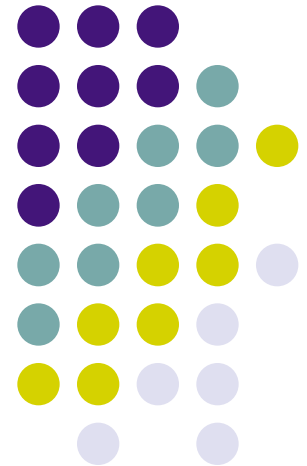


# Finančne institucije in trgi

## Investicijski skladi in pravna ureditev (2 od 3)

doc. dr. Aleš S. Berk

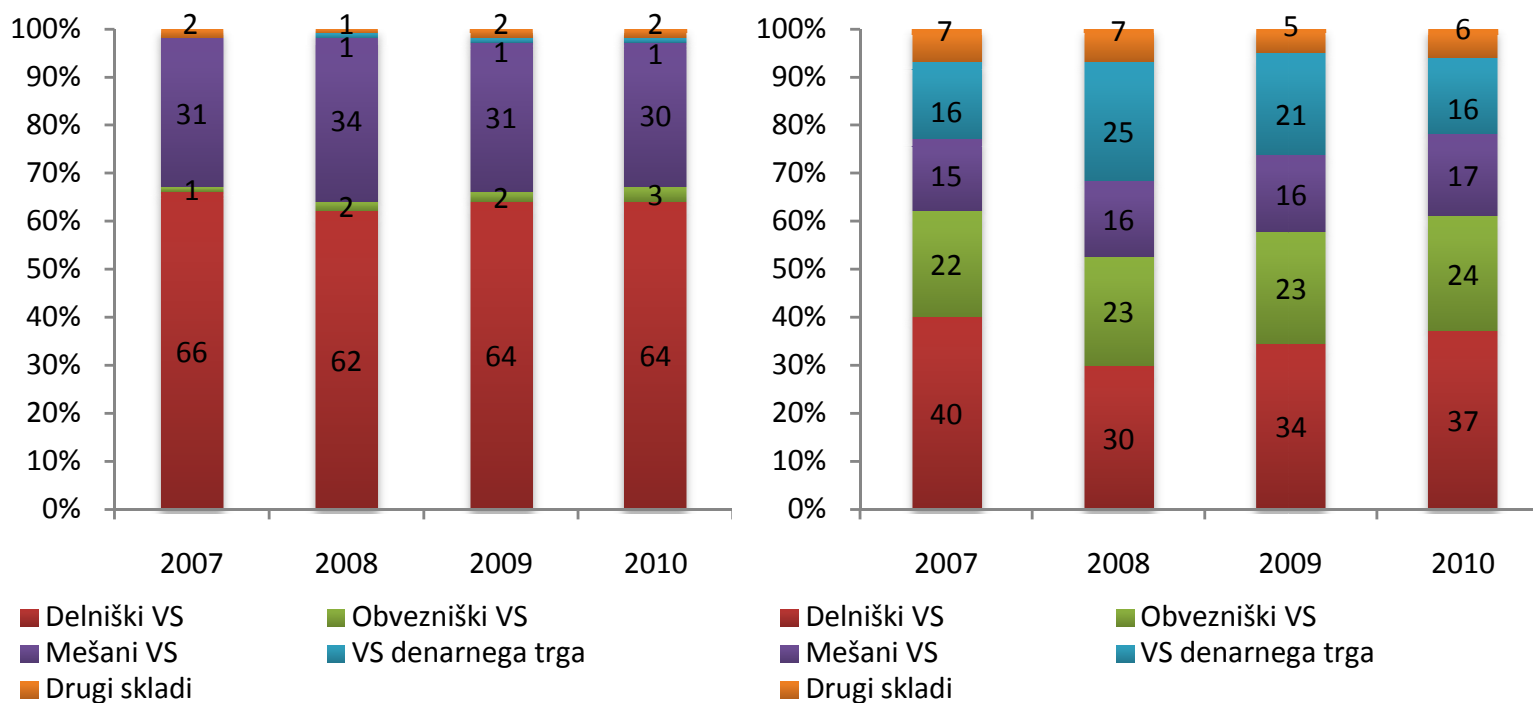
Katedra za denar in finance  
Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani



# Primerjava strukture skladov: SLO vs. EU



**Slika 5:** Primerjava razporeditve sredstev med slovenskimi VS (levo) in evropskimi VS (desno) od leta 2007 do leta 2010



Vir: ATVP, EFAMA, Banka Slovenije.

# Sestava premoženja slovenskih VS



Tabela 23: Sestava premoženja VS 31. 12. 2009 in 31. 12. 2010

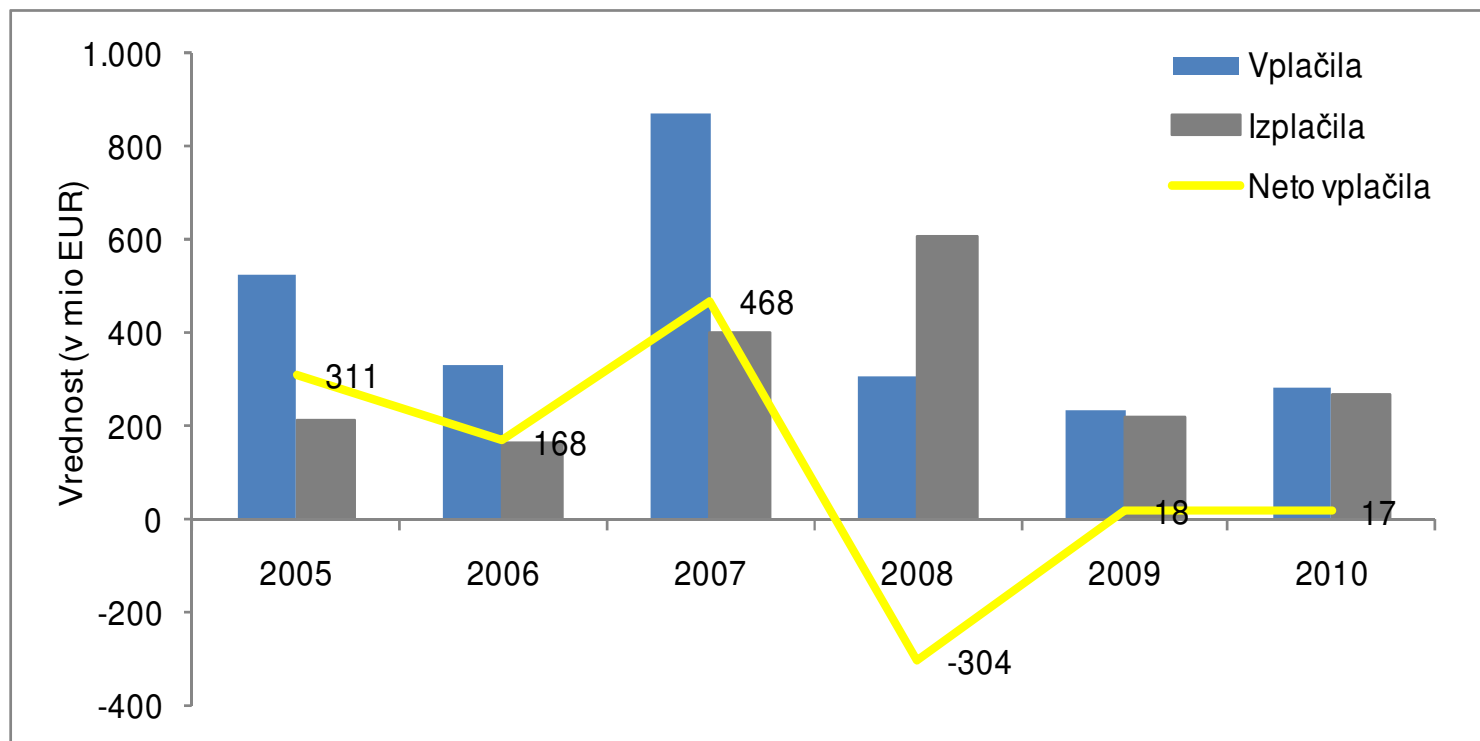
	31. 12. 2009		31. 12. 2010	
	SKUPAJ (v EUR)	v %	SKUPAJ (v EUR)	v %
1. Denarna sredstva	70.272.888	3,79	65.367.284	3,19
2. Depoziti in posojila	98.188.059	5,29	74.428.824	3,63
3. VP in instrumenti DT, s katerimi se trguje na org. trgu VP	1.552.067.734	83,61	1.740.662.166	84,98
3.1 VP domačih izdajateljev	410.598.346	22,12	373.209.796	18,22
3.1.1 Lastniški VP domačih izdajateljev	326.837.690	17,61	285.409.285	13,93
3.1.2 Dolžniški VP domačih izdajateljev	83.760.656	4,51	87.800.512	4,29
3.1.3 Ostali vrednostni papirji domačih izdajateljev	0	0	0	0
3.2 VP tujih izdajateljev	1.141.337.563	61,48	1.367.452.370	66,76
3.2.1 Lastniški VP tujih izdajateljev	1.033.244.159	55,66	1.235.422.144	60,31
3.2.2 Dolžniški VP tujih izdajateljev	108.093.404	5,82	132.030.226	6,45
3.2.3 Ostali vrednostni papirji tujih izdajateljev	0	0,	0	0
3.3 Instrumenti DT, s katerimi se trguje na org. trgu VP	131.826	0,01	0	0
3.3.1 Instrumenti DT domačih izdajateljev	0	0,00	0	0
3.3.2 Instrumenti DT tujih izdajateljev	131.826	0,01	0	0
4. Instrumenti DT prvovrstnih izdajateljev	0	0,00	0	0
5. Invest. kuponi in delnice odprtih invest. skladov	87.712.904	4,73	116.688.570	5,70
6. Sestavljeni in izpeljani finančni instrumenti	82.449	0	5.600	0
7. Drugi prenosljivi VP in drugi instrumenti DT	41.718.261	2,25	40.132.934	1,96
8. Terjatve in aktivne časovne razmejitev	6.254.694	0,34	11.072.116	0,54
<b>9. Skupaj</b>	<b>1.856.296.990</b>	<b>100,00</b>	<b>2.048.357.492</b>	<b>100,00</b>

Vir: ATVP

# Vplačila v slovenske VS



**Slika 7:** Letni obseg vplačil in izplačil v VS v Sloveniji 2005 do 2010 (v milijonih EUR)



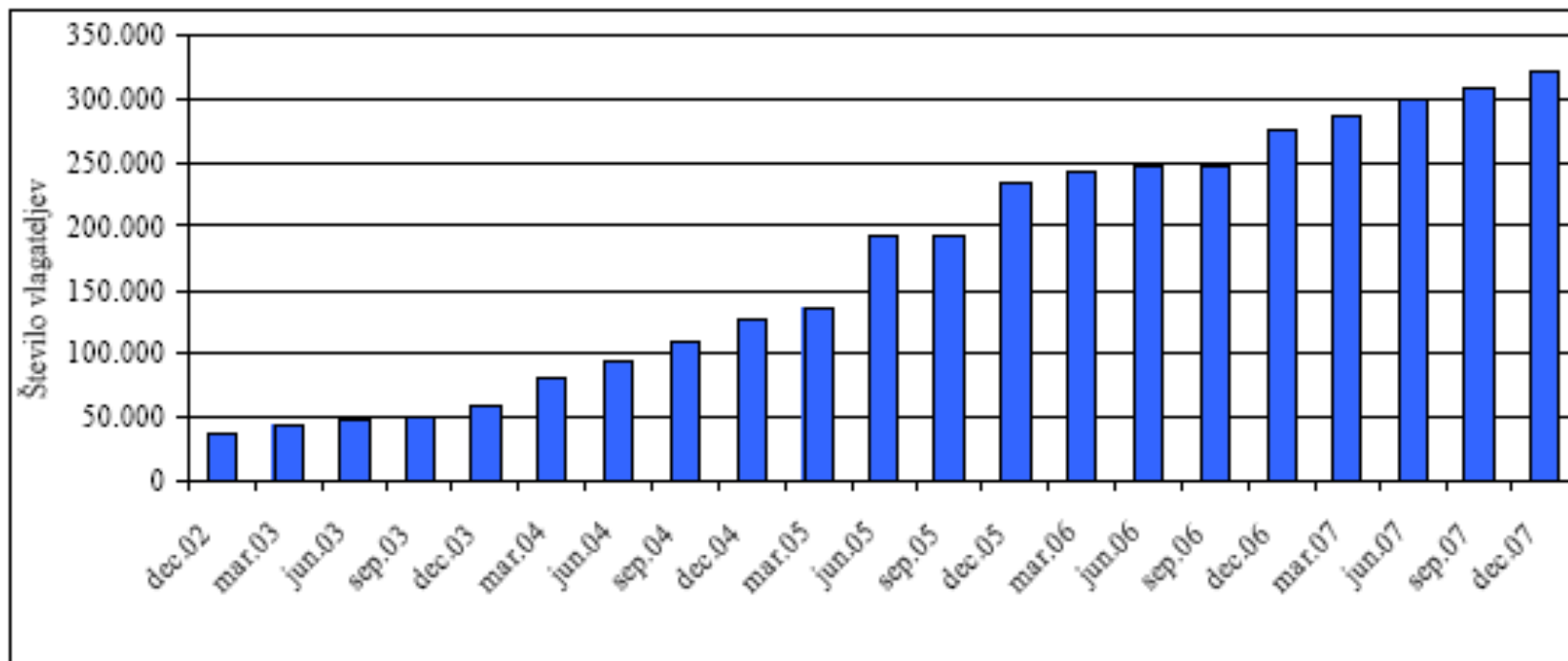
Opomba: Podatki do 31. 12. 2006 so preračunani po tečaju zamenjave 1 EUR = 239,640 SIT.

Vir: ATVP

# Število vlagateljev v VS v SLO (2002-07)



Slika 8: Gibanje števila vlagateljev v VS od decembra 2002 do decembra 2007

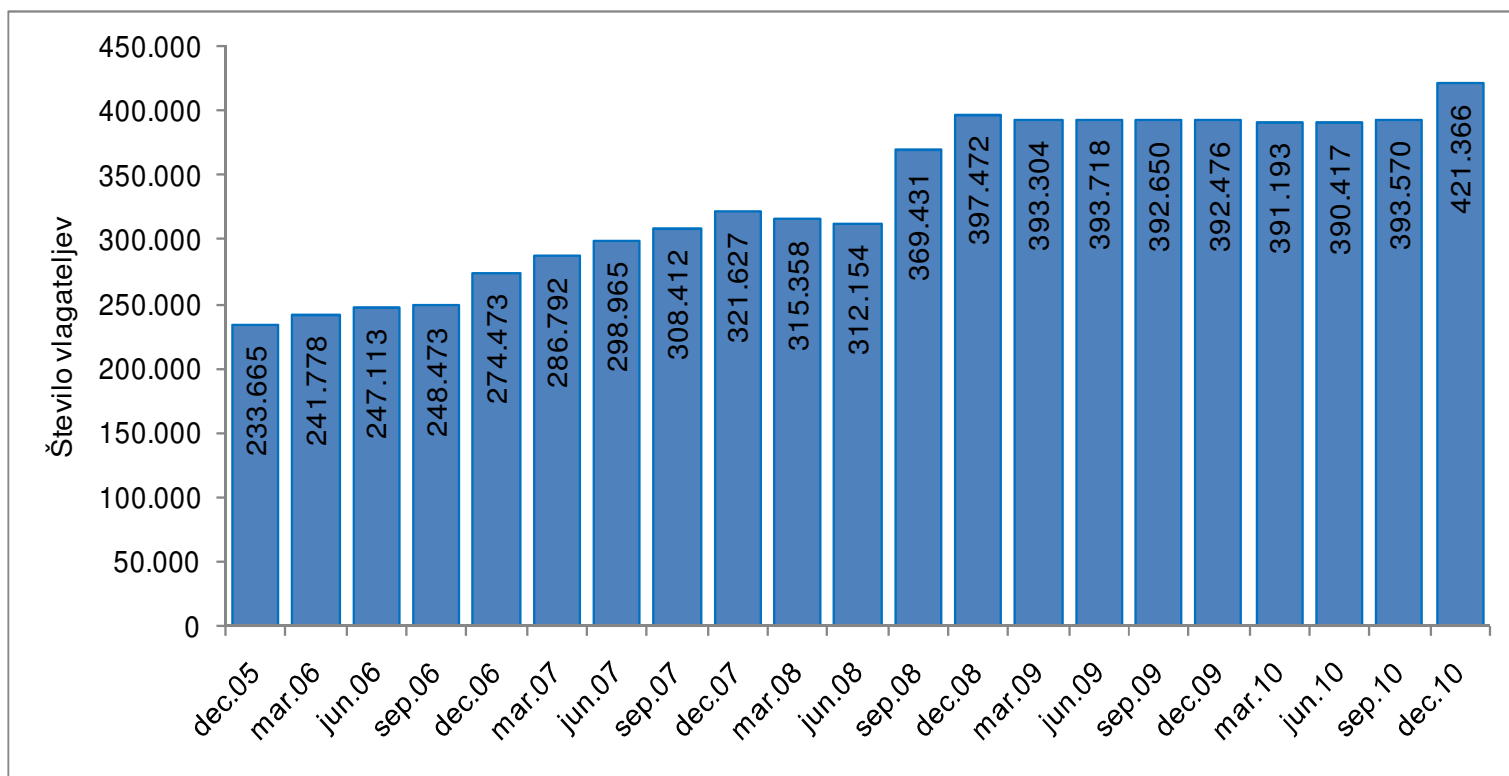


Vir: Agencija

# Število vlagateljev v VS v SLO (2005-10)



**Slika 6:** Gibanje števila vlagateljev v VS od decembra 2005 do decembra 2010



Vir: ATVP

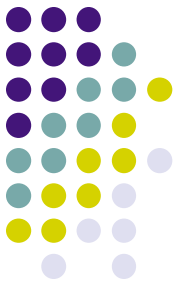
# Stroški vzajemnega sklada



- Vzajemni sklad stroške prevali na vlagatelje
- Stroške med skladi primerjamo s pomočjo stroškovnega razmerja (*expense ratio*)
  - Izračunajo se kot letni stroški na investicijski kupov, deljeni z VEP
  - Ob isti uspešnosti pred stroški, je uspešnost po stroških ob višjem stroškovnem razmerju, nižja
  - Vzajemni skladi z nizkimi stroški v povprečju uspešnejši (zagotavljajo višje stopnje donosa)

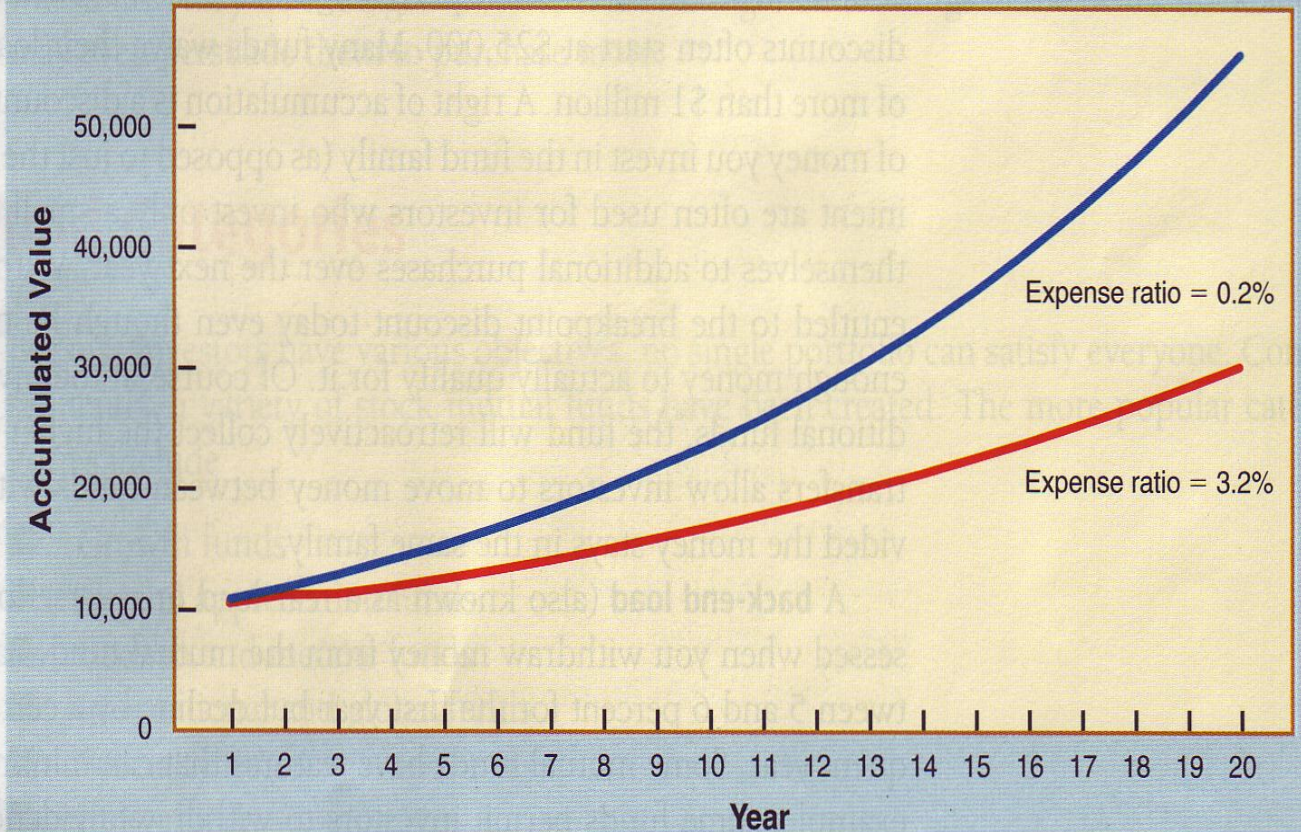
Glej Sklep o metodologiji za izračun celotnih stroškov poslovanja vzajemnega sklada in celotnih stroškov poslovanja investicijske družbe, načinu in rokih objave podatka o celotnih stroških poslovanja ter metodologiji za izračun stopnje obrata naložb vzajemnega sklada → <http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=28>

# Vpliv stroškov na donosnost



## EXHIBIT 23.3

How the Accumulated Value Can Be Affected by Expenses (Assume Initial Investment of \$10,000 and a Return before Expenses of 9.2%)



Vir: Madura (2006).



# Stroški vzajemnega sklada



- Stroški vključujejo (glej 2. člen sklepa ATVP):
  - Stroški za upravljavsko provizijo
  - Stroški plačilnega prometa
  - Stroški revizijskih storitev
  - Stroški obveščanja
  - Stroški skrbniških storitev
  - Stroški trženja, distribucije in stroški borznega posrednika v zvezi z njegovimi strankami, ki vlagajo v sklad (*12b-1 fees*)
- PTR & TER

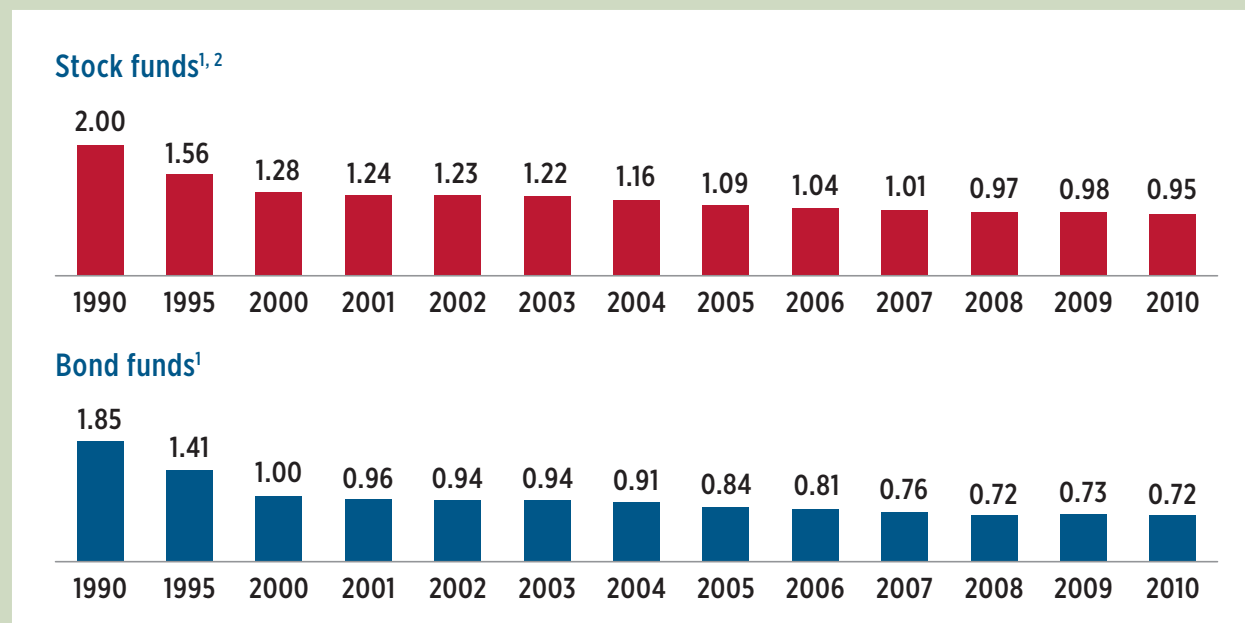
# Trend stroškovne obremenitve v ZDA



FIGURE 5.1

## Fees and Expenses Incurred by Stock and Bond Mutual Fund Investors Have Declined by More Than Half Since 1990

Percent, selected years

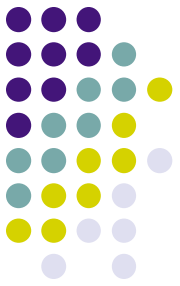


<sup>1</sup> Data exclude mutual funds available as investment choices in variable annuities and mutual funds that invest primarily in other mutual funds. Figure reports year-end asset-weighted average of annual expense ratios and annualized loads for individual funds.

<sup>2</sup> Stock funds include equity and hybrid funds.

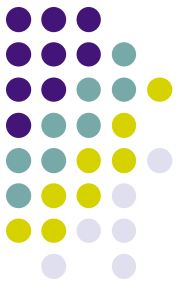
Sources: Investment Company Institute and Lipper

# Stroški vzajemnega sklada



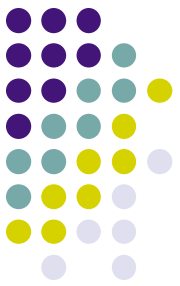
- Vstopni/izstopni stroški (sales load). Navadno jih zaračunavajo tisti skladi, ki se ne promovirajo izključno sami (*load funds*).
  - Zaračunavajo jih za promocijo prek posrednikov in zastopnikov
  - Znašajo navadno med 3 in 8,5 odstotki
  - **Front-end load** in **back-end load**, odvisno, kdaj vlagatelj plača te stroške.
  - Vstopni/izstopni stroški se **ne** upoštevajo v izračunu stroškovnega razmerja (kaj pa v primeru naložb v ciljne sklade??)
  - Za koga so primerni eni in drugi?

# Nadzor nad podjetji (*ang. corporate governance*)



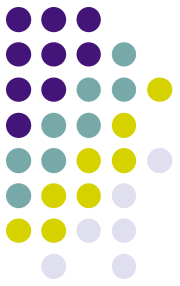
- Veliki vzajemni skladi so pomembni lastniki posameznih podjetij
  - Fidelity je npr. največji lastnik 700 podjetij
- Upravljavci premoženja so v ZDA tudi člani (neizvršni direktorji) odborov podjetij
- Mnogo podjetij predstavlja poslovne načrte skladom in jih prepričuje o smiselnosti njihovih sprememb
- Slovenija: specifične razmere zaradi zaprtosti kapitalskega trga v preteklosti

# Vrste delniških vzajemnih skladov



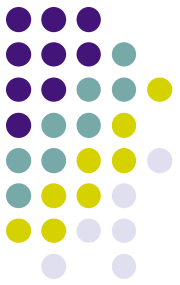
- **Skladi rasti** (*growth funds*) vlagajo v delnice hitro rastočih podjetij (*ang. maturing companies*)
  - Poudarjen je cilj povečevanja vrednosti VEP
- **Sklad kapitalske rasti** (*capital appreciation funds*) vlagajo v delnice podjetij, ki izkazujejo visoke stopnje rasti, vendar zanje obstaja visoka stopnja tveganja
  - Primerni so za vlagatelje, ki so sposobni prenesti občasne večje kapitalske izgube
- **Skladi rasti in dohodka** (*growth and income funds*) uravnotežajo kapitalsko apreciacijo in stabilnost prihodka

# Vrste delniških vzajemnih skladov (nad.)



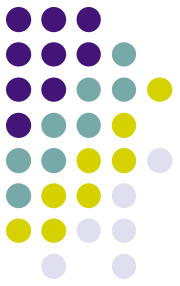
- **Specialni vzajemni skladi** (*specialty funds*) se osredotočajo na podjetja s posebnimi lastnostmi
  - Npr. energetska podjetja, banke, visoka tehnologija, podjetja prevzemne tarče, idr.
- **Indeksni vzajemni skladi** (*index funds*) posnemajo izbrani borzni indeks
- **Skladi vzajemnih skladov** (*multi-fund funds ali funds of mutual funds*) vlagajo v več vzajemnih skladov s ciljem doseganja večje razpršitve

# Vrste obvezniških vzajemnih skladov



- **Skladi dohodka (income funds)** vlagajo v obveznice, ki zagotavljajo periodična izplačila kuponskih obresti
  - Poudarjena je stabilnost dohodka (oz. rasti VEP v primeru, da sklad ne izplačuje dohodka)
  - Razlikujejo se po tveganju glede na prevladujoče obveznice
    - Podjetniške obveznice so podvržene kreditnemu tveganju, državne pa ne
    - Obveznice državnih agencij manj tvegane kot podjetniške obveznice
- **Sklad neobdavčljivih obveznic (tax-free funds)** vlagajo v občinske obveznice
  - Namenjene vlagateljem v visokih davčnih razredih
  - Dosegajo zmanjševanje kreditnega tveganja prek razpršitve

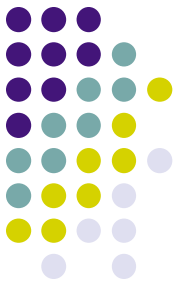
# Vrste obvezniških vzajemnih skladov (nad.)



- **Obvezniški skladi z nižjo boniteto (high-yield (junk) bond funds)** vlagajo v obsegu vsaj dveh tretjin sredstev v obveznice z boniteto pod Baa (Moody's) oziroma BBB (S&P)
- **Mednarodni in globalni obvezniški skladi (international and global bond funds)**
  - Ameriški učbeniki delijo sklade skladno z vključenostjo (globalni) oziroma izključenostjo (mednarodni) obveznic ameriških izdajateljev
  - Mednarodni oz. globalni obvezniški skladi so izpostavljeni tako kreditnemu (credit risk), obrestnemu tveganju (ang. interest rate risk) in tveganju spremembe deviznega tečaja (exchange rate risk)



# Vrste obvezniških vzajemnih skladov (nad.)



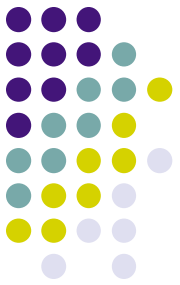
- Delitve po dospelosti (*maturity classifications*)
  - Skladi srednjeročne dospelosti (*intermediate-term bond funds*) pretežno vlagajo v obveznice z dospelostjo od 5 do 10 let
  - Skladi dolgoročne dospelosti (*long-term bond funds*) pretežno vlagajo v obveznice z dospelostjo 15 do 30 let
    - Ti skladi imajo več tveganja spremembe obrestne mere
- T.i. *asset allocation funds* temeljijo svojo naložbeno politiko na značilnostih naložbenih razredov
  - Glede na pričakovana gibanja na finančnih trgih prilagodijo izpostavljenosti (zamenjava celotnih naložbenih razredov)



# Skladi denarnega trga

- Naložbe skladov denarnega trga sestavljajo finančni instrumenti denarnega trga
- Dovoljujejo vlagateljem majhne vložke (\$1,000)
- Omogočajo plačevanje s čeki iz premoženja sklada (*check-writing privileges*)
- Periodično pošiljajo izpiske kot banke za transakcijske račune
- Pregledno poročajo o spremembah sestave premoženja
- Ko unovčevanje presega nova vplačila, unovčujejo (prodajajo) svoje premoženje

# Skladi denarnega trga (nad.)



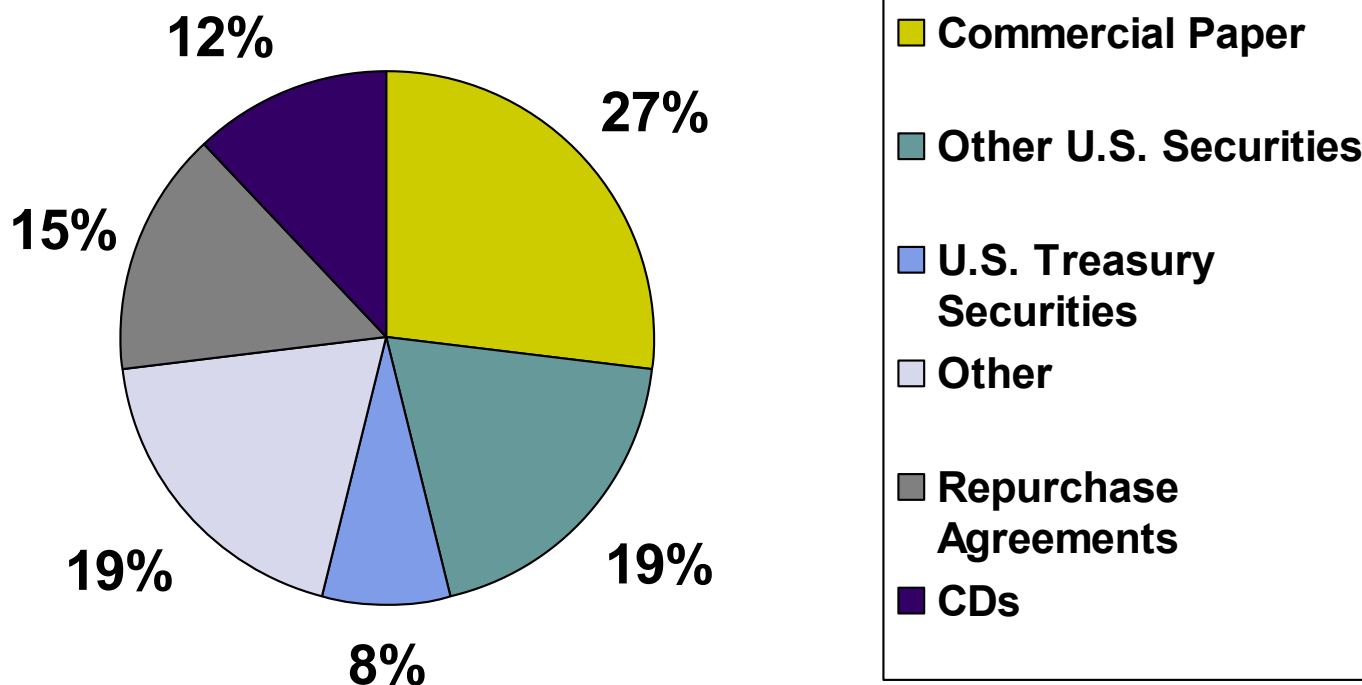
## Sestava naložb skladov denarnega trga:

- Komercialni zapisi podjetij (*commercial paper*)
- Sledijo jim zakladne menice in drugi domači (**ZAKAJ?!**) vrednostni papirji. Za ZDA: *Treasury and other U.S. securities*.
- Med recesijo navadno naraste delež srednjeročnih VP (zakladnih zapisov) Za ZDA: *Treasury bills*.
- Skladi denarnega trga vnaprej določijo načrtovano strukturo in jo zasledujejo (so osredotočeni)

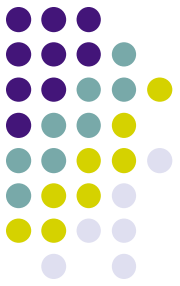
# Skladi denarnega trga (nad.)



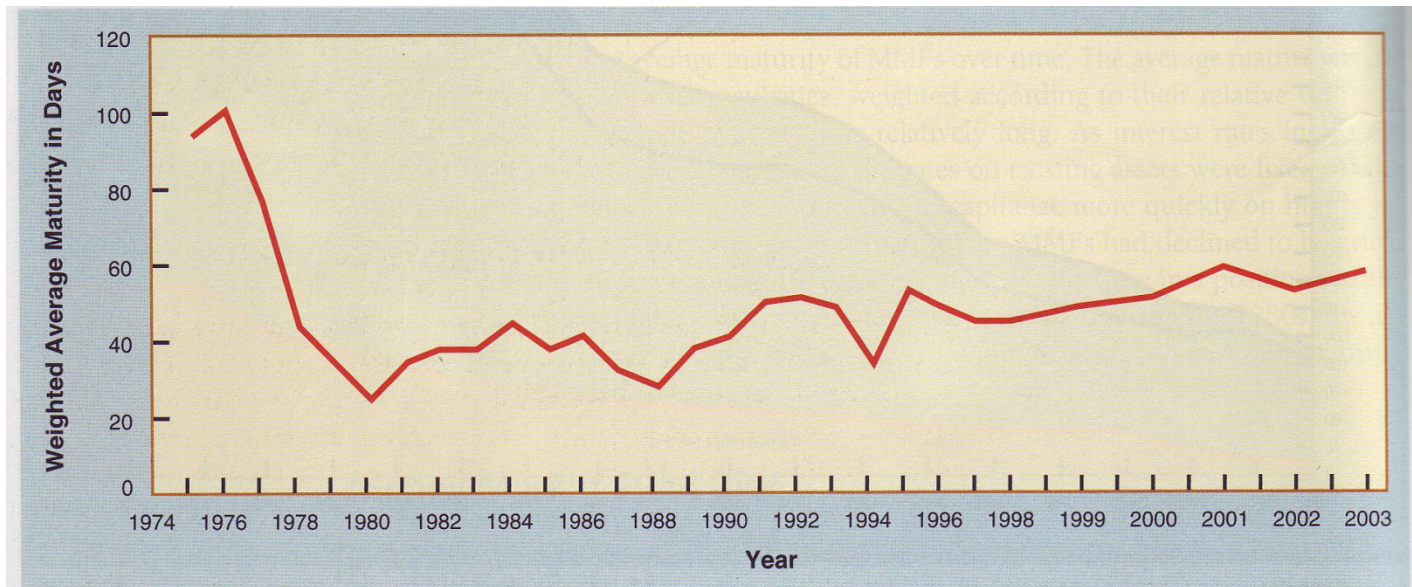
Tipična sestava MMF (podatek na 31.12.2004)



# Dospelost skladov denarnega trga v ZDA



- Povprečna dospelost je opredeljena kot tehtana dospelost posameznih naložb. Uteži predstavljajo vrednostni posameznih naložb.
- Dinamika povprečne dospelosti ameriških skladov denarnega trga



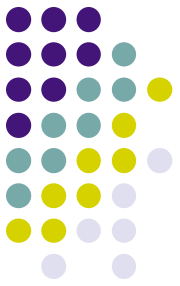
Source: 2004 Mutual Fund Fact Book.

# Izpostavljenost tveganju skladov denarnega trga



- Kreditno tveganje (*credit risk*) nizko.
- Instrument, izpostavljen kreditnemu tveganju je komercialni zapis (*commercial paper default*)
- Občutljivost instrumentov denarnega trga na obrestno mero je nizko (*interest rate sensitivity*)
- Pričakovana donosnost (*expected return*) je nizka, saj:
  - vlagatelji niso izpostavljeni kreditnemu tveganju
  - Vlagatelji niso izpostavljeni obrestnemu tveganju
  - Dosegajo relativno stabilne donosnosti

# Upravljanje sklada denarnega trga



- Upravljavec sklada denarnega trga sledi opredeljeni naložbeni politiki
  - Sprememba sestave naložb ob spremembah ekonomskega okolja (stanja gospodarstva)
  - Na donosnost lahko upravljavci vplivajo s spremembo povprečne dospelosti naložb
- Nekateri upravljavci skladov denarnega trga imajo omejene možnosti (so relativno neprilagodljivi) spremembe premoženja. Razlog je zaveza v prospektu.



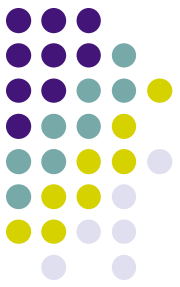
# Skladi denarnega trga v EU

COUNTRY	ASSETS	%
France	395,700	46.3%
Luxembourg	202,471	23.7%
Italy	73,451	8.6%
Spain	54,516	6.4%
Germany	35,520	4.2%
Austria	12,193	1.4%
Turkey	11,983	1.4%
Finland	11,936	1.4%
Switzerland	10,650	1.2%
Portugal	8,749	1.0%
Greece	7,424	0.9%

(1) As of 30 June 2005



# Uspešnost delniških vzajemnih skladov

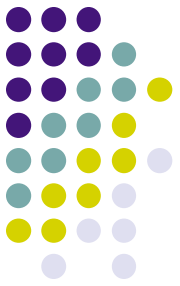


- Uspešnost lahko zapišemo kot:

$$\Delta PERF = f(\Delta MKT, \Delta SECTOR, \Delta MANAB)$$

- Sprememba tržnih razmer
  - Tesna povezava (zakaj?)
  - Kaj meri tržno izpostavljenost vzajemnega sklada?
    - → beta koeficient
- Sprememba razmer v posamezni dejavnosti
  - Perspektivnost sektorjev in upravljanje premoženja
- Sposobnosti upravitelja
  - Skladi sorodnih vrst se med seboj razlikujejo
  - Učinkovit sklad ima nizke stroške in dosega visoke donosnosti

# Uspešnost obvezniških vzajemnih skladov



- Uspešnost lahko zapišemo kot:

$$\Delta PERF = f(\Delta R_F, \Delta RP, \Delta MANAB)$$

- Sprememba netvegane stopnje donosa
  - Cene obveznic se gibljejo v nasprotni smeri kot obrestne mere
  - Skladi, ki vlagajo v obveznice z daljšo dospelostjo so izpostavljeni večjemu obrestnemu tveganju
- Sprememba premije za tveganje
  - Cene obveznic se gibljejo v nasprotni smeri kot premija za tveganje
  - Slabe gospodarske razmere premijo za tveganje povečujejo
- Sposobnosti upravljavca
  - Skladi sorodnih vrst se med seboj razlikujejo
  - Učinkovit sklad ima nizke stroške in dosega visoke donosnosti

# Empirične ugotovitve glede uspešnosti delniških vzajemnih skladov



- Uspešnost delniških vzajemnih skladov se smiselno primerja z ustreznim delniškim indeksom (*stock market index*), pri čemer je potrebno upoštevati tveganje
- Večina empiričnih študij ni uspela dokazati, da vzajemni skladi dosegajo višje donosnosti kot trg, še posebno, kadar se dosledno upošteva vrsto naložb v katere posamezen sklad vlaga
  - Isti zaključki veljajo, če so donosnosti prilagojene za tveganje

# Empirične ugotovitve glede uspešnosti obvezniških vzajemnih skladov



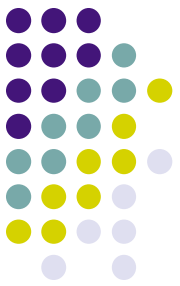
- V splošne obvezniški vzajemni skladi ne dosegajo donosnosti obvezniških indeksov (*underperform bond indexes*)
- V splošnem obvezniški vzajemni skladi z višjim stroškovnim razmerjem dosegajo manjše donosnosti
- Podatki o pretekli donosnosti navadno niso koristni pokazatelj prihodnje donosnosti.

# Afere v dejavnosti upravljanja vzajemnih skladov



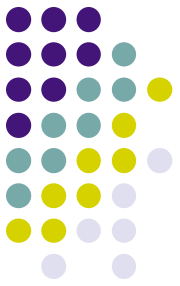
- V letu 2003 so nekateri ameriški vzajemni skladi dovolili velikim strankam kupovati kupone skladov po četrthi uri po zaključnih cenah (ki se določijo ob štirih)
  - “Pozno trgovanje” (*late trading*) pomeni kršitev pravila trgovanja po neveljavnih (neažurnih) cenah (*ang. “stale” prices*), kar predstavlja kršitev pravil nadzornika (SEC)
- Ukrepi SEC:
  - Sprožila preiskavo
  - Kaznovala vzajemne sklade (njihove upravljavce) s krepko finančno kaznijo
  - Sprožila tožbe proti upravljavcem (demonstracijski učinek in vzpostavljanje zaupanja)

# Afere v dejavnosti upravljanja vzajemnih skladov (nad.)



- Upravljalvska struktura (*governance structure*)
  - Nekateri upravljalvci so solastniki družbe za upravljanje. Zato so nagnjeni k zaračunavanju visokih stroškov, saj le-ti povečujejo dobiček družb za upravljanje. Rešitev: konkurenca!
  - Vlagatelji si ne znajo vedno pravilno razložiti pomena stroškov
- Čeprav so pri upravljanju vzajemnih skladov prisotne ekonomije obsega (*economies of scale*), stroški v času naraščajo!
- Odbor: nadzor nad delovanjem (zaščita vlagateljev).
  - Velja v ZDA (v Sloveniji vzajemni sklad nima nadzornega sveta)
  - Večina članov naj bi bilo neodvisnih!
  - Notranje kontrole in obvladovanje operativnega tveganja (ZDA: *compliance officer*).

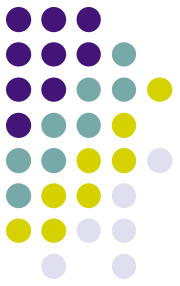
# Interakcija z drugimi finančnimi institucijami



Type of Financial Institution	Interaction with Mutual Funds
Commercial banks and SIs	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ MMFs invest in CDs at banks and SIs and in commercial paper issued by bank holding companies</li><li>➤ Some commercial banks have investment company subsidiaries that offer mutual funds</li><li>➤ Some stock and bond funds invest in securities issued by banks and SIs</li></ul>
Finance companies	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Some MMFs invest in commercial paper issued by finance companies</li><li>➤ Some stock and bond funds invest in stocks and bonds issued by finance companies</li></ul>
Securities firms	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Hire securities firms to execute security transactions for them</li><li>➤ Sometimes own a discount brokerage subsidiary that competes with other securities firms</li></ul>

Vir: Madura (2006).

# Interakcija z drugimi finančnimi institucijami (nad.)



Type of Financial Institution	Interaction with Mutual Funds
Insurance companies	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Some stock funds invest in stocks issued by insurance companies</li><li>➤ Some insurance companies have investment company subsidiaries that offer mutual funds</li><li>➤ Some insurance companies invest in mutual funds</li></ul>
Pension funds	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Pension fund portfolio managers invest in mutual funds</li></ul>

Vir: Madura (2006).

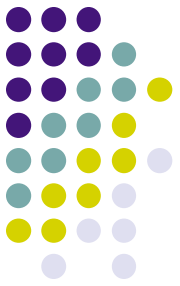


# Vzajemni skladi in finančni trgi



Type of Financial Market	How Mutual Funds Use That Market
Money markets	➤MMFs invest in various money market instruments
Bond markets	➤Some bond funds invest mostly in bonds issued by the Treasury or government agencies; others invest in bonds issued by municipalities or firms ➤Foreign bonds are sometimes included in a bond mutual fund
Mortgage markets	➤Some bond funds invest in bonds issued by Ginnie Mae, which uses the proceeds to purchase mortgages that were originated by some financial institutions
Stock markets	➤Stock funds include stocks with various degrees of risk and potential return
Futures markets	➤Some bond funds periodically attempt to hedge against interest rate risk by taking positions in interest rate futures
Options markets	➤Some stock funds hedge specific stocks by taking positions in stock options ➤Some funds take positions in stock options for speculative purposes
Swap markets	➤Some bond funds engage in interest rate swap to hedge interest rate risk

# Globalizacija in vzajemni skladi



- Mednarodni (*international mutual funds*) in globalni vzajemni skladi (*global mutual funds*) so omogočili mednarodni pretok kapitala in pomagali vzpostaviti globalni trg vrednostnih papirjev (*global securities market*)
- Koristi takšnega trga:
  - Zmanjševanje pretiranih transakcijskih stroškov (*excessive transaction costs*)
  - Povečana stopnja integracije med trgi
- K procesu so mnogo pripomogle tudi evropske države, ki so v UCITS direktivi opredelile t.i. potne liste
- Skladno z NAFTA, lahko upravljavci kvalificiranih vzajemnih skladov tržijo svoje vzajemne sklade v Mehiki