

## Vplyv finančnej krízy na budúcnosť odvetvia kolektívneho investovania v Slovenskej republike

Marian MATUŠOVIČ\* – Monika MATUŠOVIČOVÁ\*\*

### Influence of Financial Crisis on the Future of Collective Investment Sector in the Slovak Republic

#### Abstract

*The future of collective investment sector in the Slovak Republic is analyzed in the article. In the first part the authors compared selected criteria of the sector from the Slovak Republic, from the Central and Eastern European region, and worldwide, and defined main specifications of the local collective investment market. Next, perspectives of further development of the sector after the crisis is dealt with, mainly from the point of view of expected changes in customer behavior, simplifications of product portfolio, changes in legislation, tightening of regulation, and subsequent changes of business models of the collective investment companies as their reaction on the changes. There are analyzed possible alternatives of the sector development after the implementation of the UCITS IV directive in the year 2011 in Slovakia. The article also includes evaluation of questionnaires related this issues, which were completed by senior managers from asset management companies and banks.*

**Keywords:** *financial crisis, asset management industry, investment products, mutual funds, UCITS, concentration, globalization*

**JEL Classification:** G01, G23

#### Úvod

Globálna finančná kríza významne zasiahla odvetvie kolektívneho investovania. Od začiatku roka 2007 do konca marca 2009, keď ceny akcií, ale aj iných cenových papierov dosiahli zatiaľ v rámci krízy svoje minimá, celosvetovo poklesla hodnota majetku (ďalej aj AUM – Asset under management) vo fondoch

---

\* Marian MATUŠOVIČ, VÚB Asset management, správ. spol., a. s., Mlynské Nivy 1, 820 04 Bratislava 24; e-mail: matusovic@vubam.sk

\*\* Monika MATUŠOVIČOVÁ, Ekonomická univerzita v Bratislave, Obchodná fakulta, Katedra marketingu, Dolnozemska cesta 1, 852 35 Bratislava 5; e-mail: matusovi@dec.euba.sk

zo 17,7 trilióna EUR na 13,6 trilióna EUR. Jedna zo štyroch najhorších kríz za posledných sto rokov zasiahla všetky druhy aktív v každom regióne, vo všetkých klientských segmentoch a spôsobila, že za uvedené obdobie sa najmä z dôvodu precenenia stratili z fondov aktíva v hodnote 4,2 trilióna EUR. Z údajov uvedených v tabuľke 1 je zrejmé, že vývoj za uvedené obdobie v Európe a na Slovensku bol s výnimkou určitého časového posunutia podobný a AUM poklesli približne o 24 %.

T a b u ľ k a 1

**Prehľad vývoja aktív spravovaných v podielových fondoch**

(bill. EUR)	31. 12. 2007	31. 12. 2008	31. 3. 2009	30. 9. 2009	Zmena (v %)			
					1/2	2/3	1/3	3/4
	1.	2.	3.	4.				
Celý svet	17 764	13 593	13 645	15 281	-23.5	0.4	-23.2	12.0
Európa	7 909	6 087	5 984	6 840	-23.0	-1.7	-24.3	14.3
Slovensko	3 969	3 328	3 038	3 263	-16.2	-8.7	-23.5	7.4

Zdroj: Vlastné spracovanie z údajov dostupných v EFAMA – International Statistical Release, January 2010, EFAMA – Quarterly Statistical Release, 2009, No. 36, 38, 39.

Cieľom príspevku je analýza vplyvu finančnej krízy na budúcnosť odvetvia kolektívneho investovania v SR, a to najmä z pohľadu očakávaných zmien v oblastiach správania klientov, zjednodušenia produktového portfólia, úpravách legislatívy, sprísnenia regulácie a nadväznej úpravy obchodných modelov správcovských spoločností reagujúcich na tieto zmeny. Článok analyzuje možné varianty vývoja sektora po implementácii smernice UCITS<sup>1</sup> IV na Slovensku v roku 2011. Predkladá a hodnotí aj výsledky prieskumu zameraného na očakávaní odborníkov ohľadom ďalšieho vývoja odvetvia kolektívneho investovania, ktorý sme uskutočnili v auguste 2010 a ktorého respondentmi boli najmä senior manažéri správcovských spoločností a bánk.

**1. Špecifiká odvetvia správy aktív na Slovensku**

Trh kolektívneho investovania v Slovenskej republike má v porovnaní s európskym štandardom, ale aj s trhom v krajinách strednej a východnej Európy (SVE) viaceré špecifiká. Za najdôležitejšie v porovnaní s európskym štandardom môžeme uviesť nerozvinutý a nelikvidný domáci kapitálový trh, dominujúci retailový segment s distribúciou prostredníctvom veľkých bánk, konzervatívne produktové portfólio a legislatívny rámec nepodporujúci ďalší rast tohto sektora.

<sup>1</sup> UCITS – Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities; UCITS fondy schválené lokálnym regulátorom je možné predávať v každej krajine EÚ bez toho, aby bolo potrebné povolenie v jednotlivých členských štátoch.

Pri porovnávaní s ostatnými krajinami SVE je veľmi významným špecifikom aj vstup Slovenska do Európskej menovej únie (ďalej aj EMÚ) od 1. 1. 2009.

Fungujúci lokálny kapitálový trh je jedným zo základných predpokladov rozvoja trhu kolektívneho investovania. Pokiaľ však porovnáme trhovú kapitalizáciu vybraných krajín SVE (tab. 2), je zrejmé, že v prípade Slovenska to tak nie je. S výnimkou štátnych dlhopisov a hypotekárnych záložných listov bánk sa iné druhy cenných papierov takmer vôbec neemitujú. Investori financujú svoje projekty takmer výlučne prostredníctvom úverov z bánk. Kapitálový trh je rozmerovo malý, nelikvidný a nie je miestom, kde by sa efektívne stretávala ponuka a dopyt po stredno- a dlhodobom peňažnom kapitáli.

T a b u ľ k a 2

**Prehľad trhovej kapitalizácie vybraných krajín SVE k 31. 12. 2008**

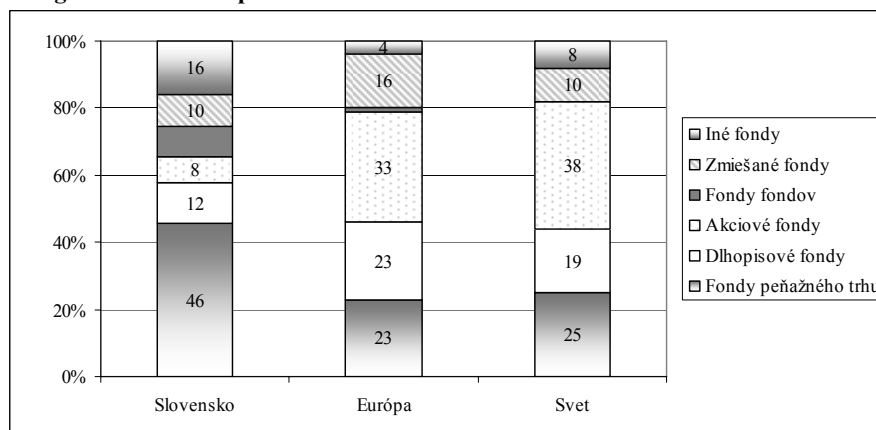
	Slovensko	Česko	Maďarsko	Poľsko	Slovinsko	Turecko
Trhová kapitalizácia trhu dlhopisov (bill. EUR)	16.72	n.a.	46.4	41.1	6.79	116.6
Trhová kapitalizácia trhu dlhopisov (% z HDP)	33.12	n.a.	46.4	24.7	18.30	26.2
Trhová kapitalizácia trhu akcií (bill. EUR)	3.88	40.54	13.4	113.6	8.47	85.3
Trhová kapitalizácia trhu akcií (% z HDP)	7.69	27.29	13.4	68.3	22.81	19.2

Zdroj: Vlastné spracovanie z údajov dostupných v EFAMA – Fact Book (2009), September.

Napriek malému rozmeru lokálneho kapitálového trhu dosiahlo Slovensko v rokoch 2004 až 2008 rast AUM vo fondoch vo výške 27 % p. a. V rámci EÚ sa tak v percentuálnom náraste zaradilo na 1. miesto pred Maďarsko (22 %), Poľsko (20 %), Lichtenštajnsko (18 %) a Slovinsko (16 %). Za týmto nárastom však treba vidieť najmä aktivitu veľkých slovenských bánk, ktoré od roku 2002 začali podporovať distribúciu fondov vlastných správcovských spoločností cez svoju pobočkovú sieť. Trhový podiel štyroch najväčších bankových skupín na AUM vo fondoch dosiahol k 31. 12. 2009 až 85,4 %. Logicky sú tak vlastníci fondov na Slovensku najmä retailoví klienti veľkých bánk. Podiel inštitucionálnych klientov dosahoval na Slovensku ku koncu roka 2008 približne 8 % a výrazne tak zaostával oproti priemeru dosiahnutému v krajinách západnej Európy (66 %).

S dominanciou distribúcie fondov, najmä prostredníctvom bánk, relatívne nízkou výškou priemerných úspor domácností, ako aj averziou Slovákov voči riziku súvisí aj ďalšie slovenské špecifikum, ktorým je nadštandardne konzervatívne portfólio predávaných fondov. Štandardní klienti bánk sa po analýze svojho rizikového profilu zvyčajne rozhodnú pre peňažné fondy, ktoré u nás tvoria až 46 % z celkových investícií do fondov, čo je výrazne viac ako 23 % podiel v rámci Európy. Ako je zrejmé z grafu 1, najvýraznejšie za európskym štandardom zaostávame v investíciách do akciových fondov, kde mali slovenskí investori zainvestovaných iba 8 % svojich aktív.

**Graf 1**  
**Kategorizácia fondov podľa AUM k 30. 9. 2009**



Zdroj: Vlastné spracovanie z údajov dostupných v EFAMA – Statistical Release (2009), No. 39, November; EFAMA – International Statistical Release (2010), Januar; SASS, 09/2009.

Rozmer trhu limituje aj veľkosť fondov. Ku dňu 31. 12. 2009 presiahlo hranicu 100 mil. EUR iba 8 fondov, z čoho bolo 6 fondov peňažného trhu, 1 dlhopisový a 1 zmiešaný. Relatívne nízka priemerná veľkosť fondov spôsobuje, že správcovské poplatky slovenských, najmä retailových fondov európsky priemer prevyšujú (tab. 3).

**Tabuľka 3**

**Priemerné správcovské poplatky v jednotlivých typoch retailových fondov (v %)**

Typ fondu	Slovensko	SVE	Západná Európa
Fondy peňažného trhu	0.57	0.77	0.45
Dlhopisové fondy	1.22	1.08	0.76
Akciové fondy	1.89	1.94	1.42
Zmiešané fondy	1.13	1.34	1.14
Špeciálne fondy nehnuteľností	1.78	1.17	1.07

Zdroj: Vlastné spracovanie z údajov dostupných v EFAMA – Fund Expenses, A Transatlantic study, Lipper, Thomson Reuters, September 2009; Asset Management Survey 2009, Mc Kinsey&Company, September 2009; SASS.

Významná prevaha retailových klientov v štruktúre investorov využívajúcich fondy, vyššie správcovské poplatky, ako aj nižšie prevádzkové náklady domácich správcovských spoločností spôsobujú dosahovanie vyššej ziskovosti tohto sektora oproti európskemu štandardu. Ako vyplýva z výsledkov výskumu spoločnosti Mc Kinsey,<sup>2</sup> uvedených podrobnejšie v tabuľke 4, slovenské správcovské

<sup>2</sup> Výskum spoločnosti Mc Kinsey&Company zo septembra 2009 pokrýval vybrané správcovské spoločnosti spravujúce 60 % AUM v Európe. Na Slovensku sa do výskumu zapojili veľké správcovské spoločnosti patriace do medzinárodných finančných skupín.

spoločnosti, ako aj správčovské spoločnosti v ostatných krajinách SVE v tejto oblasti dosahujú oveľa lepšie pomerové ukazovatele v oblasti nákladov a výnosov ako správčovia v západnej časti Európy.

T a b u ľ k a 4

**Vybrané ukazovatele správčovských spoločností v oblasti nákladov a výnosov**

	Slovensko	CEE	Západná Európa „menší správčovia“ (AUM cca 10 mld. EUR)	Západná Európa spolu
Priemerná výška AUM (mld. EUR)	1	3	12	81
Podiel AUM pre retailových klientov (%)	92	78	34	47
Prevádzkový zisk (základné body)	34.3	39.6	9.9	10.8
Pomer výnosov a nákladov (%)	35	34	72	67
Čisté výnosy (základné body)	52.6	58.9	35	32.6
Prevádzkové náklady (základné body)	18.3	19.3	25.1	21.8
Priemerný počet zamestnancov	28	29	121	597

Zdroj: Asset Management Survey (2009), Mc Kinsey&Company.

Významným špecifikom oproti európskemu štandardu je domáca legislatíva, ktorá v súčasnosti rozvoj produktov kolektívneho investovania ovplyvňuje skôr negatívne. Pre investorov neexistujú takmer žiadne daňové výhody (napríklad časový test). Navyše sa novelou zákona o dani z príjmu v roku 2007 zaviedla zrážková daň z kapitálového výnosu podielových fondov, ktorá sa aplikuje pri každom spätnom odkúpení (ďalej aj redemácii). Týmto sú paradoxne diskriminované iba domáce správčovské spoločnosti, keďže na zahraničné podielové fondy sa takéto zdaňovanie neaplikuje. Podobne legislatíva súvisiaca s druhým a tretím pilierom dôchodkového zabezpečenia v podstate neumožnila zapojenie domácich správčovských spoločností do tohto systému a tak sa v ňom domáce podielové fondy prakticky nevyužívajú.

Vstup Slovenskej republiky do Európskej menovej únie od 1. 1. 2009 na jednej strane rozšíril možnosti investovania domácich správčovských spoločností na efektívne fungujúcich finančných trhoch EÚ bez potreby zabezpečovania kurzového rizika. Na strane druhej, snaha bánk využiť vstup SR do EMÚ na získanie tzv. vankúšových úspor obyvateľstva, podporená silnými marketingovými kampaniami na depozity s netrhovo vysokými úrokovými sadzbami, sa významne podieľala na celkovom poklese AUM odvetvia správy aktív na Slovensku v poslednom štvrtroku 2008.

## 2. Perspektívy sektora správy aktív v Slovenskej republike po roku 2010

Ďalšie perspektívy sektora správy aktív budú ovplyvnené najmä zmenami správanie klientov, zmenami produktového portfólia, zmenami legislatívy, sprísnením regulácie a nadväzujúcou úpravou obchodných modelov správčovských spoločností.

## 2.1. Zmeny v správaní klientov

Významný rozsah nedávnych kapitálových strát, pre viacerých investorov už druhý počas poslednej dekády, bude bezprostrednou príčinou straty dôvery k rizikovejším finančným inštrumentom. Mnohí investori nebudú v blízkej budúcnosti ochotní podstúpiť investície s rizikovou prémie. Bude nasledovať posun ku kvalite, jednoduchosti, transparentnosti a bezpečnosti. Viac investorov sa začne správať podľa hesla „kupuj iba to, čomu rozumieš“. Pravdepodobne nemožno očakávať ani to, že väčšina klientov sa po stabilizácii trhov znova vráti k zaužívaným spôsobom správania.

Klienti zmenia správanie aj preto, lebo finančná kríza čiastočne spochybnila základné piliere kolektívneho investovania. Predovšetkým treba spomenúť, že stratégia kúpy a držania investície v poslednom desaťročí nefungovala, keďže dlhopisy boli dlhodobo výnosnejšie ako akcie. Po druhé, nefungovala ani diverzifikácia, pretože nadmerné riziko zrýchlilo koreláciu medzi historicky nízko korelovanými kategóriami aktív. Po tretie, nefungovali predikcie ďalšieho vývoja kapitálových trhov a veľa investičných odporúčaní nebolo za posledné tri roky úspešných.

## 2.2. Zmeny portfólia produktov kolektívneho investovania

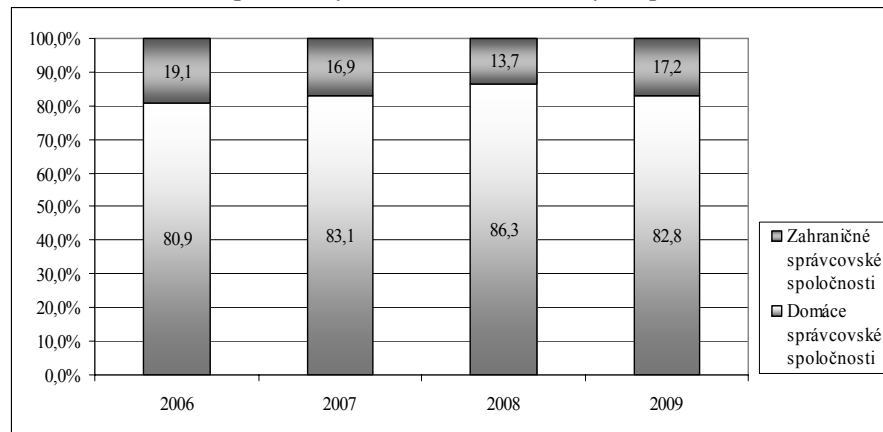
Zmeny v produktovom portfóliu a rozšírenie i skvalitnenie služieb budú patriť k hlavným úlohám správcov aktív. Pokiaľ správcovia budú chcieť zabezpečiť ďalší rozvoj sektora, budú musieť pripraviť dostatočne konkurencieschopnú ponuku. Zmeny musia vychádzať z pochopenia aktuálnych potrieb klientov. Úroveň finančnej gramotnosti na Slovensku je nízka<sup>3</sup> a klient sa pri výbere produktu spolieha na odporúčania distributéra, najmä pokiaľ ním je banka. Možno očakávať, že retailoví klienti, sklamaní výkonnosťou investičných produktov počas krízy, začnú sa vo väčšej miere orientovať na jednoduché produkty, ktoré ponúknu ochranu kapitálu a daňovú efektívnosť. To bude viesť k zúženiu portfólia produktov kolektívneho investovania aktívne ponúkaného najmä prostredníctvom obchodných sietí retailových bánk, ktoré budú svojmu štandardnému klientovi ponúkať na výber nízky počet fondov s rôznym rizikovým profilom. Dominovať budú najmä peňažné, zaistené a zmiešané fondy. Ostatné typy fondov budú aktívne ponúkané skôr klientom privátneho bankovníctva. Významnejšie sa začne zvyšovať objem fondov spravovaný zahraničnými správcovskými spoločnosťami,

<sup>3</sup> Index finančnej gramotnosti (I-FiG), podľa prieskumu Slovenskej bankovej asociácie, uskutočneného v októbri 2007 na 1107 respondentoch, dosiahol úroveň 0,56. Znamená to, že priemerná znalosť problematiky osobných financií je na Slovensku nízka. Viac ako polovica respondentov oslovených v tomto prieskume si medzi dvoma ponukami nedokázala vybrať výhodnejší termínovaný vklad a až 84 % z nich nedokázalo z dvoch ponúk vybrať výhodnejší úver.

ktorý sa na Slovensku, ako vidieť na grafe 2, zatiaľ udržiaval na stabilnej a relatívne nízkej úrovni. Správcovia zvýšia dôraz na podporu predaja dlhodobých sporiacich schém.

Graf 2

**Podiel AUM fondov spravovaný domácimi a zahraničnými správcami**



Zdroj: Vlastné spracovanie z údajov dostupných v štatistikách SASS (2007 – 2010).

Správcovia sa v spolupráci s distribútormi ešte viac zamerajú na zvýšenie odborných vedomostí predajcov súvisiacich s trhom kolektívneho investovania, na ešte transparentnejšie nastavenie procesu predaja a poskytovanie presných a včasných informácií počas celého obdobia vlastníctva produktu. Budú modifikovať poplatkové štruktúry s cieľom zabezpečiť primeranú hodnotu, ktorú za tieto poplatky pre svojich klientov vytvárajú. Bude potrebné neustále vyvíjať a zlepšovať dodatočné služby, ako napríklad vernostné programy alebo anuity.

### 2.3. Zmeny legislatívy a sprísnenie regulácie

Hoci samotná zmena legislatívy a sprísnenie regulácie nie sú zárukou, že v budúcnosti sa vyhneme krízam, môžeme v tejto oblasti očakávať aktivitu zákonodarcov a regulátora. Legislatíva sa pravdepodobne upraví v oblastiach, ako proces predaja, informovanie o produktoch, risk management, oceňovanie aktív, poplatky, kontrolné systémy, výkazníctvo a podobne. Budeme svedkami aj častejších a intenzívnejších kontrol regulátora v správcovských spoločnostiach.

V slovenských podmienkach, kde sú správcovské spoločnosti relatívne personálne poddimenzované, to bude znamenať tlak na zvýšenie nákladov spoločností, prípadne lokálny alebo cezhraničný *outsourcing* v rámci skupiny, ktorý môže naopak kontrolnú činnosť regulátora skôr skomplikovať.

Podstatne významnejšou udalosťou pre trh kolektívneho investovania v Slovenskej republike budú legislatívne zmeny súvisiace s implementáciou smernice UCITS IV v roku 2011. Zmeny umožnia cezhraničné zlúčenie fondov, právne upravia štruktúru *master – feeder*, zjednodušia procedúru notifikácie pri produktovom *passport* a zavedú plnohodnotný *passport* pre správcovské spoločnosti. Uvedená smernica tak v kombinácii so skutočnosťou, že Slovensko je členom EMÚ vytvorí možnosti jednoduchej integrácie domácich správcovských spoločností do medzinárodných skupín, čo by mohlo znamenať významné organizačné a štruktúrne zmeny sektora.

Cezhraničné zlučovanie fondov vzhľadom na skutočnosť, že tento sektor je na Slovensku ovládaný zahraničnými finančnými skupinami, ktoré majú vlastné správcovské spoločnosti, môže za určitých okolností znamenať postupný zánik domácich správcovských spoločností. Vzhľadom na mieru poznateľnosti lokálnych obchodných značiek a profitabilitu slovenských správcovských spoločností však tento variant v strednodobom horizonte neočakávame. Jeho realizácia by znamenala aj ďalšiu stagnáciu a postupne úplný zánik slovenského kapitálového trhu.

Štruktúra *master – feeder* umožní zhromažďovanie finančných prostriedkov do hlavného (*master*) fondu prostredníctvom viacerých zberných (*feeder*) fondov. Ich realizácia by na Slovensku mohla znamenať, že riadenie portfólia a administrácia fondu budú zväčša centralizované na úrovni hlavného fondu v rámci finančnej skupiny v zahraničí, pričom marketing a predaj podielov zberných fondov na Slovensku môže byť upravený vzhľadom na slovenské špecifiká. Predpokladáme, že tento variant, spolu so vznikom nových non-UCITS fondov, bude realizovať väčšina finančných skupín na Slovensku. Samozrejme, existuje aj možnosť, že niektoré fondy slovenských správcov, spravované využívaním lokálnych znalostí z trhov v SVE, budú v rámci finančnej skupiny klasifikované ako *master* fondy a ich portfóliá sa budú naďalej riadiť zo Slovenska. Tento smer vývoja, ako aj jeho rôzne variácie môžu skomplikovať kontrolnú činnosť regulátora, ktorý bude musieť vo zvýšenej miere koordinovať kontrolnú činnosť so zahraničnými subjektmi.

#### 2.4. Výsledky prieskumu

V auguste 2010 sme uskutočnili prieskum zameraný na očakávania odborníkov v súvislosti s ďalším vývojom odvetvia kolektívneho investovania. Z pohľadu vývoja rastu aktív pod správou a počtu správcovských spoločností prieskum zisťoval názor respondentov na očakávaný vývoj v Európe a na Slovensku. Hlavným cieľom prieskumu bolo najmä zistiť, aké sú očakávané trendy v produktovom portfóliu, v rozsahu poskytovaných služieb, segmentácii klientov, ako aj pri úprave obchodných modelov slovenských správcovských spoločností.



Ako základnú štatistickú metódu získavania údajov sme použili štandardizovaný dotazník. Respondentmi boli členovia predstavenstiev správcovských spoločností a dôchodkových správcovských spoločností, senior manažéri bánk (oddelenia *treasury*, depozitára, vývoja a distribúcie investičných produktov, privátneho bankovníctva), odborníci z NBS a SAV. O vyplnenie dotazníka sme požiadali 74 respondentov. Vyplnený dotazník späť zaslalo 38 z nich, s najväčším zastúpením manažérov správcovských spoločností (39,5 %) a manažérov bánk (34,2 %). Vzhľadom na štruktúru respondentov a veľkosť vzorky predpokladáme dostatočnú objektivnosť a výpovednú schopnosť zozbieraných údajov.

Na základe zrealizovaného prieskumu a jeho výsledkov sme sa dopracovali k nasledujúcim záverom:

- Z pohľadu rastu aktív pod správou fondov respondenti očakávajú vyššiu dynamiku na Slovensku ako v Európe. V období najbližších piatich rokov až 50 % respondentov očakáva rast aktív na Slovensku vyšší ako 40 %. V Európe takúto mieru rastu predpokladá iba 18,4 % respondentov.

- V otázke konsolidácie počtu slovenských správcovských spoločností, resp. postupného zániku tohto segmentu na finančnom trhu v SR, nie sú očakávania respondentov na najbližších päť rokov napriek globalizačným trendom a implementácii UCITS IV pesimistické. Až 28,9 % respondentov očakáva, že počet spoločností zostane na súčasnej úrovni, t. j. 8 spoločností. Väčšina respondentov (65,5 %) predpokladá, že aktívnych zostane aspoň 5 spoločností. Podobný rozsah konsolidácie respondenti očakávajú aj na európskej úrovni, kde zachovanie súčasnej úrovne 2 500 spoločností predpokladá 26,3 % respondentov. Výraznú konsolidáciu, t. j. pokles pod hranicu 2 000 správcovských spoločností označilo ako odpoveď 18,4 % opýtaných odborníkov. Žiaden respondent však na Slovensku ani v Európe neočakáva nárast počtu správcovských spoločností.

- K trendom, ktoré sa s najväčšou pravdepodobnosťou budú realizovať v blízkej budúcnosti, patrí najmä implementácia novej legislatívy zameranej na zvýšenie ochrany investorov, prísnejšia regulácia, rozšírenie nových sporiacich schém, záujem o fondy, ktoré zabezpečia stopercentnú ochranu vloženého kapitálu, a distribúcia fondov prostredníctvom internetu. Podrobnejší prehľad očakávaných trendov uvádzame v tabuľke 5.

- Zaujímavým výsledkom uskutočneného prieskumu je porovnanie preferencií jednotlivých trendov z pohľadu manažérov správcovských spoločností, ktoré fondy vytvárajú a spravujú, a manažérov bánk, ktoré fondy distribuujú. Ako vyplýva z porovnania v tabuľke 5, najväčší rozdiel bol v pohľade na rizikový profil investície a očakávanú mieru zvyšovania podielu investícií do fondov spravovaných zahraničnými správčovskými spoločnosťami. Až 61,5 % respondentov z bánk preferuje najmä fondy zabezpečujúce stopercentnú ochranu vloženého

kapitálu s predvídateľnou, hoci aj nižšou výkonnosťou. Manažéri správcovských spoločností na druhej strane preferujú skôr fondy s „optimálnym rozložením investícií“, bez zabezpečenia stopercentnej ochrany vloženého kapitálu.

- Pri skúmaní očakávaných zmien v oblasti segmentácie klientov sme sa dopracovali k záveru, že respondenti v horizonte piatich rokov neočakávajú významné zmeny. Až 36,8 % z nich predpokladá, že súčasný pomer investícií do fondov od inštitucionálnych investorov voči retailovým, ktorý je približne 10 : 90 v prospech retailových klientov, zostane zachovaný. Väčšina respondentov (52,6 %) očakáva zmenu tohto pomeru na 25 : 75, čo však stále znamená relatívne pomalé približovanie k európskemu štandardu. V Európe dosiahol uvedený pomer na konci roka 2008 hodnotu 66 : 34 v prospech inštitucionálnych klientov.

T a b u ľ k a 5

**Prehľad očakávaných trendov v oblasti kolektívneho investovania (v %)**

Očakávané trendy	Respondenti spolu	Manažéri zo správcovských spoločností	Manažéri z bánk
Implementácia novej legislatívy zameranej na zvýšenie ochrany investorov a prísnejšiu reguláciu	86.8	92.3	84.6
Rozšírenie nových sporiacich schém a zvýšená podpora ich predaja	50.0	53.8	46.2
Zvýšený záujem o fondy, ktoré zabezpečia 100 %-nú ochranu vloženého kapitálu a predvídateľnú, hoci aj nižšiu výkonnosť	44.7	38.5	61.5
Postupné znižovanie dominancie peňažných fondov v prospech fondov s vyšším rizikovým profilom (dlhopisové, zmiešané, akciové)	42.1	46.2	53.8
Zvýšenie distribúcie fondov prostredníctvom internetu	39.5	46.2	38.5
Postupné zvyšovanie investícií do fondov spravovaných zahraničnými správcovskými spoločnosťami	34.2	53.8	23.1
Zavedenie správcovských poplatkov závislých od dosiahnutej výkonnosti	26.3	15.4	38.5
Realizácia programov na zvýšenie finančnej gramotnosti obyvateľstva zabezpečovaná štátom	26.3	23.1	7.7
Zvýšený záujem o fondy s „optimálnym rozložením investícií“, bez zabezpečenia 100 %-nej ochrany vloženého kapitálu	23.7	30.8	15.4
Zvýšenie záujmu o investície do fondov a sporiace schémy z dôvodu nedôvery obyvateľstva voči schopnosti štátu zabezpečiť primerané dôchodky, resp. potreby sporiť	10.5	0.0	7.7
Znižovanie správcovských poplatkov	10.5	7.7	7.7
Zníženie záujmu investorov o fondy v prospech ETF, dlhopisov, akcií a iných cenných papierov (CP)	10.5	7.7	23.1
Rušenie vstupných poplatkov	10.5	7.7	0.0
Postupné znižovanie dominancie distribúcie fondov prostredníctvom pobočiek bánk	10.5	15.4	7.7
Zvýšenie rizikovej averzie investorov	2.6	0.0	7.7

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe dotazníkového prieskumu.

- Dynamickejšie zmeny sme zaznamenali v očakávaniach odborníkov ohľadom zmeny pomeru objemu fondov spravovaných zahraničnými správcovskými spoločnosťami vo vlastníctve slovenských investorov. Iba 15,8 % respondentov očakáva, že tento pomer sa v horizonte 5 rokov nezmení a zostane na úrovni približne 20 : 80 v prospech domácich správcov. Väčšina respondentov (52,6 %) očakáva zmenu pomeru na 30 : 70. Iba 10,5 % z nich však predpokladá, že zahraniční správcovia budú spravovať väčší objem ako domáci.

- V súvislosti s očakávaniami spojenými s implementáciou UCITS IV a procesom centralizácie činnosti správy aktív v medzinárodných finančných skupinách pôsobiacich na Slovensku väčšina respondentov (71,1%) očakáva významné rozšírenie *outsourcingu* vybraných činností do zahraničných centráľ, najmä v takých oblastiach, ako vývoj produktov, portfólio manažment, risk manažment, koordinácia v oblasti podpory predaja a marketingu. Táto skupina respondentov predpokladá úpravu obchodných modelov správcovských spoločností so zameraním na riadenie aktív pomocou *master – feeder* štruktúr. Využitie obchodného modelu so zameraním na cezhraničné zlučovanie fondov s postupným ukončením činnosti slovenskej správcovskej spoločnosti očakáva 13,2 % respondentov.

- Na otázku ohľadom miery pravdepodobnosti, s akou medzinárodné finančné skupiny môžu vytvoriť na Slovensku kompetenčné centrum na podporu fondového biznisu v krajinách SVE, väčšina odborníkov (65,8 %) predpokladá, že takúto možnosť využije aspoň jedna finančná skupina. Veľmi optimisticky vyznel názor 10,5 % respondentov, ktorí očakávajú, že Slovensko by malo mať ambíciu stať sa centrom fondového biznisu v krajinách SVE. Na druhej strane, *outsourcing* aktivít výlučne smerom zo Slovenska do zahraničia a postupný zánik domácich správcovských spoločností predpokladá 13,2 % respondentov.

## 2.5. Zmena obchodného modelu správcovských spoločností

Sektor kolektívneho investovania, ktorý dlhé časové obdobie iba rástol a dosahoval výnimočnú profitabilitu, sa vďaka kombinácii poklesu cien finančných inštrumentov v portfóliách fondov a vysokým redemáciám dostal do situácie, keď správcovia musia prehodnocovať svoj zaužívaný obchodný model. Podľa výskumu spoločnosti CREATE Research<sup>4</sup> pokles AUM globálne znamenal významný prepad hrubých výnosov, ktoré dosiahli priemer okolo –35 % v roku 2008 s odhadmi ďalšieho poklesu približne –15 % v roku 2009. Podľa tohto výskumu väčšina správcov aktív neočakávala pozitívny vývoj sektora v najbližších troch rokoch; 19 % správcov hodnotilo vyhliadky sektora ako slabé a ďalších

<sup>4</sup> Výskumu City/Principal/CREATE Research 2009 sa zúčastnilo 225 správcovských spoločností z 30 krajín, spravujúcich v apríli 2009 AUM v celkovej výške 18,2 trilióna USD.

39 % ako limitované; len 6 % očakávalo, že budú vynikajúce. Celkovo boli väčší správcovia menej optimistickí ako menší.

Pokiaľ hodnotíme vplyv krízy na trh kolektívneho investovania v Slovenskej republike, je pozitívne, že veľký počet klientov vzhľadom na konzervatívnu štruktúru predávaných fondov neutrpel významné straty. Ani jeden fond aj napriek zvýšeným redemáciám nezastavil vyplácanie finančných prostriedkov klientom. Ani jedna správcovská spoločnosť z dôvodov spôsobených krízou nezankla. Napriek tomu redemácie štyroch najväčších slovenských správcovských spoločností dosiahli v období 2008 – 2009 objem 4 mld. EUR (tab. 6). Celkové AUM týchto štyroch správcov k 31.12. 2009 dosiahlo hodnotu 3,13 mld. EUR, čo znamená, že počas posledných dvoch rokov prešlo ich klientske portfólio radikálnou zmenou.

T a b u ľ k a 6

**Pomer redemácií a aktuálneho AUM štyroch najväčších správcov aktív v SR**

(mil. EUR)	Redemácie			AUM k 31. 12. 2009	Pomer redemácií v období 2008 – 2009 k aktuálnemu AUM (%)
	2008	2009	2008 – 2009		
VÚB AM	660	251	911	800	114
TAM	1 304	527	1 831	1 312	140
AM SLSP	599	247	846	861	98
ČSOB AM	272	145	417	157	266
Spolu	2 835	1 170	4 005	3 130	128

Zdroj: Vlastné spracovanie z údajov dostupných v štatistikách SASS.

Kríza značne znížila profitabilitu najväčších slovenských správcovských spoločností. Ich hrubé výnosy z poplatkov a provízií medziročne poklesli o 10 % k 31. 12. 2008 a takmer o 50 % k 30. 6. 2009 (tab. 7).

T a b u ľ k a 7

**Prehľad výnosov z poplatkov a provízií**

(mil. EUR)	2007	1H 2008	2008	1H 2009	Zmena 2007/2008 (%)	Zmena 1H 2008/ 1H 2009 (%)
VÚB AM	10.41	5.37	9.73	1.77	-6.6	-67.0
TAM	22.67	11.59	20.60	5.74	-9.1	-50.4
AM SLSP	13.19	6.22	11.35	3.53	-14.0	-43.3
ČSOB AM	6.34	2.91	5.63	2.48	-11.2	-14.8
Spolu	52.60	26.09	47.31	13.52	-10.1	-48.2

Zdroj: Vlastné spracovanie z údajov dostupných v ročných a polročných Správach o hospodárení správcovských spoločností VÚB AM, TAM, AM SLSP a ČSOB AM.

Tieto poklesy nútia slovenských správcov analyzovať obchodný model a zamýšľať sa nad jeho úpravami. Vzhľadom na skutočnosť, že najväčší domáci správcovia sú súčasťou medzinárodných finančných skupín, a fakt, že už na budúci

rok začne v SR platiť smernica UCITS IV, výsledkom analýz tentoraz nebude iba jednoduchá zmena parametrov doteraz používaných modelov. Zásadné riešenie budú musieť hľadať najmä správcovia s nižším objemom aktív pod správou. Pravdepodobne sa nevyhnutnú rozsiahlemu *outsourcingu*, ktorý im umožní využívať úspory z rozsahu, zlučovaniu spoločností, alebo ukončeniu činnosti.<sup>5</sup>

## Záver

V horizonte najbližších rokov môžeme očakávať, že v slovenských správcovských spoločnostiach budú implementované modely zásadnej centralizácie hlavných činností v medzinárodných skupinách.

V rámci týchto projektov predpokladáme nasledovné trendy:

- Inovácia produktov sa bude koordinovať zo zahraničných centrál, produkty sa budú viac prispôbovať úrovni finančnej gramotnosti klientov.
- Potreby klientov sa budú viac diferencovať, čo bude viesť k definovaniu nových cieľových segmentov.
- Viac regulácie a potenciálna nespokojnosť klientov nasmerujú vývoj produktov k nízkym výnosom, nízkej volatilitě, vysokej transparentnosti, vysokej likvidite, t. j. k produktom s investičnou stratégiou zameranou vo veľkej miere na dosiahnutie ochrany kapitálu a predvídateľnej, hoci aj nižšej výkonnosti.
- Slovenskí správcovia sa v kooperácii s distributérmi ich fondov budú snažiť udržať primeranú mieru profitability a svoje úsilie budú koncentrovať na postupné znižovanie podielu peňažných fondov v predávanej štruktúre v prospech dlhopisových, zmiešaných a zaistených fondov.
- Správcovské spoločnosti sa budú zameriavať najmä na podporu predaja fondov a svoju hlavnú činnosť portfólio manažment a alokáciu aktív budú realizovať najmä na základe modelových portfólií pripravovaných v zahraničných centráloch s maximálnym využívaním *master – feeder* štruktúr.
- V ojedinelých prípadoch možného využitia lokálnych znalostí z trhov v krajinách SVE budú slovenskí správcovia spravovať v rámci finančnej skupiny fondy klasifikované ako *master*, ich portfóliá môžu byť naďalej riadené zo Slovenska.
- Všetky ostatné činnosti, najmä v oblastiach, ktoré nesúvisia s hlavným predmetom činnosti správcovských spoločností, ako je personalistika, marketing, účtovníctvo, reportovanie, riadenie vzťahov s klientmi, *call centrum*, obchodovanie

---

<sup>5</sup> Podľa autormi zostrojeného modelu na odhad minimálneho objemu aktív pod správou, zohľadňujúceho aktuálnu úroveň správcovských a ostatných poplatkov súvisiacich so správou fondov, priemernú výšku a štruktúru investície, distribučné náklady a ostatné primerané prevádzkové náklady na bezproblémové fungovanie správcovskej spoločnosti v rámci štandardov požadovaných platnou legislatívou, musí správcovská spoločnosť spravovať aktíva na úrovni aspoň 220 mil. EUR. Túto podmienku v súčasnosti spĺňajú 3 z 8 správcovských spoločností na Slovensku.

s cennými papiermi, vysporiadanie transakcií, ohodnotenie aktív, oceňovanie derivátov a podobne, budú postupne zo správcovských spoločností *outsourcované*.

- Budú implementované nové fixné a variabilné poplatkové štruktúry založené na transparentnom sektorovom porovnaní, ktoré prinesú správcom primeraný zisk a klientom primeranú hodnotu.

## Literatúra

- FRANSSU, J. B. de – FRANCIS, Y. (2006): Building an Integrated European Fund Management Industry: Putting the Wheels in Motion for Cross – Border Mergers of Funds. London: The Invesco Think Tank. 58 s.
- HUBER, M. – HOYOS-GOMEZ, A. (2009): Asset Management Survey 2009: Will the Goose Keep Laying Golden Eggs? London: McKinsey & Company. 28 s.
- LANGENHOVE, Y. V. (2009): European Institutional Asset Management Survey 2009. London: IPE, Invesco. 41 s.
- KRAMER, K – BEARDSLEY, B. – KUMAR, M. (2009): Global Asset Management 2009: Conquering the Crisis. Boston: The Boston Consulting Group. 32 s.
- KRAMER, K. – MOREL, P. – TANG, T. (2008): Global Asset Management 2008: Winning Strategies in Uncertain Times. Boston: The Boston Consulting Group. 35 s.
- MOISSON, E. – KREIDER, J. (2009): Fund Expenses: A Transatlantic Study. London: Lipper, Thomson Reuters. 22 s.
- MOISSON, E. (2009): Fee Fi Fo Fum: Can Investors Smell Fund Managers' Blood – or vice-versa. [Lipper Research Study.] London: Lipper Inc.
- RAJAN, A. (2009): Future of Investment: The Next Move. Tunbridge Wells, UK: CREATE Research/City/Principal. 42 s.