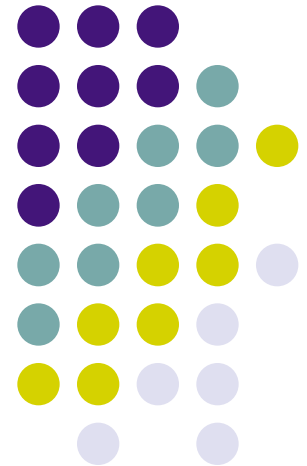


Finančne institucije in trgi

Investicijski skladi in pravna ureditev (3 od 3)

doc. dr. Aleš S. Berk

Katedra za denar in finance
Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani

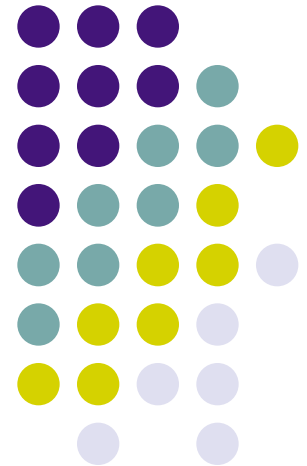


Finančne institucije in trgi

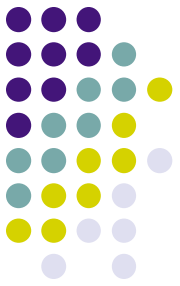
Posebne oblike investicijskih skladov

doc. 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

FIGURE 1.10

Number of Investment Companies¹ by Type*Year-end, 1995–2010*

	Mutual funds²	Closed-end funds	ETFs³	UITs	Total
1995	5,761	500	2	12,979	19,242
1996	6,293	497	19	11,764	18,573
1997	6,778	487	19	11,593	18,877
1998	7,489	492	29	10,966	18,976
1999	8,003	512	30	10,414	18,959
2000	8,370	482	80	10,072	19,004
2001	8,518	492	102	9,295	18,407
2002	8,511	545	113	8,303	17,472
2003	8,426	584	119	7,233	16,362
2004	8,415	619	152	6,499	15,685
2005	8,449	635	204	6,019	15,307
2006	8,721	647	359	5,907	15,634
2007	8,747	664	629	6,030	16,070
2008	8,884	643	743	5,984	16,254
2009	8,617	628	820	6,049	16,114
2010	8,545	624	950	5,971	16,090

¹ Investment company data include only investment companies that report statistical information to the Investment Company Institute.

² The data include mutual funds that invest primarily in other mutual funds.

³ ETF data prior to 2001 were provided by Strategic Insight Simfund. ETF data include investment companies not registered under the Investment Company Act of 1940 and ETFs that invest primarily in other ETFs.

Sources: Investment Company Institute and Strategic Insight Simfund



Števílo skladov v ZDA

Vir: ICI: 2011 IC Fact Book.

FIGURE 1.1

Investment Company Total Net Assets by Type*Billions of dollars, year-end, 1995–2010*

	Mutual funds¹	Closed-end funds	ETFs²	UITs	Total³
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	6,383	159	102	36	6,680
2003	7,402	214	151	36	7,803
2004	8,095	254	228	37	8,614
2005	8,891	277	301	41	9,510
2006	10,398	298	423	50	11,168
2007	12,002	313	608	53	12,977
2008	9,604	186	531	29	10,349
2009	11,120	225	777	38	12,161
2010	11,821	241	992	51	13,104

¹ Mutual fund data include only mutual funds that report statistical information to the Investment Company Institute. The data do not include mutual funds that invest primarily in other mutual funds.

² ETF data prior to 2001 were provided by Strategic Insight Simfund. ETF data include investment companies not registered under the Investment Company Act of 1940 and exclude ETFs that invest primarily in other ETFs.

³ Total investment company assets include mutual fund holdings of closed-end funds and ETFs.

Note: Components may not add to the total because of rounding.

Sources: Investment Company Institute and Strategic Insight Simfund

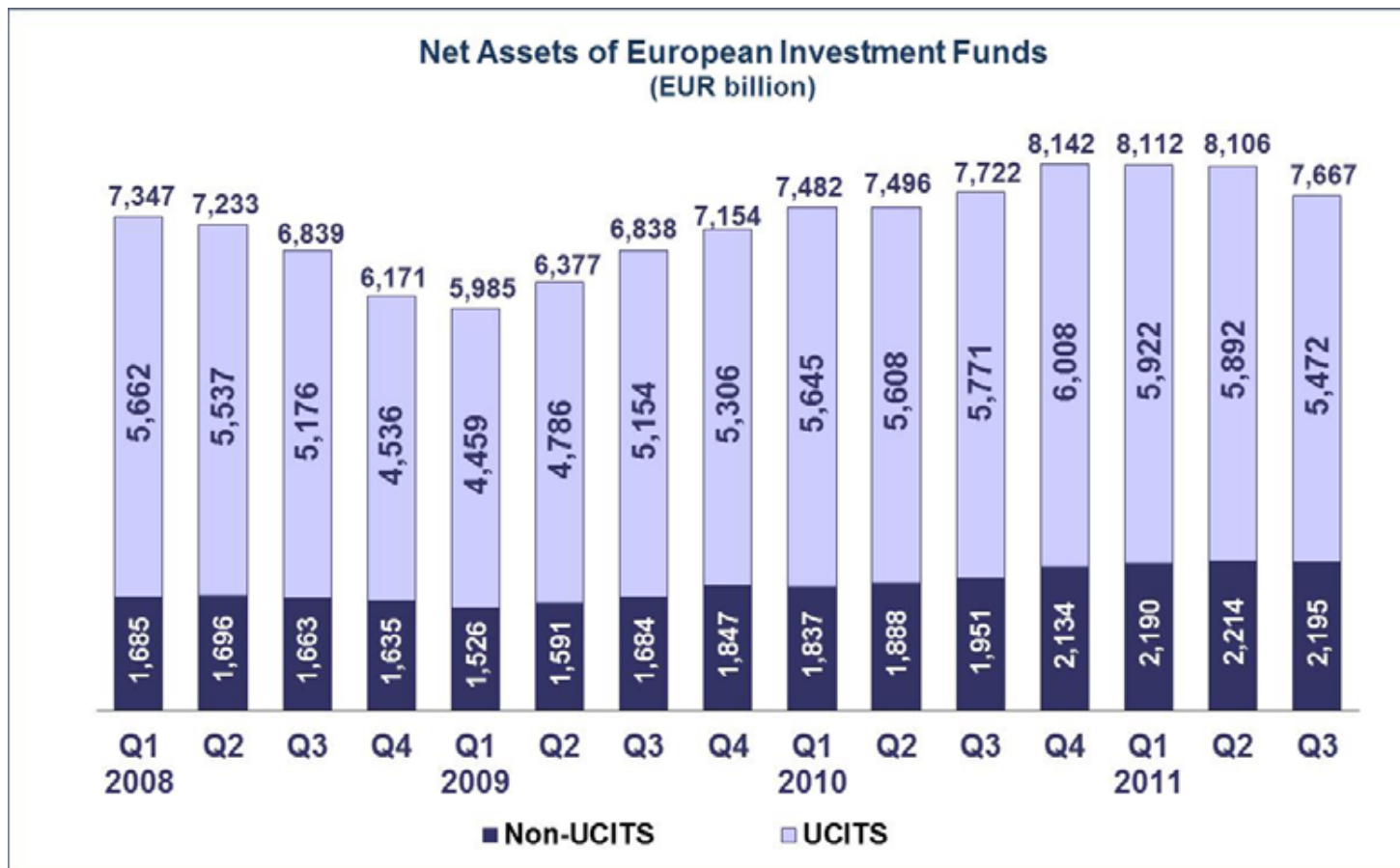


Struktura skladov v ZDA – vrednost sredstev v upravljanju AUM

Vir: ICI: 2011 IC Fact Book.



Struktura skladov v EU



Vir: EFAMA Quarterly Statistical Release, No.47 Q3 2011.

Non-UCITS



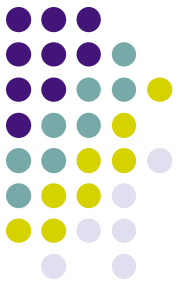
Table 5. Breakdown of Non-UCITS Assets and Number by Category

Fund types	30/9/2011		30/6/2011		31/12/2010		Number of Funds	
	EUR bn	Share	EUR bn	% chg ⁽¹⁾	EUR bn	% chg ⁽²⁾	30/9/2011	31/12/2010
Special / Institutional	1,428	65%	1,425	0.2%	1,337	6.8%	8,439	7,827
German "Spezialfonds"	798	36%	808	-1.3%	790	1.0%	3,781	3,815
British investment trusts	55	3%	63	-14.5%	66	-16.4%	312	313
French employees savings	89	4%	89	0.0%	89	0.0%	2,392	2,397
Luxembourg "other" funds	84	4%	89	-6.0%	89	-6.0%	967	993
Real-estate funds	241	11%	244	-1.2%	237	1.7%	892	840
Other	298	14%	304	-2.1%	316	-5.7%	4,705	4,617
Total	2,195	100%	2,214	-0.9%	2,134	2.8%	17,707	16,987

(1) End September 2011 compared to end June 2011; (2) end September 2011 compared to end December 2010.

AIFMD

Alternative Investment Fund Managers Directive

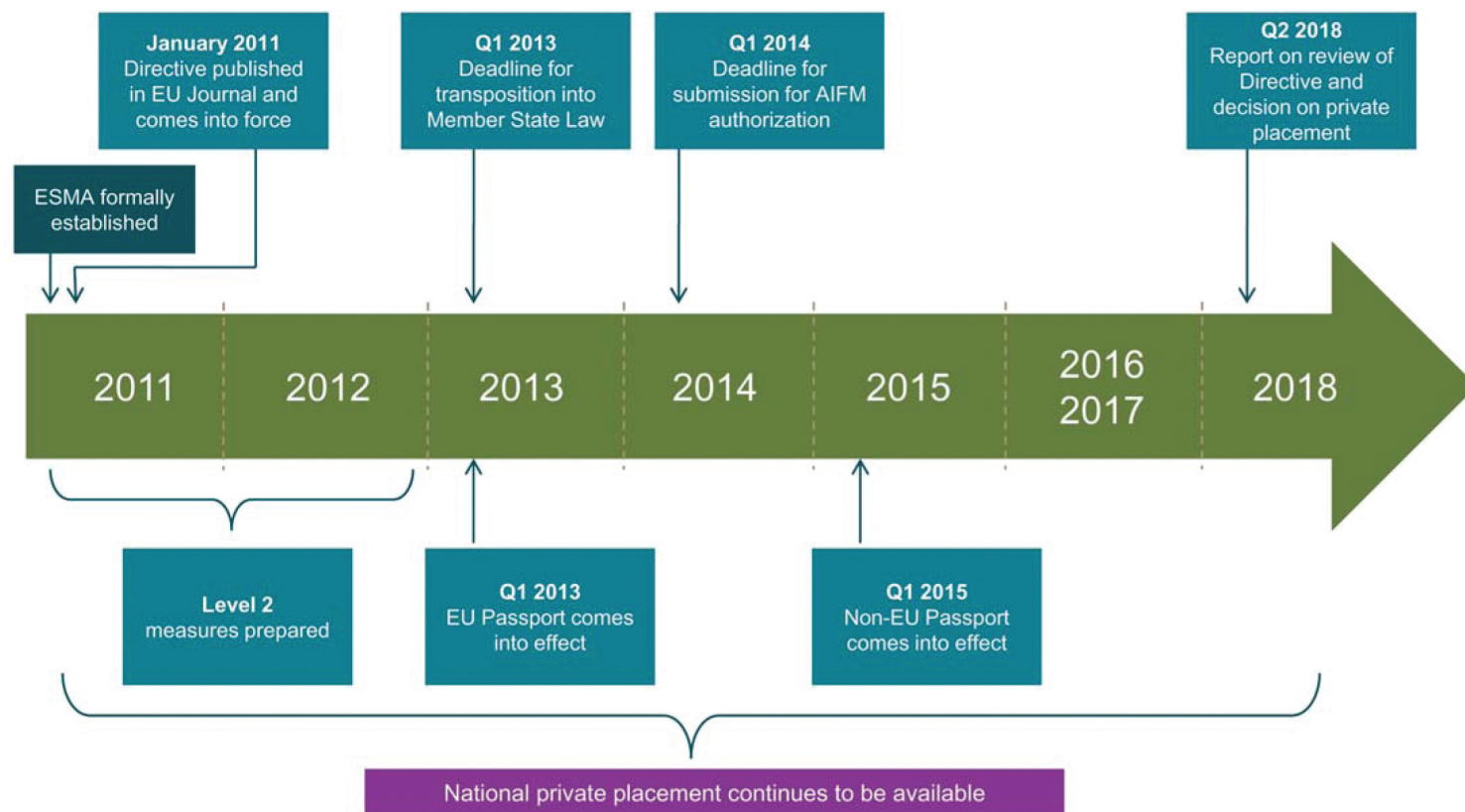


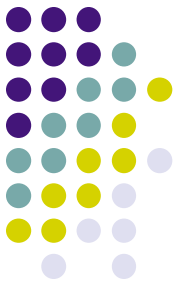
- 2013 stopi v veljavo direktiva, ki ureja področje posebnih oblik skladov in pokriva tako hedge sklade, private equity sklade, kakor tudi nepremičninske sklade.
- Uvaja regulacijo po podobnih področjih kot UCITS, z razliko, da tovrstnim skladom dopušča proste roke pri naložbenih strategijah.
- Glavni 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:
 - kapitalne zahteve.
 - pravila o nagrajevanju.
 - pravila o obvladovanju tveganja.
 - zahteve po razkritjih.
- Gej podrobnosti na :
<http://www.kpmg.com/IE/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Pages/FS-InvestmentMgt-pub21.aspx>



AIFMD - časovnica

The Directive – Timeline from now...



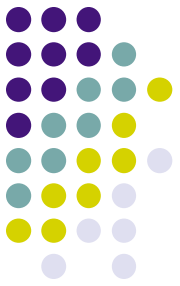


Geneza regulative EU

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

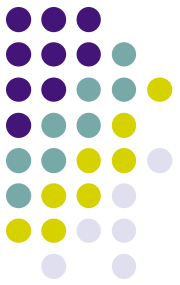
- Resolucija o SAIVs (*Sophisticated Alternative Investment Vehicles*) – sprejel EU parlament na pripravljena izhodišča Komiteja za ekonomske in monetarne zadeve CoEMA:
 - “*To create favourable AI regime*”
 - “*light touch*” pristop, primerjalno z UCITS
 - Orientacija pretežno na “*retail market*”

Resolucija o SAIVs



- Resolucija zajema:
 - HFVs 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.)

Slovenija leta 2011 uzakonila alternativni sklad v ZISDU-2



Razlog: AIFM zahteva.

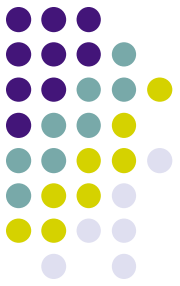
10. člen (alternativni sklad)

- (1) Alternativni sklad je odprt investicijski sklad, oblikovan kot ločeno premoženje, katerega poslovanje je usklajeno z 10.2. oddelkom tega zakona.
- (2) Alternativni sklad je ne-UCITS sklad.

11. člen (investicijska družba)

- (1) Investicijska družba je zaprt investicijski sklad, organiziran kot delniška družba s sedežem v Republiki Sloveniji, katere osnovni kapital je razdeljen na delnice istega razreda, ki so prosto prenosljive in s katerimi se trguje na organiziranem trgu ter katere poslovanje je usklajeno z 10.3. oddelkom tega zakona.
- (2) Investicijska družba je ne-UCITS sklad.
- (3) Določbe tega zakona, ki urejajo delovanje zaprtih investicijskih skladov, se uporabljajo tudi za investicijsko družbo.

Naložbena politika ne-UCITSsklada v Sloveniji



10.1.2. Dopustne naložbe in druga sredstva ne-UCITS sklada

367. člen (vrste dopustnih naložb in drugih sredstev)

(1) Če ni v tem členu določeno drugače, lahko ne-UCITS sklad nalaga samo v vrste naložb iz prvega odstavka 244. člena tega zakona, če tako določajo njegova pravila upravljanja oziroma statut.

(2) Poleg enot ciljnih skladov, ki izpolnjujejo pogoje in merila iz 5. točke prvega odstavka 244. člena tega zakona, ima lahko ne-UCITS sklad sredstva naložena tudi v druge kolektivne naložbene podjeme, ki izpolnjujejo naslednje pogoje:

1. sredstva so upravljana v skladu z načelom razpršitve tveganj;
2. imajo sami največ 15 odstotkov sredstev naloženih v enote drugih kolektivnih naložbenih podjetij;
3. omogočajo odkup oziroma izplačilo vloženih sredstev po ceni, ki se izračuna na podlagi čiste vrednosti sredstev kolektivnega naložbenega podjetja v rokih in na način, kot ga določajo pravila upravljanja, statut oziroma drug podoben dokument kolektivnega naložbenega podjetja.

(3) Poleg denarnih depozitov, ki izpolnjujejo pogoje in merila iz 6. točke prvega odstavka 244. člena tega zakona, ima lahko ne-UCITS sklad sredstva naložena tudi v denarne depozite daljše ročnosti, ki izpolnjujejo pogoje, ki jih določi Agencija v aktu iz 372. člena tega zakona.

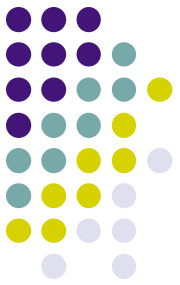
(4) Ne glede na prvi odstavek tega člena ima lahko ne-UCITS sklad največ 20 odstotkov sredstev naloženih tudi v druge prenosljive vrednostne papirje in instrumente denarnega trga, ki izpolnjujejo pogoje, ki jih določi Agencija v aktu iz 372. člena tega zakona.

(5) Poleg naložb iz prvega, drugega in tretjega odstavka tega člena ima lahko ne-UCITS sklad največ 20 odstotkov sredstev naloženih tudi v plemenite kovine oziroma certifikate, ki jih predstavljajo.

(6) Ne-UCITS sklad ima lahko dodatna likvidna sredstva, ki morajo izpolnjevati pogoje, ki jih določi Agencija v aktu iz 251. člena tega zakona.

(7) Ne-UCITS sklad ima lahko sredstva v obliki terjatev, ki nastajajo pri njegovem normalnem poslovanju, pri čemer mora družba za upravljanje zagotoviti, da se terjatve izterjujejo v običajnih rokih, ki veljajo za takojšnjo (sočasno) izpolnitev obveznosti.

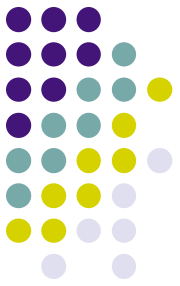
Uporaba IFI ne-UCITS sklada



370. člen **(izpostavljenosti v zvezi z izvedenimi finančnimi instrumenti)**

V zvezi z izpostavljenostjo ne-UCITS sklada do izvedenih finančnih instrumentov se smiselno uporabljajo določbe tega zakona in na njegovi podlagi izdani predpisi, ki veljajo za vzajemni sklad.

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.

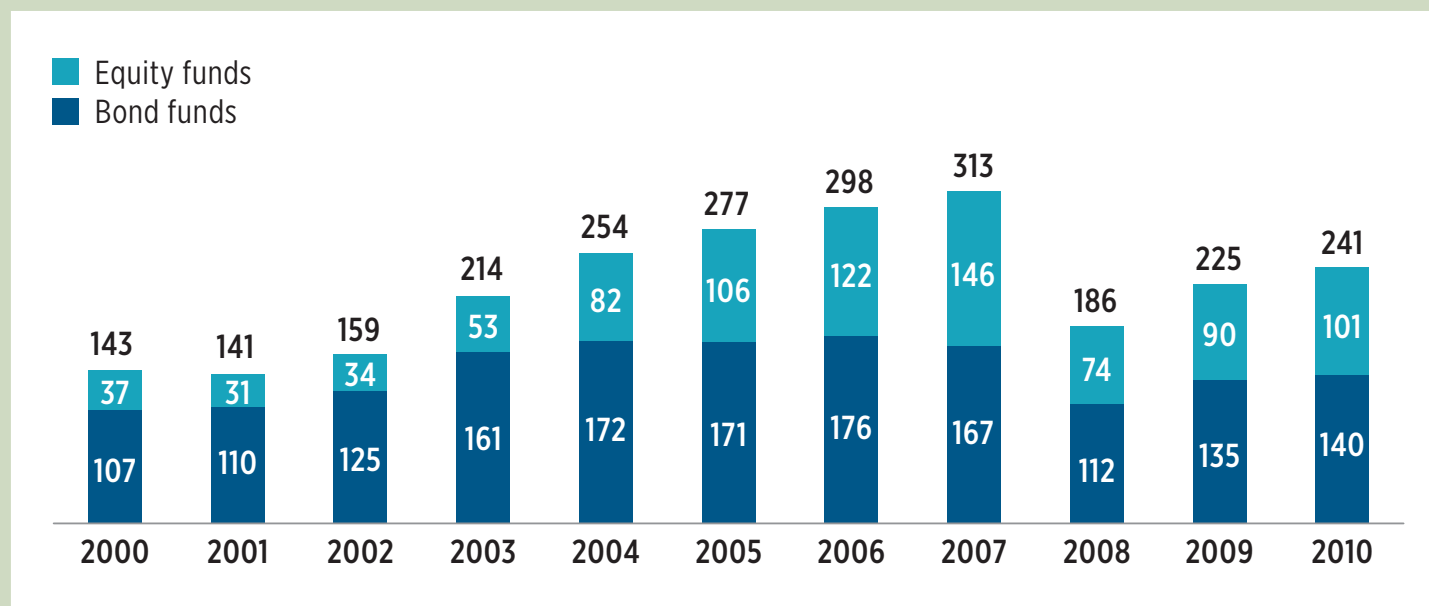
Velikost in struktura zaprtih skladov v ZDA



FIGURE 4.1

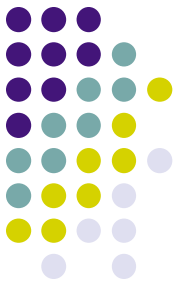
Closed-End Fund Total Net Assets Increased to \$241 Billion

Billions of dollars, year-end, 2000–2010



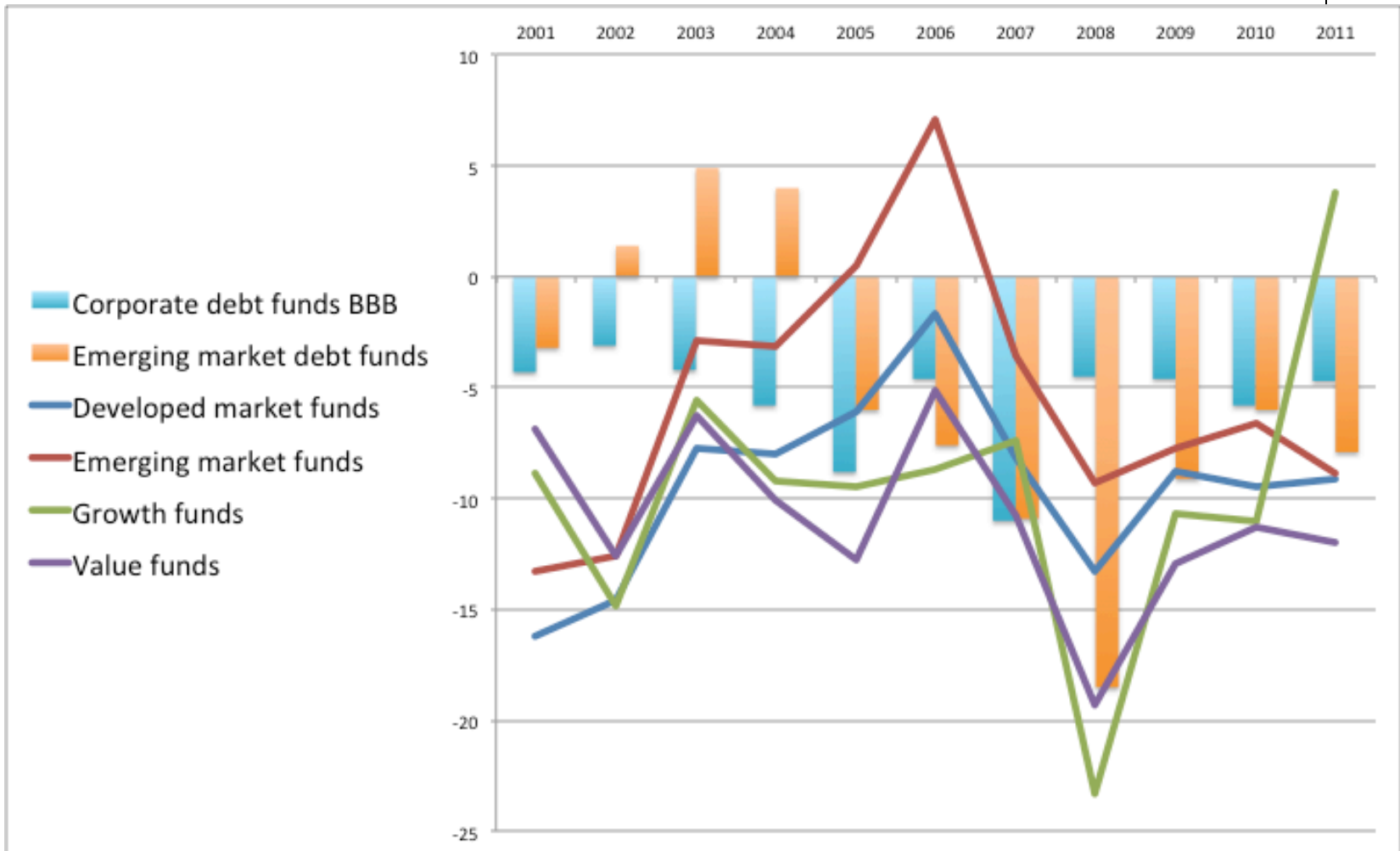
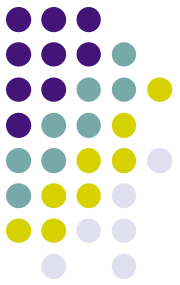
Note: Components may not add to the total because of rounding.

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

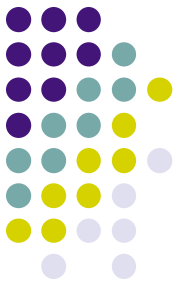
ZDA:

- 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?

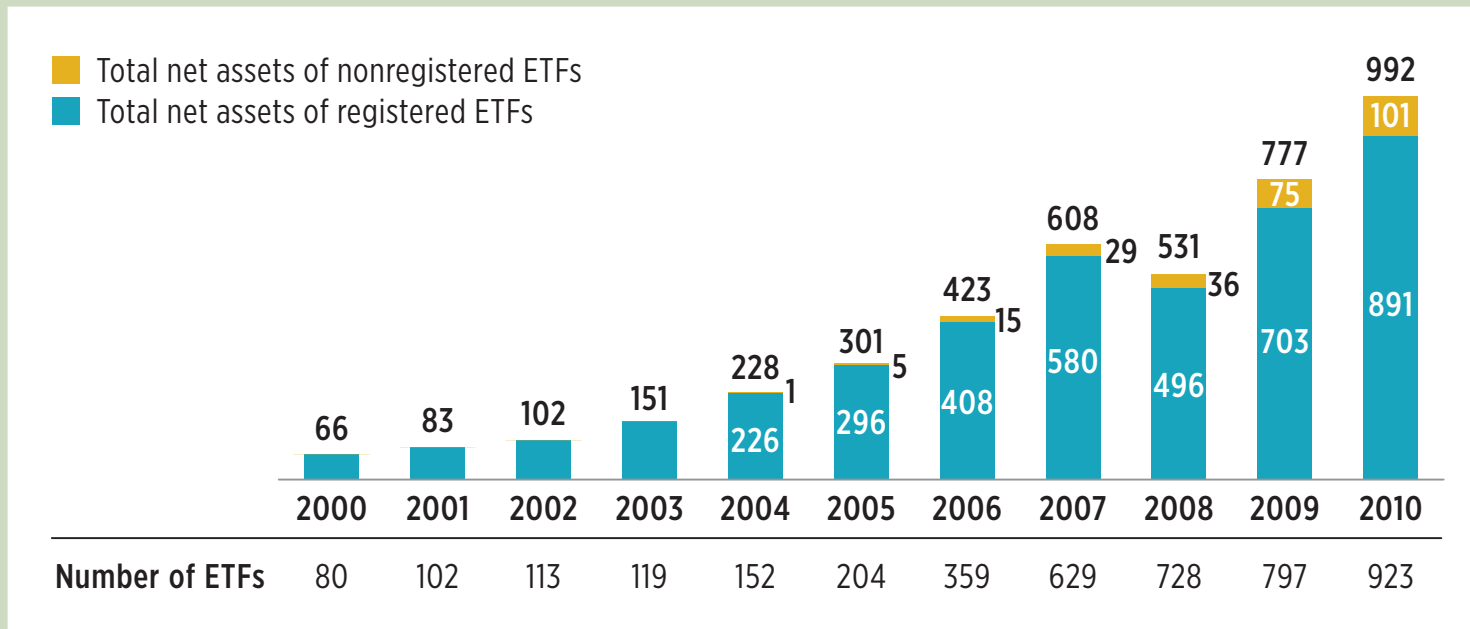


Rast ETF v ZDA

FIGURE 3.1

Total Net Assets and Number of ETFs*

Billions of dollars, year-end, 2000–2010



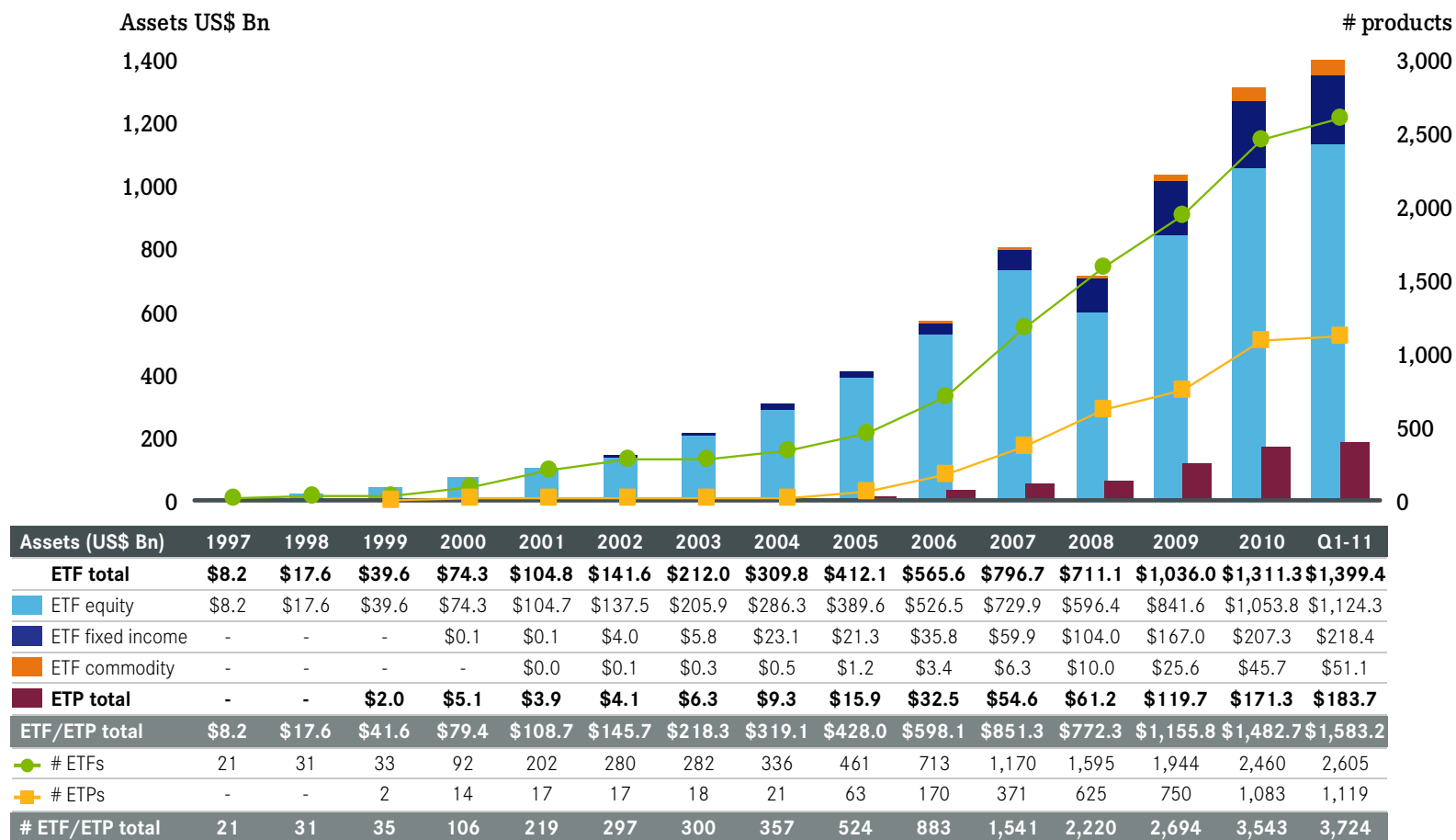
* ETF data include ETFs not registered under the Investment Company Act of 1940; ETF data exclude ETFs that invest primarily in other ETFs.

Note: Components may not add to the total because of rounding.

Global



Figure 6: Global ETF and ETP asset growth, as at end Q1 2011



Največji ponudniki ETF



Figure 16: ETF providers worldwide ranked by AUM, as at end Q1 2011

Provider	Q1-11					YTD change				
	# ETFs	AUM (US\$ Bn)	% total	ADV (US\$ Bn)	# planned	# ETFs	% ETFs	AUM (US\$ Bn)	% AUM	% market share
iShares	461	\$609.3	43.5%	\$19.4	21	-12	-2.5%	\$30.7	5.3%	-0.6%
State Street Global Advisors	118	\$200.4	14.3%	\$32.8	33	5	4.4%	\$9.7	5.1%	-0.2%
Vanguard	66	\$164.7	11.8%	\$1.8	1	1	1.5%	\$16.2	10.9%	0.4%
Lyxor Asset Management	158	\$54.5	3.9%	\$1.2	1	2	1.3%	\$1.2	2.3%	-0.2%
db x-trackers	183	\$51.8	3.7%	\$1.0	13	4	2.2%	\$2.8	5.6%	0.0%
PowerShares	131	\$47.0	3.4%	\$4.1	48	1	0.8%	\$4.2	9.8%	0.1%
ProShares	103	\$23.4	1.7%	\$3.8	98	3	3.0%	\$1.8	8.4%	0.0%
Van Eck Associates Corp	30	\$21.9	1.6%	\$0.9	36	1	3.4%	\$2.0	10.0%	0.0%
Credit Suisse Asset Management	58	\$16.6	1.2%	\$0.1	0	4	7.4%	\$0.9	5.9%	0.0%
Nomura Asset Management	32	\$15.2	1.1%	\$0.2	0	0	0.0%	-\$1.2	-7.3%	-0.2%
Zurich Cantonal Bank	7	\$12.7	0.9%	\$0.1	0	0	0.0%	\$0.9	7.4%	0.0%
Bank of New York	1	\$11.5	0.8%	\$0.5	0	0	0.0%	-\$0.7	-5.8%	-0.1%
WisdomTree Investments	46	\$11.3	0.8%	\$0.2	72	2	4.5%	\$1.4	13.9%	0.1%

Pomen indeksnih delniških skladov

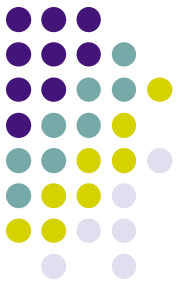
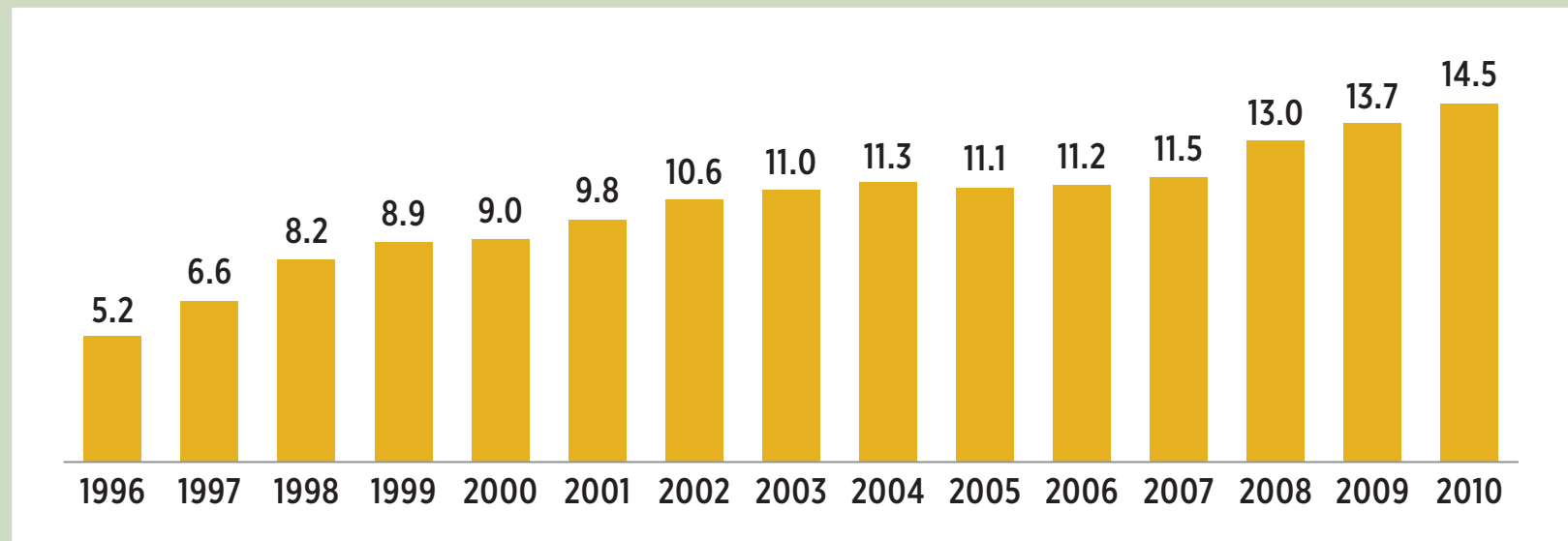


FIGURE 2.11

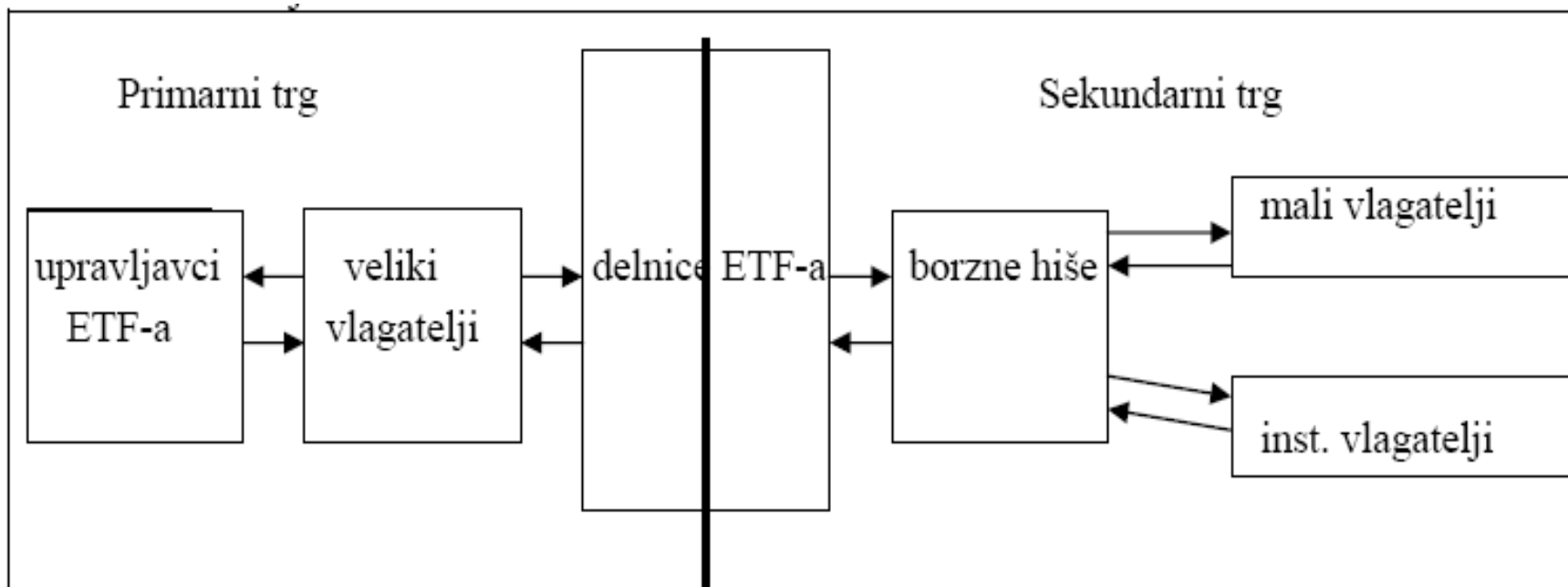
Equity Index Funds' Share Continued to Rise

Percentage of equity mutual fund assets, 1996–2010



Vir: ICI: 2011 IC Fact Book.

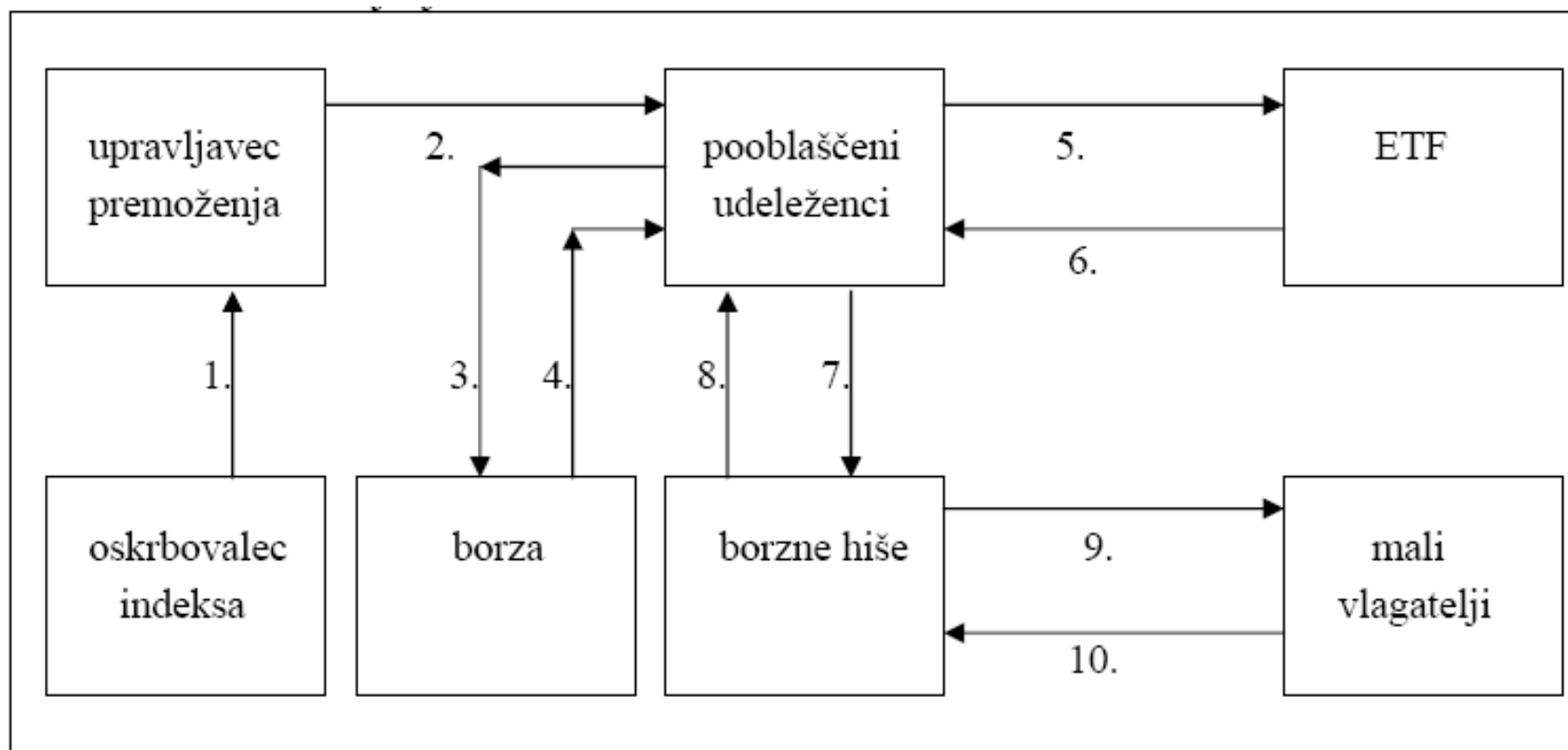
Delovanje ETF-ov



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 upravljavskimi 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

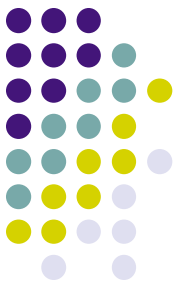
Vir: Mutual Funds, 2002, str. 40; Expenses as Low as 10 Basis Points on Fidelity Index Funds, 2004; Index ETFs, 2006; Mutual Funds and Commingled Trusts, 2006.

Hedge skladi

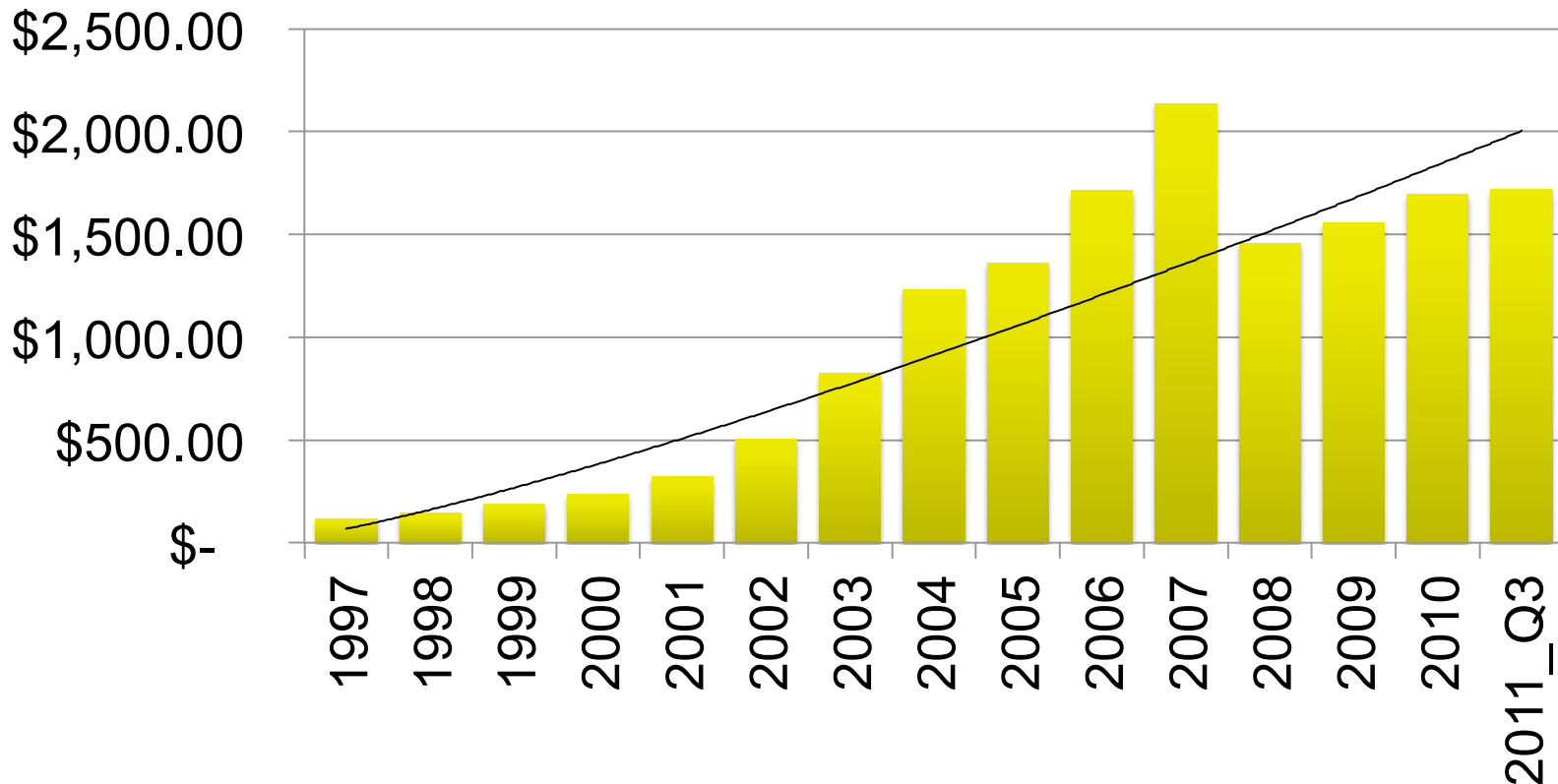


- Delnice prodajajo bogatim posameznikom
- Do pred nedavnega so bili pravno skoraj brez nadzora (novembra 2004 poskus nove ureditve v ZDA)
- Organizirani kot partnerstva (ne kot skladi!) (*limited partnership*)
- Dopuščajo vlagateljem unovčenje le po preteku določenega obdobja (v zadnjem času manj, sicer “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.

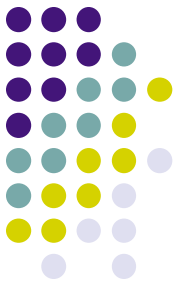
Ocenjena vrednost naložb in priliv sredstev 1997-2011



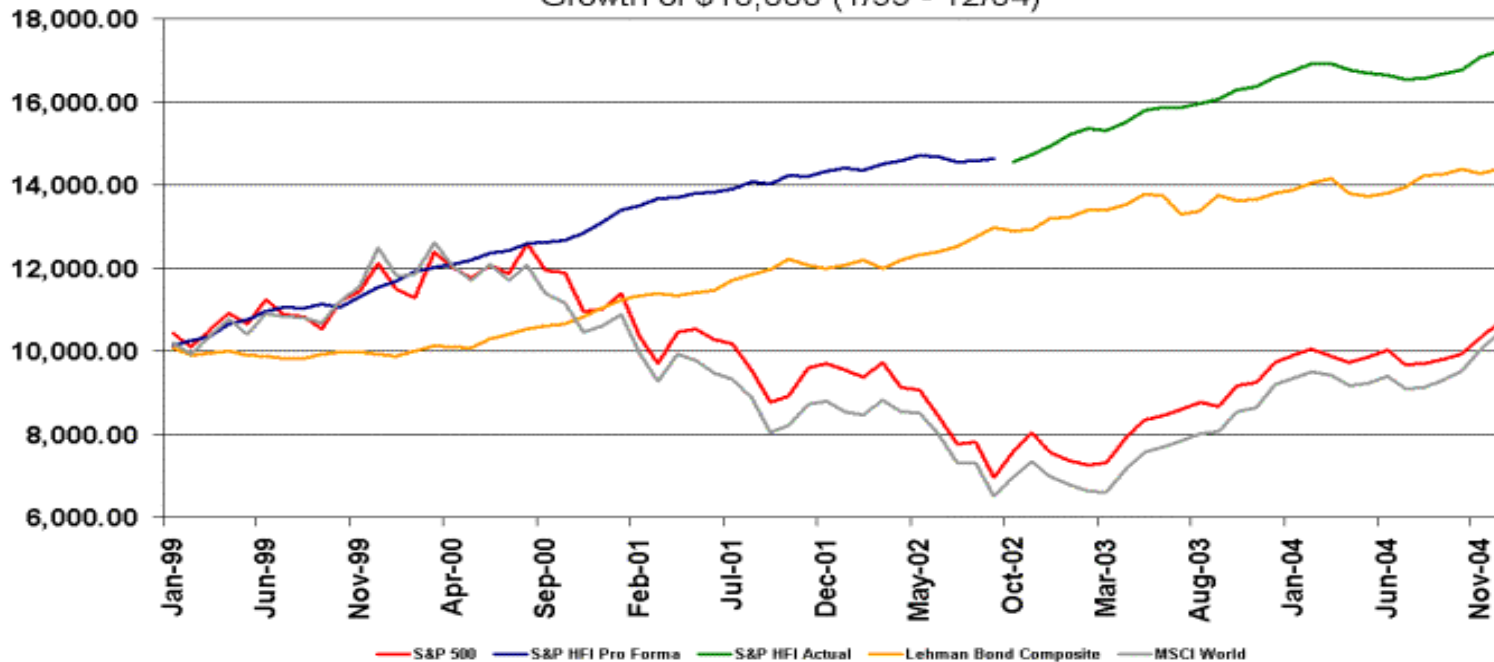
Hedge Fund Industry AUM. Source: Barclay Hedge



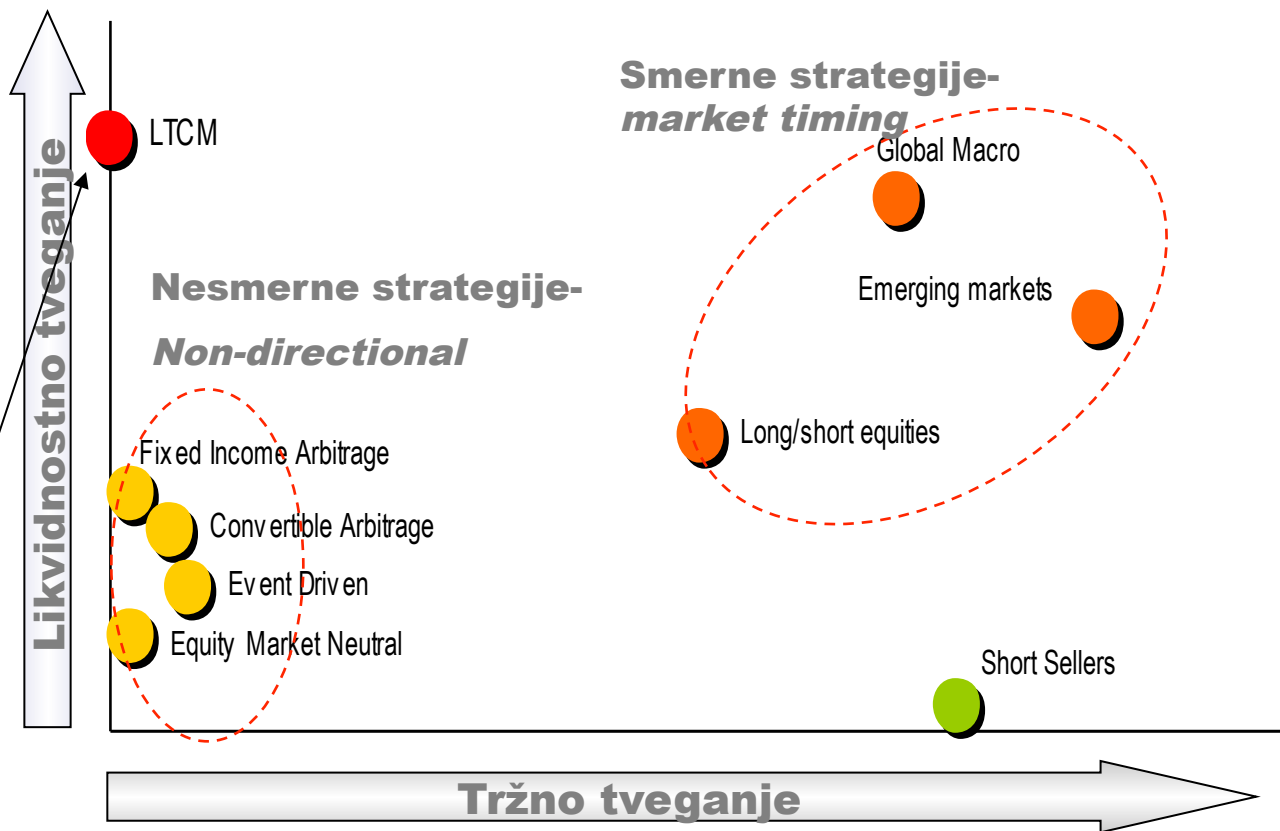
Primerljiva donosnost



**S&P Hedge Fund Index
vs. Traditional Indices**
Growth of \$10,000 (1/99 - 12/04)



Smernost strategij (izpostavljenost tržnemu tveganju)



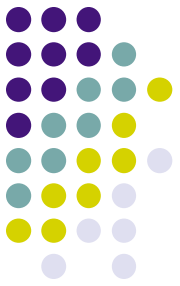
Long Term Capital
Management

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)

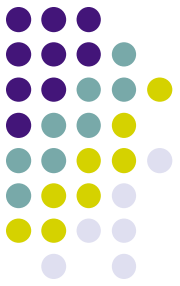


Poskus ureditve v ZDA v 2004

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

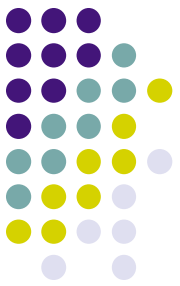
- Cilj: zaščita vlagateljev in kapitalskega trga
- Registracija pri SEC pod IAA (1940)
- Preglednost poslovanja nekaterih upravljavcev (CTA, ki upravljajo managed futures strategije, temelječe na trgovanju z blagom nadzira *Commodity Futures Trading Commission*)
- Vzpostavitev sistemov kontrol
- Vzpostavitev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