanje z osebami, ki so lastniki več kot 5% deleža sklada;
- ETF-ju ni obvezno izdajati prospekta o organiziranosti in delovanju sklada.

V osnovi so ETF-ji organizirani kot indekсни investicijski skladi, vendar so se v svetu razvile tri različne organizacijske strukture ETF-jev: *ETF odprti indekсни sklad* (ang. *Management Investment Company*), *pasivno upravljano premoženje* (ang. *Unit Investment Trust*) in *depozitarno potrdilo* (ang. *Grantor Trust*) (Wiandt, 2002, str. 63-67).

3.3.1. ETF odprti indekсни sklad

Takšna organizacijska oblika ETF-ja je zelo podobna odprtim investicijskim družbam, čeprav se od njih razlikuje po tem, da izdajatelj te delnice lahko odkupi. Nasprotno zaprtim investicijskim skladom imajo ETF-ji, organizirani kot indekсни skladi, zmožnost, da nenehno nudijo delnice skozi enoten proces ustvarjanja in izničenja delnic, kar pomeni, da se lahko število izdanih delnic ETF-ja skozi celoten trgovalni dan spreminja. Tako je pri tej obliki ETF-jev veliko verjetnosti, da pri trgovanju ne bo prišlo do visokih premij ali diskontov v primerjavi z njihovo čisto vrednostjo sredstev. Pooblaščenim vzdrževalcem trga imajo namreč nalogo, da s procesom ustvarjanja in izničenja delnic ETF-ja skrbijo za prilagajanje trgovalne cene ETF-ja na borzi z njegovo vrednostjo enote premoženja (Wiandt, 2002, str. 64).

Takšna oblika ETF-jev omogoča hitrejšo širitev na različna področja (tudi v sklade z aktivno naložbeno politiko), omogočajo vzorčenje pri indeksiranju in podobno. Uporaba vzorčenja je pomembna še posebej pri indeksih, ki imajo sestavo, ki ni skladna s sestavo naložb vzajemnih skladov, kot jo predpisuje zakon. Upravljalci se v takem primeru ne odločijo za popolno sledenje indeksu, temveč za optimiziranje indeksa. Poslužujejo se različnih derivatov, kot so opcije in termnske pogodbe, in jih dodajajo k portfelju delnic, ki sestavljajo indeks. Kot je to

značilno za večino vzajemnih skladov, je tudi pri tej obliki omogočeno reinvestiranje dividend v premoženje sklada in razdelitev kapitalskih dobičkov med vlagatelje sklada. Gledano po številu skladov je velika večina današnjih ETF-jev organizirana kot indeksni vzajemni sklad, med drugim tudi iShares in sektorski SPDRs-i.

3.3.2. Pasivno upravljano premoženje

UIT so investicijski skladi, ki so ustanovljeni za določen čas. Njihov portfelj je sestavljen iz natanko enakih delnic kot sestavljajo izbrani indeks in ostane nespremenjen vse do zapadlosti, z izjemo pri ETF-jih, ki lahko spreminjajo portfelj v skladu s spremembo indeksa. Zaradi tako eksaktne sestave portfelja morajo ETF-ji s takšnimi strukturami kar se da tesno slediti indeksu. Upravljanje ETF-jev, organiziranih kot pasivno upravljano premoženje, je predvsem enostavnejše in cenejše. Za razliko od prejšnje oblike organiziranosti ETF-ja se tukaj dividende ne reinvestirajo in ni uporabe opcij ali terminskih pogodb pri sestavljanju portfelja (Wiandt, 2002, str. 65). Danes največja ETF-ja, ki sta oblikovana kot pasivno upravljano premoženje, sta SPDRs in QQQs.

3.3.3. Depozitarno potrdilo

Depozitarna potrdila (ang. *grantor trust*) dajejo imetniku potrdilo o lastništvu nad delom premoženja ETF-ja, s katerimi se aktivno trguje na borzi. Gre za neke vrste potrdila o lastništvu, ki poleg lastninske pravice nad vrednostnimi papirji iz portfelja dajejo tudi pravico do glasovalnih pravic iz teh vrednostnih papirjev. Vlagatelj v Grantor Trustu je torej lastnik posamičnih delnic v skladu in ne samo delnic sklada, kot je to značilno za prejšnji obliki. Tako lahko vlagatelj proda le določene delnice iz portfelja sklada (v primeru, da samo z eno ali nekaterimi delnicami ustvarja izgubo), brez dodatnega vpliva na stanje ostalih delnic. Ker sklad z delnicami, ki jih ima v portfelju, ne trguje, ne prihaja do realizacije kapitalskih dobičkov in posledično davčnih obremenitev za vlagatelje. Depozitarna potrdila so zaradi svoje oblike stroškovno učinkovitejša od ostalih dveh oblik (Wiandt, 2002, str. 66-67).

Prvi ETF-ji, ki so bili organizirani v taki obliki, so bili HOLDERS, katerih izdajatelj je bila leta 1998 družba Merrill Lynch. Sestavljeni so iz 20 različnih delnic, ki predstavljajo premoženje. Za njih je značilno, da imajo svoj portfelj popolnoma statičen. Na začetku oblikovanja je njihov portfelj delnic identičen sestavi izbranega indeksa, postopno pa se zaradi morebitnih združitvev in prevzemov podjetij število delnic v njem postopno zmanjšuje in ni nadomestljivo z drugimi delnicami. Portfelj delnic se torej vedno bolj oddaljuje od sestave indeksa. Dividende se ne reinvestirajo, ampak se izplačajo direktno vlagateljem. Pravtako se za razliko od ostalih dveh oblik z delnicami HOLDERS na borzi trguje v lotih po 100 delnic, kar pa predstavlja omejitev za individualne vlagatelje (Gastineau, 2002, str. 45-47).

Imenujemo jih tudi »kvazi« ETF-ji, saj se od ostalih dveh oblik organiziranosti ETF-ja v marsičem razlikujejo, poleg tega pa niso registrirani v skladu z Investment Company Act iz leta 1940. Na ameriški borzi Amex je trenutno uvrščenih 17 HOLDERS enot.

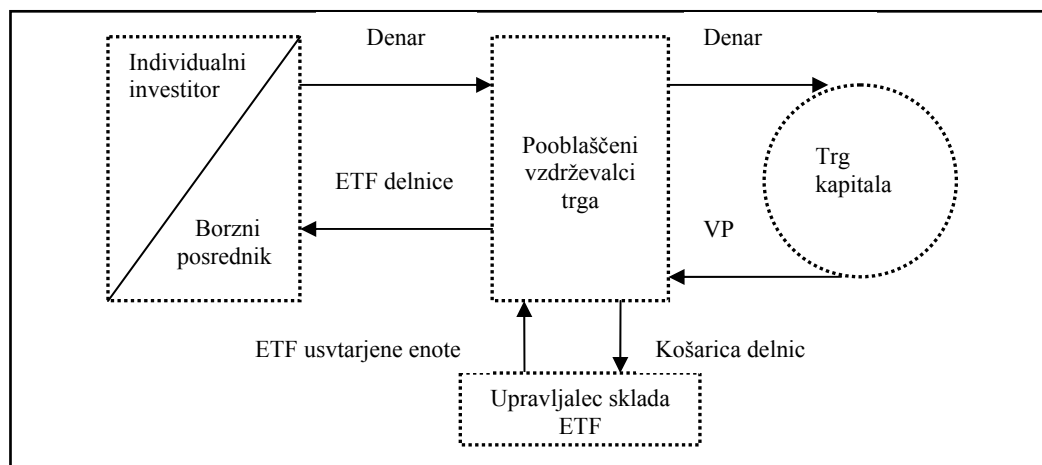
Organizacijska struktura ETF-ja vpliva tudi na temeljne lastnosti sklada, kot so stroški sklada, naložbena politika in sledilna napaka. ETF-ji, ki so organizirani kot vzajemni skladi, so med vsemi najbolj številni in fleksibilni, vendar pa imajo nekoliko višje upravljalvske provizije.

3.4. Trgovanje

3.4.1. Proces ustvarjanja in izničevanja delnic

ETF-ji glede na svojo strukturo predstavljajo učinkovito alternativo vzajemnim skladom, saj enako kot vzajemni skladi ponujajo možnost trgovanja celotnega portfelja, sestavljenega iz delnic, poleg tega pa za razliko od njih ponujajo možnost trgovanja s temi delnicami na sekundarnem trgu, omogočajo trgovanje tudi individualnim vlagateljem in zagotavljajo transparentnost sestave in trgovanja portfelja. Na Sliki 4 je prikazana oblikovna struktura ETF-ja.

Slika 4: Struktura sklada ETF



Vir: iShares, 2005, lastni prikaz.

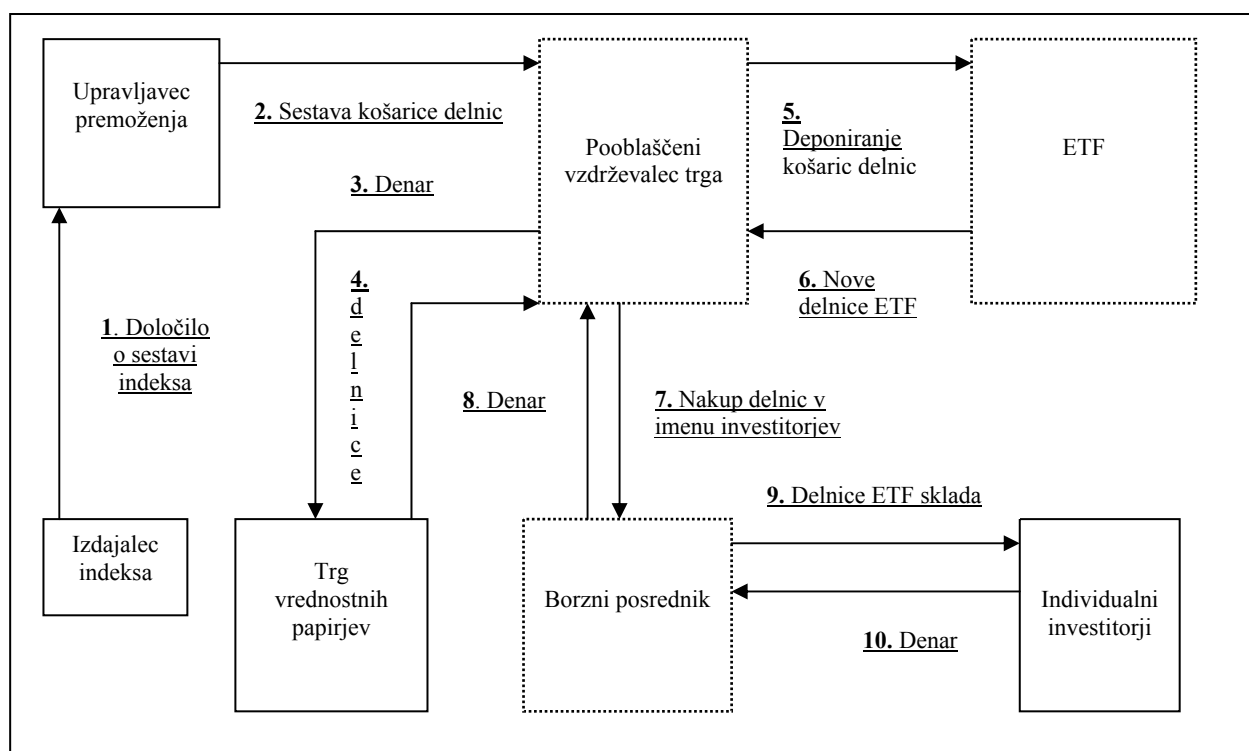
Na primarnem trgu poteka proces ustvarjanja in izničevanja delnic in je dostopen samo institucionalnim vlagateljem, na sekundarnem trgu pa se z ETF-ji trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev - borzi in je tako primerno tudi za individualne vlagatelje.

Proces ustvarjanja in izničevanja delnic ETF-jev temelji na konceptu skladišnice. Nathan Most, glavni osnovelec prvega ETF-ja, SPDRs-ov, si je njihovo trgovanje predstavljal na način zastavljanja košare delnic pri skrbniški instituciji v zameno za izdano potrdilo oz.

skladiščnico. V kolikor si zastavljalec ne bi več želel potrdila o lastništvu v skladu, bi to potrdilo enostavno zamenjal za košarico osnovnih delnic (Gastineau, 2002, str. 63).

Proces ustvarjanja se prične, ko upravljevec ETF-ja poda zahtevo o ustanovitvi sklada (glej Sliko 5). Po odobritvi s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev izdajatelj sklada določi izbrani indeks (1.), kateremu bo sklad sledil. Nato se dogovori z vzdrževalcem trga (2.) in ga pooblasti za vodenje poslov pri procesu ustvarjanja in izničenja delnic. Pooblaščen vzdrževalec trga je institucionalni vlagatelj, ki ima pravico trgovanja direktno preko sklada. Njihova naloga je, da zagotavljajo likvidnost na trgu, tako da so v vsakem trenutku pripravljeni kupiti ali prodati delnice ETF-ja v zelo majhnem razponu (pod odstotkom). Vsak večji sklad ETF, ki se trguje na svetovnih borzah, mora imeti sklenjeno pogodbo z vsaj dvema vzdrževalcema trga. Vzdrževalci trga si nato izposodijo ali kupijo košarico delnic na trgu vrednostnih papirjev (3. in 4.), ki ustrezajo sestavi delnice ETF-ja in jih skupaj z gotovino (potrebno za poplačilo minimalnih skrbniških in transfernih storitev) položijo v skrbništvo v obliki ustvarjenih enot (ang. *creation units*) (5.). Ustvarjene enote so svežnji delnic v velikosti od 10.000 do 60.000 delnic, v večini primerov pa je ta vrednost 50.000 delnic, ki jih vzdrževalci trga pri skrbniku zamenjajo za delnice ETF-ja. Delnica ETF-ja predstavlja majhen delček ene ustvarjene enote. V zameno za košarice delnic upravljalci ETF-ja izdajo delnice sklada (6.).

Slika 5: Proces ustvarjanja delnic ETF-ja



Vir: Gastineau, 2002, str. 64.

Pri omenjenem procesu gre za transakcijo delnica za delnico, kar pomeni, da ne gre za menjavanje denarnih vrednosti in zato po ameriški zakonodaji ni udeleženi nobeni davčni

učinkov. Ko vzdrževalec trga enkrat prejme delnice ETF-ja, jih prodaja na sekundarnem trgu (7. in 8.) preko borznih posrednikov, kot je to značilno za vse ostale delnice. Preko borznih posrednikov pa delnice ETF-ja lahko kupijo tudi individualni vlagatelji (9. in 10.). Delnice ETF-ja lahko vzdrževalec trga kasneje ob potrebi tudi izniči tako, da jih preda nazaj skladu in v zameno dobi že prej deponirane delnice. Delnice, ki so zbrane v eni ustvarjeni enoti kljub trgovanju z delnicami ETF-ja na trgu ostajajo na računu skrbnika nedotaknjene. Skrbnik ETF-ja ima načeloma zelo malo aktivnosti, razen izplačevanja dividend na delnice in omogočanje administrativnega nadzora nad delnicami, ki sestavljajo ustvarjeno enoto. Sprememba delnic v portfelju je zelo redka oz. se izvede takrat, ko se pojavi sprememba po sestavi izbranega indeksa. To je tudi eden izmed razlogov, zakaj so ETF-ji stroškovno ugodnejši in ne povzročajo dodatnih davčnih obremenitev za vse vlagatelje, kot je to značilno za vzajemne sklade (Gastineau, 2002, str. 64-65).

ETF je organiziran tako, da nimajo vsi vlagatelji možnosti izdajanja in odkupovanja delnic ETF-ja direktno preko sklada. Delnice lahko kupi ali proda samo tisti, ki zbere minimalno 50.000 delnic. Ker tak obseg delnic predstavlja kar visoko finančno obremenitev, je ta možnost dostopna samo institucionalnim vlagateljem. Mali vlagatelji pa se zadovoljijo z nakupom delnic ETF-ja prek borznih posrednikov. Vsi procesi ustvarjanja in izničevanja delnic se oblikujejo pri vrednosti, enaki čisti vrednosti sredstev, ki se obračunava ob koncu vsakega dne. Čista vrednost sredstev je izračunana kot vsota vseh sredstev, zmanjšanih za obveznosti, deljenih s številom delnic. Pri ETF-jih čista vrednost sredstev sklada nikoli ne more odstopati od cene delnice, ki se oblikuje na trgu, za več kot 1 odstotek, saj to preprečijo vzdrževalci trga s procesom arbitraže³ (Mastnak, 2003b).

Proces *izničevanja delnic* poteka obratno od procesa ustvarjanja. Institucionalni vlagatelj mora zbrati dovolj delnic ETF-ja, da skupaj tvorijo eno ustvarjeno enoto, ki jo nato pri skladu zamenjajo za delnice, ki so deponirane na skrbniškem računu. Ko se torej izvrši proces menjave delnic za osnovne delnice, se ustvarjena enota izniči in delnice so vrnjene odkupniku.

Celoten proces ustvarjanja in izničevanja je za individualnega vlagatelja sicer kompliciran, je pa zelo smiseln za institucionalne vlagatelje. Ti imajo ponavadi v svojih portfeljih skoraj vse delnice, ki sestavljajo bolj znane indekse. Delnice lahko torej brez potrebnega dodatnega kupovanja na borzi enostavno zamenjajo, položijo v sklad in v zameno dobijo delnice ETF-ja. Le-te so namreč bolj likvidne kot nekatere delnice, ki sestavljajo indeks (Mastnak, 2003b).

3.4.2. Trgovanje na sekundarnem trgu

Na organiziranem trgu kapitala se z ETF-ji trguje enako kot z vsemi ostalimi delnicami. Postopek nakupa delnic se prične z odprtjem trgovalnega računa pri borznem posredniku, ki nato sprejema vlagateljeva naročila za nakup določenih vrednostnih papirjev. Kakor pri

³ Glej poglavje o arbitraži 3.4.2.2., str. 21.

delnicah, je minimalna enota za nakup ali prodajo 1 delnica. Provizije, ki jih zaračuna borzni posrednik, so enake kot pri trgovanju z delnicami in se razlikujejo med borzno-posredniškimi hišami.

Nakup in prodaja na sekundarnem trgu sta pri ETF-jih zelo fleksibilna in zato najbolj izstopata v značilnostih, ki so predstavljene v nadaljevanju.

3.4.2.1. Dve trgovalni vrednosti: NAV in tržna cena

Z delnicami ETF-ja se na borzi trguje skozi celotni trgovalni dan, kjer se, glede na ponudbo in povpraševanje, sprotno oblikuje tudi njihova tržna cena. Poleg tega je za ETF-je značilno sprotno izračunavanje vmesne čiste vrednosti sredstev portfelja, ki je za vlagatelje izračunana vsakih 15 sekund in predstavlja vodilo pri postavljanju cene na borzi. Z izračunavanjem vmesne čiste vrednosti sredstev se vzpostavlja povezanost med tečaji na borzi. Na ameriški borzi Amex dnevno izračunavajo vmesno čisto vrednost sredstev (ang. *intraday indicative value*), ki je obnovljena vsakih 15 sekund. Izračunajo jo na podlagi zadnje cene, ki se je ustvarila pri procesu ustvarjanja in izničenja delnic z upoštevanjem vseh denarnih sredstev, ki so povezana z omenjenim procesom. Celotna vrednost je nato izračunana na podlagi celotnega števila ETF delnic. Ob koncu trgovalnega dne se na podlagi cen izračuna še dnevna čista vrednost sredstev (ang. *net asset value*). Izračunana je na osnovi podatkov o vrednosti premoženja, od katerih odštejejo še obveznosti ob koncu trgovalnega dne. Večino vrednostnih papirjev je ocenjenih pri svojem zadnjem trgovanju (ang. *closing price*), z nekaterimi pa se ne trguje tudi daljše obdobje. V takih primerih ima sklad pravico vzeti približek vrednosti od dne, ko se je s tem vrednostnim papirjem nazadnje trgovalo. Pri ceni, enaki čisti vrednosti sredstev, se odvija tudi proces ustvarjanja in izničenja delnic ETF-ja.

V primerih, ko ima ETF mednarodno sestavljen portfelj, se izračunava še optimizirana vrednost portfelja (ang. *indicative optimized portfolio value*). Optimizirana vrednost portfelja izraža tudi vrednost valutnih sprememb, kar pomeni, da se vrednost lahko spremeni na osnovi valutnih tveganj, ko je domačo tržišče zaprto in je borza, npr. v New Yorku, še zaprta. Ob zaključku trgovanja se za vsak sklad posebej izračuna uradna neto čista vrednost premoženja (Jesenek, 2003, str. 100).

Delnice ETF-ja so lahko kupljene in prodane po tekočih dnevnih cenah, ki pa zaradi sistema arbitraže, ki se pojavi ob trgovanju, ne odstopa veliko od dnevne čiste vrednosti sredstev sklada. Če se namreč tržna cena preveč razlikuje od čiste vrednosti sredstev sklada, lahko večji vlagatelji zberejo sveženj 50.000 delnic ter jih prodajo direktno skladu po ceni enaki čisti vrednosti sredstev. Podobno velja, kadar sklad kotira s preveliko premijo glede na čisto vrednost sredstev.

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

hitro. Previsoki razponi med ponudbo in povpraševanjem so bistveno zmanjšani in ne glede na število »blokov« delnic, ki jih stranka potrebuje, se bo prodaja vedno prilagodila, brez da bi znatno vplivala na vrednost delnic (Mastnak, 2004).

3.4.2.2. Premije in diskonti ter proces arbitraže

Pri navadnih vzajemnih skladih je za vlagatelje edina možnost nakupa enot sklada po vrednosti, ki je izračunana iz čiste vrednosti sredstev/št. delnic (VEP)⁴. Pri tej ceni vlagatelj plača toliko, kolikor so delnice v portfelju dejansko vredne. Cene delnic ETF-ja pa vlagatelju ne zagotavljajo, da je cena, ki jo plača, enaka vrednosti delnic v portfelju. Vlagatelj lahko torej delnico ETF-ja kupi s premijo ali pa proda z diskontom glede na čisto vrednost sredstev.

Premija je vrednost (podana v denarni enoti ali %), za katero je prodajna ali nabavna cena ETF-ja višja glede na čisto vrednost sredstev sklada (NAV). Diskont pa je vrednost, za katero je prodajna ali nabavna vrednost nižja od čiste vrednosti sredstev sklada. Tržna cena delnic ETF-ja zaradi procesa arbitraže zelo malo odstopa od čiste vrednosti sredstev sklada, zato so tudi vrednosti premij in diskontov zelo majhne (Amex ETF Glossary, 2005).

Če imamo na primer delnico ETF-ja, ki jo sestavljata delnica A (trguje se po 1 USD) in delnica B (trguje se po 1 USD), večina vlagateljev pričakuje, da se bo posledično delnica ETF-ja trgovala po 2 USD za delnico, vendar temu ni tako. Proces arbitraže je tisti, ki omogoči postavitev ETF-ja nazaj v ravnotežje. Zaključna trgovalna cena ETF-ja je osnovana ob koncu trgovalnega dne. Upravljalci ETF-ja poleg tega na dnevni ravni objavijo tudi vrednost osnovnih delnic, ki so deponirane pri skrbniku sklada in iz katerih se po portfeljskem seznamu sestavljajo delnice ETF-ja. V primeru, da cena delnice ETF-ja odstopa od čiste vrednosti obstoječih delnic v skladu, se pojavi proces arbitraže. Če se obstoječe delnice, deponirane v skladu, trgujejo po vrednosti, ki je od vrednosti delnice ETF-ja nižja, začnejo vzdrževalci trga kupovati obstoječe delnice na trgu, jih zberejo v eno ustvarjeno enoto (najmanj 50.000 delnic) in zamenjajo za delnice ETF-ja, nato pa te delnice po višji ceni prodajajo na borzi in ustvarjajo profit. V nasprotnem primeru, če je čista vrednost obstoječih deponiranih delnic višja, kot je vrednost delnice ETF-ja na trgu, vzdrževalci trga kupujejo delnice ETF-ja na borzi, sestavljajo ustvarjene enote in jih nato pri skladu zamenjajo za deponirane delnice ter jih z dobičkom prodajajo na odprtem trgu. Proces arbitraže povzroči prilagajanje ponudbe in povpraševanja in ponovno vzpostavitev ravnotežja med ceno delnice ETF-ja in vrednostjo obstoječih deponiranih delnic. Vzdrževalci trga, poleg usklajevanja ponudbe in povpraševanja na trgu, skrbijo tudi za zagotavljanje likvidnosti na trgu. S pomočjo arbitraže lahko razlike med tržno ceno in čisto vrednostjo sredstev obdržimo v ozkem cenovnem intervalu (McWhinney, 2005a).

⁴ VEP - vrednost enote premoženja.

3.4.2.3. Prodaja brez kritja in nakup z maržo

Ker se delnice ETF-ja na sekundarnem trgu trgujejo kot delnice, jih je mogoče prodajati tudi brez kritja (ang. *short sell*). Prodaja vrednostnega papirja brez kritja je vrsta transakcije, kjer si vrednostni papir izposodimo pri borznem posredniku in ga na borzi prodamo. Vlagatelji se te transakcije poslužujejo predvsem iz razloga o pričakovanju padanja delniških tečajev. Delnico ETF-ja si pri borznem posredniku izposodimo in jo prodamo z upoštevanjem dejstva, da ga bomo morali čez nekaj časa vrniti, zato upamo, da bo njegova cena padla, da ga bomo lahko kupili po nižji ceni in vrnili borznemu posredniku ter pri tem realizirali dobiček (ETFs versus mutual funds, 2006).

Pri procesu nakupa z maržo pa si pri borznem posredniku izposodimo denar po določeni obrestni meri in iz tega kupimo določene vrednostne papirje. Nakup z maržo je nekakšen obraten proces prodaje brez kritja, saj je primeren v obdobju rasti delniških tečajev. V kolikor nam vrednost portfelja pade za več kot smo si izposodili pri borznemu posredniku, se izvede odpoklic (ang. *margin call*) in prodati oz. vrniti moramo določen del portfelja.

Proces prodaje brez kritja sem prikazala v Tabeli 3 na naslednjem primeru. Upravljavec premoženja pričakuje kratkoročen padec cene vrednosti nemških delnic v naslednjih nekaj dneh. Z namenom pridobiti na račun padanja trgov se odloči za prodajo delnic brez kritja z delnico ETF-ja, ki sledi indeksu DAX. Trenutna cena delnice ETF-ja je 30,75 EUR, upravljavec pa želi 150.000 delnic sklada. Štiri dni kasneje se njegova pričakovanja izkažejo za resnična in zato delnice ponovno odkupi po ceni 29,50 EUR (XTF Exchange traded funds, 2006).

Tabela 3: Prikaz celotnega izračuna

Postopek	Izračun
Upravljavec proda 150.000 delnic po 30,75 EUR:	$150.000 * 30,75 \text{ EUR} = 4.612.500 \text{ EUR}$
Četrty dan upravljavec odkupi nazaj 150.000 delnic po 29,50 EUR:	$150.000 * 29,50 \text{ EUR} = 4.425.000 \text{ EUR}$
Provizija, ki jo zaračuna borzni posrednik pri izposoji je 0,85% letno. prodaja brez kritja * letna provizija * dnevi/360 =	$4.612.000 * 0,85\% * 4/360 = 435,63 \text{ EUR}$
-prodaja	4.612.500,00 EUR
-nakup	4.425.000,00 EUR
-provizija	-435,63 EUR
Skupaj dobiček iztržen od prodaje:	187.064,37 EUR

Vir: lastni prikaz.

Pri procesu prodaje delnice ETF-ja brez kritja je za razliko od delnic možno to storiti brez upoštevanja borznega pravila (ang. *uptick rule*). Borzno pravilo pravi, da je prodaja brez kritja dovoljena samo takrat, kadar je bil predhodni posel izvršen po nižji ceni. Namen tega pravila je preprečevanje povečanega prodajnega pritiska na tečaje delnic. To je primerno predvsem za tiste vlagatelje, ki želijo izkoristiti trend upadanja trgov. Pomembno pri prodaji delnic brez kritja je upoštevanje provizij, ki jih zaračunavajo borzni posredniki za izposajo delnic. Običajna provizija znaša med 0,85% in 2,5% na leto in je izračunana na osnovi 360 dni. ETF-

jem torej za razliko od delnic ni potrebo upoštevati tega pravila, zato lahko vlagatelji pridobivajo na račun ETF-jev kadar tečaji rastejo in kadar padajo (Gastineau, 2002, str. 277).

3.4.2.4. Vrste naročil

Vlagatelj se lahko pri nakupu ali prodaji delnic ETF-ja poslužuje vseh vrst naročil. Ponavadi se vlagatelji poslužujejo tržnih in limitiranih naročil, odvisno od tega, kako zagreti so za uspešno izpolnjen posel ali koliko so pripravljeni tvegati, da posel ne bo izpeljan. Večina poznavalcev pri trgovanju z delnicami in ETF-ji priporoča uporabo naročil stop, saj naročila ne omejujejo navzgor, imajo pa dobro lastnost zavarovanja pred veliki izgubami.

Za razliko od drugih vzajemnih skladov in enako, kot je značilno za trgovanje z delnicami, se ETF-ji lahko poslužujejo naslednjih vrst naročil (Jesenek, 2003, str. 37–45):

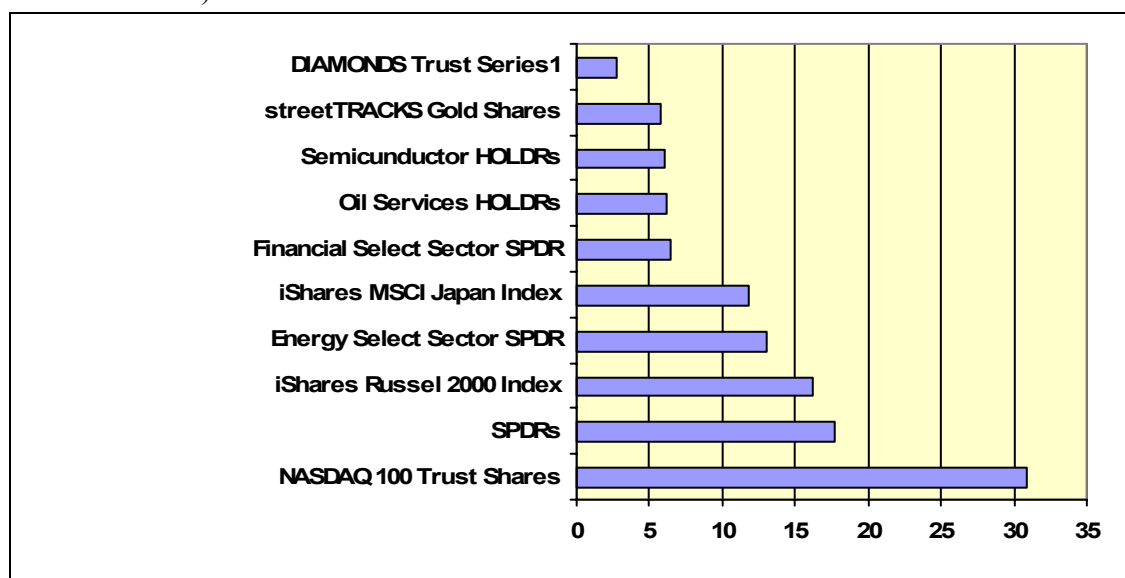
- *tržno ali odprto naročilo* (ang. *market open order*): je naročilo, po katerem je v tistem trenutku možno izvršiti transakcijo pod pogojem, da obstaja dovolj velika ponudba in povpraševanje. Na ceno v tem primeru nikakor ne moremo vplivati in tudi naloga, ki je posredovan v trgovalni sistem, ne moremo preklicati. Odprti nalogi imajo prednost pred limitiranimi naročili, saj vedno predstavljajo najboljšo ponudbo oz. povpraševanje;
- *limitirano naročilo* (ang. *limit order*): je naročilo po vnaprej določeni ceni. Zagotavlja, da transakcija ne bo izvršena po ceni, ki bi bila manj ugodna, kot je limitirana cena;
- *stop naročilo* (ang. *stop order*): stop naročilo postane tržno naročilo za nakup in prodajo vrednostnih papirjev, ko tržna cena doseže ali preseže stop ceno. Glavna namena uporabe te vrste nalogov sta zavarovanje obstoječih profitov in zmanjševanje morebitnih izgub. Pri nakupih stop naročil poskušamo zavarovati obstoječe pozicije, ko smo vrednostni papir prodali brez kritja (ang. *short sale*), zato tudi določimo ceno, višjo od trenutne tržne cene;
- *tečaj ob zaključku* (ang. *at the close order*): je vrsta naročila, pri katerem dobimo tečaj, ki se oblikuje v zadnjih minutah rednega dela trgovanja. Uporabljajo jih spekulanti, ki računajo, da se bodo tečaji v pobornem trgovanju gibali v smeri, ki so jo predvidevali;
- *tečaj ob otvoritvi* (ang. *at the opening order*): je vrsta naročila, pri katerem dobimo tečaj, ki se oblikuje v prvih minutah rednega trgovanja;
- *zbirna naročila* (ang. *basket order*): uporabljajo jih pretežno finančno močnejši vlagatelji ter institucionalni vlagatelji, in sicer kot pomoč pri izvajanju posebnih strategij (arbitraža, trgovanje parov delnic), ki jih uporabljajo;
- *premikajoče se stop naročilo* (ang. *trailing stop order*): je vrsta prodajnega ali nakupnega naročila, kjer določimo stop ceno za fiksni znesek pod ali nad trenutno tržno ceno. Slaba stran teh nalogov je, da ni nobene garancije, da se bo naročilo izvršilo, ko bo stop cena dosežena;
- *zakrito naročilo* (ang. *iceberg order*): pri tej vrsti naročila je javno viden le del večje količine naročila za nakup in prodajo papirjev, ostalo je skrito. Tako ni možno vedeti, koliko je dejanska velikost naloga v resnici.

3.4.2.5. Likvidnost in aktivnost na trgu

Glavni akterji, odgovorni zagotavljati likvidnost na sekundarnem trgu, so vzdrževalci trga, ki so v vsakem trenutku pripravljeni kupiti ali prodati delnice ETF-ja v zelo majhnem razponu. Z vidika vzdrževalcev trga je zelo pomemben celoten sistem derivatov, ki obstajajo za določen indeks, s katerimi lahko zapre svojo pozicijo, kadar je trgovanje z ETF delnicami enostransko. Z zagotavljanjem likvidnosti vzdrževalci trga enostavno poskrbijo za uskladitev ponudbe in povpraševanja in posledično izvrševanje naročil pri cenah, ki tesno sledijo dnevni obstoječi vrednosti košarice delnic ETF-ja (Mastnak, 2003b).

V splošnem pa pri ETF-jih velja načelo, da bo, v kolikor so delnice izbranega indeksa zelo likvidne, posledično likvidna tudi delnica ETF-ja. Na Sliki 6 vidimo prikaz 10 najbolj likvidnih ETF-jev po vrednosti dnevnega prometa na dan 30. 5. 2006.

Slika 6: Prikaz prvih 10 najbolj likvidnih ETF-jev po vrednosti dnevnega prometa (v mio USD)



Vir: Spletna stran Yahoo Finance, lastni prikaz.

Večino vlagateljev likvidnost delnice ETF-ja primerja z obsegom prometa, ki je ustvarjen z delnico. Zaradi procesa ustvarjanja in izničevanja, značilnega za ETF-je, obseg prometa ETF-ja in njihova likvidnost nista enaka. Ponudba obstoječih delnic v ETF-ju se lahko konstantno povečuje ali zmanjšuje, medtem ko je likvidnost ETF-ja bolj odvisna od likvidnosti delnic, ki jih ETF sestavlja oz. od delnic zasledovanega indeksa.

Tudi večje borzno-posredniške hiše kot sta Morgan Stanley in Salomon Smith Barney dostikrat na trgu nastopajo kot vzdrževalci trga in tako brez večjih težav ustvarijo veliko število delnic ETF-ja s tem, ko kupujejo delnice iz zelo likvidnega indeksa, kot je na primer S&P 500. Splošno pa velja dejstvo, da so svetovno znani indeksi tudi zelo likvidni, zato so tudi pri ETF-jih vezanih na indeks, ki uporablja derivative, premije in diskonti še nižji (Wiandt, 2002, str. 116-118).

Zaradi svojih lastnosti in omogočanja številnih trgovalnih strategij so delnice ETF-ja zelo zanimive tudi za špekulativne vlagatelje. Zaradi odlične likvidnosti ETF delnic so takšne strategije običajno cenejše, kot če jih izvajajo z drugimi finančnimi produkti. ETF tako sodijo med najlikvidnejše vrednostne papirje. Špekulativne vlagatelje, ki trgujejo dnevno, privlačijo predvsem visoka likvidnost delnic, visoka vrednost prometa in široka izbira med različnimi načini trgovanja. Kakor koli, vedeti moramo, da vsi ETF-ji ne ustrezajo tem kriterijem, saj se nekateri ne trgujejo tudi po več dni.

3.5. Stroški

ETF-ji so svoj sloves zgradili predvsem na nizkih stroških upravljanja. Zaradi nižjih stroškov naložba v ETF vlagateljem prinaša višje donose od aktivno upravljanih skladov, ki vlagajo na iste trge kot ETF-ji. John Bogle, upokojeni predsednik Vanguard Group, je ugotovil, da so nizke provizije glavni razlog opuščanja vzajemnih skladov in večjega zanimanja za indeksne sklade (Vanguard Investments, 2006).

Glede na podatke o vzajemnih skladih, objavljenih na spletnih strani časopisa Finance (marec 2006), znaša povprečna upravljavska provizija slovenskega vzajemnega sklada 1,85%, povprečna vstopna provizija 2,59%, izstopna provizija pa 0,59% (33 skladov od 58 pa izstopne provizije ne izračunava).

Stroške pri ETF-jih lahko razdelimo na *upravljavške, transakcijske in likvidnostne*. Poleg vseh teh pa upravljavci ETF-jev plačujejo še *licenčnino* podjetjem, ki imajo v lasti določen indeks, kateremu sklad sledi, in stroške skrbništva (Mastnak, 2006).

Pri analiziranju stroškov ETF-jev imajo le-ti mnogo prednosti pred ostalimi vzajemnimi in indeksnimi skladi. *Upravljavške provizije* za ETF-je so zelo nizke in znašajo od 0,12% do 1%, kar je precej manj kot aktivno upravljeni vzajemni skladi. Tako nizka upravljavska provizija je možna, ker so skladi pasivno upravljeni in ne potrebujejo dragih svetovalcev in upravljavcev naložb. Tudi zaprtost sklada za male vlagatelje je pomemben dejavnik pri nizkih stroških, saj skladu ni potrebno zgraditi prodajne mreže, skozi katero bi sklad tržili.

Pri nakupu ETF-jev preko borze vlagatelji ne bodo plačali nobene vstopne provizije, bodo pa za razliko od vzajemnih skladov plačali *transakcijske stroške* borznemu posredniku za posredovanje na trgu, ki so lahko fiksni (za trgovanje preko spletnega portala Firstrade znašajo na primer 6,96 USD na transakcijo) ali pa so odvisni od velikosti posla (na primer 1,5% od vrednosti naložbe). Transakcijski stroški so dostikrat predmet razprave pri vprašanju, ali se vlagatelju splača kupiti ETF v primerjavi z aktivno upravljanim vzajemnim skladom. Ponavadi transakcijski stroški vsebujejo tudi *likvidnostne stroške*, ki so v obliki razlike med najvišjo ponudbeno in povpraševano ceno ETF-jev in v primer, ko vlagatelji kupujejo s premijo ali prodajajo z diskontom. Likvidnostni stroški predstavljajo problem predvsem na manj likvidnih kapitalskih trgih, saj se vlagateljem lahko zgodi, da nevede prodajo papir z

diskontom oz. ga kupijo s premijo, po drugi strani pa je na razvitih trgih ta razlika (premija/diskont) veliko nižja zaradi večje likvidnosti in posredovanja vzdrževalcev trga (Mastnak, 2006).

Nizki stroški sklada so za vlagatelja zelo pomembni, saj v manjši meri znižujejo donosnost sklada. Ko se vlagatelj odloča o vlaganju v ETF-je mora pretehtati tako upravljaljske in transakcijske stroške kot tudi obdavčitev. Po izračunih študije, ki so jo naredili v ZDA, je za vlagatelja, ki se odloči za enoletno obdobje varčevanja, najnižja vrednost vložka 60.000 USD, da s prednostmi, kot so nizke upravljaljske provizije in ugodna davčna obremenitev nadomesti nekoliko višje transakcijske stroške. Z daljšim časovnim horizontom 10 let se točka preloma premakne na dobrih 10.000 USD (Investopedia, 2005).

Po izračunih izdajateljev ETF-jev (Morningstar) je najnižja vrednost, ki je še sprejemljiva za vlaganje v ETF-je, 1000 USD. Še posebej pri malih vlagateljih je zelo privlačna ideja sprotnega vlaganja manjših zneskov. V primeru ETF-jev ta način vlaganja ni primeren, saj za seboj potegne visoke transakcijske stroške, ki šele na zelo dolgi rok pretehtajo nad nizkimi upravljaljskimi stroški. Za vse tiste vlagatelje, ki se poslužujejo rednega vlaganja manjših zneskov v sklade, so kot alternativa ETF-jem vsekakor bolj primerni indeksni skladi brez vstopnih in izstopnih provizij.

Po drugi strani pa je vlaganje v ETF-je toliko bolj primerno za vlagatelje, ki vlagajo večje zneske denarja, saj takrat fiksna vrednost transakcijskega stroška predstavlja manjši odstotek celotnega vložene zneska. Če povzamemo, je torej vlaganje v ETF-je primerno za tiste vlagatelje, ki naenkrat vložijo večje vsote denarja ali pa za tiste, ki sprotno vlagajo vsaj 1000 USD na transakcijo.

Ker so ETF-ji pasivno upravljani skladi, ki sledijo indeksu in imajo temu primerne nizke upravljaljske stroške, je njihova naloga toliko bolj dosledno dosegati vrednosti izbranega indeksa. Kljub temu točno zastavljenemu cilju, pa lahko nastanejo odstopanja, ki jih imenujemo sledilna napaka (ang. *tracking error*). V največji meri so za odstopanja krivi stroški trgovanja. Čimbolj natančno poizkuša sklad slediti izbranemu indeksu (popolno sledenje indeksu), tem večja razlika bo nastala. Popolno posnemanje indeksa ima namreč slabosti, ki prispevajo k napaki pri sledenju. Če ima ETF v svojem portfelju popolnoma enake delnice, se upravljavec sklada ne more izogniti tudi tistim delnicam, ki so zastopane v zelo majhnem številu. To upravljavcem povzroča administrativne težave in težave, povezane z nelikvidnostjo tega vrednostnega papirja. Druga možnost je torej, da se upravljavec odloči za delno posnemanje indeksa, kjer pa se pojavijo težave odstopanja donosnosti ETF-ja od donosnosti izbranega indeksa.

Razlogi za sledilne napake so lahko naslednji (Spence, 2002):

- *stroški*: čeprav so stroški pri ETF-jih zelo nizki, še vedno obstajajo in ravno to je razlika, za katero se ponavadi razlikujejo od izbranega indeksa;
- *dividendna politika reinvestiranja*: nekateri ETF-ji so organizirani kot odprti indeksni skladi (ang. *management investment company*), nekateri pa kot pasivno upravljano

premoženje (UIT), kar povzroča razlike med njima. Za prvo obliko organiziranja je značilno takojšnje reinvestiranje dividend, kar pa povzroča prehitavanje indeksa v času rasti tečajev in zaostajanje za indeksom v času padanja tečajev. Na drugi strani je za UIT značilna manjša fleksibilnost in četrtletno izplačevanje dividend lastnikom delnic, kar pa pripelje le do manjše sledilne napake;

- *premije in diskonti*: pojavljanje premij in diskontov vodi do razlik v donosnosti indeksa in ETF-ja;
- *optimiziranje portfelja*: v nekaterih primerih je za ETF-je neučinkovito držanje enake sestave delnic kot v izbranem indeksu, saj majhne in nelikvidne delnice predstavljajo večje transakcijske stroške. Tako imajo tudi večji ETF-ji v svojih portfeljih le reprezentativne delnice izbranega indeksa;
- *uravnovešanje*: v času, ko pride v indeksu do spremembe njegove sestave, mora upravljavec temu primerno spremeniti tudi sestavo ETF-ja, kjer pa lahko pride do odstopanja od donosnosti indeksa;
- *časovne cone*: nekateri evropski ETF-ji, ki imajo svoje primarne trge že zaprte, lahko zaradi časovnega razmika v času trgujejo na trgih v ZDA, zaradi česar lahko prihaja do odstopanj, saj so lahko evropski trgi zaprti že več ur, medtem ko se na ameriškem trgu z delnicami tega ETF-ja še vedno trguje.

ETF-ji so bili narejeni z namenom tesnega sledenja indeksa, sektorja in kasneje surovin. Indeksiranje predstavlja pasivno politiko, kjer poskušamo doseči donosnosti tržnega indeksa. Upravljavec poskuša popolnoma ali pa vsaj delno slediti izbranemu indeksu. Odloči se lahko torej bodisi za popolno kopijo, tako da poseduje vsako delnico v enaki meri, kot je le-ta zastopana v indeksu, ali pa indeks optimizira, in sicer tako, da sestavi portfelj delnic, ki bo sledil indeksu kar se da natančno, ne da bi ETF vseboval točno določene delnice iz omenjenega indeksa. Pri nekaterih ameriških indeksih se od upravljavca ETF-ja lahko zahteva, da samo optimizira indeks, in sicer zaradi zakonskih določil o razpršenosti, ki so zapisani v pravilih ameriškega zakona (ang. *Securities and Exchange Commission Investment Company Act*) iz leta 1940. Poleg tega imajo nekatere delnice zelo majhne uteži v indeksih in se upravljavec v dobro nizkih stroškov tem delnicam odpove in odloči za nekoliko večje odstopanje od izbranega indeksa.

3.6. Davki

Pri ETF-jih vlagatelj kupuje in prodaja delnice med seboj na borzi in ne preko sklada. Tako imajo ETF-ji večji nadzor nad njihovo davčno usodo, saj niso pod neposrednim vplivom odločitev o prodaji ali nakupom delnic ostalih vlagateljev. Vlagatelj, ki želi prodati delnice ETF-ja, jih preprosto proda na borzi nekemu drugemu vlagatelju, davčne posledice pa v tem primeru čuti le prodajalec sam, ostali delničarji ETF-ja pa ne, saj upravljavcu ni potrebno prilagajati premoženja ETF-ja (Amex ETF Individual Investor, 2006).

ETF-ji ponujajo davčne ugodnosti, saj ustvarjajo zelo malo kapitalskih dobičkov, kar je posledica majhnega prometa posameznih vrednostnih papirjev, ki sestavljajo portfelj. ETF prodaja in kupuje delnice samo v primeru spremembe indeksa, ki mu ETF sledi. Zamenjava delnic v portfelju ETF-ja pa samo še poveča njihovo davčno učinkovitost. Poleg tega se na primarnem trgu pri procesu ustvarjanja in izničenja delnic izvršuje menjalni proces delnica za delnico, kjer ni realiziranih nobenih dobičkov in posledično ni osnove za davčne obremenitve. Vse to je povzeto po ameriškem načinu obdavčevanja, kjer so torej ETF-ji davčno dokaj učinkoviti. Z vidika individualnih vlagateljev predstavljajo davčno obremenitev samo pri realiziranju dobičkov (prodaji na borzi), proces ustvarjanja in izničenja delnic pa je po ameriški zakonodaji neobdavčljiv dogodek. Ker pri procesu izdajanja in izničenja delnic ne prihaja do obdavčitev, se upravljavci znebijo delnic, ki imajo najnižje stroškovne osnove. Upravljavcem je načeloma vseeno, s kakšno osnovo dobijo vrednostne papirje, saj je bila ta osnova določena pri procesu ustvarjanja delnic ETF-jev. To pomeni, da imajo ETF-ji v svojih portfeljih delnice z velikimi stroškovnimi osnovami. Ko pride do preoblikovanja izbranega indeksa ali spremembe v utežeh vrednostnih papirjev, lahko upravljavci prodajo vrednostne papirje z visokimi stroškovnimi osnovami in tako ustvarijo manjše dobičke in s tem manj davkov (McWhinney, 2005a).

Slovenska zakonodaja (ZISDU-1) ETF-jev zaenkrat še ne obravnava, najlažje pa si jih predstavljamo kot vmesno različico med zaprtimi in odprtimi investicijskimi skladi. Glede na obliko organiziranja ETF-ja pa ga lahko po naši zakonodaji opredelimo kot vzajemni sklad. Če gre pri naložbi v ETF za naložbo v vzajemni sklad, se bo le-ta obdavčila z dobičkom od kapitala. To posledično pomeni, da bo vlagatelj ob prodaji v prvih petih letih imetništva plačal 20 odstotni davek na dobiček, stopnja pa se za vsakih nadaljnjih pet let zniža za 5 odstotnih točk (Kontarščak, 2005).

3.7. Možnosti uporabe ETF-jev

Manjši vlagatelji v ETF-je uporabljajo predvsem kot dolgoročno investicijo, s katero pridejo do potencialno donosne, relativno manj tvegane in poceni naložbe v celoten trg. Uporabljajo jo kot samostojno naložbo ali pa kot del strategije, imenovane »slice and dice«, kjer svoja sredstva naložijo tako, da nekaj vložijo v ETF in si zagotovijo tržni donos, nekaj pa v panogo, za katero menijo, da bo v prihodnje nadpovprečno uspešna. Prednosti uporabe ETF-jev za malega vlagatelja so predvsem v njihovi stroškovni učinkovitosti, razpršitvi tveganja, enostavnosti, preglednosti, fleksibilnosti in likvidnosti. Na drugi strani pa institucionalni vlagatelji uporabljajo ETF-je predvsem za kratkoročno nalaganje denarja. Zaradi dobre likvidnosti, globine trga in poceni trgovanja, uporabljajo ETF-je za kratkoročne likvidne rezerve pa tudi za trenutne naložbe, kadar o določenih delnicah nimajo izoblikovanega mnenja in se želijo prej prepričati, na kakšen trg bodo vlagali (Mastnak, 2006).

ETF-ji vlagateljem ponujajo torej več različnih investicijskih strategij. V veliki večini jim ETF-ji predstavljajo osnovne naložbe za diverzifikacijo portfelja. ETF-ji ponujajo

izpostavljenost na skoraj vse svetovne delniške trge in nekaj segmentov na ameriškem trgu obveznic, s tem pa zagotavljajo enostavno in primerno pot k prilagajanju portfelja. Kot taka investicijska možnost ETF-ji ponujajo davčno učinkovito in dolgoročno naložbo, katere tveganje je manjše kot tveganje celotnega trga. Poleg tega so ETF-ji zelo priljubljeno trgovalno orodje. Kupljeni so lahko z maržo in prodani brez kritja (ang. *short sale*), kar je odprlo nove možnosti, ne samo za institucionalne vlagatelje pač pa tudi za individualne. ETF je lahko prodan brez kritja z namenom zaščite portfelja delnic, kar pa vlagateljem omogoča, da njihov portfelj delnic ostaja nedotaknjen, medtem ko se na trgu izgube večajo. Na delniškem trgu, kjer je prisoten padajoči trend ali v obdobju naraščajočih obrestnih mer, lahko dobički, ki nastanejo iz prodaje brez kritja, nadomestijo izgube posameznih delnic v portfelju. So pa ETF-ji tudi začasna možnost, ki se je poslužujejo vlagatelji, ki se odločajo o svojih dolgoročnih naložbah.

Pasivni institucionalni vlagatelji se ETF-jev poslužujejo predvsem zaradi njihove fleksibilnosti in alternativne možnosti terminskim pogodbam. Za razliko od terminskih pogodb se ETF-ji lahko kupujejo v manjših količinah, ne zahtevajo dodatne dokumentacije in posebnih računov, poleg tega pa ETF-ji sledijo večjemu številu indeksov, na katere ni možno kupiti terminskih pogodb. Aktivni vlagatelji se ETF-jev poslužujejo zaradi njihove pripravnosti, saj se z njimi lahko enostavno trguje. Glede trgovanja so ETF-ji zelo prilagodljivi in neprimerljivi s trgovanjem z indeksnimi skladi (McWhinney, 2005b).

3.8. Tveganje

Ko vlagamo v različne vrste vrednostnih papirjev, smo izpostavljeni raznim tveganjem, pri čemer se lahko nekaterim izognemo, druga pa vsaj omejimo. Kakor je značilno za vse investicije, so tudi ETF-ji izpostavljeni določenim tveganjem (ETF Connect, 2006). Med najpomembnejšimi so:

- *tveganje spremembe cene oz. tržno tveganje*: gibanje cen vrednostnih papirjev je vedno odvisno od ponudbe in povpraševanja na trgu. Zato se lahko zgodi, da vlagatelji kupijo delnico ETF-ja s premijo ali diskontom glede na čisto vrednost sredstev sklada. Cene vrednostnih papirjev pa se dnevno spreminjajo tudi zaradi številnih dejavnikov kot so ekonomske razmere, politični dejavniki, monetarni dejavniki, svetovna dogajanja ipd;
- *tveganje sledilne napake*: do tveganja, da ETF ne zasleduje indeksa popolnoma natančno, lahko pride zaradi različne politike izplačevanja dividend ETF-ja in delnic v njegovem portfelju;
- *kreditno tveganje*: nanaša se predvsem na zmožnost izdajatelja ETF-ja, da v skladu z dogovori opravi vsa izplačila dolžnikom;
- *tveganje spremembe obrestne mere*: ta vrsta tveganja se pojavi v primeru dviganja obrestnih mer na trgih. Vsako povečanje obrestnih mer ima učinek na znižanje cen vrednostnih papirjev;
- *valutno tveganje*: prisotno je predvsem pri tistih ETF-jih, ki vlagajo v tujino in je povezano s tečajnim tveganjem, ki nastane zaradi sprememb deviznih tečajev. Vsaka

depreciacija in apreciacija deviznega tečaja imata močan vpliv na donosnost investicije. Tukaj lahko prištejemo še deželno tveganje, ki se pojavi zaradi slabih ekonomskih razmer v določeni državi in pomeni nezmožnost plačevanja dolgov s strani tujcev.

4. ANALIZA DONOSNOSTI ETF-jev IN VZAJEMNIH SKLADOV

Samo primerjava donosnosti različnih skladov brez upoštevanja tveganja nam posreduje površne rezultate. Donosi skladov torej morajo biti popravljeni za tveganje. Najlažja primerjava z upoštevanjem tveganja je medsebojna primerjava tistih vzajemnih skladov, ki imajo glede na tveganje enake značilnosti.

4.1. Opis

Za uspešno analizo donosnosti sem med podatke vključila tri svetovne ETF-je, ki imajo svoje naložbe globalno usmerjene in katerih delovanje je daljše od treh let. Izbor ETF-jev z globalno naložbeno politiko je bil dokaj ozek, saj je večina ETF-jev z izdajatelji v ZDA, ki posledično sledijo ameriškim indeksom. Pri vzajemnih skladih sem izbirala med skladi, katerih izdajatelji so slovenske družbe za upravljanje, katerih naložbena politika je globalno usmerjena ter kateri delujejo najmanj tri leta. Poudarek v analizi sem želela postaviti na časovno obdobje in ne na število primerjanih skladov.

Skladi, vključeni v analizo so naslednji (glej tudi Prilogo 1):

- ETF_1 = Street tracks DJ Global Titans,
- ETF_2 = iShares S&P Global 100,
- ETF_3 = Unico I-Tracker MSCI World,
- VS_1 = delniški vzajemni sklad KD Rastko,
- VS_2 = delniški vzajemni sklad Delniški Zajček,
- VS_3 = delniški vzajemni sklad Delniški Živa.

Za primerjavo vzajemnih skladov in ETF-jev glede na gibanje svetovnega gospodarstva, sem izbrala indeks AC MSCI World.

4.1.1. Netvegana donosnost

Kot približek za donosnost netvegane naložbe sem v svoji analizi upoštevala donosnost 91-dnevnih državnih menic ZDA (ang. *Treasury Bills*). Njihova značilnost je, da se obnašajo kot brez kuponke obveznice (ang. *zero-coupon bonds*), saj so običajno izdane z diskontom, ob dospelosti pa prinašajo nominalno vrednost menice s pripadajočimi obrestmi. Na področju vlaganja so obravnavane kot najbolj netvegana investicija. Njihova varnost izhaja iz dejstva,

da jih izdaja država, ki je težje nesolventna, kot je to značilno za podjetja. Njihova obrestna mera se zato obravnava kot netvegana obrestna mera.

4.1.2. Povprečna mesečna donosnost skladov

Povprečna mesečna donosnost skladov bo pokazala površen pregled učinkovitosti poslovanja primerjanih skladov. Glede na to, da sem v analizi izbrala globalno usmerjene sklade in je težko izločiti vpliv svetovne inflacije, bom podatke o donosnosti izračunavala nominalno. Povprečno nominalno mesečno donosnost za posamezne sklade bom izračunala kot aritmetično sredino vseh 36 nominalnih mesečnih donosnosti. Vse točke vrednosti enote premoženja so preračunane v USD, saj sprememba tečaja dolarja vpliva na donos sklada, poleg tega pa je pri izračunu Sharpovega koeficienta to pomembno, saj je tudi netvegana obrestna mera izračunana iz vrednosti državnih menic v ZDA.

Pri izračunanih stopnjah donosa prav tako niso upoštevane provizije, ki jih posamezni skladi zaračunavajo. Le-te se od sklada do sklada razlikujejo. Upravljavska provizija je v izračunih enot premoženja sklada že upoštevana in tako ne vpliva dodatno na izračune.

Poleg tega je potrebno pri analiziranju povprečnih donosnosti upoštevati tudi davek na kapitalski dobiček, ki utegne prizadeti vlagatelja in ima vpliv na donosnost sklada.

4.1.3. Tveganje in standardni odklon

Tveganje je pripadajoči del investiranja, zato ga mora vlagatelj pri svojih odločitvah upoštevati. Tveganje se nanaša na dejstvo, da se bodo dejanski doseženi donosi neke investicije razlikovali od načrtovanih. Potrebno je poudariti, da je prihodnji donos lahko večji ali manjši od pričakovanega in ne pomeni vedno negativne razlike. Razlika med načrtovanimi in dejanskimi donosi se najpogosteje meri z varianco oz. standardnim odklonom. Večji, kot je standardni odklon, večja bo varianca in posledično večja je verjetnost, da prihodnji donos ne bo enak pričakovanemu.

Tveganje je prisotno pri vseh vrednostnih papirjih, vendar z upoštevanjem dejstva, da so ponekod tveganja zelo majhna ali celo zanemarljiva. Tak primer so ameriške državne menice, ki jih izdaja ameriška država in so zato najmanj tvegan vrednostni papir. Njihovi pričakovani donosi so enaki načrtovanim, zato je njihov standardni odklon zelo majhen ali enak 0. Pri ostalih vrednostnih papirjih, kot so delnice in obveznice, pa je standardni odklon zaradi prisotnosti ekonomskih tveganj (recesije) in tveganj spremembe obrestne mere večji. Za obveznice, ki imajo dolgoročen čas dospelja, je značilno, da v obdobju rasti obrestnih mer dosejajo negativne donose in obratno. Pri merjenju tveganja gre torej v splošnem za merjenje obsega in pogostosti odstopanja donosov od svojega povprečja.

Standardni odklon torej meri volatilitnost donosov sklada v absolutnih zneskih in pove, kako so se spreminjali donosi sklada skozi določeno obdobje in se pogosto uporablja za merjenje tveganja portfelja delnic. Statistično je standardni odklon kazalec, največkrat uporabljen za merjenje statistične razpršenosti enot. Z njim je moč izmeriti, kako so vrednosti vsebovane v populaciji razpršene okrog aritmetične sredine (Arh, 2005, str. 59).

Velik standardni odklon kaže na veliko razpršenost enot v populaciji, to pomeni, da so enote razporejene v velikem obsegu okoli aritmetične sredine. Majhen standardni odklon pa nasprotno predstavlja veliko koncentracijo statističnih enot okoli aritmetične sredine (Croome, 2003).

Povezanost med standardnim odklonom in donosnostjo se kaže v odnosu med njima, saj se, ko se povečuje standardni odklon, z njim enako povečujejo tudi donosi. Vlagatelj mora sprejeti veliko tveganja za majhno povečanje donosnosti. Ker je volatilitnost edini dejavnik, ki se nanaša na omenjeno tveganje, je pomembno poudariti, da stabilna pretekla rast donosov ni garancija za donose v prihodnosti. Ker so prisotni tudi drugi nepredvidljivi dejavniki, ki vplivajo na volatilitnost, se tudi standardni odklon skozi obdobja spreminja.

4.1.4. Sharpov koeficient

Za enostavnejšo primerjavo med donosnostjo skladov z upoštevanjem tveganja se med drugim poslužujemo metode Sharpovega koeficienta, ki jo je razvil William Sharpe. Sharpov koeficient upošteva razliko med donosnostjo netvegane vrednostnega papirja in povprečno donosnostjo sklada oz. premijo za tveganje, ki jo deli s standardnim odklonom. Sharpov koeficient pokaže kolikšna je donosnost nekega vrednostnega papirja glede na stopnjo tveganja, ki jo nosi. Ker v svoji formuli vsebuje standardni odklon, je tako med seboj mogoče primerjati tudi različne investicijske sklade. Manjša pomanjkljivost te metode je, da izračunan Sharpov koeficient brez dodatnih informacij ne pove nič. Šele v povezavi s Sharpovim koeficientom drugega sklada nam omogoči primerjavo donosov z drugimi skladi. Večja, kot je vrednost Sharpovega koeficienta, večja je stopnja donosa na enoto tveganja.

4.2. Primerjava gibanja povprečne mesečne donosnosti

Povprečna mesečna donosnost je najbolj enostaven kazalec donosnosti, vendar pa ni najboljši, saj ne upošteva tveganja premoženja. Če imata dva primerjana sklada enaki mesečni donosnosti, ni nujno, da sta tudi enako tvegana.

V analizi sem prišla do ugotovitev, da je bila povprečna mesečna donosnost ETF-jev v izbranem obdobju od januarja 2003 do septembra 2005 nižja od povprečne mesečne donosnosti vzajemnih skladov. Iz Tabele 4 na strani 33 je razvidno, da je povprečna mesečna donosnost ETF-jev znašala 0,73%, vzajemnih skladov pa 1,15%. Povprečna mesečna donosnost izbranih treh vzajemnih skladov je bila tako tudi višja od povprečne mesečne

donosnosti izbranega indeksa AC MSCI World., ki je v preučevanem obdobju znašala 0,94%. Dobljeni rezultat je posledica različnih naložbenih struktur, ki se jih posamezni skladi poslužujejo, saj odstotki naložb na posamezne geografske regije v naložbenih strukturah med skladi variirajo.

Tabela 4: Primerjava povprečne mesečne donosnosti in Sharpevega koeficienta med vzajemnimi skladi in ETF-ji

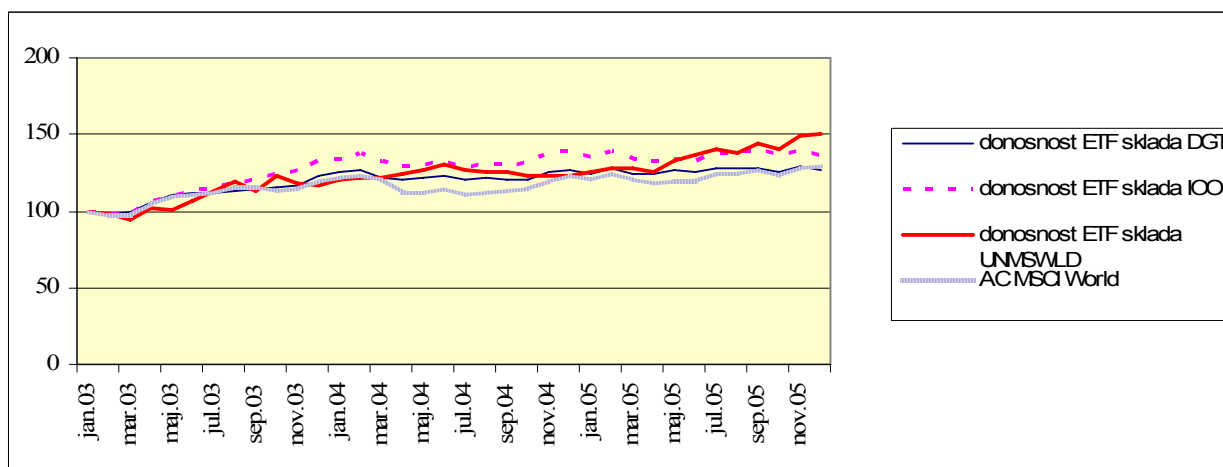
Ime	Povprečna mesečna donosnost	Povprečna letna donosnost	Sharpe ratio
DGT	0,52%	6,19%	0,0730
IOO	0,74%	8,92%	0,1330
UNMSWLD	0,94%	11,29%	0,7430
povprečje	0,73%	8,80%	0,3163
AC MSCI WORLD	0,94%	11,31%	

ŽIVA	0,73%	8,78%	0,0083
ZAJČEK	1,32%	15,82%	0,0196
RASTKO	1,41%	16,98%	0,0027
povprečje	1,15%	13,86%	0,0026
AC MSCI WORLD	0,94%	11,31%	

Vir: Lastni izračuni.

Enako lahko vidimo na Sliki 7 gibanje mesečnih donosnosti vzajemnih skladov v primerjavi z indeksom AC MSCI World in na Sliki 8 (glej str. 34) gibanje mesečnih donosnosti ETF-jev ter ugotovimo, da je bila povprečna donosnost izbranih treh vzajemnih skladov v proučevanem obdobju najvišja.

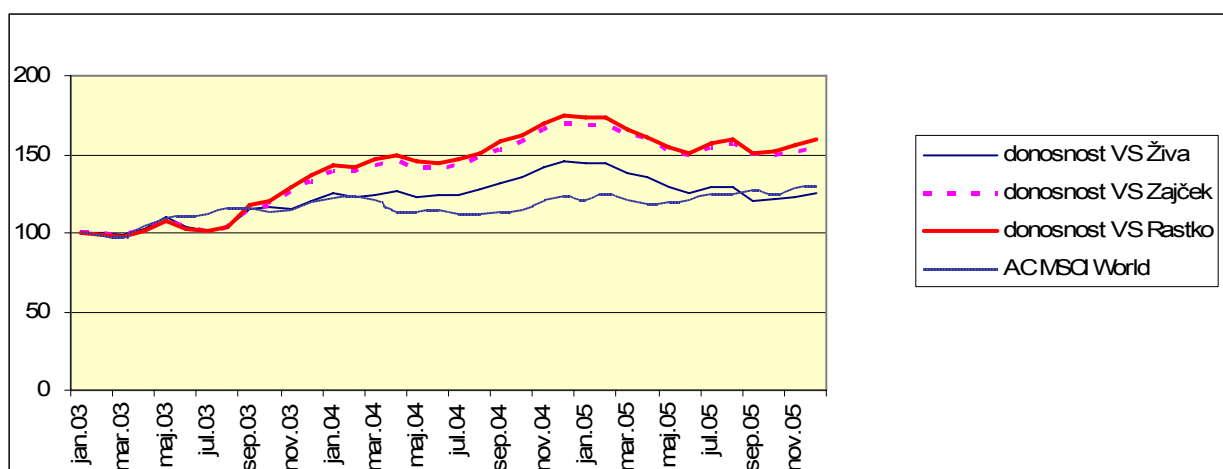
Slika 7: Gibanje baznih indeksov mesečnih donosnosti treh izbranih ETF-jev in indeksa AC MSCI World



Vir: Bloomberg, lastni izračuni.

Na posameznih grafih vidimo, da so prikazane mesečne donosnosti vzajemnih skladov dokaj različne, kar je posledica različne naložbene politike skladov ter različne uspešnosti upravljavcev skladov. Po posameznih mesecih je med vzajemnimi skladi najvišjo povprečno donosnost dosegel KD Rastko septembra 2003 (13,06%), najnižjo povprečno mesečno donosnost pa vzajemni sklad Delniški Živa, in sicer septembra 2005 (-7,40%). Če izvezemo vpliv spremembe deviznega tečaja na donos sklada, je najvišjo povprečno mesečno donosnost dosegel prav tako vzajemni sklad KD Rastko (september 2003), kakor tudi najnižjo mesečno donosnost (maj 2004).

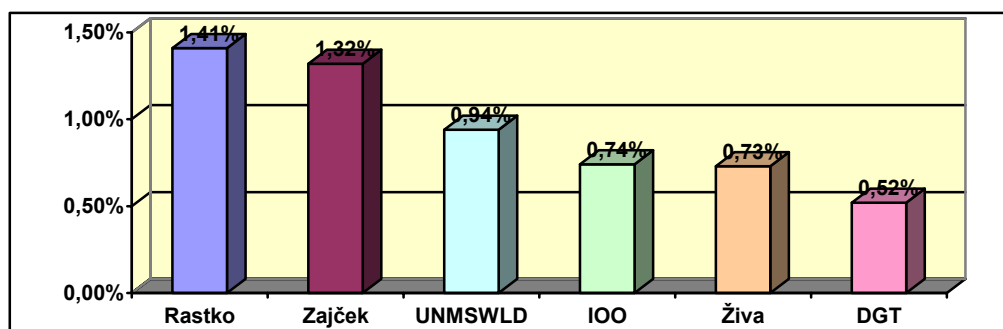
Slika 8: Gibanje baznih indeksov mesečnih donosnosti treh izbranih vzajemnih skladov in indeksa AC MSCI World



Vir: Finance in lastni izračuni.

Povprečne mesečne donosnosti ETF-jev v obdobju treh let so se gibale v odstotkih od 0,52% do 0,94%. Najvišjo povprečno mesečno donosnost je dosegel ETF UNMSWLD, in sicer oktobra 2003 in je znašala 8,45%, kakor tudi najnižjo povprečno mesečno donosnost (-8,98%), in sicer januarja 2003. Posamezne mesečne donosnosti vzajemnih skladov in ETF-jev zajetih v analizi so prikazane na Sliki 9.

Slika 9: Prikaz povprečne mesečne donosnosti posameznih ETF-jev in vzajemnih skladov



Vir: Finance, lastni prikaz.

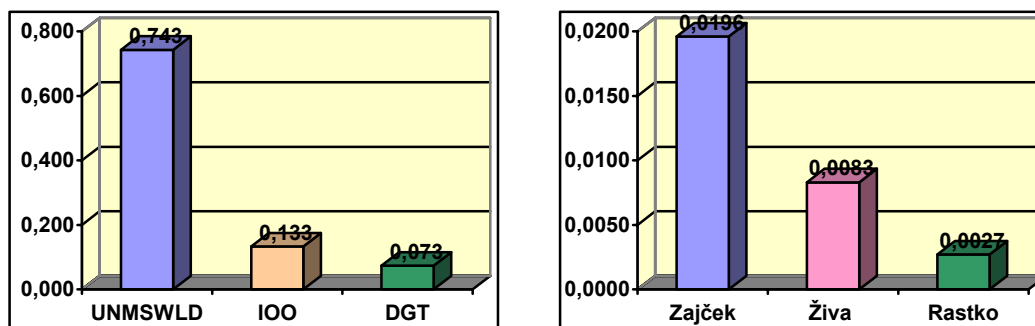
Ker je pri analizah donosnosti poleg donosnosti potrebno upoštevati tudi tveganje, se pri izračunih poslužujemo enega od naslednjih koeficientov: Treynorjev koeficient, Sharpov koeficient in Jensenov koeficient.

Pri svoji analizi sem izračunavala Sharpov koeficient, saj je edini, ki meri donose tako, da upošteva celotno tveganje finančnega premoženja, tako sistematično kot nesistematično tveganje. Sistematična tveganja so povezana s tveganjem na finančnem trgu in jih tudi z razprševanjem ni mogoče odpraviti. Drugače pa je z nesistematičnimi oz. specifičnimi tveganji, ki so vezana na podjetja in zajemajo vse mogoče specifičnosti v podjetju, od stopnje konkurence do potrošnikovih preferenc, ki jih je mogoče odpraviti z diverzifikacijo.

Pri izračunu Sharpovega koeficienta sem prišla do ugotovitev, da so vsi Sharpovi koeficienti za proučevane sklade pozitivni, kar kaže na relativno dobro upravljanje skladov (glej Tabela 4, str. 33). Posamezne vrednosti Sharpovih koeficientov tako za vzajemne sklade kakor tudi za ETF-je so razvidne tudi na Sliki 10. Pri vzajemnih skladih so vrednosti Sharpovega koeficienta izredno nizke, kar je verjetno posledica visokih vrednosti standardnega odklona in ponekod tudi nizkih povprečnih mesečnih donosnosti, ki so bile nižje od povprečne mesečne netvegane donosnosti (0,23%). Poleg tega pa vrednosti pri vzajemnih skladih običajno nihajo bolj kakor vrednosti ETF-jev, kar je v analizi povzročilo relativno višje vrednosti standardnih odklonov za vzajemne sklade.

Pri analizi sem opazila zelo visoko vrednost Sharpovega koeficienta pri ETF-ju UN MSWLD, ki je v povprečju na leto znašal 0,7430. Rezultat je posledica nizkih vrednosti standardnega odklona, ki je v povprečju na letni ravni znašal 1,6%. Majhna vrednost standardnega odklona ima pozitiven vpliv na višino donosa, ki ga sklad izkazuje, zato so ob večjem standardnem odklonu tudi donosi primerno višji. Poleg tega pa je imel sklad v veliki večini pozitivne povprečne mesečne donosnosti, kar je še dodatno vplivalo na visoko vrednost Sharpovega koeficienta.

Slika 10: Prikaz povprečnega letnega Sharpovega koeficienta za posamezne ETF-je in vzajemne sklade



Vir: Lastni prikaz.

Iz Tabele 4 na strani 33 vidimo tudi, da je med aktivno upravljanimi skladi ob upoštevanju tveganja najbolje upravljan vzajemni sklad Zajček, saj je letno ustvaril 0,1964 bazičnih točk presežne donosnosti na enoto tveganja.

Iz analize lahko zaključimo, da je upoštevanje tveganja pri primerjavi donosnosti med različnimi skladi zelo pomembno, saj nam lahko popolnoma spremeni rezultate. Ko smo vzajemne sklade in ETF-je med seboj primerjali po povprečni letni donosnosti brez upoštevanja tveganja, smo prišli do ugotovitve, da so bili vzajemni skladi v proučevanem obdobju veliko bolj donosni kot ETF-ji. Če pa smo v analizi upoštevali še tveganje (izračun in primerjava Sharpovega koeficienta), smo ugotovili, da so imeli ETF-ji v proučevanem obdobju v povprečju večje donosnosti glede na enoto tveganja, ki ga nosijo. Vrednosti Sharpovega koeficienta so bile pri ETF-jih veliko višje kot pri vzajemnih skladih.

Doseganje visokih donosnosti je vedno povezano s sprejemanjem večjega obsega tveganja, zato je v analizah donosnosti vedno potrebno upoštevati še tveganje, saj se le tako pokaže realna učinkovitost sklada.

5. ETF-ji V SLOVENIJI IN NJIHOVA PRIHODNOST

Pri družbi za upravljanje Medvešek Pušnik so v preteklem letu 2005 na trgu predstavili prvi ETF v Sloveniji, imenovan Mp-Eurostock.si. Definiran je kot indeksni vzajemni sklad, usmerjen v delnice podjetij z visoko dividendno donosnostjo, ki kotirajo na razpoznavnih evropskih borzah. Temeljni naložbeni cilj njegove investicijske politike je doseganje naložbenih učinkov, kot jih odraža cenovni indeks Mp-Eurostock. Mp-Eurostock je cenovni indeks, ki ga je sestavila družba Medvešek Pušnik in temelji na sestavi, za katero je značilno, da je sestavljen iz delnic likvidnih evropskih delniških družb, s katerimi se trguje na borzah, ki poslujejo v državah EU in katerih izdajatelji zasledujejo stabilno dividendno politiko, ter za katere je značilno, da izplačujejo relativno višje dividende. Zaradi naloge po zasledovanju izbranega indeksa se pri upravljanju Mp-Eurostock.si poslužujejo pasivne politike upravljanja. Čisti dobiček v skladu zadržijo in se imetnikom investicijskih kuponov ne izplačuje v obdobju lastništva investicijskih kuponov, temveč šele ob izplačilu odkupne vrednosti enot premoženja sklada, z izjemo prejetih dividend, ki jih vzajemni sklad prejema iz naslova naložb. Stroški sklada, izstopni in vstopni, znašajo največ 3% od nakupne vrednosti enote premoženja in veljajo samo pri nakupu oz. prodaji investicijskih kuponov v primeru primarnega trgovanja. Pri sekundarnem trgovanju (trgovanju na borzi), kamor je bil sklad pred kratkim uvrščen, pa se zaračunavajo stroški posredovanja, ki jih določa posamezna borzno-posredniška hiša pooblaščenca za trgovanje na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev (Izvilleček prospekta MP-Eurostock.si, 2006).

V Sloveniji se je v obdobju v letih od 1999 do 2004 na področju vlaganja v vzajemne sklade mnogo stvari spremenilo. Spremenila se je pravna ureditev (ZISDU-1), ki je omogočila, da je

slovenski trg investicijskih skladov odprt za tujo konkurenco, saj dovoljuje vlaganje slovenskih vzajemnih skladov v tujino in obratno. Z razširitvijo pravne ureditve naj bi se izboljšala likvidnost slovenskega trga. Izboljšal se je tudi trženjski pristop, ki je bil pri zbiranju kapitala zelo uspešen.

Vrednost sredstev v upravljanju v vzajemnih skladih v Sloveniji je bila leta 1999 okoli 8,7 milijarde SIT, danes (10. 05. 2006) pa je ta vrednost ocenjena na 124,7 milijarde SIT. Sredstva v upravljanju so agresivno rasla, prav tako pa je raslo število vlagateljev v slovenske vzajemne sklade. Število vlagateljev je od konca leta 2003 pa do konca leta 2004 zraslo iz 58.781 na 126.547 vlagateljev. V primerjavi z ostalimi tranzicijskimi državami je to še vedno nizka vrednost, v primerjavi s svetovnimi gospodarstvi pa je to zanemarljiv podatek, saj v ZDA znašajo vplačila v vzajemne sklade več milijonov SIT na prebivalca (Vzajemci, 10. 05. 2006).

Prihodnje vlaganje v alternativne oblike varčevanja, kot so vzajemni skladi ali ETF-ji, bo v precejšnji meri odvisno od zanimivosti produktov, gibanja obrestnih mer na bančne vloge in splošnega zanimanja vlagateljev za tovrstne produkte. Menim, da vlaganje v vzajemne sklade ni trenutna modna muha, ampak korak naprej med možnostmi investiranja. ETF-ji pa predstavljajo nadgradnjo vzajemnih skladov, saj vlagatelju ohranijo delo pri izbiri portfelja. Poleg tega so stroškovno učinkovitejši in predstavljajo ugodno razpršitev vlagateljevih sredstev med več različnih delnic podjetij.

Postavlja pa se vprašanje, ali bodo ETF-ji v prihodnjih letih uspeli popolnoma izriniti vzajemne sklade. Tukaj še vedno vidim velik problem za kapitalske trge, ki so slabo likvidni, saj je tam uveljavljanje ETF-jev težko in tudi nesmiselno. Novo priložnost za investiranje predstavljajo razvijajoči se trgi, ki pa so v veliki večini še slabo razviti in nelikvidni. Z razvojem le-teh imajo tudi ETF-ji večje možnosti pri nadomestitvi vzajemnih skladov. Menim, da ETF-ji ne bodo popolnoma nadomestili vzajemnih skladov. Kljub stroškovnim učinkovitostim ETF-jev imajo pri vzajemnih skladih še vedno pomembno vlogo upravljavci skladov. Vlagatelj, ki nima zadostnega znanja o vlaganju na perspektivnih geografskih trgih oz. sektorjih, še vedno potrebuje nasvet nekoga, ki dnevno redno spremlja dogajanja na kapitalskih trgih in podaja nasvete, kam je trenutno najbolj primerno vložiti sredstva. Na voljo je več panožnih in geografsko usmerjenih ETF-jev, ki se nanašajo na enako panogo oz. regijo pa se vendar med seboj razlikujejo po košarici delnic, ki jih vsebujejo. Zato je potrebno posamezne trge poznati in spremljati, da se na podlagi naložbene politike lažje odločimo, kateri ETF je najbolj pravilna naložba. Povpraševanje po aktivno upravljanih skladih bo tako zaradi njihove široke izbire še naprej veliko in bo predstavljajo alternativo investiranju v ETF-je. V prednosti pa bodo predvsem tisti, ki bodo pripravili širšo in zanimivejšo ponudbo. Predvsem se je potrebno zavedati dejstva, da so vzajemni skladi še vedno narejeni bolj po meri vlagatelja, medtem ko so naložbe ETF-ja manj fleksibilne in so tesno vezane na izbrani indeks.

ETF kot alternativa vzajemnim skladom imajo v možnosti razvoja na vseh svetovnih trgih po mojem mnenju zelo svetlo prihodnost. V ZDA so bili v zadnjem času priča množičnemu prenašanju sredstev iz vzajemnih skladov v ETF-je.

Ena večjih osnovnih ovir za uveljavitev ETF-jev na področju Slovenije je gotovo neprimerna pravna ureditev. Obseg varčevanja je precej odvisen od ugodnih davčnih pogojev, saj lahko ugodna davčna politika spodbuja varčevanje, kar pa je posledično zelo pomembno za narodno gospodarstvo. Slovenska zakonodaja po zakonu, ki ureja delovanje investicijskih skladov in družbah za upravljanje (ZISDU-1), ETF-jev kot samostojnega finančnega produkta še ne opredeljuje. V kolikor bi za Slovenijo veljala enaka zakonodaja kot za ZDA, ki ne obdavčuje menjave delnice za delnico, bi bilo to za slovenske vlagatelje zelo učinkovito, saj bi se za njih davčna obremenitev pojavila samo ob prodaji enot ETF-ja. Problem predstavlja predvsem dejstvo, da je zakon, ki ureja poslovanje vzajemnih skladov (ZISDU-1), kljub naknadni spremembi zelo tog, kar povzroča, da je področje vzajemnih skladov v Sloveniji slabše razvito v primerjavi z ostalimi državami. Pomanjkljivost ZISDU-1, ki kljub prizadevanju strokovnjakov ostaja, je ta, da še vedno ne omogoča ustanovitve ETF-jev, nekatera določila, ki veljajo za vzajemne sklade, pa izrecno onemogočajo nastanek ETF-jev v Sloveniji. Trenutno je torej edini način, ki bi omogočal ustanovitev domačih ETF-jev, sprememba zakona ZISDU-1 (Mastnak, 2003).

Naslednja ovira pri uveljavitvi ETF-ja na slovenskem trgu je še vedno slaba razvitost in premajhna likvidnost slovenskega trga kapitala. Na ljubljanski borzi se trenutno ne uporablja sistema posebnih vzdrževalcev trga, ki je za trgovanje z ETF-ji nujno potreben. Poleg tega predstavlja slovenski borzni indeks SBI 20 majhen in slabo prepoznaven indeks med vlagatelji, delnice, ki indeks sestavljajo, pa so še vedno premalo likvidne v primerjavi z delnicami, ki sestavljajo ETF drugod po svetu. Ima pa tržni indeks SBI 20 tudi pozitivne lastnosti, ki bi pripomogle k lažji uveljavitvi ETF-jev v Sloveniji. Med pozitivne lastnosti tržnega indeksa SBI 20 z vidika ETF-jev lahko štejemo (Mastnak, 2003a, str.43):

- tržni indeks SBI 20 je ponderiran s kapitalizacijo delnic v prostem obtoku;
- v SBI 20 se delnice uvrščajo striktno na podlagi pravil;
- tržna kapitalizacija indeksa pomeni okoli 70% kapitalizacije trga;
- med vlagatelji na ljubljanski borzi velja za edini pravi benchmark trga.

Za ETF-je je pomembno, da imajo v svojem portfelju likvidne delnice, kar v praksi pomeni, da je z njimi možno trgovati vsak dan. Visoko likvidne delnice so tiste delnice, s katerimi se veliko trguje, s katerimi je sklenjeno veliko število poslov in tiste, ki imajo čim manj dni brez sklenjenega posla. ETF, ki bi sledil indeksu SBI 20, bi torej imel zaradi nelikvidnosti določenih delnic, večje težave pri vzpostavljanju ravnovesja med ceno na borzi in ceno, izračunano iz sredstev sklada, kar pa je z vidika upravljanja sklada dokaj neugodno.

V začetku letošnjega leta so na Ljubljanski borzi predstavili nov slovenski blue chip indeks SBITOP, v katerega so vključene le najbolj likvidne delnice na Ljubljanski borzi (trenutno so to delnice podjetij Krka, Mercator, Petrol, Gorenje in Pivovarna Laško). V omenjenem

indeksu je možno pričakovati dodatno širitev števila delnic, v prihodnje pa bi lahko bil podlaga za oblikovanje slovenskega ETF-ja.

V Tabeli 5 na strani 39 vidimo, da je likvidnost nekaterih slovenskih delnic slaba in kot taka neprimerna za vzpostavitev sklada, vezanega na indeks SBI 20.

Tabela 5: Likvidnost delnic, ki sestavljajo indeks SBI 20, v obdobju med 1.1.2006 in 1.5.2006

Izdajatelj	Delež v indeksu (%)	Št. dni brez sklenjenega borznega posla	Celotno število sklenjenih poslov	Celoten promet (v mio SIT)
Krka	17,27	0	8.456	19.171,19
Petrol	16,4	0	4.320	9.639,67
Mercator	11,69	0	3.345	6.182,38
Gorenje	9,04	0	2.197	2.299,37
Pivovarna Laško	8,24	0	1.053	1.443,76
Sava	7,65	1	1.033	857,24
Luka Koper	5,99	0	1.328	853,22
Intereuropa	5,12	0	1.061	958,95
Istrabenz	4,33	2 ⁵	1.360	879,77
Merkur	3,86	2	507	664,04
Helios	3,83	21	0	0
Juteks	1,85	15	0	0
Terme Čatež	1,67	17	215	391,52
Aerodrom Ljubljana	1,57	2	676	446,37
Cinkarna Celje	1,5	22	0	0

Vir: Ljubljanska borza.

Kot je ugotavljal že Mastnak (2003a), je edina trenutna možnost za uveljavitev ETF-ja na slovenskem trgu, ob upoštevanju danih slabosti indeksa SBI 20, v primeru, da domača družba za upravljanje ustanovi ETF, ki bo sledil tujemu indeksu (MP-Eurostock) in bo kotiral na slovenski borzi ali v primeru, da tuja družba za upravljanje uvrsti delnice svojega ETF-ja na slovensko borzo, ki pa je zaradi majhnosti slovenskega trga dokaj neprimerna. Verjetno se bo glede na slovenske razmere na Ljubljanski borzi za kotacijo odločil, kateri od tujih ponudnikov ETF-jev.

Mislim, da bi se finančni poznavalci morali začeti zavedati, da bo na slovenski trg potrebno vpeljati neke nove osvežitve, s čimer bi na borzo privabili vlagatelje, ki bodo prinesli več novega kapitala in hkrati doma obdržali domače vlagatelje, ki bodo v obratnem primeru po

⁵ Z delnicami Istrabenza je bilo marca za dva dni zaustavljeno trgovanje.

nove načine investiranja hodili v tujino. Moramo se zavedati, da so tuje borze veliko bolj privlačne za naše vlagatelje, kot pa je naš trg privlačen za tuje vlagatelje.

Veliko pozornosti pri razvoju ETF-jev gre nameniti tudi dolžniškim ETF-jem in aktivno upravljanim ETF-jem. Dolžniške ETF-je je na trg lansirala že družba Barclays Global Investors v Kanadi leta 2000 in nekaj let kasneje tudi v ZDA, vendar ne v tako velikem številu, kot je na trgu delniških ETF-jev. Ideja dolžniških ETF-jev je v zasledovanju indeksov obvezniških trgov. Tako kot delniški ETF-ji so tudi obvezniški ETF-ji davčno učinkoviti (velja za ZDA), imajo nizke stroške in ponujajo transparentno strukturo naložb in učinkovito razpršitev premoženja. Poleg tega pa, kakor že rečeno, zasledujejo obvezniške indekse, ponujajo možnost razporeditve sredstev med obveznice in ponujajo možnost prejemanja mesečnih dohodkov, saj imajo določeno politiko izplačevanja dividend. Glede na to, da ETF-ji ponujajo možnost nakupa brez kritja, se na ta način vlagatelji lahko zavarujejo pred nepredvidenim gibanjem obrestne mere. V času nizke tržne rasti ali padajočega trga so dolžniški ETF-ji dobra alternativa skladom denarnega trga. Naložbe v obvezniške ETF-je se razlikujejo od naložb v obveznice in od obvezniških vzajemnih skladov. Za razliko od naložbe v obveznice, obvezniški ETF-ji ponujajo diverzifikacijo sredstev v samo eni transakciji, transparentnost trgovanja skozi celoten trgovni dan in nizko minimalno vrednost začetnih vloženih sredstev. Za razliko od obvezniških vzajemnih skladov pa so stroškovno učinkovitejši. Konec leta 2005 je bilo na trgu 7 dolžniških ETF-jev, ki jih je izdala finančna hiša Barclays Global Investors. Glavna ovira pred širšo uveljavitvijo obvezniških ETF-jev na svetovnih trgih trenutno predstavlja predvsem majhna likvidnost na obvezniških trgih (ETF Individual Investor Education, 2006).

Aktivno upravljeni ETF-ji prav tako predstavljajo eno možnost nadaljnjega razvoja ETF-jev, vendar jim na poti stoji nekaj regulativnih in praktičnih ovir.

Potencialne naložbe v ETF-je za prihodnje obdobje predstavljajo predvsem naložbe v panoge surovin, kot so zlato, srebro, nafta, industrija vode ter geografske regije, kot so nekatere nerazvite vzhodno evropske države ter države iz zahoda (Kitajska, Indija, Japonska, ...). Vse bolj viden je vzpon Kitajske in Indije, saj je tam več kot 70% prebivalstva mlajšega od 36 let, prihodki indijskih gospodinjstev rastejo po 6% na leto, vse to pa kaže na nadaljnje možnosti hitrega razvoja. Poleg tega Kitajska in Indija porabljata izjemno veliko surovin, trg surovin pa se ne more dovolj hitro prilagoditi. Tudi zlato, ki sicer spada med žlahtne kovine, je odvisno pretežno od azijskih ekonomij, saj je njegova potrošnja in zanimivost za naložbe magnet za azijske potrošnike. Poleg tega je zlato zelo odvisno od gibanja ameriškega dolarja, ki je zadnje čase na zelo nizkih ravneh, kar je poleg politično nestabilne situacije v Iranu in povečanega povpraševanja po zlatu s strani Kitajcev pognalo cene zlata na rekordne vrednosti. Vse omenjene naložbe so v veliki večini povezane s Kitajsko in Indijo, zato lahko v ravno pravšnji kombinaciji omenjenih perspektivnih panog pomenijo idealno naložbo (Erker, 2006).

6. SKLEP

V zadnjih dvajsetih letih smo bili priča naglemu razvoju novih finančnih instrumentov, ki vlagateljem nudijo alternativne možnosti vlaganja, ki se od ostalih, že obstoječih, razlikujejo po višini stroškov, likvidnosti, intenzivnosti tveganja, načinu investiranja ali donosnosti. ETF-ji so ena izmed oblik takih finančnih instrumentov, ki so se prvič pojavili leta 1993 na področju ZDA, zadnjih nekaj let pa so prisotni tudi na področju Evrope in Azije. V ZDA so se sredstva v upravljanju od začetka delovanja ETF-jev pa do danes povečala že za več kot 400-krat.

Prva pomembna značilnosti ETF-jev je možnost kotiranja na borzi in posledično oblikovanje cene glede na povpraševanje in ponudbo, poleg tega pa se cena oblikuje tudi glede na čisto vrednost sredstev sklada. ETF-ji so zato primerni tako za individualne kakor tudi za institucionalne vlagatelje. Poslužujejo se pasivne politike upravljanja premoženja, saj poskušajo kar se da natančno zasledovati izbrani indeks. Temu primerni so nižji upravljavski stroški, zato ETF-je uvrščamo med ugodnejše finančne instrumente. Delnica ETF-ja je sestavljena iz košarice delnic, ki so zastopane v izbranem indeksu, kateremu ETF skrbno sledi, zato nakup ene delnice ETF-ja omogoča razpršitev premoženja med veliko število delnic, s čimer se zmanjšuje sistematično tveganje. Portfelj ETF-ja se spreminja zelo redko, zato je transparentnost naložbe tudi ena izmed pozitivnih lastnosti ETF-jev. Za razliko od vseh drugih oblik vzajemnih skladov ponujajo ETF-ji tudi številne, tako dolge kot kratke trgovalne strategije, ki omogočajo vlagateljem možnost zaslužka tako ob padanju kot ob rasti tečajev delnic.

Glavna ideja razvoja ETF-ja je bila v spoznanju, da aktivno upravljani skladi dolgoročno ne morejo presežati donosnosti trga, torej ne morejo preseči učinkovitosti indeksa nekega gospodarstva. Ideja o pasivnem vlaganju je tako pridobila na svojem pomenu, saj s pomočjo sledenja izbranemu indeksu ni potrebe po prizadevanju za ustvarjanje dodatnih dobičkov in preseganju uspešnosti gospodarstva. V primerjavi ETF-jev z vzajemnimi skladi je najvidnejša prednost ETF-jev v nižjih stroških upravljanja in možnostjo sprotnega spremljanja trgovanja na borzi vrednostnih papirjev. Ob primerjavi donosnosti obeh finančnih instrumentov je končna vrednost donosa precej odvisna od davčne politike in višine stroškov posameznega sklada.

V analizi, kjer sem želela primerjati donosnosti treh izbranih ETF-jev in treh globalno usmerjenih slovenskih vzajemnih skladov, sem prišla do zadovoljivih ugotovitev. V primerjavi povprečne mesečne donosnosti med skladi so bili v obdobju treh let (januar 2003–december 2005) bolj donosni vzajemni skladi, z upoštevanjem tveganja pa so se rezultati obrnili v prid ETF-jem. Izračunani Sharpovi koeficienti ETF-jev so bili neprimerno višji v primerjavi s koeficienti vzajemnih skladov, kar pomeni, da so bili ETF-ji bolj donosni od vzajemnih skladov glede na enoto tveganja, ki ga nosijo.

ETF-ji so, glede na svoje lastnosti, dostopni individualnim in institucionalnim vlagateljem. Za institucionalne vlagatelje so ETF-ji nedvomno dobra investicija tako za kratkoročno razporejanje denarja in upravljanja premoženja kot za dolgoročno zavarovanje denarja. Za individualne vlagatelje so ETF-ji še vedno dokaj draga investicija, še posebej, če se vlagatelj odloči za večkratno vlaganje manjših denarnih zneskov, ki mu lahko zaradi visokih borzno-posredniških provizij bistveno zmanjša stroškovno učinkovitost naložbe.

V prihodnosti lahko pričakujemo, da se bo število ETF-jev še povečalo, še posebej na področju posameznih panog, v katerih poznavalci trga vidijo dobre priložnosti. Tudi prvi zametki dolžniških ETF-jev bodo v prihodnje še dopolnili ponudbo na trgu ETF-jev, saj ponujajo še večjo stabilnost in varnost kot dolžniški ETF-ji, kar pa je vlagateljem poleg donosnosti izjemnega pomena.

V Sloveniji zakonodaja zaenkrat še ne opredeljuje ETF-jev, zato je njihova uveljavitev na trgu zelo oddaljena. Možnost trgovanja z ETF-ji je tako možna le preko tujih ETF-jev, ki bi jih utegnili zanimati kotiranje na slovenski borzi ali kotiranje slovenskega ETF-ja, ki bi bil vezan na indeks tujih delnic in bi prav tako kotiral na slovenski borzi.

Menim, da so sredstva v upravljanju v ETF-jih in število ETF-jev na področju ZDA v zadnjih 13 letih dokazala, da so ETF-ji zanimiv in učinkovit finančni instrument, ki bi ga posamezna gospodarstva in njihove borze morale sprejeti z navdušenjem.

LITERATURA

1. Arh Franc, Pfajfar Lovrenc: Statistika 1 z zgledi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta v Ljubljani, 2005. 307 str.
2. Avery Helen: Asset management: Fund champions go head to head. Euromoney, London, 2005/12, str. 60-64.
3. Belavič Gorazd: Primerjava indeksnih vzajemnih skladov in ETF-ov. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 41 str.
4. Blackmann Matt: Using Intermarket analysis with exchange traded funds, Stocks&Commodities. New York, 2006/01, str. 68-71.
5. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. 5. izdaja. New York : McGraw-Hill Companies, 2002. 994 str.
6. Bogle John C.: Bogle on Mutual Funds. New York : Richard, D. Irwin, 1993. 253 str.
7. Chamberlain Mark, Jordan Jay: An introduction to exchange traded funds. Barclay's Global Investors. [URL: http://www.ishares.com/material_download.jhtml?relativePath=/repository/material/downloads/intro_to_etfs.pdf&], 15.12.2004.
8. Croome Shauna: Understanding Volatility Measurements. [URL: <http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/03/072303.asp>], 23.07.2003.
9. Damodaran Aswath: Investment Philosophies: Successful investment philosophies and the greatest investors who made them work. New Jersey : John Wiley and Sons, 2003, 499 str.
10. Damodaran Aswath: Estimating risk free rates. [URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/riskfree.pdf>], 17.04.2006.
11. Dolžan Peter: Kotirajoči indeksni skladi. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005, 43 str.
12. Erker Igor: Svet bo v znamenju vzpona Kitajske in Indije, Delo, Ljubljana, 2006, 105. str. 10.
13. Gastineau L. Gary: The Exchange-traded funds manual. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2002. 401 str.
14. Graham B., Buffet W.E.: The intelligent investor. New York : HarperBusiness, 1997. 400 str.
15. Hehn Elisabeth: Exchange traded funds: Structure, Regulation and application of a new fund class. Berlin : Heidelberg, 2005. 253 str.
16. Jesenek Mateja: Vodnik za preračunljivo investiranje. Velenje : Založba Pozoj, 2003. 160 str.
17. Jakše Renata: Primerjalna analiza kotirajočih indeksnih skladov in indeksnih vzajemnih skladov. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 95 str.
18. Kačič Matej: Svetovalnica: Kaj so ETF skladi?. Finance, Ljubljana. [URL: <http://www.finance-on.net/?MOD=show&id=142459>], 17.01.2006.
19. Keenan F. Joseph: Exchange traded funds take off. [URL: http://www.eubfn.com/arts/bank_newyork4.htm], 17.04.2006.
20. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana : GV Založba 2001, 542 str.

21. Kontaršček Kristjan: Nejasnost glede obdavčitve skladov ETF. Finance, Ljubljana. [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=114894>], 16.03.2005.
22. Lerman David: Exchange traded funds and e-mini stock index futures. New York : John Wiley and Sons, 2001, 320 str.
23. Lubej Samo: Vzajemni skladi za vsakogar. 2. izdaja. Maribor : Kapital, 2005. 143 str.
24. Matko Silva: Vzajemni skladi v Sloveniji. Diplomsko delo. Maribor : Ekonomsko poslovna fakulteta, 1999, 471 str.
25. Mastnak Simon: Analiza trgovanja z delniškimi indeksi na primeru Exchange traded funds. Magistrsko delo. Maribor : Ekonomsko-poslovna fakulteta, 2003a. 134 str.
26. Mastnak Simon: ETF so investicijski skladi prihodnosti. Finance, Ljubljana, 2003b. str.10.
27. Mastnak Simon: Indeksni skladi - z nižjimi stroški do višjih donosov. Moje finance, Ljubljana. [URL: <http://www.finance-on.net/?MOD=show&id=118983>], 2004.
28. Mastnak Simon: V Sloveniji prvi ETF. Finance, Ljubljana, 2006, 50, str. 25.
29. McWhinney Jim: An inside look at ETF construction. [URL: <http://www.investopedia.com/printable.asp?a=/articles/mutualfund/05/062705.asp>], 2005a.
30. McWhinney Jim: Advantages of Exchange-Traded Funds. [URL: <http://www.investopedia.com/printable.asp?a=/articles/mutualfund/05/060605.asp>], 2005b.
31. Poterba M. James: Exchange traded funds: A new investment option for taxable investors. Cambridge : MIT Institute of Technology, 2002. 13.str.
32. Richard Archie: All about exchange traded funds. New York : McGraw-Hill, 2003. 292 str.
33. Revija Kapital: Do točk tudi prek borze. Kapital, Ljubljana, 16 (2006), 383, str. 26.
34. Siegel J. Jeremy: Stocks for the long run. 3. izdaja. ZDA : McGraw-Hill, 2002, 383 str.
35. Spence John: The next act for ETFs. [URL: <http://www.marketwatch.com/News/Story.aspx>], 17.04.2006.
36. Spence John: Close but not quite perfect: Common sources of ETF Tracking Error. [URL: <http://www.ifa.com/archives/articles/05>], 18.07.2002.
37. Šinigoj Maja: Analiza donosnosti slovenskih vzajemnih pokojninskih skladov. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta. 2005. 48 str.
38. Wiandt Jim, McClatchy Will: Exchange traded funds. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2002. 284 str.
39. Wolfinger D. Mark: Create your own hedge fund: Increase profits and reduce risks with ETF and options. New Jersey : John Wiley and Sons, 2005, 235 str.

VIRI

1. Amex: ETF Glossary. [URL: <http://www.amex.com/etf/Glossary/Gloss.htm>], 28.03.2006.
2. Amex: ETF Individual Investor. [URL: http://www.amex.com/etf/eductn/etf_edu_indiv.html], 28.03.2006.
3. Bloomberg, 16.05.2005.

4. Deutsche Börse. [URL: <http://www.deutsche-boerse.com>], 15.05.2006.
5. ETF Center: ETF Liquidity Myth Dispelled.
[URL: <http://www.finance.yahoo.com/etf/education/05>], 17.04.2006.
6. Exchange traded funds (ETF) center: Asset allocation with ETFs.
[URL: <http://www.finance.yahoo.com/etf/education/05>], 17.04.2006.
7. ETF Connect: Education Center - Index ETFs.
[URL: http://www.etfconnect.com/education/fundamentals_etf.asp], 15.02.2006.
8. ETFs Glossary. [URL: <http://www.amex.com/etf/Glossary/Gloss.htm>], 22.03.2006.
9. ETFs Individual Investor Education.
[URL: http://www.amex.com/etf/eductn/etf_edu_indiv.html], 22.03.2006.
10. ETF International.
[URL: <http://www.international.com/new/index.php?menu=productinfo>], 06.04.2006.
11. ETFs versus Mutual Funds.
[URL: <http://www.indexinvestor.com/Free/ETFsvsMFs.html>], 07.04.2006.
12. Expanding ETF horizons.
[URL:
<http://www.ftmandate.com/news/printpage.php/aid/718/Expanding ETF horizons.html>],
13.04.2006.
13. Finance: Skladi. [URL: <http://www.finance-on.net/skladi.php>], 15.05.2006.
14. Focus št. 157. [URL: <http://www.world-exchanges.org/publications/focus157.pdf>],
26.01.2006.
15. Investment Company Institute. [www.ici.org], 26.01.2006.
16. Investopedia: ETFs Vs Index Funds. Quantifying the differences. [URL:
<http://www.investopedia.com/printabl.asp?a=/articles/mutualfund/05/ETFIndexFund.asp>],
13.10.2005.
17. iShares. [URL: http://www.ishares.com/library/etf_overview.jhtml], 2005.
18. Izvleček prospekta MP-Eurostock.si.
[URL: <http://www.medvesekpusnik.si/library/includes/file.asp?fileId=358>], 23.01.2006.
19. Ljubljanska borza. Mesečne Statistike.
[URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1296&sid=NBo5TuR28LET7VYRi>],
13.04.2006.
20. Looking at historical Risk, Part1.
[URL:
<http://news.morningstar.com/classroom2/printlesson.asp?docId=2927&CN=COM>],
13.04.2006.
21. Morgan Stanley. Exchange Traded Funds-A Global Overview, 2002.
22. Mutual fund fact book. Washington DC : Investment company Institute, 2005.
[URL: <http://www.ici.org/pdf/factbooks2.html#2006%20Fact%20Book>], 13.02.2006.
23. Nasdaq. [URL:<http://www.nasdaq.com>], 15.05.2006.
24. Spletna stran družbe za upravljanje Abanka DZU.
[URL: http://www.abanka.si/storitev_po.asp?MapaID=894], 15.05.2006.
25. Spletna stran družbe za upravljanje KD Investments.
[URL: <http://www.kd-group.si/index.php?t=eng>], 15.05.2006.

26. State Street Global Advisors. [URL: <http://www.streettracks.com>], 14.04.2006.
27. Trying to predict interest rates.
[URL: <http://www.investopedia.com/articles/03/122203.asp>], 16.05.2006.
28. Vanguard Investments.
[URL: <http://www.vanguard.com/international/hAsiEN/research/etfsEN.htm>], 17.04.2006.
29. Vzajemci.com. [URL: <http://www.vzajemci.com>], 10.05.2006.
30. Yahoo!Finance. [URL: <http://finance.yahoo.com>], 14.04.2006.
31. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 26/2005).
32. XTF: Exchange Traded Funds, Deutsche Boerse, 2006.

PRILOGE

PRILOGA 1: Pregled glavnih značilnosti ETF-jev in vzajemnih skladov zajetih v analizi donosnosti

1. $ETF_1 = \text{STREET TRACKS DJ GLOBAL TITANS (DGT)}$; (ETF Connect)

- *kategorija sklada:* globalni delniški
- *izdajatelj:* State Street
- *začetek delovanja:* 29.09.2000
- *Investicijska politika sklada:* ETF_1 kaže učinkovito reprezentativnost 50-ih največjih svetovnih podjetij. Cilj ETF_1 -ja je, kar se da natančno posnemati gibanje indeksa Dow Jones Global Titan Indeks.
- *višina celotnih sredstev v upravljanju na dan 16.05.2006:* 78.745.915,58 USD

2. $ETF_2 = \text{iSHARES S\&P GLOBAL 100 (IOO)}$; (ETF Connect)

- *kategorija sklada:* agresivni globalni delniški
- *izdajatelj:* Barclay's Global
- *začetek delovanja:* 12.05.2000
- *Investicijska politika sklada:* ETF_2 v svojem portfelju predstavlja naložbe v globalna multinacionalna podjetja z velikimi tržnimi kapitalizacijami, kot so zastopana v izbranem indeksu S&P Global 100 Index.
- *višina celotnih sredstev v upravljanju na dan 16.05.2006:* 473.374.000 USD

3. $ETF_3 = \text{UNICO I-TRACKER MSCI WORLD (UNMSWLD)}$; (ETF Connect)

- *kategorija sklada:* delniški
- *izdajatelj:* Unico Asset Management
- *začetek delovanja:* 26.5.2001
- *Investicijska politika:* Izbrani indeks sledenja ETF_3 -ja je MSCI World, ki predstavlja naložbe svetovnih največjih podjetij glede na tržne kapitalizacije. Je globalno usmerjen ETF sklad, brez geografskih in panožnih omejitev.
- *višina sredstev v upravljanju na dan 16.05.2006:* 103.027.000 USD

4. $VS_1 = \text{VZAJEMNI SKLAD DELNIŠKI ŽIVA}$; (Vzajemci.com)

- *kategorija sklada:* delniški
- *izdajatelj:* Primorski skladi d.d., Koper
- *začetek delovanja:* 16.11.1999
- *investicijska politika sklada:* Sredstva vzajemnega sklada ŽIVA so naložena predvsem v domače in tuje delnice, le manjši del pa v kratkoročne vrednostne papirje. Priporočljiva doba varčevanja je najmanj pet let.
- *višina sredstev v upravljanju na dan 16.05.2006:* 1.366,20 mio SIT (7,153 mio USD)

5. **VS₂ = VZAJEMNI SKLAD ABANKA ZAJČEK;** (Vzajemci.com)

- kategorija sklada: delniški
- *izdajatelj*: Abančna DZU, d.o.o.
- začetek delovanja: 23.06.1994
- *investicijska politika sklada*: Vzajemni sklad delniški Zajček je namenjen vlagateljem, ki želijo sredstva investirati na delniške trge na slovenskem in tujih trgih kapitala.
- višina sredstev v upravljanju na dan 16.05.2006: 5.006,94 mio SIT (26,214 mio USD)

6. **VS₃ = VZAJEMNI SKLAD KD RASTKO;** (Vzajemci.com)

- kategorija sklada: delniški
- *izdajatelj*: KD Investments d.o.o.
- začetek delovanja: 23.08.1996
- *investicijska politika sklada*: Vzajemni sklad investira v delnice in druge vrednostne papirje, s katerimi se trguje na področju držav Evropske Unije in EFTE. V strukturi naložb sklada lastniški vrednostni papirji predstavljajo najmanj 70%, dolžniški pa skupaj z denarnimi depoziti največ 30%.
- višina sredstev v upravljanju na dan 16.05.2006: 25.957,65 mio SIT (135,9 mio USD)

PRILOGA 2a : Vrednost sredstev v upravljanju v investicijskih družbah v ZDA v obdobju med 1995-2005 (v mia USD)

Leto	Vzajemni skladi	Closed-end funds	ETF skladi	UIT	Skupaj
1995	2.811	143	1	73	3.028
1996	3.526	147	2	72	3.747
1997	4.468	152	7	85	4.712
1998	5.525	156	16	94	5.791
1999	6.846	147	34	92	7.119
2000	6.965	143	66	74	7.248
2001	6.975	141	83	49	7.248
2002	6.390	159	102	36	6.687
2003	7.414	214	151	36	7.815
2004	8.107	254	226	37	8.624
2005	8.905	276	296	41	9.518

Vir: Mutual fund fact book, 2005.

PRILOGA 2b : Višina sredstev v upravljanju ETF-jev v ZDA po letih od 1999-2005

Year	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Sredstva v upravljanju v mia USD	33,87\$	65,59\$	82,9\$	102,1\$	150,98\$	226,2\$	296,1

Vir: Mutual fund fact book, 2005.

PRILOGA 3 : Sestava cenovnega indeksa Mp-Eurostock.si

Delnica	Država	Panoga	Tržna kapitalizacija (EUR)	Delež v %
1. United Utilities PLC	VB	voda	7.822.558.000	3,33
2.Scottish Power PLC	VB	Elektrika	13.202.264.000	3,33
3. Scottish Newcastle PLC	VB	Proizv.pijač	6.302.988.000	3,33
4. Lloyds TSB Group PLC	VB	Bančništvo	39.237.653.700	3,33
5. Electrabel	BE	Elektrika	20.060.543.000	3,33
6. British American Tobacco PLC	GB	Kmetijstvo	35.289.871.900	3,33
7. Aviva PLC	VB	Zavarovanje	21.754.503.900	3,33
8. Electricidade de Portugal SE	PL	Elektrika	7.569.032.700	3,33
9. ABN Amro Holding NV	NE	Bančništvo	36.059.382.800	3,33
10. Boots Group PLC	VB	Trgovina	6.535.910.000	3,33
11. Volvo AB	SW	Avtom.ind.	14.491.142.500	3,33
12. DaimlerChrysler AG	GE	Avtom.ind.	34.172.683.600	3,33
13. Sanpaolo IMI SpA	IT	Bančništvo	21.085.013.700	3,33
14. ENI SpA	IT	Nafta	86.336.156.300	3,33
15. TIM SpA	IT	Telekom.	38.486.757.800	3,33
16. BASF AG	GE	Kemija	30.065.199.200	3,33
17. Sandvik AB	SW	Strojništvo	8.368.867.700	3,33
18. Bayer AG	GE	Kemija	20.800.136.700	3,33
19. Soc.Assur. Generales deFrance	FR	Zavarovanje	12.548.652.300	3,33
20. Iberdrola SA	SP	Elektrika	19.230.044.900	3,33
21. Stora Enso Oyj	FI	Gozdarstvo	8.795.622.200	3,33
22. Solvay SA	BE	Kemija	7.336.868.700	3,33
23. Suez SA	FR	Voda	22.877.136.700	3,33
24. E.ON AG	GE	Elektrika	49.824.900.000	3,33
25. Cie de Saint-Gobain	FR	Gradivo	15.811.613.300	3,33
26. RDA NA Equity	NE	Nafta	98.667.343.800	3,33
27. Akzo Nobel NV	NE	Kemija	9.294.215.900	3,33
28. Accor SA	FR	Gradbeništvo	7.976.962.400	3,33
29. Total SA	FR	Nafta	119.192.335.900	3,33
30. Peugeot SA	FR	Avtom.ind.	11.542.822.300	3,33

Vir: Pravila upravljanja MP-Eurostock.si. (www.medvesekpusnik.si).

PRILOGA 4 : Slovarček slovenskih prevodov tujih izrazov

Tuj izraz	Slovenski prevod
<i>At the close order</i>	<i>Naročilo po tečaju, ki se oblikuje ob zaključku trgovanja.</i>
<i>At the opening order</i>	<i>Naročilo po tečaju, ki se oblikuje ob odprtju trgovanja.</i>
<i>American stock exchange (Amex)</i>	<i>Ameriška borza vrednostnih papirjev</i>
<i>Basket order</i>	<i>Zbirno naročilo</i>
<i>Chichago Mercantile Exchange</i>	<i>Borza v Chichagu</i>
<i>Closing price</i>	<i>cena ob zaključku trgovanja</i>
<i>Commodity Futures trading Commission</i>	<i>Komisija za nadzor trgovanja s terminskimi pogodbami</i>
<i>Creation unit</i>	<i>sveženj delnic sestavljenih običajno iz 50.000 delnic- ustvarjena enota</i>
<i>Creation and redemption process</i>	<i>Proces ustvarjanja in izničevanja delnic</i>
<i>Grantor trust</i>	<i>Ena izmed organizacijskih oblik ETF-jev; depozitarna potrdila, ki imetniku dajejo lastništvo nad delom premoženja ETF-jev, s katerim se trguje na borzi.</i>
<i>HOLDERS</i>	<i>Prvi ETF-jev organizirani v obliki depozitnega potrdila.</i>
<i>Iceberg order</i>	<i>Zakrito naročilo</i>
<i>Indicative optimized portfolio value</i>	<i>Optimizirana vrednost portfelja, ki izraža vrednost valutnih sprememb.</i>
<i>Index participation shares</i>	<i>VP, ki so sledili indeksu S&P</i>
<i>In-kind transfer</i>	<i>Prodaja delnice za delnico</i>
<i>International country indexes</i>	<i>Mednarodni deželni indeksi</i>
<i>Intraday indicative value</i>	<i>Čista vmesna vrednost sredstev</i>
<i>Investment company act</i>	<i>Zakon, ki ureja delovanje investicijskih skladov.</i>
<i>Investment company institute</i>	<i>Ameriško združenje vzajemnih skladov</i>
<i>Limit order</i>	<i>Limitirano naročilo</i>
<i>Management investment company</i>	<i>Oblika organiziranosti ETF-ja kot odprtega indeksnega sklada</i>
<i>Margin call</i>	<i>Zahteva po dodatnem vložku sredstev, ki jo borzni posrednik izreče vlagatelju, ki si je pri njem sredstva izposodil za nakup delnic.</i>
<i>Market open order</i>	<i>Tržno ali odprto naročilo</i>
<i>Net asset value (NAV)</i>	<i>Čista vrednost sredstev</i>
<i>Risk free rate</i>	<i>Netvegana obrestna mera</i>
<i>Securities and Exchange Commission-SEC</i>	<i>Agencija za trg vrednostnih papirjev v ZDA</i>

<i>Short sale</i>	<i>Prodaja brez kritja</i>
<i>Slice and dice</i>	<i>Strategija razpršitve premoženja</i>
<i>Stock picking</i>	<i>Izbira perspektivnih delnic na podlagi rezultatov opravljenih analiz</i>
<i>Supershares</i>	<i>Ideja o ustanovitvi sklada, ki bi bil sestavljen iz najdonosnejših delnic in čigar donos bi bil že vnaprej določen.</i>
<i>Stop order</i>	<i>Stop naročilo</i>
<i>Toronto Stock Exchange Index Participations- TIPS</i>	<i>Vrednostni papir v obliki skladiščnice, ki so sledile indeksu Toronto-35.</i>
<i>Tracking error</i>	<i>Sledilna napaka</i>
<i>Trailing stop order</i>	<i>Premikajoče stop naročilo</i>
<i>Treasury Bills</i>	<i>Ameriške zakladne menice z najnižjo stopnjo tveganja.</i>
<i>Unit Investment Trust</i>	<i>Oblika organiziranja ETF-ja kot upravljano premoženje.</i>
<i>Uptick rule</i>	<i>Borzno pravilo, ki zahteva, da je predhodni posel izvršen po nižji ceni.</i>
<i>Zero-cupon bonds</i>	<i>Brezkuponske obveznice</i>