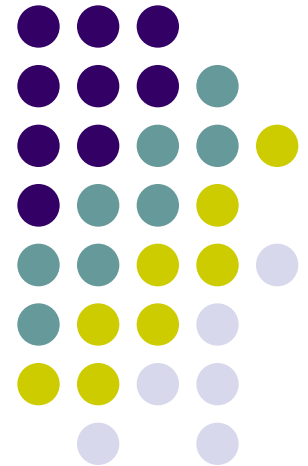


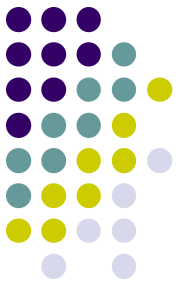
# Finančne institucije in trgi

## Posebne oblike investicijskih skladov

prof. dr. Aleš S. Berk

Katedra za denar in finance  
Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani





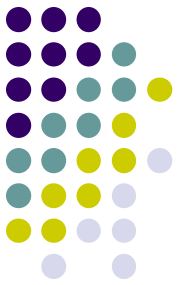
# Izhodišče

- Pregled trgov
- Pojavne oblike skladov
  - Zaprti skladi (*closed-end funds*)
    - Kotirajoči indeksni skladi – ETF (*exchange traded funds*)
  - Hedge skladi (*hedge funds*)
  - Nepremičninski skladi (*real estate investment trusts*)
  - PE skladi
- Merjenje uspešnosti

## Alternative Investment Fund Managers Directive



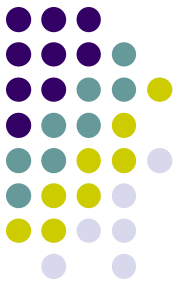
- 2013 stopi v veljavo direktiva, ki ureja področje posebnih oblik skladov in pokriva tako hedge sklade, private equity sklade, kakor tudi nepremičninske sklade.
- Uvaja regulacijo po podobnih področjih kot UCITS, z razliko, da tovrstnim skladom dopušča proste roke pri naložbenih strategijah.
- Glavni motiv je preglednost.
- Registrirati se mora vsak sklad, ki ima AUM 100M (500M, če ni zadolžen in vlagatelji ne morejo izplačevati deležev v petih letih)
- Področja:
  - kapitalske zahteve.
  - pravila o nagrajevanju.
  - pravila o obvladovanju tveganja.
  - zahteve po razkritjih.
- Gej podrobnosti na :  
<http://www.kpmg.com/IE/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Pages/F-S-InvestmentMgt-pub21.aspx>



# Geneza regulative EU

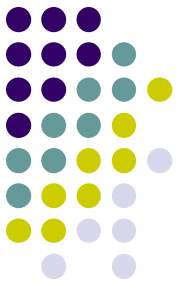
Prvi dokument v EU na področju alternativnih oblik sega v januar 2004:

- Resolucija o SAIVs (*Sophisticated Alternative Investment Vehicles*) – sprejel EU parlament na pripravljena izhodišča Komiteja za ekonomske in monetarne zadeve CoEMA:
  - “*To create favourable AI regime*”
  - “*light touch*” pristop, primerjalno z UCITS
  - Orientacija pretežno na “*retail market*”



# Resolucija o SAIVs

- Resolucija zajema:
  - HFs in druge AI sklade (nepremičnine, valute, blago)
  - Blaga oblika regulacije, da ti skladi ostajajo *on-shore*
  - Neomejenost naložbenih strategij & variabilno nagrajevanje
  - SAIV potni list in domači nadzor
  - Dostop do SAIVs zmerno poučenim (*ang. moderately affluent*) vlagateljem, z postopno razširitvijo na vse vlagatelje
  - Vpliv na razvoj **samo-regulatornega** in **etičnega poslovanja**.
  - Zagotavljanje dnevnega merjenja in obvladovanja tveganja
  - Ukrepi proti članicam, ki kakorkoli diskriminirajo SAIV sklade drugih članic na svojem ozemlju (davčno, dodatne regulativne zahteve, ipd.)



# Ne-UCITS skladi v RS

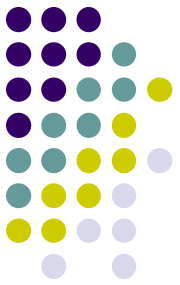
Slovenija je leta 2011 uzakonila alternativni sklad v ZISDU-2

- prvi poskus regulacije ne-UCITS oblike
- Razlog: AIFM zahteva

Aprila 2015 pa je DZ sprejel ZAKON O UPRAVLJAVCIH ALTERNATIVNIH INVESTICIJSKIH SKLADOV (ZUAIS) in tako določil:

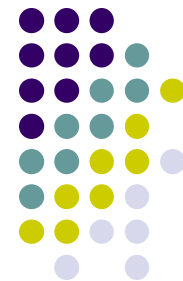
- pogoje in način upravljanja alternativnih investicijskih skladov (AIS);
- pogoje za ustanovitev in poslovanje alternativnih zasebnih investicijskih skladov s statusom specialnega investicijskega sklada (SIS);
- pogoje trženja enot AIS v Republiki Sloveniji in pogoje trženja enot AIS, ustanovljenih v Republiki Sloveniji, v drugi državi članici oziroma tretji državi;
- nadzor nad upravljanjem AIS in poslovanjem SIS;
- sodelovanje med pristojnimi organi.

# Zaprti investicijski skladi (*closed-end funds*)



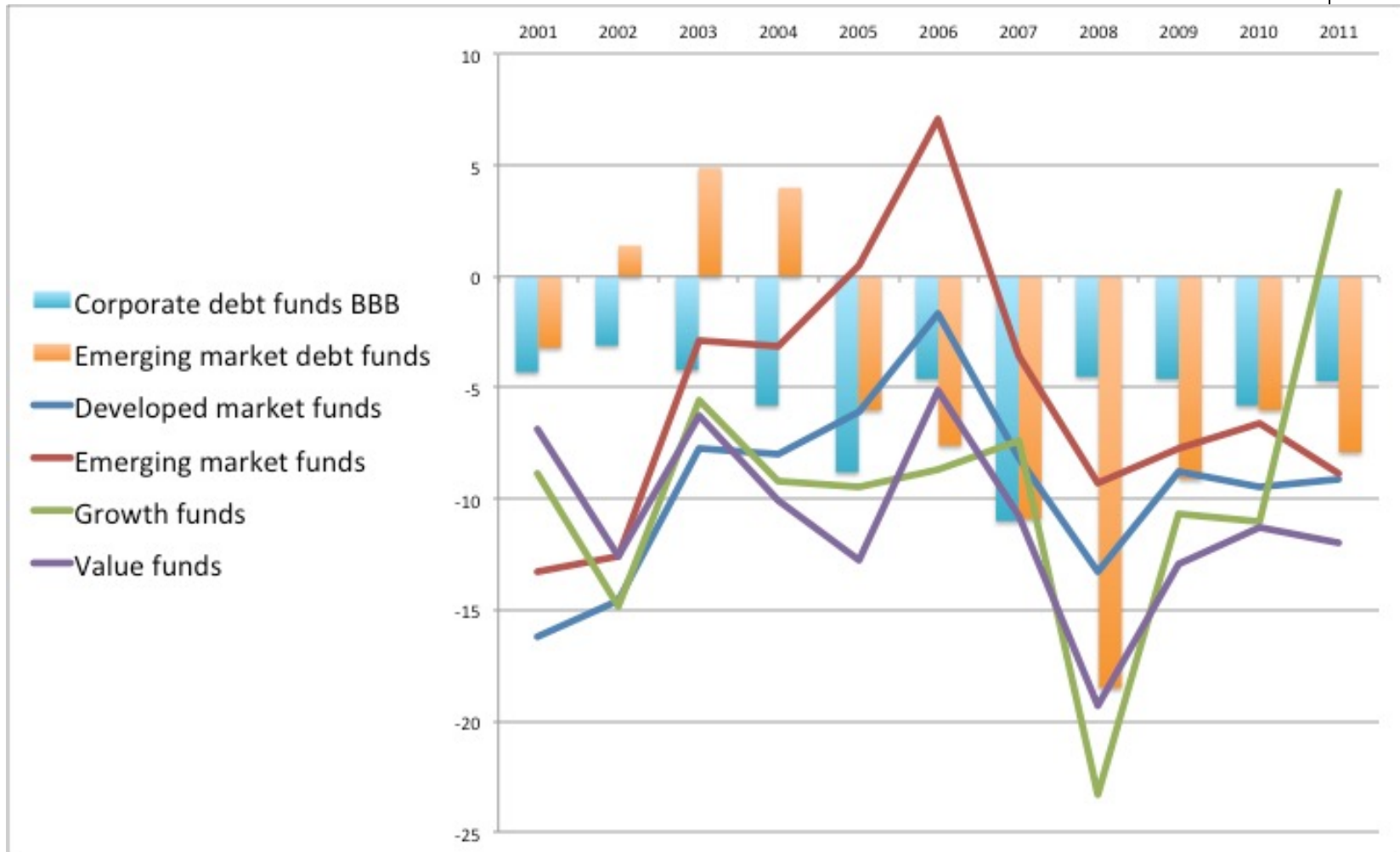
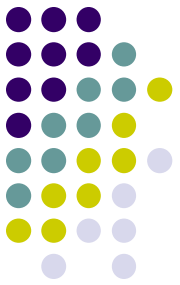
- Ne odkupujejo izdanih delnic sklada
- Vlagatelji lahko svoje delnice prodajo na sekundarnem trgu kapitala
- Imajo nespremenljivo število izdanih delnic
- Upravljajo s približno 1/40 naložb vzajemnih skladov
- Skoraj 60% sredstev je investiranih v obveznice.

# Uspešnost zaprtih investicijskih skladov



- V splošnem na uspešnost zaprtih skladov delujejo isti dejavniki kot na odprte sklade
- Dodaten dejavnik predstavlja sprememba v premiji oziroma diskontu
  - Če se premija poveča (diskont zmanjša), vlagatelji pridobijo dodatno donosnost. Če se diskont poveča (premija zmanjša) pa ravno obratno – nekaj sicer ustvarjene donosnosti izgubijo.
- Možnost razpršitve glede na vzajemne sklade, če le ti zasledujejo zelo usmerjene strategije.

# Gibanje diskonta v času

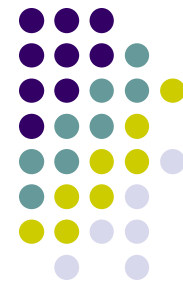


# Osnovne značilnosti ETF-ov



- Osnovne značilnosti ETF-ov
  - Njihovo premoženje je oblikovano na način, da tesno posnema določen borzni indeks
  - So pasivno upravljani (nasprotna stališča John C. Bogle (1998 in 2003) in Dylan B. Minor (2001 in 2003)).
  - Od vzajemnih skladov se ločijo v tem, da kotirajo na sekundarnem trgu.
  - Njihova cena se med trgovalnim dnem spreminja
  - Sestojijo iz nespremenljivega števila delnic (izjema je proces, ki je dostopen pooblaščenim udeležencem – menjava za košare delnic)
  - Davčno učinkoviti – ne povzročajo obdavčenih kapitalskih dobičkov zaradi procesa menjave (*redemption-in-kind*)

# Osnovne oblike in rast zanimanja za te oblike skladov

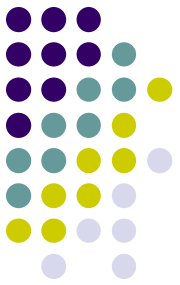


Glavne tri organizacijske strukture ETF-ov, so (Know Your Funds, 2004):

- **odprti indeksni vzajemni sklad, katerega delnice kotirajo na borzi** (*exchange-traded open-end index mutual fund*),
- **pasivno upravljano premoženje, ki kotira na borzi** (*exchange-traded unit investment trust, UIT*),
- **potrdilo o depozitu, ki kotira na borzi** (*exchange-traded grantor trust*).

Rast posameznih segmentov investicijskih skladov – obdobje 2002-05 (Mutual Funds Factbook, 2005):

- Vsi investicijski skladi: 11,0%
- Indeksni investicijski skladi: 27,8%
- Indeksni vzajemni skladi: 22,1%
- ETF: 41,1%



# Zametki in stanje

## ZDA:

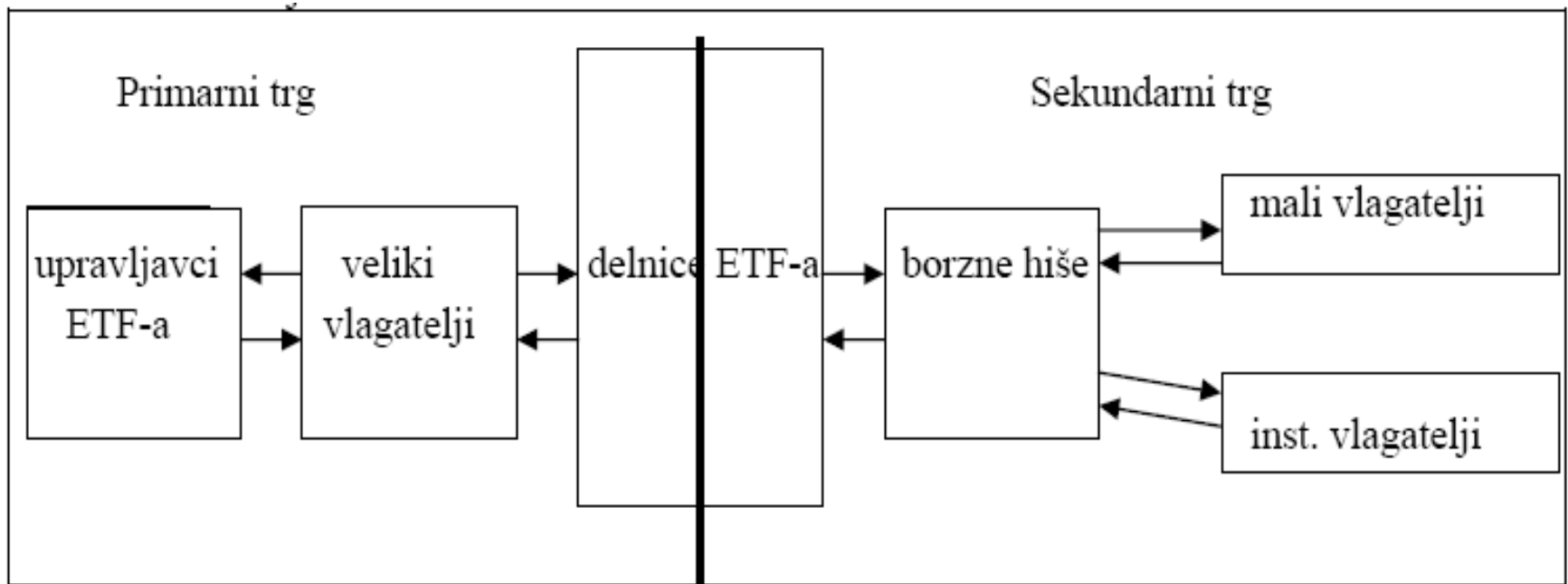
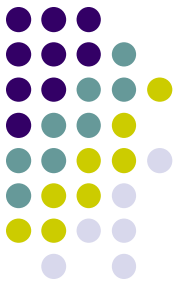
- Prvi ETF ustanovljen leta 1993 (Standard&Poors Depository Receipts - SPDR)
- Konec leta 2010 poslovalo 923 skladov (2000: 50, 2006: 200)
- Vrednost premoženja v upravljanju cca 1.000 mlrd USD.

## Europa:

- Prvi ETF ustanovljen aprila 2000 (iShares DJ STOXX 50).
- Februarja 2004 poslovala 102 sklada, leta 2011 (Q1) pa 1.122.
- Vrednost premoženja v upravljanju 308 mlrd USD.

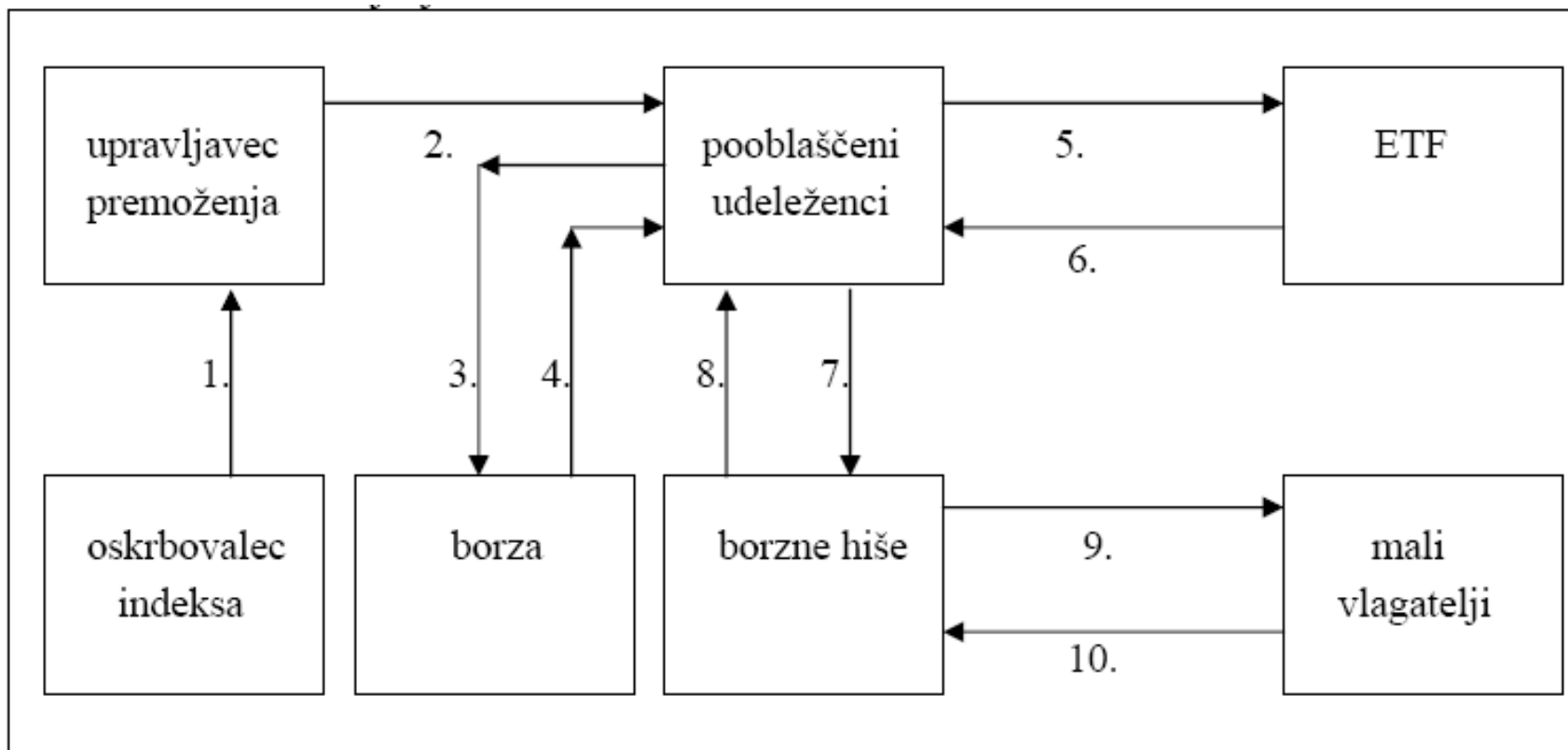
## Slovenija?

# Delovanje ETF-ov



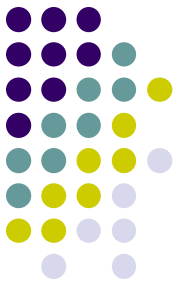
Vir: Demaine, 2002, str. 358.

# Proces ustvarjanja ETF-a



Vir: Gastineau, 2002, str. 64.

# Zanimivi vidiki ETF (glej članek Berk, Belavič, 2006)



- Trgovanje
- Določanje cene
- Stroški
  - Stroškovno razmerje
  - Vstopni in izstopni stroški
  - Likvidnostni stroški
  - Celotni stroški
- Davki
- Sledilna napaka (*tracking error*)
  - endogeni in eksogeni vzroki
- donosnost

# Stroškovnih razmerij ETF in indeksnih vzajemnih skladov



Stroškovno razmerje (*expense ratio*) predstavlja razmerje med stroški, namenjenimi za prodajo, trženje, administracijo ter upravljaljskimi stroški in celotnimi sredstvi sklada.

Tabela 1: Stroškovna razmerja ETF-ov in indeksnih vzajemnih skladov, ki sledijo znanim ameriškim indeksom (v odstotkih)

| indeks           | ETF                             | SR   | indeksni VS                    | SR   |
|------------------|---------------------------------|------|--------------------------------|------|
| DJIA             | DIAMONDS                        | 0,18 | Waterhouse Dow 30              | 0,06 |
| Nasdaq 100       | Nasdaq 100 Index Tracking Stock | 0,20 | USAA Nasdaq 100 Index          | 0,85 |
| Russell 2000     | iShares Russell 2000 Index      | 0,20 | Vanguard SmallCap Index        | 0,27 |
| Russell 3000     | iShares Russell 3000 Index      | 0,20 | ne obstaja                     | -    |
| S&P 500          | SPDRs 500                       | 0,10 | Vanguard 500 Index             | 0,18 |
| S&P 500          | iShares S&P 500 Index           | 0,09 | Fidelity Spartan 500 Index     | 0,10 |
| S&P 500 tech     | Technology Select Sector SPDR   | 0,26 | USAA S&P 500 Index             | 0,18 |
| S&P MidCap 400   | MidCap SPDRs                    | 0,25 | Vanguard Mid Cap Index         | 0,08 |
| S&P SmallCap 600 | iShares SmallCap 600 Index      | 0,20 | Galaxy II Small Company Index  | 0,49 |
| Wilshire 5000    | Total Stock Market VIPERs       | 0,15 | Fidelity Spartan Wilshire 5000 | 0,10 |

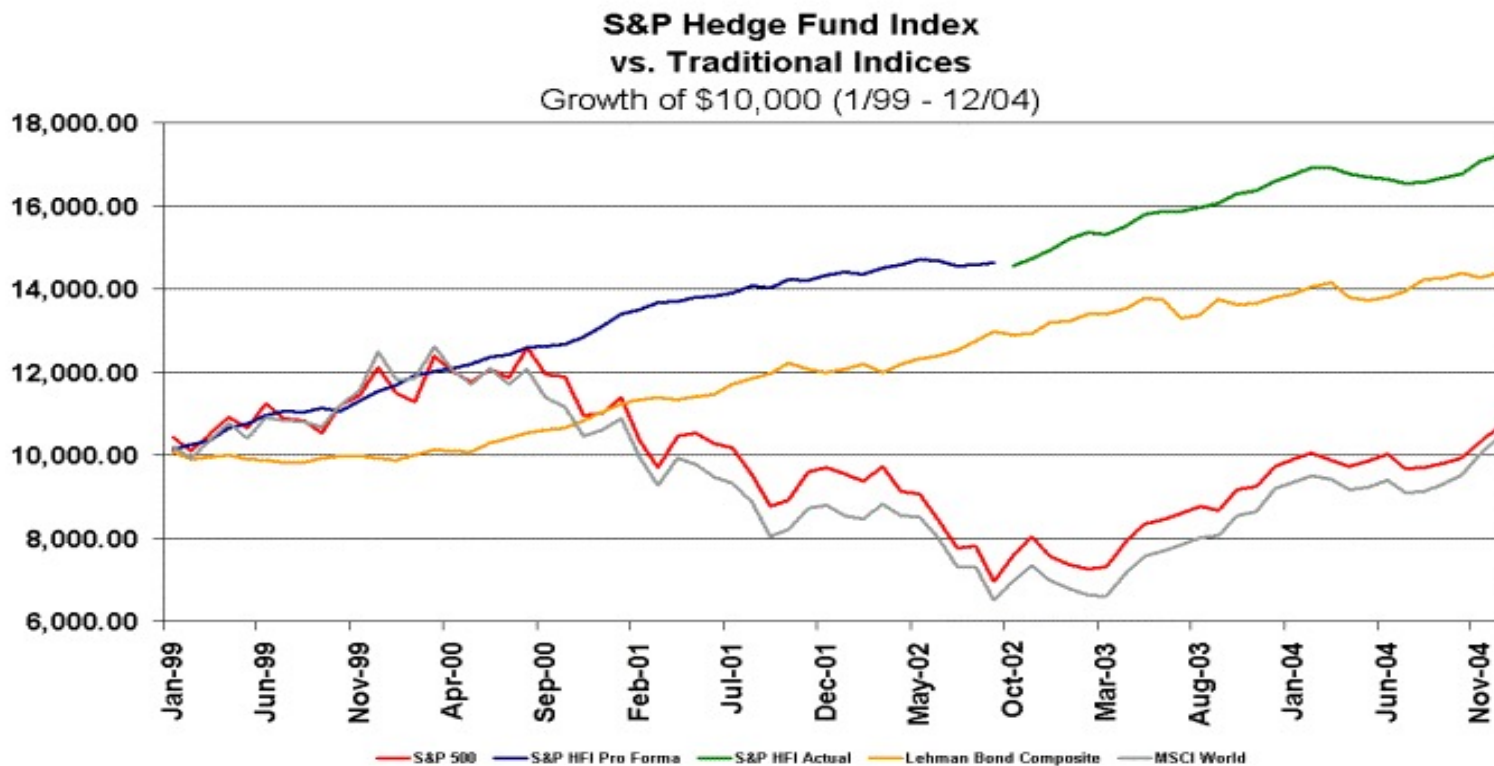
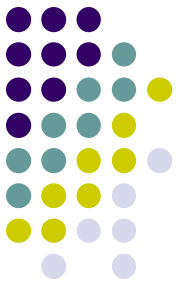
Vir: Mutual Funds, 2002, str. 40; Expenses as Low as 10 Basis Points on Fidelity Index Funds, 2004; Index ETFs, 2006; Mutual Funds and Commingled Trusts, 2006.

# Hedge skladi

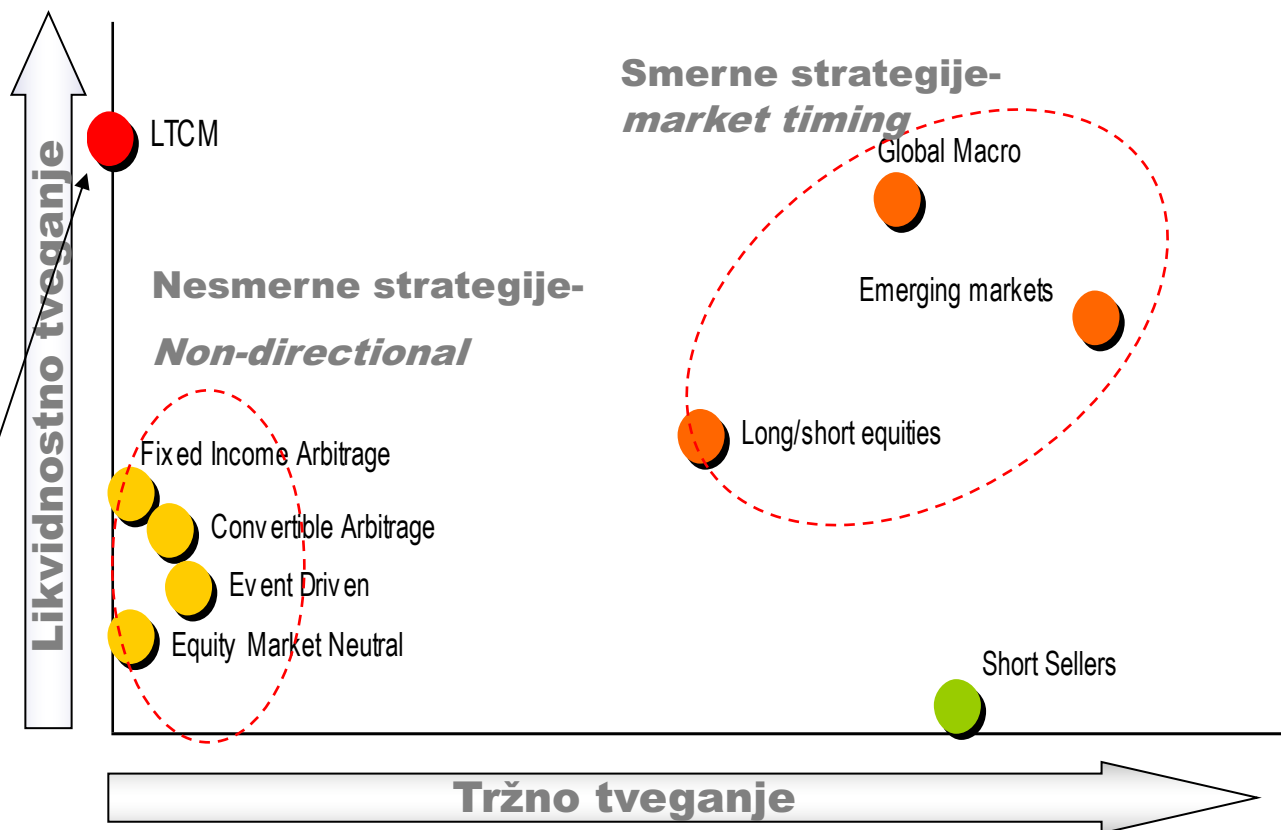


- Delnice prodajajo bogatim posameznikom
- Do pred nedavnega so bili pravno skoraj brez nadzora (novembra 2004 poskus nove ureditve v ZDA)
- Organizirani kot partnerstva (ne kot skladi!) (*limited partnership*)
- Dopuščajo vlagateljem unovčenje le po preteku določenega obdobja (v zadnjem času manj, sicer “likvidnostno okno” lahko tudi pol leta ali tri mesece)
- Pogosto vlagajo v izvedene finančne instrumente (*ang. derivatives*), uporabljajo kratke prodaje (*short selling*), in uporabljajo finančni vzvod (zadolžitve)
- Lahko dosegajo nadpovprečne donose, ki niso korelirani s trgom
- Strategije v grobem razdelimo na smerne in nesmerne (arbitraže), glede na izpostavljenost tržnemu tveganju.

# Primerljiva donosnost

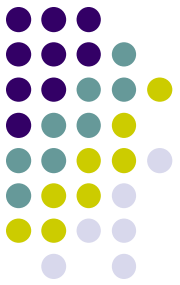


# Smernost strategij (izpostavljenost tržnemu tveganju)



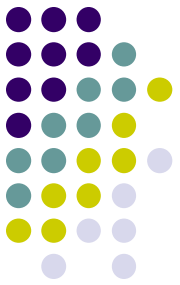
Long Term Capital  
Management

# Razlike glede na vzajemne sklade

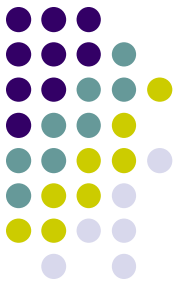


- Zahtevajo precej večje začetne vložke (navadno 1 mio USD)
- Težje unovčevanje naložbe
- Možnosti za dodatne naložbe
- Podvrženi šibkemu nadzoru (postaja zgodovina)
- Zagotavljajo le malo informacij vlagateljem
- Širok nabor potencialnih naložb
- Popolna svoboda oblikovanja naložbenih politik in sprememb naložbenih politik

# Stroški hedge skladov



- Upravljavski stroški (*management fee*) običajno znašajo od enega do dveh odstotkov sredstev v upravljanju
- Udeležba na ustvarjenem donosu (*incentive fee*) (pogosto 20 odstotkov), ki je odvisna od uspešnosti upravljanja sklada
- Nekateri zahtevajo tudi plačilo vstopnih stroškov (lahko tudi 5-6 odstotkov vplačila)



# Poskus ureditve v ZDA v 2004

Federal Register/vol.69, No. 237 (10.12.2004) – 17  
CFR Parts 275 and 279:

- Cilj: zaščita vlagateljev in kapitalskega trga
- Registracija pri SEC pod IAA (1940)
- Preglednost poslovanja nekaterih upravljavcev (CTA, ki upravljajo managed futures strategije, temelječe na trgovanju z blagom nadzira *Commodity Futures Trading Commission*)
- Vzpostavitev sistemov kontrol
- Vzpostavitev sprejetih standardov vrednotenja premoženja
- Natančno razkrivanje premoženja (pozicij)

# Kdo? in kdaj? se mora registrirati?



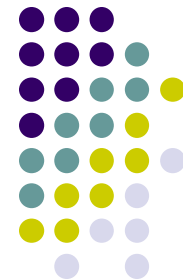
- Vsi svetovalci (*investment advisers*)
  - Če imajo 14 vlagateljev (prehodno obdobje)
  - Če AUM (vse pozicije skupaj) presegajo 25 mio USD
  - *Off-shore* svetovalci: 14 vlagateljev rezidentov ZDA
    - Zanje izjema do 25 mio USD AUM ne velja, razen nekaj izjem.

# Nepremičninski sklad REIT (ang. Real Estate Investment Trusts)



- REIT je zaprt investicijski sklad, ki vlaga v nepremičnine in hipotekarna posojila (in hipotekarne vrednostne papirje)
- Dopušča udeležbo malim vlagateljem z nizkimi začetnimi vložki
- Ustvarja dohodek s prihodki od najemnin od poslovnih prostorov in stanovanj in od obresti na posojila oz. vrednostne papirje
- Navadno se delnice REIT prodajajo na sekundarnem trgu kapitala
- Razdelimo jih lahko na:
  - Delniške nepremičninske sklade (*equity REIT*),
  - Hipotekarne nepremičninske sklade (*ang. mortgage REIT*),
  - Hibridne nepremičninske sklade (*hybrid REIT*).

# Private Equity skladi – skladi zasebnega kapitala



- Poznamo več oblik.
- Temeljna delitev:
  - VC skladi (skladi tveganega kapitala),
  - Mezzanine skladi,
  - LBO skladi,
  - Turnaround skladi.
- Slovenija v letu 2007 vzpostavila okvir za poslovanje skladov tveganega kapitala (VC)
  - ZDTK
  - SPS razpis za spodbujanje tega področja (35M)
- V Sloveniji že dlje časa aktivno posluje cca. 10 družb, obstaja tudi klub poslovnih angelov (Poslovni angeli Slovenije).
- Pomen tehnoloških parkov.