

***Dôchodková reforma***

***Reforma dôchodkového systému  
v Slovenskej Republike  
Analýza nákladov amerických podielových fondov  
(Rešerš podľa Estelle James a kol.)***

***Ministerstvo práce, sociálnych vecí a rodiny  
Slovenská republika***

***Ing. Dušan Lukášik, CSc***

***V Liptovskom Mikuláši 8. Novembra 2001***

## *Dôchodková reforma*

# *Náklady amerických podielových fondov na trhu individuálneho spotrebiteľa*

Podielové fondy predstavujú v USA obraz veľmi úspešnej finančnej inštitúcie. Aktíva fondov narástli z necelých miliardy USD v 1949 na 140 miliárd USD v roku 1980 a viac ako 4 000 miliárd USD ku koncu 1997 a v súčasnosti prekračujú celkovú sumu vkladov v sporiteľniach a aktív životného poistenia. (Pozen 1998). Ciele a služby fondov sa rozšírili. Za posledných 20 rokov expandovali akciové fondy oveľa rýchlejšie ako dlhopisové alebo peňažné fondy. Sporitelia si zrejme uvedomili, že investovanie do podielových fondov im poskytuje výhody z hľadiska komfortu, likvidity a diverzifikácie a tieto faktory dostatočne vyvažujú poplatky. Každý investor do podielového fondu má individuálny účet, ktorý môže byť transferovaný medzi fondmi a takýmto systémom môže systém IA (individuálneho účtu – individual account) fungovať na konkurenčnom spotrebnom trhu.

Predchádzajúci dokument analyzoval faktory týchto poplatkov a štruktúru súvisiacich nákladov. (James et al 1999). Pri tom sme použili regresívnu a progresívnu analýzu zostavenú na báze veľkého súboru dát podielových fondov (4254 fondov v 1997 a 1300-2000 každý rok v 1992-96), získaných od spoločnosti Morningstar. V tejto časti sumarizujeme tieto výsledky a zvažujeme dôsledky pre reformovaný systém sociálnej zabezpečenia, ktorý zahŕňa individuálne účty.

### **Náklady a poplatky v podielových fondoch**

V amerických podielových fondoch fond platí ročné poplatky svojmu investičnému poradcovi a distribútorovi (je to obyčajne tá istá skupina alebo „sponzor“, ktorý pôvodne fond založil) a ďalej platí oveľa menšie poplatky právnikom, audítorom, transferovým agentom a ďalším. Týchto poskytovateľov služieb vyberá predstavenstvo fondu, kde väčšina členov je združených so sponzorom fondu. Poplatky sú alokované medzi akcionármi v závislosti od ich aktív a určujú „reported expense ratio“ fondu ktoré sa odčítava od hrubého zisku aby sa určil čistý zisk určený pre akcionárov. **Tieto poplatky predstavujú náklady pre fond ako aj pre individuálnych akcionárov, no na druhej strane predstavujú vysoké zisky pre investičného poradcu a distribútora, ktorí nie sú určený na konkurenčnej báze.** „Poplatky súvisiace s nákupom alebo predajom podielových listov platia individuálni investori priamo brokerom alebo agentom-predajcom pri ich nákupe alebo predaji. Tieto vstupné a výstupné poplatky predstavujú časť ceny pre akcionárov, hoci fond ich neobdrží. Brokerské poplatky, ktoré fond platí za transakcie s akciami, takisto nie sú zahrnuté do nákladov fondu a sú jednoducho očistené z hrubého zisku fondu.

V našej správe sme modelovali celkové náklady investora, ktoré sa skladá z deklarovovaných nákladov fondu, z brokerských poplatkov a z ročných nákladov na nákup a predaj podielových listov (tabuľka 3). V roku 1997 celkové náklady investora predstavovali 1,85% z aktív, v porovnaní s „deklarovaným nákladom fondu“, ktoré bolo priemerne 1,28%. Po prepočte a spriemernenie na celkové aktíva fondov sa celkové údaje znížili na 1,44% a 0,91%. **Údaje prepočítané podľa aktív sú pre naše ciele viac relevantné, pretože indikujú náklady vynaložené na priemerný investovaný dolár. Tieto nižšie údaje korešpondujú s dosiahnutím úspor u vyššieho objemu majetku a u uprednostňovaní klientmi fondov s nižšími nákladmi.** Odchýlky v nákladoch jednotlivých fondov s rozličnou stratégiou investovania sú taktiež veľmi zaujímavé. **Napr. priemerný dolár investovaný v pasívne spravovaných fondoch predstavuje nesie so sebou náklady, ktoré sú je menej ako štvrtina nákladov v prepočte na dolár investovaného do aktívne spravovaných fondov.**

Viac ako polovica z deklarovovaných nákladov fondu (jedna tretina celkových nákladov investora) sa vypláca investičnému poradcovi, ktorý následne alokuje peniaze medzi subjekty zabezpečujúce funkcie fondu, ako sú investičný výskum produktov, reklama, analýzy a podobne. Získanie uvedených informácií je obtiažne, nakoľko väčšina investičných poradcov a súkromných spoločností nie je

# Dôchodková reforma

povinná poskytovať tieto údaje. Ďalšie dva najdôležitejšie problémy spojené s meraním a pochopením nákladov fondov sú nasledovné:

1. Väčšina fondov sú členmi komplexu podielových fondov (napr. Fidelity a Vanguard). Určité aktivity ako napr. reklama, výskum, vývoj nových produktov poskytuje spoločný investičný poradca všetkým členom komplexu. Alokácia týchto výdavkov medzi fondmi môže byť podmienená na základe odhadu, kde môžu byť výdavky absorbované pri najmenej strate klientov. Takže relatívne poplatky, ktoré platia členovia komplexu fondov neodrážajú skutočné náklady, ktoré produkujú. Napr. malé a nové fondy, ktorých spravovanie je drahé, zrejme alokujú len malú časť nákladov na získanie nových zákazníkov a indexové fondy zamerané na zákazníkov, ktorí intenzívne sledujú náklady, podobne alokujú malú časť nákladov. Obchodná stratégia, ktorá je použitá pri alokácii spoločných nákladov môže byť v povinnom systéme individuálnych účtov odlišná.
2. Neviditeľné záporné výnosy z obchodov s cennými papiermi – vplyv nákupných a predajných aktivít fondu pri nastavení ceny akcií na trhu – nie sú hodnotené v tejto analýze. Tento fakt môže viesť k nadhodnoteniu výnosov, zvlášť u nízkotransparentného trhu alebo malých spoločností, kde fondy vlastnia veľkú časť akcií.

## Zhrnutie výsledkov regresnej analýzy

Hlavná závislá na premenných je v našich analýzach položka je poplatky za správu (s vyňatím brokerských poplatkov a nákladov za predaj a spätný odkup podielových listov), vyjadrené ako percento zo spravovaných aktív. (Nepoužívali sme celkový náklad investora ako našu závislú premennú, nakoľko v súbore údajov neboli k dispozícii spoľahlivé údaje súvisiace s nadobudnutím cenných papierov vo fondoch alebo brokerských poplatkov pre väčšinu fondov).

Naša regresná analýza mala za úlohu určiť, kedy je zmena nákladov náhodná a kedy systematická a identifikovať faktory, ktoré podmieňujú systematické zmeny. Naša stratégia bola založená na sledovaní investovania aktív a služieb pre akcionárov ako hlavné výkony, kde veľkosť aktív a počet akcionárov sú hlavnými determinantmi nákladov, kontrolujúc množstvo ďalších premenných. Naše nezávislé premenné boli rozdelené do troch hlavných skupín:

- hlavná skupina týkajúca sa úspor, ktoré vznikajú ako efekt narastania objemu majetku, ako aj vzťahu medzi nákladmi, výnosmi a rizikom
- premenná definovaná ako alokácia typu aktív, ktorá potvrdzuje, že rozdielne reálne náklady sú vyvolané rozdielnymi investovanými portfóliami
- skupina obchodnej a marketingovej stratégie, ktorá odráža rozhodnutia poradcu fondu (tabuľka 4).

Analýzy sme vykonali zvlášť pre každý rok 1992-97. Taktiež sme uskutočnili analýzy pre roky 1992-97, ktoré zahrnovali časový trend ako prídavnú premennú. Väčšina zmien v nákladoch sa javí ako systematická a nie ako náhodná. Náklady, ktoré znášali investori sa líšia vo veľkej miere kvôli obchodným rozhodnutiam manažérov fondov a tieto isté náklady majú potenciú značne ovplyvniť stratégiu povinného systému individuálnych účtov.

Naše hlavné empirické zistenia a ich implikácie pre systém individuálnych účtov sú nasledovné:

### 1. Existujú značné dôkazy o vplyve objemu aktív na relatívne zníženie nákladov:

„Náklady na správu sú nižšie, keď celkové aktíva fondu, aktíva celkového komplexu fondov a aktíva pripadajúce na jedného akcionára vzrastú. Pre fondy s aktívami menšími ako 10 miliónov USD sú jednoduché priemerné náklady na správu 1,54% a pre fondy s aktívami vyššími ako 1 miliarda USD je to 0,96%. Všetky fondy potrebujú analytikov, portfóliových manažérov, výpočtovú techniku a zariadenia umožňujúce elektronické obchodovanie. Veľké fondy môžu byť spravované prakticky tým istým počtom odborníkov a mať také isté obchodné vybavenie ako musia mať menšie fondy. Úspory pri dosiahnutí vyšších objemov aktív vyplývajú

# Dôchodková reforma

z marketingových nákladov a z investičného manažmentu: veľké fondy rozložia svoje náklady na reklamu (taktiež náklady na právne služby, účtovníctvo a audit) na väčšiu základňu aktív. Najväčšie a najrýchlejšie rastúce podielové fondy zaznamenali najvýznamnejší pokles v období posledných 20 rokov v oblasti prevádzkových nákladov čiastočne aj na základe týchto dôvodov. (Rea and Reid 1998, viac informácií o vplyve veľkosti aktív je k dispozícii v materiáli Baumol et al 1990, Sirri and Tufano 1993).

Avšak tieto úspory z agregácie aktív nepokračujú donekonečna. Pozitívny znak koeficientu aktív zastaví pokles nákladov na správu vtedy, keď veľkosť fondu dosiahne 20-40 miliárd USD. Ďalšie štúdie zistili, že rast objemu aktív sa zastavia skôr ako v USA a napríklad vo Francúzsku sa minimálne náklady dosiahnu pri 2,9 miliárdach frankov (okolo 1/2 miliardy USD) (Collins and Mack 1997, Dermine and Roller 1992). Vplyv trhu tu nie je meraný, ale taktiež pôsobí na zastavenie pozitívneho poklesu nákladov na správu a zvyšuje celkové náklady, hlavne na malých nelikvidných trhoch. Agregácia prináša úspory, ktoré vyúsťujú do koncentrácie trhu, ale limit týchto úspor pre početné podielové fondy (a penzijné fondy) závisí od celkovej veľkosti trhu v každej krajine.

## 2. Významné fixné náklady v prepočte na jeden účet:

Pri konštantných agregovaných aktívach sa náklady na správu zvyšujú s počtom akcionárov, ale tento efekt mizne pri riadení takých strategických premenných ako sú minimálne investície jednotlivca. Náklady na správu sa znižujú vtedy, keď rastie veľkosť priemerného účtu. Základným dôvodom je fakt, že fondy vynaložia fixné náklady na správu účtu a na komunikáciu s akcionárom (R&C), čím väčší je účet, tým sú menšie náklady vyjadrené ako percento z aktív. Podľa týchto prepočtov reprezentujú fixné náklady 20-25 USD v prepočte na jeden účet priemernej veľkosti. Periodické prieskumy transferových agentov (organizácie, ktoré podielovým fondom poskytujú tieto služby) dokazujú, že priemerné R&C náklady na účet boli konštantné v tomto intervale v 90-tych rokoch. V 1995 predstavovali priemerné náklady 21 USD a 80% zo všetkých fondov vykazovali R&C náklady vo výške 10 – 32 USD. Náklady boli vyššie pri fondoch, ktoré vykonávajú funkciu transferového agenta interne, pre účty, kde sa dividendy vyplácajú mesačne a nie ročne a pre fondy s poskytujú privilegiá vypisovania šekov a majú dlhé telefonické hovory. (viac informácií je uvedených v James et al 1999 and Investment Company Institutet and Coopers Lybrand 1999). Fixné náklady spojené so správou účtu a komunikáciou s klientom R&C predstavujú potenciálny problém pre systémy individuálnych účtov, ak sú účty malé, 20 USD sú 4% z účtu vo výške 500 USD, menej ako 0,1% z účtu vo výške 25 000 USD, čo je približne aktuálna úroveň podielových fondov. Tieto fixné náklady vysvetľujú vysoké náklady na správu nových podielových fondov v rozvojových krajinách. To evokuje otázku, či by mala byť použitá investičná voľba s nižšími nákladmi R&C, alebo či by náklady R&C mali byť amortizované počas dlhého časového obdobia, s cieľom vyhnúť sa značnej záťaži prvých účastníkov pri spustení nových systémov dôchodkového poistenia cez individuálne účty.

## 3. Vysoké náklady na marketing.

Priemysel kapitálového trhu prostredníctvom brokerov, ďalších predajcov a masových reklamných metód (mediálne reklamy, direct mailing) úspešne upriamuje pozornosť potenciálnych akcionárov na výhody investovania kapitálu do podielových fondov. Tento fakt pravdepodobne vo veľkej miere zodpovedá za dramatický nárast aktív v investičnom priemysle. Hlavný marketingový výdaj akcionárov predstavujú provízie z predaja. Dve tretiny všetkých fondov sú predávané prostredníctvom tretích strán (brokeri, poisťní agenti, finanční poradcovia), ktorí dostávajú dohodnutý druh provízie (prostredníctvom záloh alebo odmien za výkon alebo ročných poplatkov 12b1). Avšak náklady fondov spravovaných interným spôsobom sú väčšie v porovnaní nákupu týchto služieb a časom sa zvyšuje. (tabuľka 7).

Kolko predstavujú marketingové náklady z celkových nákladov? Je možné, že provízie z predaja nahrádzajú ďalšie náklady, ako napr. reklama či náklady na komunikáciu. Naše analýzy však vykazujú

# Dôchodková reforma

len malú výmenu. Väčšina poplatkov 12b1 sa prenáša na spotrebiteľov ako dodatočné náklady. Nízky poplatok 12b1 (obyčajne 0,25%), ktorý je zahrnutý do nákladov na správu zvyšuje tento parameter o 0,2%, vysoký poplatok 12b1 (obyčajne 1%) ho zvyšuje o 0,4% a obyčajne sa vyskytuje s odloženými nákladmi (deferred load), ktorý zvyšuje o ďalších 0,5%, čo vedie k záveru, že väčšina poplatku 12b1 sú dodatočné náklady. Poplatky za nákup a predaj podielových listov nie je zahrnutý do poplatkov za správu a nemá významný vplyv na celkové poplatky za správu (na potvrdenie efektov poplatkov 12b1, ktoré zvyšujú náklady vid' Ferris and Chance 1987, Trzcinka and Zweig 1990).

Ak definujeme „celkové ročné marketingové náklady“, ktoré akcionári platia ako poplatok 12b1 plus ročné náklady na kúpu alebo spätný predaj podielových listov, potom je to 0,67% t.j. až okolo 40% z celkových nákladov na správu fondu (vid' poznámka 3, tabuľka 7). Tento fakt je veľmi podobný proporciám v Chilskom systéme AFP. **Pre fondy s nákladmi súvisiacimi s poplatkami za predaj a odkúpenie podielových listov alebo poplatkami 12b1 sú celkové poplatky za správu pre investora o 1 percentuálny bod vyššie ako pre fondy, ktoré neplatia žiadne provízie z predaja pričom viac ako polovica celkových výdavkov investora zodpovedá marketingovým nákladom.** Tieto údaje nedoceňujú skutočné marketingové náklady, pretože nezahrňujú výplaty zamestnancov, ktorí spravujú marketingové aktivity, či náklady na reklamu, ktoré sú vyplácané mimo poplatkov pre poradcov. Marketingové náklady zohrávali ešte významnejšiu úlohu na začiatku rozvoja podielových fondov, pred rozvojom technológie spoplatnenia predaja podielových listov.

Investori si samozrejme môžu vybrať a zakúpiť investovanie bez poplatkov za predaj podielových listov. To vedie k záveru, že investori predpokladajú (správne, či nesprávne), že dostanú vyššiu hodnotu od sprostredkovateľov tretích strán, s ktorými obchodujú. (na potvrdenie vid' Kihn 1996, Capon et al 1996). Zo sociálneho hľadiska marketing zrejme poskytuje mix užitočných informácií, zavádzajúcich informácií, impulzivnosť dobrého výkonu a informácie s nulovou hodnotou. Ďalšie štúdie ukazujú, že fondy, ktoré najviac získali, sú tie, ktoré kombinujú vigorózný marketing s dobrým výkonom. (Sirri and Tufano 1997). Možnosť rozšírenia priaznivých informácií prostredníctvom marketingu predstavuje významný podnet pre dobrú výkonnosť a inováciu produktov. **Väčšina metód určená na udržiavanie nízkych nákladov individuálnych účtov zahŕňa redukcii v marketingových nákladoch, za predpokladu, že väčšina má nulovú hodnotu a nepredstavuje efektívny spôsob poskytovania užitočných informácií pre nových investorov.**

## 4. Nižšie poplatky za správu pre inštitucionálne fondy.

Pre inštitucionálnych investorov je limitovaných niekoľko podielových fondov (bankové trustové oddelenia, korporácie, malé nadácie a pod.). Minimálna investícia do týchto fondov je 100 000 USD alebo viac. Tieto fondy majú oveľa menšie poplatky za správu ako fondy určené pre individuálnych investorov. Tie isté aktíva môžu byť zhromaždené s oveľa nižšou distribúciou, komunikáciou a nákladmi na spravovanie účtov z jednej veľkej inštitúcie ako od viacerých malých súkromníkov. Inštitúcie s oveľa menšou pravdepodobnosťou platia brokerom poplatky 12b1 (alebo front loaded fees) za predaj podielových listov, pretože využívajú efektívnejšie spôsoby získavania informácií. Avšak málokedy, keď platia tieto poplatky, obdržia nižšie sadzby. Výsledkom je, že poplatky za správu u inštitucionálnych fondov je o 0,6% nižšie ako pri ostatných fondoch pri regresnej analýze a celkové náklady investora pre všetky inštitucionálne fondy sú menšie ako polovica v porovnaní so spotrebnými fondmi s individuálnymi účtami. (Tabuľka 8).

Niektoré fondy stanovujú počiatočný najnižší investičný limit, požiadavku, ktorá sa javí ako vysoká (viac ako 10 000 USD), hoci je nižšia ako pre inštitúcie. Tieto fondy majú taktiež významne nižšie poplatky za správu (-0,4%), ako spotrebné fondy (retail funds), ktoré sa starajú o menších investorov, hoci nie je také nízke ako pri inštitucionálnych fondoch. **Tieto pozorovania nás viedli k skúmaniu inštitucionálneho trhu detailnejšie, aby sme mohli určiť, či individuálne účty sú odsúdené na vysoké poplatky za správu v dôsledku malej veľkosti aktív na účtoch alebo by mohli využívať výhody plynúce z nízkych nákladov v dôsledku veľkých agregovaných hodnôt v povinnom systéme.**

# Dôchodková reforma

## 5. Nižšie náklady pre pasívny manažment – pre niektoré typy aktív.

Dôležitým sa javí taktiež významný negatívny znak pasívne spravovaných fondov známych ako indexové fondy, ktoré nemusia platiť vysoké poplatky, ako je to u populárnych aktívnych manažérov. Pasívne spravované fondy investujú proporcionálne podľa štandardizovaného indexu, ako napr S&P, alebo Russel 2000. **Manažér nie je zapojený do diskrétnej selekcie akcií či časovania trhu a tým nemôže uplatňovať poplatok za informácie alebo úsudky. Indexové fondy obyčajne profitujú z nízkeho obratu, ktorý redukuje poplatky za správu ako aj brokerské poplatky.** Ich vysoká korelácia s trhom (nízke nesystematické riziko) znamená, že sa pravdepodobne nevenujú intenzívnemu marketingu a spoliehajú sa v konkurenčnom boji na nižšiu cenu poplatkov za správu. **Pri riadení len alokácie aktív a poplatkov v prípade pasívnych fondov predstavujú náklady za správu menej ako jednu tretinu nákladov u aktívne spravovaných fondov na spotrebnom trhu. (Tabuľka 8).** Lepšie informovaní inštitucionálni manažéri poznajú tento fakt a vlastnia značnú časť indexových fondov.

Nízke náklady indexových fondov by sa mali interpretovať s určitou opatrnosťou. Môže to znamenať, že zvlášť spoločnosti ovládajúce celé komplexy fondov vnímajú tieto typy fondov ako produkty určené na lákanie zákazníkov, ktorí úzkostlivo sledujú náklady a z tohto hľadiska môžu alokovať značnú časť zo svojich spoločných výdavkov (reklama, vývoj nových produktov) na ostatných členov komplexu. Náklady R&C sú taktiež nižšie pre pasívne spravované fondy v porovnaní s aktívne spravovanými fondmi (tabuľka 3). Toto môže predstavovať rozhodnutie o obchodnej stratégii a nie odraz reálnych rozdielov v nákladoch. *Takže aj výsledky našich regresných analýz môžu viesť k preceňovaniu skutočných úspor nákladov v ekonomike z indexových fondov, hoci pre súkromných investorov predstavujú skutočné úspory nákladov.* Nižšie náklady indexových fondov nie sú štatisticky dôležité pre fondy vlastniace akcie s malou kapitalizáciou a na trhoch s rozvíjajúcou sa ekonomikou. (Tabuľka 9). Systémy individuálnych účtov s akciami s veľkou kapitalizáciou a dlhopisových trhoch v priemyselných krajinách môžu držať náklady na nízkej úrovni a zvyšovať zisky využívaním indexových fondov, ale toto nemusí platiť v rozvojových krajinách a krajinách s transformáciou ekonomiky, kde prevládajú cenné papiere s nízkou kapitalizáciou a sú to rozvíjajúce sa trhy.

## 6. Alokácia aktív: medzinárodné fondy.

Alokácia aktív má najvýznamnejší vplyv na náklady. Dlhopisové fondy majú nižšie náklady a na druhej strane fondy s akciami s malou kapitalizáciou majú náklady vyššie. V medzinárodných fondoch, obzvlášť vo fondoch na rozvojových trhoch sú výdavky najvyššie – ako výsledok ich menšej veľkosti, vyššej obtiažnosti získať informácie v týchto krajinách, vysokého rozptylu medzi cenami ponuka-dopyt (bid-ask spread), transakčných a správnych poplatkov, nákladov na menový hedging a relatívne malému množstvu efektívnych pasívnych investičných príležitostí s možnosťou ušetrenia nákladov. Ak by sa brali do úvahy brokerské poplatky a vplyv cien, toto by malo za následok ďalšie zvyšovanie nákladov. Uvedené faktory sa taktiež týkajú miestnych fondov pôsobiacich na rozvíjajúcich sa trhoch, hoci inštitúcie založené v krajine nemusia hedgovať proti menovému riziku a majú informačné výhody pred tými, ktoré sú založené v zahraničí. **To vedie k záveru, že systémy individuálnych účtov vo vyspelých krajinách môžu znižovať náklady ak koncentrujú investície na veľké, likvidné domáce inštrumenty. Rozvojové krajiny majú pravdepodobne vyššie náklady ako vyspelé krajiny, hoci tento efekt môže byť zmiernený medzinárodnou diverzifikáciou, zahŕňajúc využitie zahraničných indexových fondov.**

## 7. Čistý a hrubý zisk

Pre investora je samozrejme dôležitejší čistý zisk ako náklady vynaložené na jeho získanie. Ak by vyššie náklady viedli k vyššiemu ziskom, ich vynaloženie by bolo opodstatnené. V opačnom prípade však nie. Tie isté faktory, ktoré zvyšujú náklady, vlastne znižujú zisky. (Tabuľka 10).

# Dôchodková reforma

**Najdôležitejší je fakt, že vyššie aktíva zvyšujú hrubé a čisté zisky, hoci tento efekt sa na určitom bode zastaví.** Fondy s poplatkami za predaj podielových listov s províziami z predaja nedosahujú vyššie hrubé zisky, takže ich prepočítané čisté zisky po započítaní týchto nákladov sú nižšie ako u fondov bez týchto poplatkov. Indexové fondy zarábajú oveľa viac ako aktívne spravované fondy, obzvlášť pri akciách s veľkou kapitalizáciou a na dlhopisovom trhu, avšak tento efekt sa stráca v u fondoch s objemom akcií s malou kapitalizáciou, a u medzinárodných fondoch podnikajúcich na rozvíjajúcich sa trhoch (Tabuľka 9, taktiež vid' Muralidhar and Weary 1998, Shah and Fernandes 1999). Inštitucionálne fondy dosahujú vyššie hrubé a čisté zisky.

Tieto výsledky z jednotlivých porovnaní sú zhodné s negatívnym znakom pri čistom a hrubom zisku ako kontrolné premenné v našich porovnaníach pri analýze poplatkov za správu. Náklady a zisky, zvlášť čisté zisky sa ukazujú ako negatívne korelované, čo znamená, že vyššie náklady negenerujú úmerne vyššie zisky. Vo všeobecnosti stratégie zahŕňajúce vysoké administratívne náklady sa nejavia opodstatnené na základe argumentov, že zvyšujú zisky. (Ďalšie informácie týkajúce sa nulového alebo negatívneho vzťahu medzi nákladmi a ziskom vid' Cahart 1997, Elton et al 1993, Malkiel 1995, Malhotra and McLeod 1997, Washington Post, Sept. 13, 1998, B1).

## 8. Zmeny v čase: Bude cenová konkurencia znižovať náklady investora?

Otázka či náklady sa časom zvyšujú alebo znižujú, rozprúdila intenzívne diskusie (vid' Lipper 1994). **Je to dôležitá otázka, pretože indikuje, či tvorcovia stratégií sa môžu spoľahnúť na trhové sily pri redukcii nákladov.** V našej regresnej analýze za roky 1992-97 má čas málovýznamný pozitívny efekt na výšku poplatkov za správu (1-2 základné body za rok) po skontrolovaní všetkých ďalších našich premenných.

Tieto odhady neberú do úvahy zmeny v províziách z predaja, ktoré sú zahrnuté do celkových nákladov investora nie sú však zahrnuté do poplatkov za správu aktív. V rokoch 1992 – 1997 posun investorov ku fondom bez poplatkov za predaj podielových listov viedlo k zníženiu veľkosti nákladov na vstupe a tiež k malému zníženiu celkových nákladov investora napriek zvýšeniu poplatkov za správu. (Tabuľka 7). Vo väčšom časovom období (1980 – 97) priemerné náklady investora sa znížili podstatnejšie (až o 1/3) na základe tých istých dôvodov. (Rea and Reid 1998). Avšak závery nie sú jednoznačné, pretože celkové náklady na účet (poplatky za správu vynásobené priemernými aktívami na účet) sa v tom istom období dramaticky zvýšili ako výsledok zvýšenia aktív a sekundárne ako výsledok zvýšenia nákladov nemarketingového typu. V súčasnosti sa investori zameriavajú na lacnejšie pasívne spravované fondy, avšak v roku 1997 tieto obsahovali len 6% všetkých aktív.

Tento posuv k nižším nákladom a viac výkonným fondom sa zaznamenáva na základe prísunu nových peňazí do fondov a nie na základe realokácie pôvodných investícií. Tento proces je pozvoľný a niektorí slabo informovaní investori sa na ňom nezúčastnili (Ippolito 1992, Patel, Zeckhauser and Hendricks 1994, Sirri and Tufano 1997, Gruber 1996). Pomalosť môže byť čiastočne dôsledkom všeobecne mohutného akciového trhu od 1980. Náklady sú nízke v porovnaní so ziskami a prevažnej väčšine investorov v diverzifikovaných podielových fondoch sa darilo dobre, dokonca aj vo fondoch s vysokými nákladmi. **Náklady môžu mať dôležitejšiu úlohu ako determinant čistých ziskov a investičných rozhodnutí ľudí, keď sa hrubé zisky znížia. Vyzerá to však, že sa v krátkom období nemôžeme spoliehať na konkurenciu ako prostriedok na zníženie ceny pre individuálneho investora.**

Prečo? Domnievame sa, že konkurencia prostredníctvom marketingu namiesto prostredníctvom zníženia cien môže byť dôsledkom volatility kombinovanej s neoddeliteľnosťou medzi nákladmi a výnosmi na trhu s cennými papiermi. **Vysoká volatilita vyvoláva vysoké pomer šumu k signálu, ktoré pre investorov sťažuje schopnosť rozlíšiť, či ide o náhodné šťastie alebo zručnosti a nízke náklady, ktoré sa s veľkou pravdepodobnosťou zopakujú v predvídaní čistých ziskov a vedie k tomu, že fondy mňajú prostriedky na marketingu a nie na znižovaní ceny.** Pre ilustráciu uvádzame nasledovný príklad:

## ***Dôchodková reforma***

*Predpokladajme, že manažér fondu má malé poplatky za správu, čo vedie ku alfe (čistý zisk nad primeraný zisk pri zahrnutom riziku), ktorá je 0,1% mesačne alebo 1,2% ročne. Toto zvýšenie k čistému zisku bude viesť k zvýšeniu akumulácii celoživotných investorov o 24% , avšak na základe volatility portfólia je realizované s mesačnou štandardnou odchýlkou (nesystematické riziko) vo výške 1%. Počas akéhokoľvek mesiaca v roku budú ďalší manažéri dosahovať vyšší výkon, ako náš manažér, avšak po čase on bude dosahovať vyššie výkony ako trh. Ako rozlíšia investori skutočné schopnosti manažéra, aby dosiahli dobré zisky v priebehu dlhého obdobia oporoti náhodným krátkodobým ziskom, ktoré dosahujú ostatní manažéri? Ak samostatne sledujeme každý mesiac, porovnáme zisky tohto fondu so ziskami na trhu a ak máme dostatočné šťastie, aby sme zabezpečili skutočnú alfu ako predpokladanú alfu, potrebujeme asi 384 sledovaní alebo približne 20 rokov na presvedčenie investorov, že táto alfa je oveľa vyššia ako 0 pri 5% hladine významnosti. Podobne Ted Aronson uvádza, že na 75% pravdepodobnosť vyslovenia záveru, že manažér dosahuje lepšie výsledky ako priemer na trhu je potrebné mať k dispozícii údaje z trhu a práce manažéra v rozsahu 16 až 24 rokov a pre 95% tnú úroveň 800 rokov, aby sme mohli vykonať rozhodnutie.*

*V dotýčajných rokoch budú ďalšie fondy zverejňovať svoje výkony, vyberajúc si vhodné časové obdobie, kedy dosiahli nadpriemerné zisky a budú tvrdiť, že tieto výborné výsledky viac ako opodstatňujú ich vyššie poplatky. Keď zoberieme do úvahy značnú odchýlku medzi cenou a marginálnymi nákladmi v priemysle a široké možnosti úprav informácií do želaniteľnej podoby, každý fond má silnú motiváciu minúť značné množstvo prostriedkov na marketing s cieľom zvýšenia aktív. Značný rozmach nových fondov, ktoré preživali vďaka náhodným vysokým ziskom v začiatočnom období, ešte zhoršuje obtiažnosť rozlíšenia nadpriemerného výkonu fondu („noise from signal“) v dlhšom časovom období. Na základe týchto kalkulácií nie je prekvapujúce, že fondy bez vstupných poplatkov potrebovali až 20 rokov na získanie menšej polovice trhu a indexové fondy s nízkymi nákladmi stále predstavujú len veľmi malú časť na trhu.*

*Čím majú zisky fondov vyššiu volatilitu (čím vyššia je štandardná odchýlka), tým je zložitejšie odlíšenie skutočného zníženia nákladov od náhodného šťastia. Očakávali by sme že výdavky na marketing budú hrať za týchto okolností významnejšiu úlohu ako je rola ceny v konkurencii fondov. Očakáva sa teda, že bankové vklady a peňažné fondy menej závisia na marketingu a viac na cenovej konkurencii a to isté platí pre dlhopisové a indexové fondy. Je možné, že posuv ku fondom s nízkymi nákladmi sa zvýši s povinným systémom individuálnych účtov, čo zahŕňa mnoho investorov s nízkymi príjmami, ktorí prejavujú záujem o nízke náklady. V podstate: ak sú zisky volatilné, skutočné znížovanie nákladov, ktoré má za následok dlhodobé zisky, nie je možné odlíšiť od krátkodobého náhodného šťastia bez uskutočnenia dlhoročných pozorovaní. Tento fakt evokuje problém pre systémy povinných individuálnych účtov, pretože celá generácia zamestnancov môže prejsť systémom predtým ako sa identifikovali fondy s nízkymi nákladmi a vysokými výkonmi. Problémy, ktoré majú malí investori so spracovaním finančných informácií, túto situáciu len zhoršuje. Systém individuálnych účtov, ktorý limituje možnosti investorov na fondy s malým, nesystematickým rizikom, podnieti cenovú konkurenciu v závislosti od marketingovej konkurencie, pretože tieto fondy budú môcť rýchlejšie preukázať ich výnimočnosť založenú na nákladoch, ako fondy s vyššou volatilitou určenou aktívami.*

### **Inštitucionálne investície: Náklady manažmentu hromadných aktív.**

*Hoci malé inštitúcie investujú prostredníctvom špeciálnych „inštitucionálnych“ podielových fondov z nízkymi nákladmi, veľké inštitúcie (napr. veľké korporácie) neinvestujú cez podielové fondy, kde je podmienka rovnosti zaobchádzania so všetkými akcionármi. Tieto spoločnosti sú schopné si obstarat' výhodnejší manažment aktív iným spôsobom.*



# Dôchodková reforma

## **Koľko platia inštitucionálni investori za správu aktív?**

Tabuľka 11 ilustruje údaje nákladov kľzavej stupnice závislosti od veľkosti investície do 200 miliónov USD poskytnuté veľkým manažérom inštitucionálnych fondov pôsobiacich mimo rámca podielových fondov. Taktiež ilustruje štatisticky priemerné náklady (median costs) pre

167 veľkých a 10 najväčších amerických dôchodkových fondov (priemerná hodnota aktív veľkého fondu je 1,5 mld. USD, priemerné aktíva na jedného manažéra sú 113 mil. USD, priemerný najväčší fond je 42 mld. USD, priemerné aktíva na manažéra najväčšieho fondu sú 543 mil. USD). Tieto údaje môžu byť poňaté ako čisté investičné náklady, pretože marketingové náklady a náklady na administratívnu správu účtov absentujú.

Tabuľka 11 ilustruje jasný dôkaz úspor dosahovaný z efektu veľkej akumulácie aktív (scale economies), efektívnosti nákladov pasívneho manažmentu a vplyv na alokáciu aktív. Poplatky sa ako percento z aktív znižujú vo veľkých intervaloch s objemom spravovaných aktív. *Marginálne poplatky sú nízke, dosahujú 1 základný bod pre pasívny manažment akcií s veľkou kapitalizáciou a 2,5 základných bodov pre akcie s malou a strednou úrovňou kapitalizácie pri dosiahnutí aktív v hodnote 200 mil. USD na úcte. (1 základný bod = 0,01%). Nie je závažný dôvod na agregovanie pasívne investovaných čiastok nad miliardu USD.*

Poplatky pre aktívny manažment sú vyššie, avšak predstavujú oveľa menej ako 1-2% poplatkov na trhu podielových fondov. Pre tuzemské akcie s veľkou kapitalizáciou, kt. presahuje 25 mil. USD investori platia 0,35-0,5%. Najväčšie dôchodkové fondy platia len 0,25% a 0,55% pre akcie s veľkou a malou kapitalizáciou. Avšak aj tieto fondy využívajú rôznych peňažných manažérov (priemerne 34) a každému alokujú menej ako miliardu USD, čo potvrdzuje fakt, že výnos z diverzifikácie je významnejší ako z akumulácie kapitálu.

Nie je prekvapujúce, že sadzby zo správy aktív pre investície na rozvíjajúcich sa trhoch sú oveľa vyššie ako pre domáce investície, ale výhody pre veľkých inštitucionálnych investorov ostávajú. Pre aktívny manažment platia marginálny poplatok 0,8% a pre indexové fondy iba 0,4%. Kým je správa aktív oveľa drahšia v rozvojových krajinách (developing countries) na základe horeuvedených dôvodov, veľkému inštitucionálnemu investorovi sa darí oveľa lepšie ako malému spotrebnému investorovi, ktorý obyčajne platí viac ako 2%.

Ak k nákladom manažmentu aktív pridáme ďalších 5-10 bodov na brokerské poplatky a interné administratívne náklady, ktoré veľké spoločnosti vynakladajú, dostaneme celkové náklady 0,6-0,65% v závislosti od kategórie aktív a vybratej investičnej stratégie (Tabuľka 11). Toto je možné porovnať so spotrebnými nákladmi v rozmedzí od 0,3% - 1,5% pre priemerný pasívne a aktívne spravovaný podielový fond.

## **Prečo dosahujú inštitúcie lepšie sadzby?**

Môžu byť nízke poplatky zabezpečené individuálnymi investormi v povinnom systéme individuálnych účtov dôchodkového zabezpečenia? Na zodpovedanie tejto otázky musíme uviesť dôvody, prečo sú inštitucionálnym investorom poskytnuté také výhodné sadzby. Výhody inštitucionálnych investorov vyplývajú z: lepších informácií, ktoré im umožňujú dosiahnuť dobrý výkon pri nízkych výdavkoch; vyššej schopnosti vyjednávať, čo im umožňuje prispievať menej na jednotku aktív na fixné náklady a zisky (tým posun fixných nákladov zaťažuje ďalších investorov); a menších výdajov na marketing, správu účtov a komunikáciu (R&C). Poplatky v povinnom systéme individuálnych účtov sa približia poplatkom na inštitucionálnom trhu len v prípade, ak budú objavené mechanizmy na dosiahnutie tých istých výhod v oblasti informácií, schopnosti vyjednávania a nákladov.

**Na trhu, kde konkurencia funguje nedokonalou veľkí investori majú väčšie dôvody a zdroje na vyhľadávanie správcov aktív, ktorí im poskytnú kvalitné služby pri nízkych nákladoch. Majú väčšie šance rozlíšiť signál kvality od štandardného šumu pri ohodnotení výkonnosti, ohodnotiť, či príslušný poplatok zaručuje očakávané zisky a tak správne reagovať na cenové rozdiely. Taktiež môžu**

# Dôchodková reforma

manipulovať so skutočnosťou, že môžu spravovať svoje peniaze sami, v prípade, že im externý manažér neponúkne dobré podmienky. Ak sú marginálne náklady menšie ako priemer kvôli fixným nákladom, manažér aktív musí prilákať inštitucionálneho investora len malým poplatkom nad marginálne náklady na investovanú jednotku. Toto je ďalší fakt z hľadiska fixných nákladov, kde sa jedná o veľké sumy. Ak by milión drobných investorov každý s 1000 USD malo tú istú prírastkovú hodnotu ako jeden inštitucionálny investor s 1 mld. USD, inštitucionálny investor by pravdepodobne dosiahol nižší pomer poplatkov na základe lepšej informovanosti a vyššej schopnosti vyjednávať.

Avšak náklady nie sú také isté, pretože náklady na marketing a R&C náklady sú oveľa menšie pre jedného veľkého investora ako pre milión drobných investorov. Je oveľa jednoduchšie a menej práce zaoberať sa s finančným oddelením niekoľkých veľkých inštitúcií ako s množstvom malých neinformovaných domácností. Na získanie drobného spotrebného investora je potrebné vynaložiť reklamné náklady, rozposlať množstvo letákov, uskutočniť osobnú komunikáciu na presvedčenie, aby potenciálni investori investovali a vybrali si príslušný fond. Častokrát je potrebné vyplatiť provízie pre obchodných zástupcov, ktorí komunikujú s potenciálnymi drobnými investormi. Na druhej strane inštitucionálny trh pohltí oveľa menej zdrojov, vďaka koncentrácii investorov, ich vyššej finančnej zručnosti, provízie z predaja sú zriedkavé. (Ušetrenie marketingových nákladov je oveľa nižšie pri indexových fondoch, kde sú tieto poplatky nižšie).

Ďalej, po uzavretí zmluvy je na inštitucionálnom trhu potrebné poskytovať služby len jednému investorovi. Dokonca ak investor s miliardou USD dostane kvalitnejšie služby ako investor s tisícou USD (čo je pravdepodobné), celkové R&C poplatky v závislosti od aktív sú oveľa nižšie pre jednu inštitúciu ako pre milión malých investorov. Výsledkom týchto rôznych marketingových a R&C nákladov aktíva spravované na jednotku vstupu sú vyššie na inštitucionálnom trhu, čo znamená, že náklady a poplatky na jednotku aktív sú vyššie na voľnom spotrebnom trhu (voluntary retail market).

## Získanie výhod inštitucionálnych sadzieb pre povinný dôchodkový systém individuálnych účtov

Predpokladajme, že systém individuálnych účtov by mohol byť konštruovaný tak, aby investoval peniaze cez inštitucionálny trh s malými alebo žiadnymi nákladmi na marketing, pri zabezpečení nákladov na peňažný manažment v rozsahu od 0,06-0,65% , v závislosti od triedy aktív. Potom by náklady R&C pridali ďalších 9 základných bodov v dlhom období a viac v krátkom období, prinášajúc minimálne prijateľné poplatky za správu pre systém individuálnych účtov na 0,15-0,74% (Tabuľky 12 a 16). Táto sekcia analyzuje niekoľko skutočných svetových systémov, v Bolívii, Švédsku a USA, ktoré ekonomizujú administratívne náklady riadením investorov podobných inštitucionálnym. Porovnáваме všetky náklady navzájom s „ideálnymi“ nákladmi, ktoré sú práve vyčíslené.

## Všetky tieto prípady agregujú početné malé účty do veľkých peňažných blokov, pre ktoré dohodnú poplatky na centralizovanom základe. Majú spoločné vstupné podmienky a ceny, ktoré:

- obmedzujú možnosti pracovníkov na investičné portfóliá a stratégie s nízkymi nákladmi
- držia marketingové náklady na nízkej úrovni
- zabraňujú uplatneniu celých vstupných nákladov na začiatok nového systému a rozpočítavajú ho počas dlhšieho obdobia

Uvedené podmienky vychádzajú zo skutočnosti, že mnohí zákazníci sú nesprávne informovaní, úzkostlivo sledujú ceny a reagujú na marketingové aktivity pre ich vlastné dobro a preto je dôležité, aby v povinnej schéme individuálnych účtov boli ochránení pred vysokými nákladmi. Poplatky v novom systéme individuálnych účtov sú udržiavané na nízkej úrovni vďaka využívaniu schopnosti vyjednávať, čím sa réžia fixných nákladov udržuje na dobrovoľnom trhu a nie na povinnom trhu a vďaka amortizácii fixných nákladov cez celý súbor poistencov.

# Dôchodková reforma

**Ak sa povinný systém stane súčasťou bežiaceho dobrovoľného systému na dobre rozvinutom finančnom trhu (ako je to vo väčšine industrializovaných krajín), investičné spoločnosti pridelia fixné náklady tej časti trhu, ktorá má najnepružnejší dopyt – čo môže predstavovať povinná časť. Ak tvorcovia stratégie chcú udržiavať povinné poplatky blízko úrovne marginálnych nákladov a inštitucionálnym sadzbám, mali by zmeniť túto distribúciu prostredníctvom limitovania poplatkov.**

V krajinách, ktoré nemajú dobre vyvinuté finančné trhy, nový pilier individuálnych účtov zahrňuje určité počiatkové náklady : je potrebné vybudovať informačný systém, nové finančné inštitúcie ako aj systém, ktorý bude zabezpečovať distribúciu príspevkov od zamestnancov do rôznych fondov. Hoci počet filiálok a objem aktív bude začiatku malý, je potrebné vybudovať infraštruktúru vhodnú pre rastúci systém. Tieto počiatkové náklady značne zvýšia poplatky prvých poistených ročníkov zamestnancov, pokiaľ zákon politika neodmietne tieto náklady a neamortizuje kapitálové náklady v dlhom časovom období, napríklad 30 rokov.

Systém individuálnych účtov popri nákladoch na infraštruktúru taktiež vynakladá fixné R&C náklady na účet, ktoré sú na začiatku nového systému vysoké v závislosti od aktív. Na základe údajov z povinných fondov a iných zdrojov odhadujeme, že R&C náklady budú pravdepodobne predstavovať 20 USD pre základnú úroveň služieb v USA. (James et al 1999)8. Kým absolútne náklady na dolár sa budú v jednotlivých krajinách odlišovať – budú vyššie v rozvojových krajinách ak vo funkcii produkcie dominuje nedostatočný fyzický a humánny kapitál a nižšie, ak dominuje relatívne vysoké množstvo nekvalifikovaných pracovných síl – faktom zostáva, že R&C náklady na účet začnú vysoko a postupne značne klesnú v závislosti od nákladov na priemernom účte. (Tabuľka 12, stĺpec 4). Potom je potrebné uskutočniť sociálne rozhodnutie, či každý pracovník zaplatí 20 USD ročne – čo bude v počiatkových rokoch viesť k vysokým poplatkom za správu a nízkemu čistému zisku, alebo či vyberať konštantné poplatky v závislosti od aktív, ktoré amortizujú počiatkové náklady R&C v priebehu dlhého časového obdobia – čo bude viesť k vyšším absolútnym platbám v neskorších rokoch (Tabuľka 12, stĺpec 5)9. Oddelenie investičnej funkcie od R&C funkcie a centralizovanie R&C funkcie môže viesť k úsporám v integrácii informačného systému ako aj umožňuje nižšie R&C náklady v počiatkových rokoch.

## Tabuľka 3

### Štruktúra výdajov podielových fondov, 1997 (v základných bodoch)

	<i>Jednoduchý</i> priemer	<i>Aktívami vážený</i> priemer	<i>Aktívami vážený</i> aktívny	pasívny
<i>Výdaje zahrnuté v poplatkoch za správu</i>				
Investičný poradca	56	49	52	8
Distribútor poplatkov 12b1	35	21	22	2
Transferový agent	13	12	12	5
Ďalšie (správne, právne, audit a pod.)	23	9	8	13
<i>Náklady za správu(Reported expense ratio)</i>	<b>128</b>	<b>91</b>	<b>95</b>	<b>28</b>

## ***Dôchodková reforma***

### ***Ďalšie náklady pre investora***

Brokerské poplatky (obchodné poplatky)	26	12	12	3
Ročné poplatky za nákup a predaj podielových fondov platené akcionárom	31	40	43	1
<b>Celkové náklady pre investora ako % aktív</b>	<b>185</b>	<b>144</b>	<b>150</b>	<b>32</b>

12b1 poplatok je poplatok, ktorý fond platí ročne, primárne pre distribúciu nových akcií a s tým spojené služby. Je financovaný z poplatkov akcionárov, či si zakúpili akcie cez brokera alebo nie. Predstavuje časť poplatkov za správu (expense ratio) a je založené ako pomer na aktívach.

Poplatky za nákup a predaj podielových listov platia priamo distribútorovi investori, ktorí nakupujú prostredníctvom brokerov, ako % ich novej investície. Priemerné poplatky za nákup a predaj podielových listov predstavujú 4,48%. Vyberá ich asi 1/3 fondov. V tejto tabuľke tento jednorázový poplatok vystupuje ako ročný poplatok na základe postupu popísaného v poznámkach. Tieto údaje sú spriemerované zo všetkých fondov a neberú do úvahy veľký rozdiel v nákladoch na akcionárov medzi fondmi, ktoré majú poplatky za predaj a tými, ktoré tieto poplatky nemajú.