

Dôchodková reforma

Analýza rizika individuálneho účtu

Ministerstvo práce, sociálnych vecí a rodiny
Slovenská republika

Analýzy a odporúčania

Ing. Dušan Lukášik, CSc

14 október 2001, Liptovský Mikuláš

**Analýza online – individuálneho investovania na kapitálových
trhoch.**

Dôchodková reforma

Zhrnutie:

- Dole uvedená analýza dokazuje fakt, že pravdepodobnosť dosiahnutia straty v priamom investovaní do akcií na efektívnom kapitálovom trhu predstavuje až 70%
- Analýza virtuálneho investovania založená na 738 individuálnych účtoch úplne presne zodpovedá výsledkom výskumu 30 reálnych individuálnych investičných účtov na kapitálovom trhu podľa štúdie Severoamerickej Asociácie Správcoov Cenných papierov (North American Securities Administrators Association) zo dňa 9. augusta 1999.
- **Súčasná analýza taktiež poukazuje na fakt, že hlavným dôvodom 70%-nej pravdepodobnosti dosiahnutia straty je skutočnosť, že nie je možné kontrolovať riziko individuálnych účtov na profesionálnom základe do výšky cca 100 000,- USD. Investor vždy čelí špecifickému riziku trhu a špecifickému riziku konkrétneho cenného papiera.**
- **Z uvedeného plynie praktické odporúčanie pre dôchodkovú reformu, že prostredníctvom príslušných právnych opatrení by súkromní investori nemali byť vystavení 70%-nej pravdepodobnosti straty.**
- **Legislatíva by mala v daňovo podporovanom individuálnom investovaní zabrániť priamemu investovaniu do cenných papierov v podobe akcií spoločností, termínovaných obchodov a opcií ako aj do peňažného trhu. Individuálne investovanie do podielových fondov by mohlo byť umožnené s rôznymi stupňami agresivity portfólia za predpokladu, že podielový fond obdrží aspoň investičný rating a bude charakterizovaný určitým stupňom definovania ako napr. horný limit objemu fondu a pod.**

I. Úvod

Popri rôznych formách možností zhodnocovania peňažných alebo investičných prostriedkov rozvoj internetu umožnil nové priam úžasné možnosti prenosu a šírenia informácií v reálnom čase a dostupnosť týchto informácií v ktoromkoľvek bode na zemeguli, čo okrem iného vyvolalo vývoj technológií umožňujúcich priame prepojenie jednotlivca s kapitálovými tržmi. Na jednej strane sa črtá obrovská príležitosť zapojenia ďaleko širšieho okruhu občanov ako priamych účastníkov kapitálového trhu s vidinou vysokých ziskov v krátkom čase, na druhej strane poskytovatelia týchto služieb „taktne mlčia“ o reálnych rizikách spojených s realizáciou individuálneho účastníka síce svojich peňazí a na svoje riziko, ale... ale nikto nepovie, s akým to vlastne rizikom títo individuálni účastníci investujú svoje vlastné prostriedky. Ošial' zo ziskov, ktorý spôsobil rast technologických akcií je za nami a mnohým individuálnym investorom zostali len oči pre slzy. **A školné je vysoké.** Pokles indexu Nasdaq Composit spôsobil podľa odhadov analytikov, že celosvetovo investori prišli približne o **4 000 miliárd USD, slovom štyri tisíc miliárd USD,** ktoré samozrejme skasirovali profesionálni burzovní špekulanti rozpredávajúci vidinu budúcich ziskov internetovo orientovaných firiem. Nielen individuálni investori, ale aj portfóliovní investori, ako aj iní inštitucionálni investori zaznamenali významné finančné straty, ba dokonca takí investori ako Warren Buffet museli priznať, že trhu nerozumejú a div že sa neospravedlňovali za straty svojim investorom, pričom otázka znie:

1. **Bolo možné tieto straty predvídať?**
2. **Čo je potrebné urobiť, aby sa toto školné už nemuselo znovu zaplatiť?**

Dôchodková reforma

Na Slovensku pocítili klienti spoločnosti Online Investors a Private Investors dôsledky v zásade nezodpovedného marketingu, pričom sa odhaduje, že hodnota ich investovaného majetku sa scvrkla cca na jednu desatinu z investovaných približne 800 miliónov Kč na 60 miliónov Kč a možno menej. Podobne klienti spoločnosti Bonus Invest, ktorí investovali cez finančný portál Finport zaznamenali úmerné straty, pričom náklady spojené s prevádzkou Finportu boli tak vysoké, že nakoniec spoločnosť Bonus Invest sa veľmi rada zbavila svojich záväzkov a finančný portál aj spolu s klientelou predala RM-Systému. Napriek tomu je možné nájsť riešenie, ktoré umožní korektným spôsobom moderné služby kapitálového trhu poskytnúť jeho účastníkom.

V roku 1999 Americká organizácia na ochranu investorov (NASAA - North American Securities Administrators Association) zverejnila výsledky štúdií, v ktorej boli analyzované výnosy 30 portfólií patriacich individuálnym klientom amerických brokerských firiem. Hlavné závery a zistenia tejto analýzy sú uvedené v nasledovnom okienku.

Analýza účtov klientov s denným obchodovaním

(Správa projektovej skupiny denného obchodovania)

Tridsať (30) krátkodobo-obchodovaných účtov bolo náhodne vybraných pre účely analýzy z účtov spravovaných vo Watertown, Massachusettskej pobočke firmy All-Tech v rokoch 1997 a 1998. Kópie výpisov účtov klientov boli získané v spojení s Massachusettským súdnym konaním proti All-Tech. Project Group si najala Erika Sikowitza z STZ Analytických Služieb v New Yorku na tabulovanie dát z účtovných výpisov a vyčíslenie obchodných aktivít. Pán Sikowitz realizoval kalkulácie zisku a strát, provízií, obratu a pomeru nákladov a majetku (cost-to-equity ratio). Project Group si taktiež najala Ronalda L. Johnsona, konzultanta pre cenné papiere a terminované obchody z Palm Harbor na Floride, na uskutočnenie analýzy a vyhodnotenie obchodovania na účtoch. Zistenia a závery pána Johnsona sú nasledovné:

- Priemerný účet bol otvorený štyri mesiace, dosiahol priemerný ročný obrat 278 a cost/equity ratio bolo 56%. Dvaja súkromní investori obchodovali so šiestimi účtami, takže štyri účty boli odstránené, aby sa predišlo skresleniu analýzy.
- Všetky obchody uskutočnené na účtoch boli analyzované a ohodnotené (4 093 obchodov na 26 účtoch). 70% zo všetkých účtov zaznamenalo stratu a boli obchodované spôsobom, že realizovali 100% „risk of ruin“ (strata všetkých peňazí).
- Len 3 z 26 ohodnotených účtov (11,5% z vybraných účtov) vykazovali schopnosť dosiahnuť ziskové krátkodobé obchodovanie.
- Bolo ohodnotené štatisticky významné denné obchodovanie (day trading) – 2 754 obchodov na 17 účtoch. 65% účtov vykázalo stratu a boli obchodované spôsobom, že realizovali 100% „risk of ruin“ (strata všetkých peňazí).
- Len jeden účet zo 17 analyzovaných účtov vykazoval úspešné denné obchodovanie a tento účet nemal obchodné zisky úmerné riziku ktorému bol vystavený
- Najúspešnejší účet mal realizované obmedzené krátkodobé obchodovanie a nemal žiadne denné obchodovanie.

Zdroj: North American Securities Administrators Association, Findings and Recommendations 1999 <http://www.nasaa.org>

Táto správa poukazuje na fakt, že až 70% klientov s veľkou pravdepodobnosťou nielen produkuje straty ale dokonca stratí všetky svoje investované peniaze. Len 11,5% klientov má šancu dosiahnuť zisk, všetci ostatní klienti indikujú správanie, ktoré je možné ohodnotiť cez parameter Risk of Ruin a vedie k strate celého ich majetku. Je možné verifikovať tieto závery? Nasledujúce závery z výsledkov burzovej hry, kde bolo sledovaných 738 rôznych virtuálnych účtov plne potvrdzujú výsledky štúdie NASAA. Fakt, že denné obchodovanie stále existuje, potvrdzuje, že brokerské spoločnosti stimulujú tieto praktiky

Dôchodková reforma

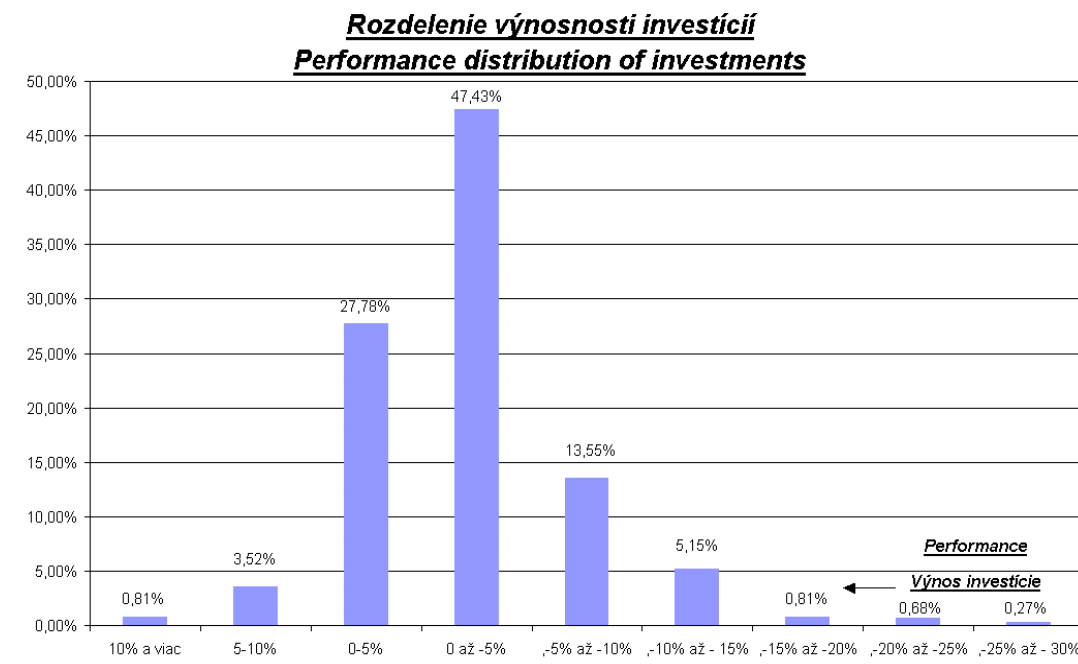
s cieľom maximalizácie transakčných poplatkov a zatiaľ neboli implementované žiadne riadne opatrenia voči takýmto postupom.

II. Burzová hra alebo ako je možné získať potrebné informácie

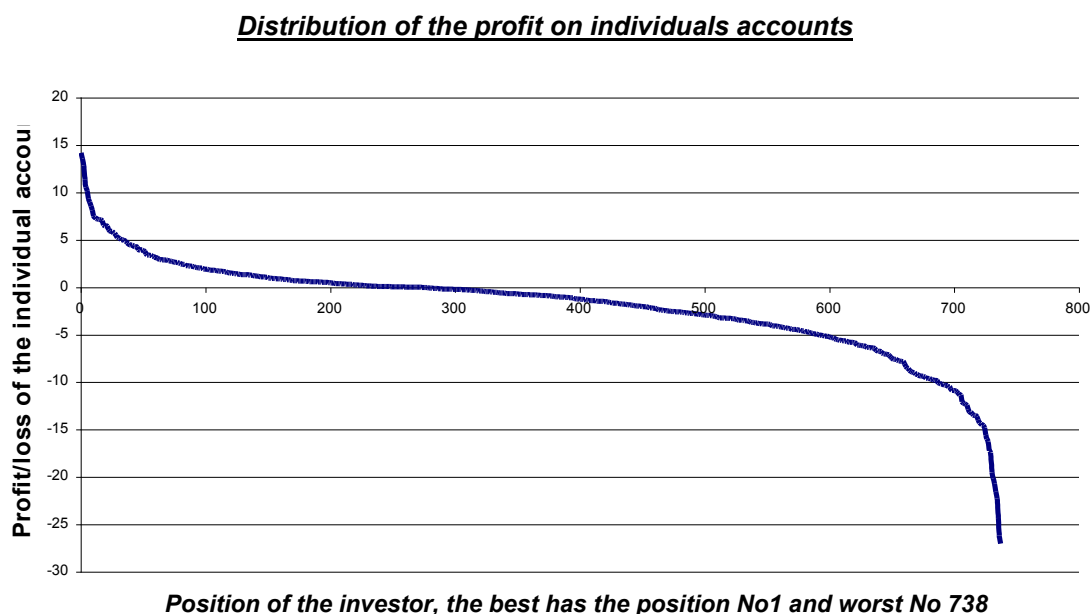
Burzová hra predstavuje systém virtuálneho investovania, pričom od bežných hier je táto založená na princípe obchodovania s cennými papiermi, ktoré sú obchodované na reálnych kapitálových trhoch vo forme virtuálnych nákupov a predajov, to znamená, že investor investuje virtuálne peniaze (na účte nie sú reálne peniaze, ale je nastavený zvolený objem peňazí ako zápis v počítači) a takisto systém porovnáva aktuálne údaje z kapitálového trhu (zvyčajne s 15 minútovým oneskorením oproti reálnemu času) a vo vzťahu k týmto informáciám vysporadúva zadané pokyny, či už sa to týka nákupu alebo predaja cenného papiera a automaticky vykoná finančné zúčtovanie celej obchodnej transakcie . Oproti reálnemu obchodovaniu tieto obchody nie sú samozrejme zaznamenávané v obchodnom systéme jednotlivých búrz, to znamená, že tieto obchody neovplyvňujú ceny na trhu a ani stav likvidity na trhu. Z toho dôvodu je možné získať poznatky z takejto burzovej hry blížiace sa poznatkom a skúsenostiam z reálneho kapitálového trhu len na tých kapitálových trhoch, ktoré sú transparentné a likvidné, pričom aj jednotlivé obchodované cenné papiere majú požadovaný stupeň likvidity.

Spoločnosť Bluebull poskytla slovenským účastníkom kapitálového trhu možnosti vyskúšať svoje schopnosti virtuálneho investovania, pričom popri nadobudnutí bežných zručností, či už sa to týka techniky alebo obchodných skúseností zozbierané údaje a informácie z tejto burzovej hry majú pomerne vysokú vypovedaciu schopnosť a mali by byť známe nielen odbornej verejnosti ale vo vhodnej podobe by mali byť dostupné aj občanom zvažujúcim, kam svoje prostriedky investovať. Analýzu sme vykonali z výsledkov druhého kola burzovej hry, ktorého sa zúčastnilo 740 individuálnych investorov, pričom výsledky je možné zhrnúť nasledovne. Štatistika ukázala, že približne len 30% investorov bolo schopných si investíciu zachovať alebo mať zisk a naopak temer 70% investorov zaznamenalo stratu. Ak zväzíme, že všetci títo investori používali internet a museli zvládnuť pojmy kapitálového trhu a techniku investovania, možno konštatovať, že aj keď niektorí boli ešte žiakmi ZDS, jedná sa zvyčajne o kategóriu občanov buď s vyšším vzdelaním alebo s vyšším stupňom záujmu o zhodnocovanie svojich prostriedkov ako reprezentuje bežný občan príslušnej vekovej kategórie. **Napriek tomu štatistika, ktorá je zobrazená na obrázku č. 1, poukazuje na fakt, že existuje pre individuálneho investora len 30%-ná pravdepodobnosť zhodnotenia investícií a vytvorenia zisku a naopak až 70%-ná pravdepodobnosť, že investor zaznamená stratu.** Keby prevádzkovatelia finančných portálov, či už Online Investors alebo Private Investors, či Finport poskytli tieto informácie svojim klientom dopredu, čitateľ si zaiste odpovie sám, či ľudia, klienti týchto spoločností, za iných okolností schopní podnikatelia, ktorí v obore svojej činnosti vedia zarobiť peniaze, či by s týmto rizikom sedemdesiatpercentnej straty a to s rizikom na svoj vlastný účet takýmto spôsobom investovali. Je zrejmé, že títo investori v zásade podľa verejnej ponuky nedostali relevantné informácie pre svoj rozhodovací proces, pretože aj keď vedeli, že obchodujú na vlastné riziko, nikto im pravdepodobne nepovedal, že pravdepodobnosť úspešnosti jeho investície je len 30% a naopak, skutočnosť, že zaznamenajú stratu, dosahuje až hodnotu 70%.

Dôchodková reforma



Obrázok číslo 1. Rozdelenie výnosnosti investícií



Obrázok číslo 2. Rozdelenie zisku/straty na individuálnych účtoch

Ostáva ale otázka, že napriek tomu investičné spoločnosti vykazujú zisky, čo je vlastne príčinou, že aj na kapitálových trhoch je možné zarábať a pri dobre volenej investičnej stratégii dosahovať častokrát aj na pomery kapitálového trhu nadpriemerné zisky.

Odpoveď je pomerne jednoduchá a tú **reprezentuje profesionálne riadenie rizika ako povinná súčasť štandardných investičných stratégií.** Aj keď odpoveď je jednoduchá, praktická realizácia si vyžaduje značný súbor vedomostí, schopností a hlavne zvládnutia

Dôchodková reforma

rôznych finančných nástrojov, kde častokrát vytvorenie situácií, kedy na jednej strane sa obmedzí riziko a na druhej strane sa aj limituje maximálny výnos, t.j. zisk, vedie k súčasnému použitiu viacerých typov obchodov, kde kombinácia opčných obchodov, forwardových obchodov popri prípade ďalších finančných nástrojov, či ich derivátov umožňuje **takéto vedomé riadenie rizík**, pričom z hľadiska teórie portfólií je možné rôznym spôsobom diverzifikovať investície a tým efektívne riadiť riziká. To znamená, že nestačí len náhodným spôsobom sledovať vývoj cien na trhu príslušného typu akcií a tieto kupovať alebo predávať, ale pri profesionálnom prístupe vytvorenia investičného portfólia je nutné použiť celý rad finančných nástrojov tak, aby portfólio vykazovalo všetky známky profesionálneho riadenia rizík v rovnováhe s jeho výnosmi. Veľmi konštruktívne správanie takýchto portfólií bolo vytvorené prostredníctvom pána Kohouta na stránke <http://pes.internet.cz/skrblik>. Portfóliá boli taktiež vytvorené na virtuálnom základe:



Obrázok číslo 3. Vývoj vzorových portfólií s rôznym stupňom rizika.

	Vzorové portfóliá		
Investičné nástroje	Konzervatívne	Vyvážené	Agresívne
Peňažný trh (Kč)	95%	10%	0%
Dlhopisy (Kč)	5%	35%	13%
Akcie (konzervatívne)	0%	32%	51%
Akcie (agresívne)	0%	23%	36%

Je dôležité poukázať na fakt, že agresívne portfóliá kopírujú vývoj indexu Nasdaq a z dlhodobého hľadiska čisto konzervatívne portfólio vyhráva. Navyše, najrizikovejšie portfólio

Dôchodková reforma

dosiahlo stratu aj napriek riadeniu rizika. Prax jednoducho potvrdzuje teóriu o tom, čím je väčšie riziko, tým je väčší zisk ale aj strata.

*Štatistika burzovej hry ukazuje, že priemerný dosiahnutý výnos účastníkov predstavoval stratu na účtoch vo výške 2,061%. Medián, ktorý rozdeľuje interval možných výnosov na dve polovice tiež vykazuje stratu vo výške 0,95895 % a najpravdepodobnejší výsledok alebo modus bola znova strata vo výške 0,05%. **Dôvod je ten, že v mnohých prípadoch súkromní investori investujú do akcií ktoré vykazujú najvyššie zisky ale nikto neberie do úvahy volatilitu, ktorá má dramatický vplyv na konečné výsledky investície.** A tak sa sen stoviek ziskuchtivých investorov končí na základe vysokej volatility, ktorá vyústi do negatívneho modusu a negatívneho mediánu. Tie mnohých investorov prebudia a ukážu im čiernu stránku ich ružových očakávaní.*

Ak si teraz položíme otázku, aká je pravdepodobnosť, že náhodne vybratá akcia z indexu NASDAQ medzi 2/1999 a 2/2000 prinesie zisk, to znamená v čase najväčšieho rastu indexu, dostaneme len 45%-nú pravdepodobnosť. Ako sme videli na obrázku číslo 2, štatistika je posunutá. Odráža to skutočnosť, že minimum, čo môžeme dostať z investície je 100%-ná strata a maximum nemá limit. Priemer je niekde medzi týmito dvoma limitami. Pretože niekoľko málo akcií vykazuje stovky alebo viac percent zisku, musí existovať oveľa viac akcií s podpriemernou výkonnosťou, ktoré vyrovnávajú výkonnosť tých niekoľko hviezdnych akcií.

III. Online Investors Slovakia o.c.p. -Private Investors a Finport

U oboch týchto spoločností došlo k verejnej ponuke, to je po podpísaní zmluvy (za normálnych okolností je možné toto chápať ako typovú zmluvu) a po podpise zmluvy účastník mohol svoje prostriedky investovať prostredníctvom týchto zmluvných partnerov na americkom kapitálovom trhu. Jediný poplatok, ktorý platil napr. v spoločnosti Private Investors bol 29 USD za jeden pokyn bez ohľadu na objem obchodu. Inými slovami, ak mal mať takýto pokyn zmysel, náklady s ním spojené by nemali presiahnuť približne jedno percento (napr. štatisticky vyčíslené poplatky za správu u amerických fondov reprezentujú 1,5% z hodnoty majetku za rok), inými slovami akýkoľvek pokyn pod hodnotu 3 000 USD sa už javí ako ekonomicky neefektívny. To má za následok, že zúčastniť sa takéhoto investovania *môžu len na naše pomery bohatí občania a keď si odmyslíme tých pár slovenských miliardárov, ktorí svoj majetok nadobudli dlhodobou poctivou prácou (zvyčajne za posledných pár rokov), tak potom ostáva už len úzka kategória potenciálnej klientely, ktorá naráža ale na druhú časť bariéry a tou je nedostatočný objem zdrojov na to, aby tento objem zdrojov umožňoval vybudovanie portfólia investícií s profesionálne riadeným rizikom a výnosmi.* Ak do toho ešte skombinujeme, že *nielenže tieto investori neboli informovaní o individuálnom riziku, ale zároveň nemali ani základné vedomosti o budovaní takéhoto portfólia, potom 70% -ná pravdepodobnosť vytvorenia straty pri takto vedenom individuálnom investovaní vytvára temer istotu, že individuálny investor skončí v strate a sen o ľahko zarobených peniazoch na kapitálových trhoch sa premení na plač nad rozliatym mliekom.*

Napriek tomu, že klienti oboch portálov vykazujú stratu, ukazuje sa ešte ďalšia významná skúsenosť a tou sú pravdepodobne nedostatočné podmienky poskytovania služby, poprípade kontrola zo strany orgánov dohliadajúcich na kapitálový trh tak, aby účastník bol vystavený len podnikateľskému riziku a nie situáciám, ktoré umožnili zamestnancom Private Investors

Dôchodková reforma

neoprávnene nakladať s prostriedkami klientov vo svoj prospech, čím v konečnom dôsledku pravdepodobne došlo k čiastočnej defraudácii majetku klientov. Kým v prípade (podľa doteraz známych informácií) u účastníkov Finportu boli účastníci vystavení len riziku, ktoré je možné podľa burzovej hry odhadnúť na 70%-nú stratu, ***v prípade Private Investors odborníci usudzujú, že spoločný účet investorov a spoločné ručenie za jednotlivé obchody akcelerovali rýchlosť generovania straty celého objemu investícií tak, že po zablokovaní účtov spoločnosťou AB Watley z 800 miliónov Kč zostalo možno iba 60 miliónov. Komisia pre cenné papere ČR podala na zbankrotovanú českú spoločnosť Private Investors trestné oznámenie orgánom činným v trestnom konaní. Dôvodom je podozrenie z trestného činu porušovania povinností pri správe cudzieho majetku.*** Podľa názoru komisie pre cenné papiere zrejme došlo k zlyhaniu vnútorných kontrolných mechanizmov spoločnosti. Stručne možno povedať, že česká firma zvolila zlú obchodnú stratégiu a v dôsledku nedostatočnej vnútornej kontroly, poprípade neuplatňovanie princípov vyplývajúcich zo zákona, došlo aj k zneužitiu prostriedkov klientov.

Záver

Ako sme ukázali vyššie, individuálne investovanie na kapitálových trhoch podlieha riziku, ktoré na báze burzovej hry je možné odhadnúť, že existuje len 30%-ná pravdepodobnosť vytvorenia zisku a naopak až 70%-ná pravdepodobnosť vytvorenia straty pri individuálnom investovaní s oddelenými individuálnymi účtami. Naopak, v prípade, že tieto účty nie sú oddelené a majetok je ponímaný spoločne, straty z individuálneho investovania likvidujú aj zisky klientov s investíciami so ziskom a vytvárajú celkovú stratu. Jediná obrana voči tomuto riziku je profesionálne riadenie rizika aktív pri použití rôznych nástrojov finančného trhu a pri dôslednej diverzifikácii portfólia.