ĐIVO PULITIKA · INTERCAPITAL ETF

Investicijski fondovi i ETF-ovi

Od „wrappera” do proizvoda

Uvod u industriju fondova — i u ETF koji ćete sami osmisliti

OD IDEJE DO ETF-a

Plan predavanja

1 **Što je investicijski fond?**
Udruživanje sredstava, vlasništvo i četiri sudionika

2 **Tradicionalni fondovi i ETF-ovi**
Wrapper, distribucija, kreiranje i otkup

3 **UCITS pravila i dokumenti fonda**
5/10/40, limiti za indekse, prospekt i KID

4 **Što čini dobar indeks?**
Sedam kriterija SAMURAI

5 **Metode replikacije**
Potpuna, uzorkovanje i sintetička

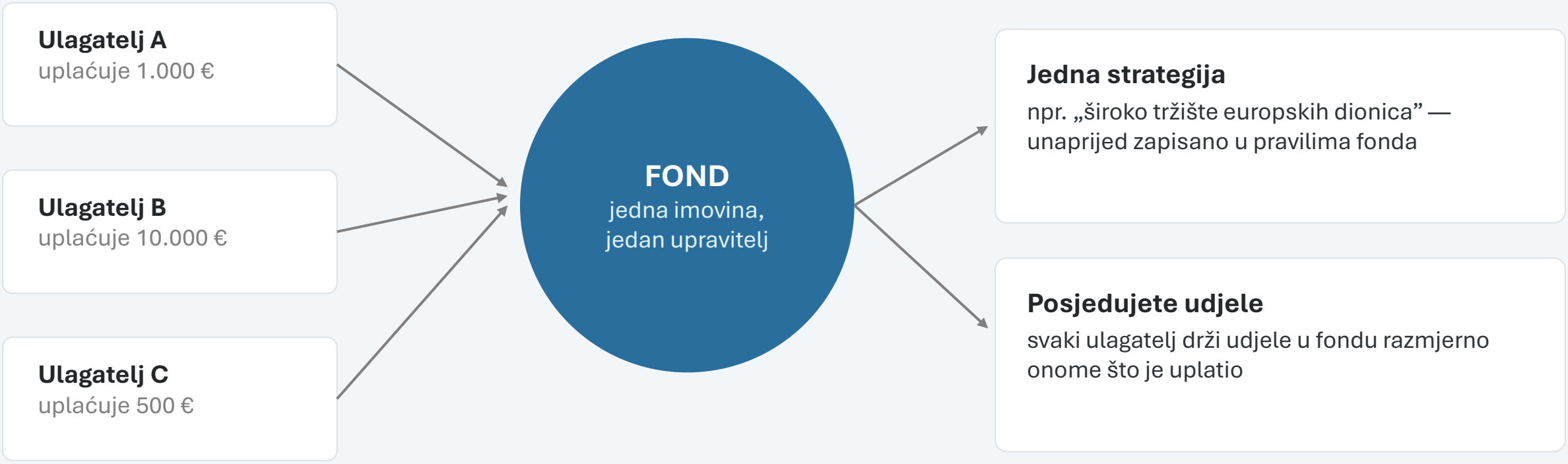
6 **Osmišljavanje ETF-a**
Četiri pitanja na koja svaki ETF mora odgovoriti

7 **Razlika u praćenju**
Gdje se gubi dio prinosa indeksa

8 **Zadatak: vaš ETF**
ETF laboratorij i 116 dionica iz regije

Jedan fond, mnogo ulagatelja, jedna strategija

Investicijski fond prikuplja novac mnogih ulagatelja i njime upravlja zajednički, prema jednoj unaprijed utvrđenoj strategiji.



Kupite udjel u fondu → posjedujete dio svega što fond drži.

Fond pripada ulagateljima — mi samo upravljamo

ULAGATELJI

- Vlasnici su imovine fonda
- Snose rizik i ostvaruju prinos
- Ulaze i izlaze kupnjom / prodajom udjela

DRUŠTVO ZA UPRAVLJANJE (MI)

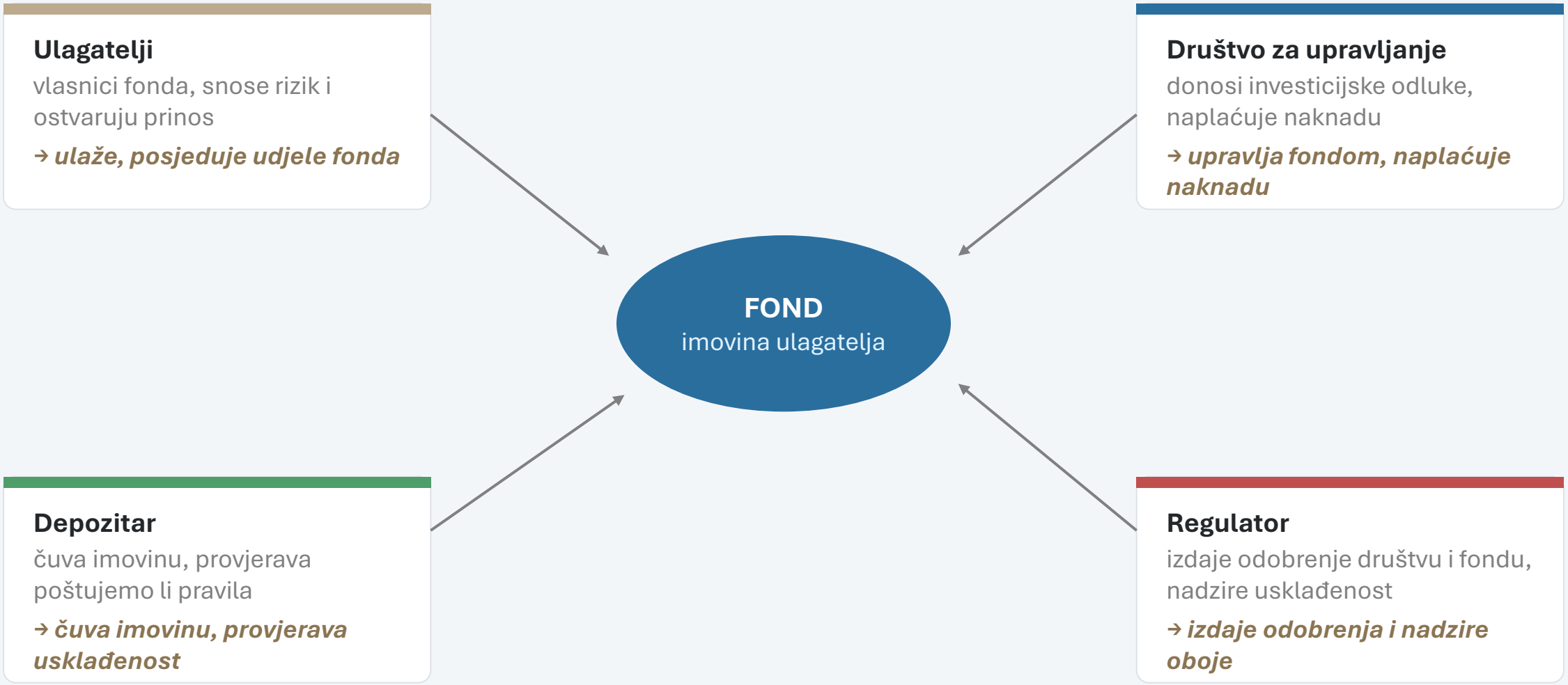
- Donosi investicijske odluke
- Naplaćuje naknadu za upravljanje — % imovine godišnje
- Nikad nije vlasnik imovine fonda

Pravno odvajanje imovine — ključna zaštita

Imovina fonda vodi se odvojeno od bilance društva za upravljanje. Ako društvo ode u stečaj, imovina fonda ostaje netaknuta — ulagatelji zadržavaju svoj portfelj.

Svaki ETF funkcionira jednako: novac ulagatelja nikad nije vaš — zarađujete samo naknadu.

Ekosustav fonda: četiri sudionika oko jednog fonda



Zašto toliko sudionika? Kontrola i ravnoteža

Društvo odlučuje

Bira ulaganja unutar pravila fonda. Poticaj: naknade rastu s imovinom — zato netko mora paziti na preuzimanje rizika.

Depozitar provjerava

Neovisna banka drži imovinu i potvrđuje da se poštuje svako pravilo — novac nikad nije u rukama društva.

Regulator nadzire

Izdaje odobrenja društvu i fondu, prati usklađenost i može sankcionirati ili smijeniti društvo.

Nitko ne kontrolira novac i istovremeno sam sebi ocjenjuje zadaću.

Za vaš ETF: depozitar i odobrenje regulatora nisu opcija — planirajte ih, kao i njihove naknade.

ETF je wrapper, a ne strategija

Wrapper (pravni oblik) je **način na koji ga kupujete**; strategija je **ono što radi**. Svaka strategija stane u bilo koji wrapper.

	TRADICIONALNI FOND	ETF
PASIVNO (praćenje indeksa)	**Pasivni tradicionalni fond** Indeksni fondovi koji se prodaju kroz banke — postoje, samo su manje vidljivi	**Pasivni ETF** KLASIKA Prati indeks, trguje se na burzi
AKTIVNO (upravitelj bira)	**Aktivni tradicionalni fond** KLASIKA Klasični proizvod iz bankovne poslovnice	**Aktivni ETF** Izbor upravitelja unutar ETF-a — kategorija u rastu

ETF ≠ pasivno. Strategiju i wrapper birate odvojeno.

Prava razlika: kako ga kupujete

Ista strategija, druga polica — u praksi je velika razlika u **distribuciji**.

TRADICIONALNI (OTVORENI) FOND

- Prodaje se u poslovnicama banaka i preko savjetnika
- Transakcije obavljate izravno s fondom
- Jednom dnevno, po NAV-u tog dana

ETF (BURZOVNI FOND)

- Uvršten na burzu
- Svatko ga može kupiti, preko bilo kojeg brokera
- Tijekom dana, po trenutnoj tržišnoj cijeni

NAV = neto vrijednost imovine: vrijednost svega što fond drži, po udjelu.

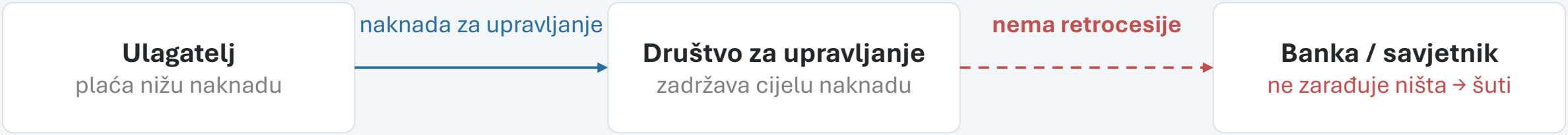
Distribucija određuje tko dolazi do proizvoda — i tko je plaćen da ga prodaje. O tome sljedeće.

Retrocesije: zašto banka nikad ne spominje ETF-ove

TRADICIONALNI FOND



ETF

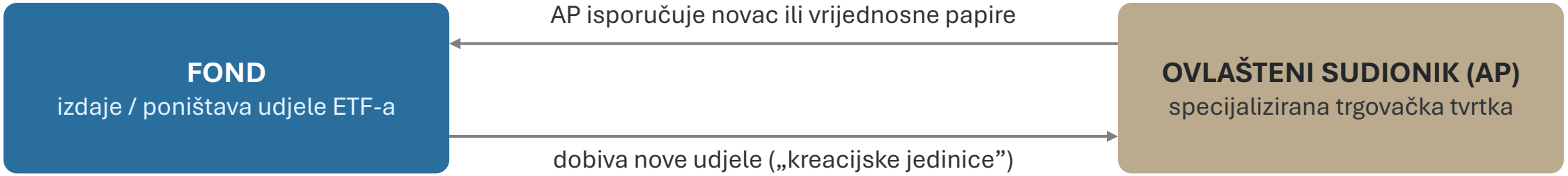


Sve se svodi na poticaje: dio naknade tradicionalnog fonda „kupuje" mjesto na polici banke. ETF-ovi ne plaćaju policu — jeftiniji su, ali nitko nije plaćen da ih preporuči.

Retrocesija = dio naknade za upravljanje koji se vraća distributeru. Zakonita je i objavljena — ali usmjerava savjetovanje.

Kako nastaju udjeli ETF-a: kreiranje i otkup

PRIMARNO TRŽIŠTE — ovdje nastaju udjeli ETF-a (u velikim blokovima)



Otkup je isti tok u suprotnom smjeru: AP vraća udjele ETF-a i dobiva novac ili vrijednosne papire.

SEKUNDARNO TRŽIŠTE — ovdje vi zapravo trgujete



Trguje se cijeli dan
kao bilo kojom uvrštenom dionicom

Cijena ≈ NAV
AP-ovi arbitražom zatvaraju svaku razliku

AUM se mijenja u skokovima
samo kad AP-ovi kreiraju / otkupljuju

UCITS: pravila EU-a za fondove za male ulagatelje

Regulatorni okvir EU-a za fondove namijenjene malim ulagateljima — jedan standard zaštite u svim državama članicama.

UCITS = „Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities" — izgovara se „jusits".

01

Zaštita ulagatelja

Standardizirana pravila o tome što fond smije držati, koliko mora biti likvidan i kako se kontrolira — depozitar svakodnevno provjerava usklađenost.

02

Pravila diverzifikacije

Strogi limiti koncentracije u jednom izdavatelju — pravilo 5/10/40 za aktivne fondove, 20 % / 35 % za indeksne. Sljedeća dva slajda.

03

EU putovnica

Fond odobren u JEDNOJ državi članici može se prodavati u cijelom EU-u — odobrenje u Dublinu ili Luksemburgu, prodaja u Zagrebu.

Polazna pretpostavka: vaš ETF je UCITS fond — ova pravila su vaša ograničenja.

Aktivni fondovi: pravilo 5 / 10 / 40

5 % prag — veće pozicije ulaze u „košaricu”

10 % strogi limit po jednom izdavatelju

40 % najviše ukupno za sve pozicije iznad 5 %

Pozicija	Udjel	Ulazi u 40 %?
Izdavatelj A	**10 %**	**da**
Izdavatelj B	**9 %**	**da**
Izdavatelj C	**8 %**	**da**
Izdavatelj D	**6 %**	**da**
Izdavatelj E	**5 %**	ne — nije iznad 5 %
20 manjih (svaki < 5 %)	**62 %**	ne

PROVJERA

Najveća pozicija 10 % **≤ 10 %** ✓

Košarica: 10+9+8+6 = 33 % **≤ 40 %** ✓

Zaključak: u skladu s UCITS-om

KADA BI PALO?

Izdavatelj A na 12 % → krši limit od 10 %. Košarica na 43 % → krši limit od 40 %.

Koncentrirane oklade su dopuštene — ali nikad toliko da potope fond.

Indeksni fondovi: blaži limiti — 20 % i 35 %

20 %

Najveći udjel jednog izdavatelja u UCITS fondu koji prati indeks.

35 %

Dopušteno za **samo jednog izdavatelja**, kad to opravdavaju iznimni tržišni uvjeti — npr. jedna dominantna dionica na koncentriranom tržištu.

Zašto blaže od 5/10/40? Fond samo preslikava javni indeks utemeljen na pravilima — transparentnost zamjenjuje prisilnu diverzifikaciju.

PRIMJER IZ PRAKSE · BUX

U mađarskom indeksu BUX OTP Banka ima udjel od oko 40 % — ne stane ni u iznimku od 35 %. UCITS fond ne može ga replicirati u objavljenom obliku.

Gdje ulagatelji nalaze detalje: dva dokumenta

PROSPEKT

pravno mjerodavan dokument

- Investicijska politika, ciljevi, pravila i limiti
- Rizici, naknade i svi sudionici
- Često 100+ stranica — rijetko tko ga pročita
- Pravno obvezujući: u dvojbi odlučuje on

PRIIPs KID (ključne informacije)

2–3 stranice koje ljudi zaista pročitaju

- Što je proizvod i kome je namijenjen
- Rizik na ljestvici 1–7 + scenariji uspješnosti
- Troškovi — uključujući tekuće (TER)
- Standardiziran u EU-u → lako usporediv

Kad istražujete ETF-ove: KID za brzi pregled → prospekt za točne detalje.

TER = ukupni omjer troškova: godišnji tekući troškovi fonda kao % imovine. Raščlanjujemo ga u cjelini o razlici u praćenju.

Sedam testova dobrog indeksa: SAMURAI

S	**Specified in advance** (unaprijed određen) — pravila i sastavnice poznati prije razdoblja, ne naknadno	✗ *„najuspješnije dionice, odabrane naknadno”*
A	**Appropriate** (primjeren) — u skladu sa strategijom ili stilom koji predstavlja	✗ *globalni tehnološki fond uspoređen s indeksom komunalnih tvrtki*
M	**Measurable** (mjerljiv) — prinos se može izračunavati često i pravodobno	✓ *dionički indeks s dnevnim cijenama;* ✗ *indeks umjetnina s godišnjom procjenom*
U	**Unambiguous** (jednoznačan) — sastavnice i njihovi udjeli jasno su definirani	✗ *„najbolje hrvatske blue chip dionice, po osjećaju”*
R	**Reflective of current opinions** (odraz aktualnih stavova) — upravitelj ima stav o njegovim papirima	✓ *tržišta koja upravitelj zaista prati*
A	**Accountable** (prihvaćen kao mjerilo) — upravitelj prihvaća da ga se ocjenjuje prema njemu	✓ *upisan u dokumente fonda*
I	**Investable** (investabilan) — sastavnice se mogu kupiti i prinos replicirati	✗ *nelikvidne mikro-dionice graničnih tržišta: sjajna priča, ali ne mogu se kupiti*

Dva ključna kriterija: Investable i Unambiguous

I — Investable (investabilan)

„Tema koju ne možete kupiti muzejski je izložak, a ne ETF.”

- Nelikvidne dionice, zatvorena tržišta, malen free float
- Ne možete držati sastavnice → ne možete replicirati prinos
- Likvidnost je dio testa — „kupljivo po razumnom trošku”

U — Unambiguous (jednoznačan)

„Ako su pravila nejasna, nitko ih ne može pratiti.”

- Odabir i ponderiranje moraju biti zapisani kao pravila
- „Osjećaj odbora” ne može se replicirati ni provjeriti
- Svako rebalansiranje mora biti predvidivo iz pravila

Prije nego što predložite temu, pitajte: **Mogu li je KUPITI? Mogu li je DEFINIRATI?**

Kako fond zapravo preslikava indeks

POTPUNA REPLIKACIJA

Držite svaku sastavnicu indeksa, s udjelom kao u indeksu.

✓ Najpreciznije moguće praćenje

✗ Nemoguće ili skupo kad indeks ima jako mnogo ili nelikvidne sastavnice

UZORKOVANJE / OPTIMIZACIJA

Držite reprezentativni podskup koji se ponaša kao cijeli indeks.

✓ Rješava problem likvidnosti

✗ Uvodi pogrešku praćenja — podskup se nikad ne ponaša točno kao indeks

SINTETIČKA (PUTEM SWAPA): fond prinos indeksa dobiva od swap druge ugovorne strane umjesto da drži vrijednosne papire.

Koja metoda? Ovisi o indeksu — a to otvara kompromis koji gledamo sljedeće.

Problemi likvidnosti postaju problemi praćenja

1 Indeks sadrži nelikvidne dionice
ili daje velik udjel dionicama kojima se teško trguje

→

2 Potpuna replikacija postaje preskupa
pa prelazite na uzorkovanje

→

3 Razlika u praćenju raste
fond se udaljava od prinosa indeksa

Svaki korak dalje od cijelog indeksa korak je dalje od njegova prinosa.

PRIMJER · BUX

Ako bi se ograničavanjem udjela OTP-a u BUX-u težina prelila na manje likvidne dionice, replikacija postaje teža — i razlika u praćenju raste.

CJELINA 6 · OSMIŠLJAVANJE ETF-a

Četiri pitanja na koja svaki novi ETF mora odgovoriti

Kontrolni popis za osmišljavanje ETF-a — odgovorite na sva četiri i prijedlog stoji.

1

Tema

Želi li to dovoljno ulagatelja? Koja konkurencija već postoji — i po čemu ste drukčiji?

2

Veličina tržišta

Koji je realan ciljani AUM — i kako biste ga obrazložili skeptičnom ulagatelju?

3

Mogućnost praćenja

Postoji li prikladan indeks ili se može izgraditi? Primijenite SAMURAI. Koju razliku u praćenju očekivati?

4

Ekonomika

Koliko ETF zarađuje uz ciljani AUM i naknadu — i pokriva li to troškove poslovanja?

1. pitanje: tema — 2. pitanje: veličina tržišta

1 TEMA

Želi li to dovoljno ulagatelja?

- Tko kupuje — građani, privatno bankarstvo, institucije?
- Što već postoji? Popišite konkurentske ETF-ove.
- Vaša prednost pred konkurencijom: cijena, bolji indeks, neiskorišteno tržište?

2 VELIČINA TRŽIŠTA

Koji je realan ciljani AUM — i zašto?

- Postavite ciljani AUM koji možete obraniti.
- Oslonite se na AUM usporedivih proizvoda.
- Razmislite o distribuciji: tko će zaista uložiti novac u prvoj godini?

Broj bez obrazloženja je želja, a ne veličina tržišta.

3. pitanje: mogućnost praćenja

PRIKLADAN INDEKS POSTOJI

- Provjerite ga kroz svih sedam kriterija SAMURAI.
- Provjerite koncentraciju u odnosu na UCITS limite 20 % / 35 %.
- Provjerite koliko su sastavnice zaista likvidne.
- Odaberite metodu replikacije: potpuna ili uzorkovanje?

NEMA INDEKSA? NAPIŠITE PRAVILA

Pravila indeksa traže četiri odluke:

1 **Univerzum —** koji papiri uopće dolaze u obzir

2 **Odabir —** koji od njih ulaze u indeks

3 **Ponderiranje —** koliko svakog

4 **Rebalansiranje —** koliko se često usklađuje

U oba slučaja: procijenite očekivanu razliku u praćenju — alati su u cjelini 7.

4. pitanje: ekonomika — provjera stvarnosti

Izmišljeni ETF, s brojkama koje vrijedi zapamtiti:

50 mil. €
ciljani AUM

×

0,25 %
naknada za upravljanje (25 bp)

=

125.000 €
bruto prihod godišnje

Prije slavlja — od tih 125.000 € treba platiti:

fiksne troškove fonda (uvrštenje na burzu, market maker, licenca za indeks…) · zaposlenike, sustave i infrastrukturu društva · i tek onda dobit.

Ako ekonomika ne funkcionira uz uvjerljiv AUM, ne funkcionira ni proizvod.

Dva pojma koja se često brkaju

RAZLIKA U PRAĆENJU (TD)

prinos fonda – prinos indeksa

...u nekom razdoblju. Ono što ulagatelji zaista dobiju ili izgube u odnosu na indeks.

Primjer: indeks +8,0 %, fond +7,6 % → TD = −0,4 p.b.

POGREŠKA PRAĆENJA (TE)

volatilnost te razlike

Standardna devijacija razlike — koliko je neujednačena, a ne koliko je velika.

Fond može stalno zaostajati (nizak TE, negativan TD) ili oscilirati oko nule (visok TE, malen TD).

Za ulagatelja je ključna RAZLIKA u praćenju — slijede tri izvora iz kojih nastaje.

Izvor 1 — tekući troškovi (TER): relativni dio

Dio stavki TER-a naplaćuje se kao % AUM-a (u baznim bodovima) — automatski rastu s fondom.

- **Skrbnička naknada** — čuvanje vrijednosnih papira fonda
- **Naknada depozitaru** — neovisni nadzornik iz cjeline 1
- **Naknada regulatoru** — naknada za tekući nadzor
- **Licenca za indeks — varijabilni dio** — % AUM-a za pružatelja indeksa
- **Naknada za upravljanje** — jedina koju MI određujemo i od koje zarađujemo

ZAŠTO „RELATIVNI”?

Naplaćuje se kao % AUM-a → opterećenje u bp jednako je pri svakoj veličini fonda.

Zato su poznati i predvidivi kad planirate TER svog ETF-a — uz 10 mil. € ili 100 mil. €.

Problem su FIKSNI troškovi → sljedeći slajd.

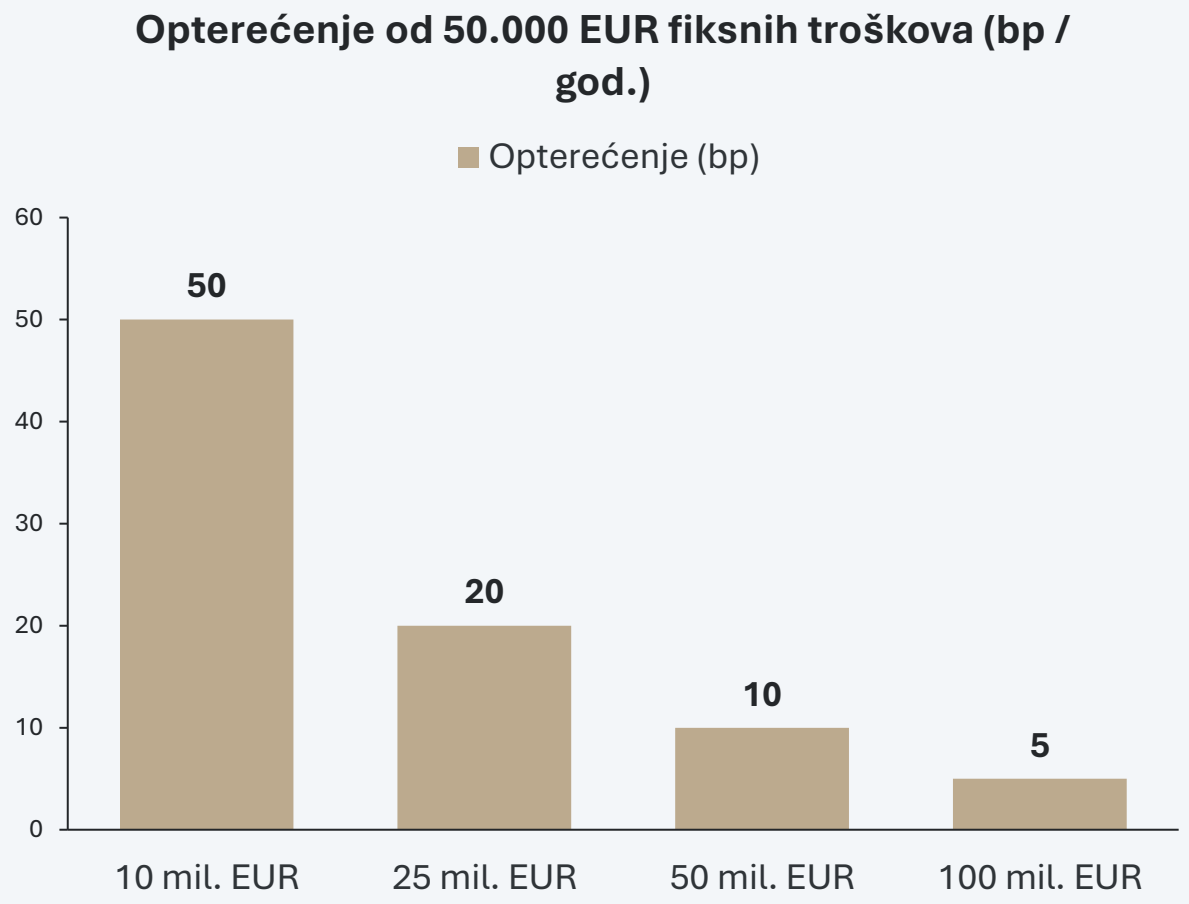
Izvor 1 — fiksni troškovi: problem malih fondova

U EURIMA — NEOVISNO O VELIČINI

- Naknade za uvrštenje na burzu
- Naknade market makeru
- Licenca za indeks — fiksni dio
- *Ne ovise o veličini fonda*

Primjer na grafikonu:

50.000 EUR godišnjih fiksnih troškova



Fiksni troškovi se ne smanjuju — fond ih mora prerasti.

Preuzimanje fiksnih troškova: ništa nije besplatno

Društvo za upravljanje može samo platiti fiksne troškove fonda da TER ostane konkurentan — ali svaki preuzeti euro ide izravno iz njegova prihoda od naknade.

UZ AUM OD 50 MIL. EUR

Prihod od naknade (25 bp) **125.000 EUR**

− fiksni troškovi **50.000 EUR**

= ostaje 75.000 EUR

Pozitivno — ali gotovo pola naknade je otišlo.

UZ AUM OD 10 MIL. EUR

Prihod od naknade (25 bp) **25.000 EUR**

− fiksni troškovi **50.000 EUR**

= −25.000 EUR

Društvo plaća 25.000 EUR godišnje da bi ETF opstao.

Preuzimanjem troškova kupujete konkurentan TER — plaćen vlastitom maržom. Efektivna naknada može postati negativna.

Izvor 2 — troškovi trgovanja: skriveno opterećenje

⚠ **Obično se iskazuju IZVAN TER-a — pa ih klijenti koji uspoređuju TER nikad ne vide.**

Kreiranje i otkup u novcu

Svaki put kad AP uplati ili isplati novac, fond mora sam kupiti ili prodati vrijednosne papire.

Rebalansiranja indeksa

Svaka promjena indeksa — uključenja, isključenja, promjene udjela — tjera fond na trgovanje.

KAKO IH PROCIJENITI — RECEPT U TRI KORAKA

1. Pretpostavite koliki se dio AUM-a godišnje trguje (obrtaj, u %)
2. Primijenite brokersku naknadu na taj iznos
3. Izrazite rezultat u bp AUM-a fonda — to je opterećenje

Samo ilustracija: 20 % AUM-a × 0,10 % brokerske naknade = 2 bp godišnjeg opterećenja.

Izvor 3 — sve ostalo

POREZ PO ODBITKU NA DIVIDENDE

Neto indeks ukupnog prinosa pretpostavlja standardnu poreznu stopu na dividende. *Stvarna* stopa fonda — određena domicilom i ugovorima o izbjegavanju dvostrukog oporezivanja — može biti drukčija.

Razlika ide izravno u razliku u praćenju.

OPTEREĆENJE GOTOVINOM

Dividende stižu kao novac i reinvestiraju se s odmakom. Dok novac miruje, indeks je već potpuno uložen.

Na rastućem tržištu neuloženi novac zaostaje za indeksom.

Popis nije konačan — sitna trenja iz prakse se zbrajaju, nekoliko bp po nekoliko bp.

KLJUČNA PORUKA

ETF je samo wrapper.

Dobar ETF prolazi tri testa:

Tema koju ljudi žele
potražnja i praznina na tržištu

Indeks koji se može pratiti
SAMURAI, UCITS limiti, likvidnost

Održiva ekonomika
naknada × realan AUM pokriva troškove

Pitanja? A sada — vaš ETF.

CJELINA 8 · ZADATAK

Vaš zadatak: ETF za srednju i istočnu Europu

Osmislite indeks i pasivni UCITS ETF na dionice iz regije — i obranite svaku odluku.

Pretpostavka: ETF se lansira krajem 2022., a backtest traje do danas — isto razdoblje za sve grupe.

01

Podaci

116 dionica iz glavnih indeksa Zagreba, Ljubljane, Varšave, Budimpešte, Bukurešta i Sofije: cijene, promet i FF kapitalizacija od kraja 2021.

02

Alat: ETF laboratorij

Jedna HTML datoteka — preuzmite je i otvorite u pregledniku. Postavite pravila, a alat odmah računa sastav, prinos, troškove i likvidnost.

03

Vrijeme

Oko 60 minuta za izradu ETF-a, zatim do 5 minuta prezentacije po grupi i zajednička usporedba svih ETF-ova.

Cilj nije najveći prinos, nego ETF koji biste obranili pred ulagateljem, regulatorom i upravom.

CJELINA 8 · ZADATAK

Četiri koraka u ETF laboratoriju

Ista četiri pitanja iz cjeline 6 — sada s pravim podacima.

1

Ideja

Kome je ETF namijenjen i što nudi? Npr. likvidni blue chipovi, jednaki ponderi, Jadran, cijela regija…

2

Pravila indeksa

Univerzum, odabir, ponderiranje, limiti, rebalansiranje. Ručne iznimke samo uz obrazloženje.

3

Provjere

UCITS 20 % / 35 % (i drift između rebalansiranja), SAMURAI i likvidnost: dani do prodaje 95 % AUM-a.

4

Ekonomika

Realan AUM, naknada i tko snosi koji trošak → TER, razlika u praćenju i rezultat društva.

CJELINA 8 · ZADATAK

Što predajete

DATOTEKA

izvoz iz ETF laboratorija

- Upišite naziv grupe / ETF-a
- Kliknite „Preuzmi rezultate (Excel)”
- Ne mijenjajte datoteku — učitava se u usporedbu
- Grafikone spremite gumbom PNG

PREZENTACIJA (do 5 minuta)

4–5 slajdova

- Ideja i ciljni ulagatelj
- Pravila indeksa i zašto baš ta
- Sastav, prinos i rizik
- TER, likvidnost i ekonomika

Prvo prezentirate svi, zatim sve ETF-ove usporedimo jedan uz drugi.

Zadano u alatu: regulator 0,03 %, depozitar 0,10 %, indeks 0,20 %, fiksni troškovi 20.000 EUR, brokerske naknade i namira po tržištu.