UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

DEJAVNIKI KONKURENČNOSTI VZAJEMNIH SKLADOV

Ljubljana, september 2009 ROK LENARDIČ

IZJAVA

Študent **ROK LENARDIČ** izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom **dr. IGORJA LONČARSKEGA**, in dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne:_____ Podpis: _____

KAZALO

UVOD 1

1. Definicija in zgodovina razvoja vzajemnih skladov 2

1.1. Definicija vzajemnega sklada 2

1.2. Razvoj vzajemnih skladov 2

1.3. Konkurenčnost panoge 3

2. Cenovna konkurenca 4

2.1. Število vzajemnih skladov in krovnih skladov v ZDA 4

2.2. Sprememba v tržnih deležih 6

2.3. Nizke ovire za vstop novih vzajemnih skladov ali za razširitev obstoječih skladov 7

2.4. Distribucijske poti 8

2.5. Provizije in stroški 9

2.6. Vpliv sprememb upravljavskih provizij in stroškov na tržni delež vzajemnega sklada 11

2.7. Pogled kritikov na obstoj cenovne konkurence 12

2.7.1 Razlika v stroških med vzajemnimi skladi in institucionalnimi investitorji 13

2.7.2. Vplivi ekonomije obsega 14

2.7.3. Razlike v višini provizij 15

2.7.4. Stroški zamenjave vzajemnega sklada 15

3. Necenovna konkurenca 18

3.1. Pretekli donosi 18

3.2. Vpliv inovacij na tržni delež vzajemnega sklada 19

3.3. Učinek oglaševanja 20

3.4. Vpliv specializacije naložbene politike vzajemnih skladov 21

3.5. Razlika med aktivno in pasivno naložbeno politiko 21

SKLEP 22

LITERATURA IN VIRI 24

KAZALO SLIK

Slika 1: Struktura tržnih poti, po katerih so gospodinjstva investirala v vzajemne sklade v letu 2001 v ZDA 9
Slika 2: Povprečne provizije in stroški zaračunani investitorjem v VS 10
Slika 3: Razdelitev investiranih sredstev v vzajemne sklade glede na davčno obravnavo leta 2008 v ZDA 17
Slika 4: Odprodaja investicijskih kuponov v obdobju 2000-2008 v ZDA 17
Slika 5: Zamenjava investicijskih kuponov enega sklada za drugega v obdobju 2000-2008 v ZDA 18
Slika 6: Odstotek vseh sredstev v upravljanju, zgornje polovice skladov z najvišjo donosnostjo 19

KAZALO TABEL

Tabela 1: Število vzajemnih skladov in krovnih skladov v obdobju 1985-2004 v ZDA 4
Tabela 2: Odstotni deleži sredstev v upravljanju 25 največjih vzajemnih skladov, 1985-2004 v ZDA 6
Tabela 3: Odstotek skladov, ki je uporabilo znižanje provizij za določen čas 11

UVOD

V zgodovini obstoja vzajemnih skladov se je pogosto pojavljala teza, da se med vzajemnimi skladi ni razvila zadostna konkurenca. Te obtožbe se vlečejo od leta 1962, ko je izšla raziskava *The Warthon Report* (Wharton School of Finance and Commerce, 1962) o stopnji konkurence med takrat obstoječimi vzajemnimi skladi. Raziskava je prišla do precej alarmantnih podatkov. Ugotovila je, da konkurenčni pritiski niso obvarovali investitorjev pred previsokimi stroški. Od leta 1962 se je precej stvari spremenilo, vendar še zmeraj opazimo obtožbe o premajhnem vplivu tržnih sil na oblikovanje konkurenčnih pritiskov na vzajemne sklade. Yaleov vodja investicijskega oddelka David Swensen (2005) in ustanovitelj ene od največjih družb za upravljanje z vzajemnimi skladi (*Vanguard*) John Bogle (2003) menita, da panoga vzajemnih skladov ni konkurenčna. To naj bi se odražalo v previsokih provizijah vzajemnih skladov. ICI (v nadaljevanju ICI – *Investment Company Institute*), raziskovalci Coates in Hubbard (2007); Ferreira in Ramos (2009); Khoran in Servaes (2004); takšnim kritikam oporekajo in nasprotno dokazujejo, da v panogi vzajemnih skladov lahko zasledimo precejšno konkurenco.

Danes skoraj ni posameznika, ki ne bi imel vsaj kakšen evro naložen v vzajemni sklad. V vzajemne sklade investiramo z namenom oplemenitenja našega premoženja, varčujemo za stara leta, varčujemo za otroke itd. Ker so vzajemni skladi postali del vsakdanjika, sem se odločil raziskati konkurenčnost panoge. Z diplomskim delom sem želel predstaviti, kako vzajemni skladi med seboj tekmujejo in kako različni prijemi trženja, upravljanja in stroškov vplivajo na višino njihovih tržnih deležev.

Diplomsko delo je razdeljeno na tri sklope. Prvi sklop je razdeljen na tri podsklope. V prvem podsklopu bom predstavil vzajemni sklad. V naslednjem podsklopu bom opisal kratko zgodovino in razvoj vzajemnih skladov. Zaključil bom s predstavitvijo mnenj o konkurenčnosti panoge vzajemnih skladov.

V drugem delu bom predstavil cenovno konkurenco. Predstavil bom stroške in provizije, ki jih zaračunavajo vzajemni skladi. Nadaljeval bom s predstavitvijo argumentov o obstoju cenovne konkurence. Tematski sklop bom zaključil z argumenti o pomanjkanju cenovne konkurence in jih poskušal ovreči.

V tretjem sklopu bom opisal necenovno konkurenco vzajemnih skladov. Opisal bom, kakšen vpliv imajo oglaševanje, pretekli donosi, inovacije, vrsta naložbene politike in način upravljanja (pasivno ali aktivno upravljanje) na tržni delež vzajemnega sklada. Na koncu bom s sklepom povzel bistvene stvari iz diplomske naloge in jo s tem zaključil.

1. Definicija in zgodovina razvoja vzajemnih skladov

1.1. Definicija vzajemnega sklada

Vzajemni skladi so podjemi, ki združujejo denarna sredstva večjega števila vlagateljev tako fizičnih, kot pravnih oseb (Vzajemci, 2009, O vlaganju). Zbrana sredstva nato naložijo v imenu investitorjev v različne vrednostne papirje. Investitor z nakupom investicijskih kuponov vzajemnega sklada postane lastnik dela premoženja vzajemnega sklada. Za unovčitev donosov vzajemnega sklada investitor proda kupone vzajemnemu skladu, ta pa mu izplača sredstva (Vzajemci, 2009, O vlaganju).

S sredstvi vzajemnega sklada upravlja družba za upravljanje, katera zaposluje finančne strokovnjake, ki v imenu investitorjev trgujejo z vrednostnimi papirji. Vzajemni skladi zasledujejo različne naložbene politike (uravnotežena naložbena politika, naložbena politika rasti, itd.). Investicijska politika vzajemnega sklada je opredeljena v prospektu, ki ga izda vzajemni sklad. (Vzajemci, 2009, O vlaganju) S pomočjo prospekta investitorji po lastnih preferencah izberejo želen vzajemni sklad oziroma naložbeno politiko, ki jim ustreza.

Poznamo več vrst vzajemnih skladov, saj le te lahko ločimo po investicijski politiki; stroških, s katerimi se srečujemo pri investiciji v posamezen sklad in po naložbeni strukturi. Delitev po naložbeni strukturi nas pripelje do treh večjih skupin (NLB, 2009, investicijski skladi):

- Delniški skladi večino sredstev v upravljanju nalagajo v lastniške vrednostne papirje
- Obvezniški skladi večino sredstev v upravljanju nalagajo v dolžniške vrednostne papirje izdajateljev z najvišjo boniteto
- Mešani vzajemni skladi, kjer najdemo tako lastniške, kot tudi obvezniške vrednostne papirje

1.2. Razvoj vzajemnih skladov

Začetki razvoja skladov segajo v 19. stoletje, ko so nastali prvi investicijski skladi. Investicijski skladi zbirajo sredstva fizičnih in pravnih oseb. Zbrana sredstva nato investirajo v različne vrednostne papirje in druge finančne naložbe. Poznamo različne vrste investicijskih skladov (Slonep, 2009, Finance):

- zaprte investicijske sklade (*closed-end funds*) ali investicijske družbe (*investment trust*)
- odprte oziroma vzajemne sklade (*open-end funds ali mutual funds*)

Na začetku so bili skladi namenjeni predvsem zbiranju sredstev za različne projekte, katerih ni bilo moč financirati drugače. Primer takšnega sklada je sklad, ki je bil ustanovljen leta 1868 v Veliki Britaniji in je bil namenjen zbiranju denarja za izgradnjo železniških povezav. Kasneje so se delnice tega sklada uvrstile na borzo, tako da so lahko investitorji z njimi trgovali. Sčasoma pa se denar zbran v skladih ni uporabljal le za projekte, ampak so pričeli

tudi z vlaganjem v vrednostne papirje. Ti skladi so bili skladi zaprtega tipa (*closed-end fund*), do oblikovanja oziroma ustanovitve prvega vzajemnega sklada (*mutual fund*) je preteklo še veliko let (McWhinney, b.l.).

Prvi vzajemni sklad je bil ustanovljen leta 1924 v ZDA (*Massachusetts Investors' Trust*) z začetnim vložkom 50.000$. V enem letu je narasel na takrat zavidljivih 392.000 $ z okoli 200 delničarjev oziroma investitorjev (McWhinney, b.l.).

Leta 1929 je prišlo do borznega zloma in rast vzajemnih skladov se je upočasnila. V tem letu je propadla večina zaprtih investicijskih skladov, vendar je manjšim odprtim vzajemnim skladom uspelo preživeti. Kot odgovor na nastale razmere je bilo v ZDA sprejetih več zakonov, ki so urejali trgovanje z vrednostnimi papirji, predvsem z namenom zaščite investitorjev (Slonep, 2009, Finance). Ti zakoni so povrnili zaupanje v sklade in s tem postavili temelje za rast vzajemnih skladov. Do leta 1960 se je oblikovalo okoli 270 skladov z okoli 48 milijardami sredstev v upravljanju. Rast so pospešile tudi inovacije, kot je oblikovanje indeksnih vzajemnih skladov in različni varčevalni načrti (primer tretji steber pokojninskega varčevanja). V letu 2008 je bilo v ZDA 8022 vzajemnih skladov s tržno kapitalizacijo okoli 9.601,09 milijard dolarjev in z 264.499.000 vlagatelji (ICI Fact Book 2009, 2009, str. 110).

1.3. Konkurenčnost panoge

Ko preučujemo konkurenčnost panoge vzajemnih skladov, naletimo na mnoga različna mnenja o prisotnosti konkurence v panogi. Freeman in Brown (2001) sta prišla do ugotovitve, da je konkurenca med vzajemnim skladi izjemno šibka. To naj bi se odražalo v previsokih provizijah, ki jih zaračunavajo vzajemni skladi investitorjem. Do podobnih zaključkov je prišla v uvodu omenjena študija iz leta 1962 The Wharton Report (Wharton School of Finance and Commerce, 1962). Raziskava ugotavlja, da investicijski skladi zaradi pomanjkanja konkurence zaračunavajo previsoke stroške za upravljanje sklada. Takšno mnenje delijo tudi nekatere vidne osebe v finančni industriji, kot so Yaleov vodja investicijskega oddelka David Swensen (2005) in ustanovitelj ene od največjih družb za upravljanje z vzajemnimi skladi (*Vanguard*) John Bogle (2003).

Raziskovalci Coates in Hubbard (2007); Ferreira in Ramos (2009); Khoran in Servaes (2004); takšnim kritikam oporekajo in nasprotno dokazujejo, da v panogi vzajemnih skladov lahko zasledimo precejšno konkurenco, tako cenovno (na podlagi višine provizij, ki jih zaračunavajo investitorjem za upravljanje z njihovim vložkom), kot tudi necenovno v obliki diferenciacije izdelka.

V nadaljevanju bom poskušal predstavit ugotovitve novih raziskav, ki osvetljujejo, na kakšen način vzajemni skladi med seboj tekmujejo (konkurirajo) in kakšen učinek imajo razni elementi na tržni delež vzajemnega sklada.

2. Cenovna konkurenca

Za začetek se bom posvetil problemu stroškov, s katerimi se srečujejo vlagatelji v vzajemne sklade. Vlagatelji se srečujejo načeloma z dvema vrstama stroškov:

- Neposredni stroški (to so vstopni ali izstopni stroški, katere mora investitor poravnati, ko kupi oziroma proda točke vzajemnega sklada) in
- posredni stroški (sem spadajo upravljavska provizija, provizija za skrbniške storitve in drugi stroški).

Prvi pogoj za prisotnost cenovne konkurence je zadostno število konkurentov na trgu. Po definiciji se te razmere lahko vzpostavijo, ko imamo na nekem trgu veliko število povpraševalcev in ponudnikov (Carlson, Pelz, Sahinoz, 2004, str. 2). Večje kot je število konkurentov, manj je možnosti za skrivno dogovarjanje med njimi in s tem usklajevanje cen. Empirične študije narejene za različne panoge so ugotovile, da v primeru povečanja števila ponudnikov in kupcev ter razpršenosti tržnega deleža med več ponudniki cene padejo (Hubbard & O'Brien, 2006, str. 56-87).

2.1. Število vzajemnih skladov in krovnih skladov v ZDA

Ko pogledamo trg vzajemnih skladov v Ameriki med letoma 1985 in do leta 2004, so podatki sledeči:

Tabela 1: Število vzajemnih skladov in krovnih skladov v obdobju 1985-2004 v ZDA

Leto	Število skladov	Število krovnih skladov	Koncentracija skladov (HHI)	Koncentracija krovnih skladov (HHI)
1985	650	192	79	374
1986	811	224	79	423
1987	1004	251	71	414
1988	1130	275	75	432
1989	1194	295	79	455
1990	1298	302	73	457
1991	1391	321	72	478
1992	1612	359	66	490
1993	1890	390	58	539
1994	2247	430	55	572
1995	2467	463	57	596
1996	2765	495	50	559
1997	3161	538	50	548
1998	3535	571	53	572
1999	3769	614	50	555

»se nadaljuje«

»nadaljevanje«

2000	4170	618	46	537
2001	4218	608	46	549
2002	4106	588	47	576
2003	3979	577	46	591
2004	3934	571	48	619

Vir: Coates & Hubbard, Competition in Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy, 2007, str. 11.

V Tabeli 1 so vzajemni skladi razdeljeni v dve skupini, v posamične vzajemne sklade in v krovne sklade, kateri ponujajo več vzajemnih skladov z različnimi investicijskimi politikami. V obdobju od 1985 do 2004 lahko zasledimo precejšno rast števila vzajemnih skladov. Zaradi tega lahko sklepamo, da je vsaj z vidika števila ponudnikov konkurenca prisotna.

Poleg tega je v Tabeli 1 prikazana tudi vrednost HHI indeksa (v nadaljevanju HHI - *Herfindahl-Hirschman Index*), ki meri odnos med velikostjo podjetja v povezavi z industrijo in se ga uporablja kot indikator za oceno stopnje konkurence v panogi. Izračuna se ga kot kvadrat tržnih deležev vseh podjetji v panogi, kjer je tržni delež izražen v procentih (The Economist, 2009).

$$\mathrm{HHI} = \sum_{i=0}^{n} (\textit{Tržni delež})^2$$

Indeks ima lestvico od 1 do 10.000 tisoč. Vrednosti so sledeče (Answers.com):

- vrednost pod 100 točkami pomeni visoko konkurenco
- vrednost pod 1.000 točkami prikazuje nizko koncentrirano panogo
- vrednost med 1.000 in 1.800 točkami predstavlja srednje koncentrirano panogo
- vrednost nad 1.800 točkami predstavlja visoko koncentrirano panogo

Iz Tabele 1 razberemo, da je vrednost HHI za posamezne vzajemne sklade v obdobju 1985-2004 padla in se ustalila pri vrednosti 48 točk. Vrednost 48 točk opisuje visoko konkurenčno panogo. Pri krovnih skladih opazimo, da se je vrednost indeksa v letu 2004 dvignila na 619 točk. Vrednost 619 točk opisuje nizko koncentrirano panogo.

Sklepam, da v okolju, kjer tekmuje več tisoč vzajemnih skladov, ni dogovarjanja o višini provizij. Zato lahko trdim, da je v panogi prisotna cenovna konkurenca.

Razlike v višini provizij niso odraz dogovarjanja o cenah. Vendar so odraz nabora storitev, ki jih nudijo skladi svojim vlagateljem. S tem višina provizije postane vir konkurence med vzajemnimi skladi. Skladi oblikujejo višino provizije glede na segment investitorjev, ki ga želijo pritegniti. Nekateri investitorji so pripravljeni plačati višje provizije za večji nabor storitev. Spet druge zanima zgolj višina provizije, zato izbirajo sklade z najnižjimi provizijami. Skladi z nižjimi provizijami imajo ponavadi ožji nabora storitev. Primer je ameriški krovni sklad *Vanguard Group*, ki je zaradi politike nizkih provizij postal en večjih

ameriških vzajemnih skladov. Zanj je značilno, da nudi osnovne storitve, medtem ko je za dodatne storitve potrebno doplačati (Coates & Hubbard, 2007, str.15).

2.2. Sprememba v tržnih deležih

Spremembe tržnega deleža skladov najbolje osvetljuje konkurenco v panogi. Uspešnejši skladi prevzemajo tržni delež svojim konkurentom. V Tabeli 2 lahko razberemo, kako so se tržni deleži spreminjali skozi čas. Nekateri skladi so skozi obdobje 1985-2004 konstantno rasli. Primer je vzajemni sklad *Vanguard*, ki je imel v letu 1985 6,36 odstotni tržni delež in je vztrajno rasel ter leta 2004 znašal 12,63 odstotkov. Podobno dinamiko je imel sklad *American Funds* (leta 1985 7,76 odstotkov, leta 2004 14,09 odstotkov). Drugi skladi so skozi obdobje 1985-2004 izgubljali svoj tržni delež. Primer je *American Express Fund*, ki je s 3,72 odstotka tržnega deleža v letu 1985 padel na 1,07 odstotka v letu 2004. Spet drugi so imeli konstantni tržni delež. Zanimivo je nihanje tržnega deleža sklada *Fidelity*, ki je v letu 1985 znašal 10,42 odstotka, do leta 1995 je zrasel na 18,56 odstotka, po letu 1995 je pričel padat in je leta 2004 znašal 14,05 odstotka. Opazno je, da tržni deleži niso stabilni skozi čas, kar še potrjuje dejstvo, da je v panogi vzajemnih skladov prisotna konkurenca.

Tabela 2: Odstotni deleži sredstev v upravljanju 25 največjih vzajemnih skladov, 1985-2004 v ZDA

Vzajemni sklad	1985	1990	1995	2000	2004
Aim Investments	1,17	2,11	3,50	3,73	1,56
Alliance Bernstein	1,35	0,86	0,72	1,41	0,93
American Century	2,11	2,34	2,43	2,18	1,65
American Express	3,72	2,58	2,10	1,89	1,07
American Funds	7,76	9,71	9,48	8,48	14,09
Citigroup Ast. Mgmt	1,97	2,85	1,42	1,08	1,05
Columbia Mgmt Adv	0,99	0,92	1,28	0,90	0,93
DFA		0,40	0,30	0,34	0,89
Davis-Selected Adv	0,25	0,30	0,25	0,82	0,87
Delaware	1,03	0,95	0,39	0,26	0,27
Dodge & Cox	0,05	0,09	0,24	0,29	1,62
Dreyfus	3,23	1,90	0,96	1,14	0,94
Eaton Vance	1,33	0,55	0,19	0,60	0,61
Evergreen Investment	1,87	1,57	0,97	0,73	0,65
Fidelity	10,42	13,46	18,56	15,35	14,05
Franklin Templeton	4,85	5,51	4,20	2,77	3,74
Grantham Mayo	0,02	0,89	0,79	0,24	0,76
Ivy Invst Mgmt	1,95	1,66	0,86	0,72	0,47
JPMorgan Funds	0,04	0,16	0,75	0,92	0,85
Janus	0,36	0,6	1,74	4,53	1,66
Lord Abbett	2,41	1,32	0,46	0,46	0,88
MFS	2,81	1,78	1,14	2,29	1,46
Merrill Lynch	2,28	3,04	3,15	1,47	1,11
Morgan Stanley Adv	1,25	2,32	2,09	1,62	0,70

"se nadaljuje"

"nadaljevanje"

Oppenheimer Funds	2,41	1,69	1,35	1,68	1,77
Phoenix Investment	0,84	1,03	0,83	0,29	0,15
Pioneer	3,41	2,30	0,99	0,61	0,46
Prudential Finl	0,85	1,88	1,15	0,97	0,56
Putnam	4,27	2,75	3,43	5,41	2,13
Scudder	2,49	2,51	2,11	1,64	0,93
Seligman	1,13	0,44	0,47	0,37	0,17
T Rowe Price	3,17	2,28	2,54	2,32	2,72
Van Kampen	3,36	1,61	0,73	1,12	1,23
Vanguard	6,36	7,32	7,70	10,56	12,63
Wells Fargo Bank	0,45	0,69	0,96	0,91	0,73

Vir: Coates et al., Competition in Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy, 2007, str. 25.

Razlogov za spremembo tržnih deležev skozi čas je več: od uspešnosti oziroma donosnosti posameznih skladov, do ugodnejših stroškovnih razmer, itd. Spreminjajoči tržni deleži le potrjujejo prisotnost konkurence v panogi.

2.3. Nizke ovire za vstop novih vzajemnih skladov ali za razširitev obstoječih skladov

Nevarnost vstopa novih konkurentov v panogo je odvisna od (Porter, 1980, str. 7-14):

- vstopnih ovir, ki jih oblikujejo že obstoječa podjetja v panogi, z željo preprečitve vstopa novih konkurentov. Te ovire so: visoke kapitalske zahteve za vstop v panogo; učinki ekonomije obsega; slabši stroškovni položaj novih konkurentov, ki ni povezan z ekonomijo obsega; diferencirani proizvodi; vlada oziroma zakonodaja, ki omejuje vstop novi konkurentov v panogo; otežen dostop novih konkurentov do distribucijskih kanalov
- pričakovanih odzivov obstoječih podjetij v panogi, ki lahko odvrnejo željo potencialnih konkurentov za vstop v panogo.

Če vstopne ovire niso previsoke, lahko pričakujemo, da se v panogi razvije zdrava konkurenca. Razmere, ki vzpodbujajo številne nove vstope in širitve obstoječih podjetij, povečujejo cenovno konkurenco. Kot lahko razberemo iz Tabele 1, je opazna nagla rast števila vzajemnih skladov v obdobju 1985-2004. Iz tega lahko sklepamo, da vstopne ovire niso previsoko zastavljene in v panogi vlada konkurenca.

Za vzpostavitev vzajemnega sklada v ZDA je potreben vložek 100.000$, kar predstavlja osnovni kapital. K začetnemu kapitalu je potrebno prišteti še stroške poslovanja, ki znašajo okoli 150.000-300.000(Maiello, 2009). Če vse to seštejmo, so absolutni stroški za zagon novega vzajemnega sklada okoli 250.000-400.000. (Coates et al., 2007, str. 18) Iz tega lahko sklepamo, da panoga ni pretirano kapitalsko intenzivna, kar omogoča lažji vstop novih konkurentov.

Vzajemni skladi ponujajo oziroma prodajajo skoraj standardizirane produkte. Carlson, Pelz, in Sahinoz (2004) delijo delniške vzajemne sklade v 41 skupin in obvezniške vzajemne sklade v 55 skupin. Takšna razdelitev omogoča investitorjem primerjavo med stroški posameznih vrst vzajemnih skladov med seboj. Tako lahko ovržemo domnevo, da so produkti med seboj močno diferencirani.

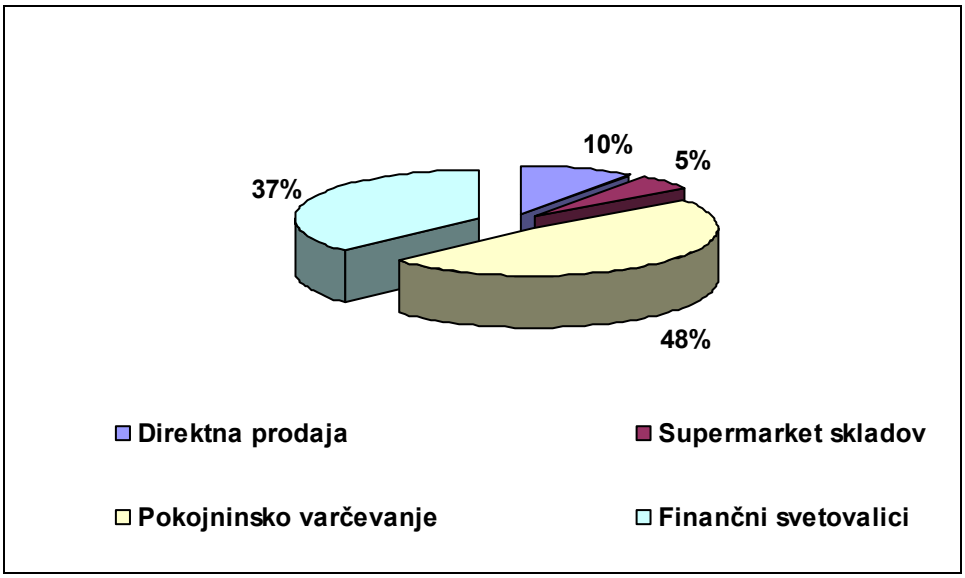
Vzajemni skladi v ZDA so regulirani na osnovi zakona o investicijskih družbah (*Investment Company Act*) iz leta 1940 (Stason, 2009, *Mutual fund regulation*). Vzajemni sklad je obvezan poročati investitorjem o stroških poslovanja, izvajati letne revizije, investitorjem pošiljati finančne poročila vsaj dvakrat letno, ter minimalno 75 odstotkov sredstev v upravljanju držati v vrednostnih papirjih itd (Stason, 2009, *Mutual fund regulation*). Kljub občutni regulaciji, je število vzajemnih skladov naraslo. V letu 1940 je bilo registriranih 68 skladov, v letu 2008 se je številka povzpela na vrtoglavih 8.022 skladov (ICI Fact Book 2009, 2009, str. 110). Menim, da zakonski predpisi ne omejujejo vstopa novih podjetji v panogo in s tem ne omejujejo konkurence. Oblikovanje novih vzajemnih skladov povečuje ponudbo in s tem razširi izbiro potencialnim investitorjem.

2.4. Distribucijske poti

Večje kot je število tržnih poti, preko katerih lahko investitorji pridobijo informacije o vzajemnih skladih, večja je konkurenca. V Ameriki imajo vzajemni skladi precej razvejano mrežo tržnih poti. S tem je investitorjem poenostavljen proces informiranja in investiranja. Po raziskavi ICI, ki je bila opravljena leta 2003, obstajajo sledeče tržne poti:

- ***Direktna prodaja***: Investitor kupi kupone sklada preko telefona, pošte ali interneta.
- ***Finančni svetovalci***: Investitorji s pomočjo finančnega svetovalca trgujejo s kuponi vzajemnih skladov. Prednost finančnega svetovanja je oblikovanje načrta financiranja glede na investitorjeve preference (varčevanje za izobraževanje otrok, nepremičninsko investicijo, plačevanje nižjih davkov, itd)
- ***Pokojninskih varčevalnih načrtov***: Delodajalec s plačnim odtegljajem v imenu zaposlenca investira v pokojninski varčevalni načrt.
- ***Supermarket skladov***: Posredniško podjetje na enem mestu ponuja večje število vzajemnih skladov in krovnih skladov. Prednost tržnega kanala so nižji stroški v primeru zamenjave vzajemnega sklada, poleg tega informacije zbrane na enem mestu, itd. Slabost tega sistema je odsotnost investicijskega svetovanja, ker so stranke prepuščene lastni presoji.
- ***Direktna prodaja institucionalnim investitorjem***: Velika podjetja, vladne organizacije, pokojninski skladi ponujajo presežna sredstva v upravljanje vzajemnim skladom. Povprečni vložki so visoki, zato vzajemni skladi zaračunavajo nižje provizije za upravljanje.

Slika 1: Struktura tržnih poti, po katerih so gospodinjstva investirala v VS v letu 2001 v ZDA



Vir: Rea, Tyle & Ducan, Perspective Mutual Funds Distribution Channels and Distribution Costs, 2003, str. 5.

Na Sliki 1 opazimo precejšno razdrobljenost tržnih kanalov, preko katerih investirajo gospodinjstva v vzajemne sklade. Največ gospodinjstev investira v vzajemne sklade preko pokojninskih varčevanj (48 odstotkov), sledi jim investiranje s pomočjo finančnega svetovalca (37 odstotkov), deset odstotkov se jih odloči za direktno investiranje in preostalih pet odstotkov uporablja supermarkete skladov. Zaradi razdrobljenosti tržnih poti sklepam da vlada precejšna cenovna konkurenca v panogi. To tezo potrjuje tudi raziskava ICI iz leta 2003, katera pravi, da so se distribucijski stroški znižali iz 149 bazičnih točk v letu 1980, na raven 41 bazičnih točk v letu 2001 (Rea, Tyle, & Ducan, 2003, str. 15).

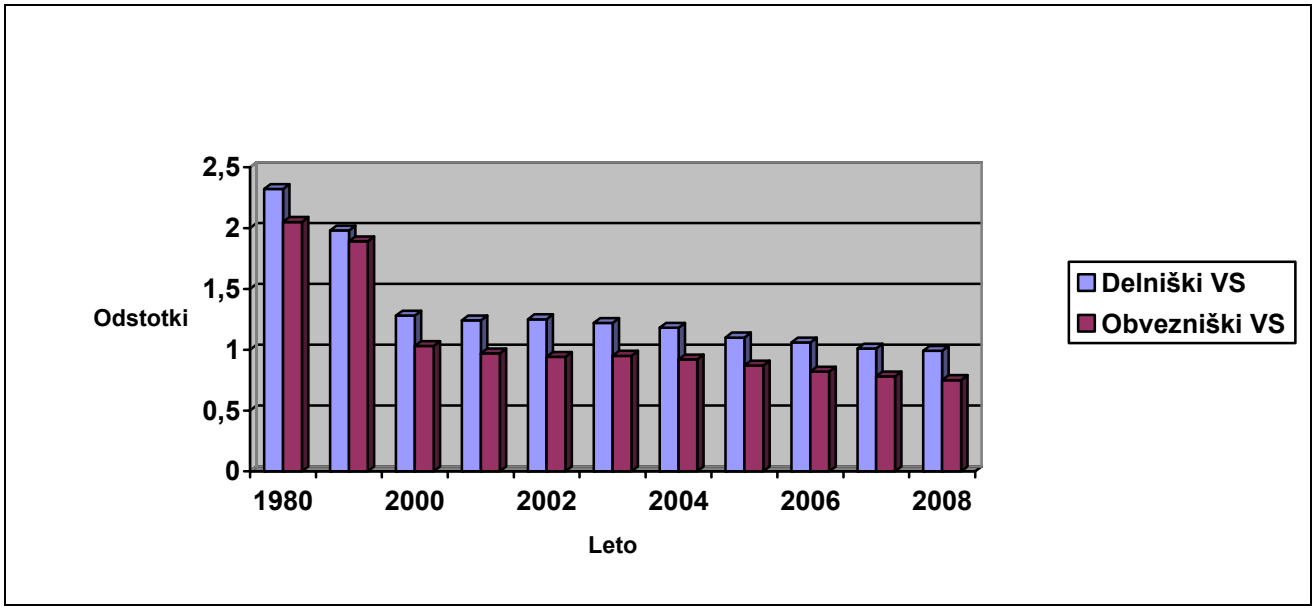
2.5. Provizije in stroški

Najpomembnejši pokazatelj cenovne konkurence so provizije in stroški, katerim so izpostavljeni investitorji v vzajemne sklade. Okoli upravljavskih provizij in stroškov je bilo prelitega mnogo črnila, kjer so številne raziskave prihajale do različnih ugotovitev. Kot sem že poudaril najstarejša kritika *The Wharton Report* (Wharton School of Finance and Commerce, 1962) ugotavlja, da v panogi vzajemnih skladov ni prisotna cenovna konkurenca. Ko pregledamo nekaj novejših raziskav, lahko opazimo, da so prišle do dokaj različnih ugotovitev. Barber, Odean in Zheng (2005) so preučevali ameriške delniške vzajemne sklade v obdobju 1962-1999. Prišli so do zaključka, da so se upravljavske provizije (*management fee*) iz 0,54 odstotka v letu 1962 dvignile na 0,90 odstotka v letu 1999. Razlog za dvig upravljavskih provizij (*management fee*) pripisuje dejstvu, da so vlagatelji postali bolj pozorni na vstopne provizije (*front-end loads*). Zato so upravljavci znižali vstopne provizije in jih nadomestili z upravljavskimi. Khorana in Servaes (2004) sta ugotovila, da so se povprečne provizije vzajemnih skladov v obdobju 1979-1998 znižale. In sicer iz 1.4 odstotka v letu 1979 na raven 1.19 odstotka v letu 1998. Hortacsu and Chad (2004) sta preučevala indeksne vzajemne sklade S&P 500 med leti 1995-2000. Ugotovila sta, da so provizije v letu 1995 znašala 0,268 odstotka, v letu 2000 so narasle na 0,322 odstotka.

Vzrok za takšna odstopanja naj bi se skrival v metodologiji preučevanja stroškov. Raziskave niso upoštevale sprememb števila skladov skozi leta, vendar so primerjale le povprečne letne provizije med seboj. Coates in Hubbard (2007) zagovarjata tezo, da je za opazovanje gibanja provizij potrebno napraviti vzorec vzajemnih skladov, ki ostaja enak skozi leta. Provizije so se spremenile predvsem zaradi novih vrst skladov. Na primer vzajemni skladi, ki investirajo na mednarodnih trgih. Ti skladi imajo višje transakcijske stroške in posledično investitorjem zaračunavajo višje provizije.

Novejša raziskava o gibanju oziroma o trendu stroškov in upravljavskih provizij, ki jih zaračunavajo investitorjem, je ugotovila, da so se le ti skozi obdobje od 1980 do 2008 zmanjšali (ICI Fact Book 2009, 2009, str. 61).

Slika 2: Povprečne provizije in stroški zaračunani investitorjem v VS



Vir: ICI Fact Book 2009, 2009, str. 61.

Razlogi za tako obsežno zmanjšanje višine provizij in stroškov se skrivajo v več dejstvih (ICI Fact Book 2009, 2009, str. 60) :

- Investitorji plačujejo nižje vstopne oziroma izstopne provizije. Leta 1980 je najvišja vstopna provizija znašala 7,9 odstotka investicije, medtem ko je leta 2008 le ta znašala 5,3 odstotka investicije. Povprečna vrednost vstopnih provizij se je v obdobju 1980-2008 znižala iz 5,5 odstotkov v letu 1980, na 1,1 odstotka v letu 2008. Poglavitni razloga za upad vstopnih provizij je pojav pokojninskih varčevalnih shem, saj ponavadi vzajemni skladi tem shemam ne zaračunavajo vstopnih provizij.
- Nižanje stroškov je pospešilo tudi oblikovanje skladov brez pristopnih ali izstopnih provizij (*no-load funds*). Število »*no-load*« skladov je naraslo predvsem zaradi pojava supermarketov skladov in pokojninskih varčevalnih shem.
- K zmanjšanju stroškov je prišlo tudi zaradi ekonomije obsega in konkurenčnih pritiskov. Povpraševanje po storitvah vzajemnih skladov se je močno povečalo od leta 1980. Število gospodinjstev, ki imajo odprt vsaj en račun vzajemnega sklada, je v

obdobju 1980-2008 naraslo iz 4,6 milijona na približno 52,5 milijonov. Število računov vzajemnih skladov je v istem obdobju naraslo iz 12 na 265 milijonov. Tako visok dvig povpraševanja storitev vzajemnih skladov, bi lahko imel zaviralni učinek na zniževanje stroškov in provizij. A kljub temu se to ni zgodilo. Znižanje stroškov lahko pripišemo velikim pritiskom konkurentov, vstopu mnogih novih vzajemnih skladov in zahtevi investitorjev po stroškovno ugodnih vzajemnih skladih.

Poleg znižanja provizij lahko občasno zasledimo tudi posebne ponudbe, ki znižajo upravljavske provizije za nek določen čas (*fee waivers*). To dokazuje na prisotnost cenovne konkurence v panogi. Zniževanje provizij je pogostejše kot dvigovanje provizij.

Tabela 3: Odstotek skladov, ki je uporabilo znižanje provizij za določen čas

Leto	Število skladov	Odstotek skladov
1998	1995	42
1999	2325	46,9
2000	2699	41,7
2001	3543	45,7
2002	4168	49,2
2003	4341	48,4
2004	4139	48

Vir: Coates et al., Competition in Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy, 2007, str. 21.

Tabela 3 prikazuje odstotek vzajemnih skladov, ki uporabljajo »*fee waivers*«. Razvidno je, da se znižanja provizij poslužuje kar visok procent delniških vzajemnih skladov. Odstotek se giblje nekje med 40% do 50% skozi leta. To nakazuje na prisotnost cenovne konkurence, saj z znižanjem privabljajo dodatne investitorje.

2.6. Vpliv sprememb upravljavskih provizij in stroškov na tržni delež vzajemnega sklada

Pomemben pokazatelj obstoja cenovne konkurence v panogi je vpliv upravljavskih provizij in stroškov na višino tržnega deleža vzajemnega sklada. Na to temo je bilo narejenih precej raziskav, zato sem se odločil, da bom predstavil njihove ključne izsledke. Večina raziskave ugotavlja, da so investitorji občutljivi na stroške in provizije. Zaradi tega investirajo v sklade, kjer so le te glede na konkurenco nižji.

Ekonomska logika pravi, da skladi z nižjimi stroški za investitorje, ob nespremenjenih ostalih pogojih dosegajo boljše rezultate (višje dobičke) (Coates et al., 2007, str. 27). Vzajemni skladi z nižjimi provizijami in stroški povečujejo višino sredstev v njihovem upravljanju. Tako pride do odtoka sredstev iz skladov z visokimi provizijami, proti skladom z nižjimi provizijami (Coates et al., 2007, str. 27).

Raziskovalca Khorana in Servaes (2004) sta odkrila močno obratno sorazmerno povezavo med stroški in tržnim deležem. Raziskavo sta naredila na vzorcu ameriških delniških vzajemnih skladov med obdobjem 1979 in 1998. Ugotovila sta, da je nižanje provizij efektiven način za povečevanje tržnega deleža.

Deset odstotno znižanja provizij poveča dotok novih sredstev v sklad za 2,5 odstotka (Nada, Wang in Zheng, 2004). Do podobnih izsledkov sta prišla tudi avtorja raziskave Sirri in Tufano (1998). Ugotovila sta, da vzajemni skladi, ki zaračunavajo 10 odstotkov višje stroške od povprečnih, beležijo za 1,2 odstotka nižjo rast (Coates et al., 2007, str. 28).

Coates in Hubbard (2007) sta razvila mero elastičnosti, ki predstavlja vpliv stroškov na tržni delež vzajemnega sklada. Za posamične sklade koeficient elastičnosti znaša med -2,3 in -2,8 v obdobju 1998 do 2004, medtem ko koeficient elastičnosti za krovne sklade v enakem obdobju znaša med -1,5 in -1,9. Te vrednosti nam povejo, da se v primeru dviga stroškov za deset odstotkov tržni delež posamičnim skladom zniža za okoli 23 do 28 odstotkov, medtem ko se tržni delež krovnim skladom zniža za 15 do 19 odstotkov (Coates et al., 2007, str. 30).

Izsledki raziskav potrjuje tezo o obstoju konkurence, saj so odkrili povezavo med višino provizij in spremembo tržnega deleža. Zaradi tega lahko zaključimo, da je v panogi vzajemnih skladov prisoten vpliv cenovne konkurence.

2.7. Pogled kritikov na obstoj cenovne konkurence

Največ kritik se nanaša predvsem na provizije, ki jih vzajemni skladi zaračunavajo investitorjem. Kritiki navajajo naslednje dokaze za pomanjkanje konkurence v panogi (Coates et al., 2007, str. 30):

- ugotovili so, da upravljavci skladov zaračunavajo nižje stroške institucionalnim investitorjem v primerjavi z manjšimi investitorji vzajemnega sklad. Vzrok leži v dejstvu, da institucionalni investitorji pogosteje zamenjajo upravljavce skladov, kot to počno manjši investitorji. Zaključijo, da je pritisk institucionalnih investitorjev večji in s tem večja konkurenca med upravljavci skladov.
- opozarjajo, da so provizije ostale na enaki stopnji oziroma so se celo povišale. Kljub temu, da so sredstva v upravljanju vzajemnih skladov v zadnjih letih narasla. Zaključijo z ugotovitvijo, da se učinki ekonomije obsega niso prevalili na investitorje.
- Provizije indeksnih skladov se zelo razlikujejo med seboj, kljub temu, da ponujajo skoraj standardiziran naložbeni portfelj. S tem potrjujejo tezo, da konkurenca ne omejuje upravljavcev v zadostni meri pri postavljanju provizij.
- Stroški zamenjave za imetnike kuponov investicijskih skladov so visoki, zato so investitorji ujetniki vzajemnega sklada.

Novejše raziskave so tudi te argumente postavile na trhle noge, zato bom v nadaljevanju poskušal predstavit argumente, ki ovržejo kritike o ne obstoju konkurence med vzajemnimi skladi. Hkrati pa poiskati argumente v prid obstoja konkurence med vzajemnimi skladi.

2.7.1 Razlika v stroških med vzajemnimi skladi in institucionalnimi investitorji

Kritika se nanaša na razliko v višini stroškov, ki jo za investicijsko svetovanje plačajo institucionalni investitorji (pokojninski skladi) v primerjavi z vzajemnimi skladi. Institucionalni investitorji naj bi plačevali precej nižje provizije za investicijsko svetovanje, kot jih plačujejo investitorji vzajemnih skladov (Wharton School of Finance and Commerce, 1962, str. 489).

Pokojninske sklade in vzajemne sklade so poskušali primerjati na osnovi provizij, ki jih pokojninski skladi plačujejo za investicijske nasvete, in provizij, ki jih vzajemni skladi zaračunavajo investitorjem. Sama primerjava je neprimerna, saj ne primerja enakovrednih stroškov. Vzajemni skladi v provizijah namenjenih upravljanju sredstev obračunavajo več postavk in storitev, kot jih pokojninski skladi.

Pokojninski skladi večino zbranih sredstev upravljajo z lastnimi zaposlenimi, le del sredstev zaupajo zunanjim sodelavcem v upravljanje. Zunanji sodelavec pokojninskega sklada je odgovoren za izbiro sredstev, opravlja vse transakcije in obvešča pokojninski sklad o donosih. Investicijski svetovalec prejema za svoje storitve provizijo, ki jo plačuje pokojninski sklad. Te provizije so odvisne od velikosti sredstev in vrste vrednostih papirjev v portfelj. Provizija pokriva stroške za naložbene raziskave, transakcijske stroške, poročanje pokojninskemu skladu, uslužbence in opremo, ki jih ima investicijski svetovalec. Hkrati pa je v proviziji zajeta tudi stopnja dobička, ki jo zaračuna investicijski svetovalec (ICI, 2003, str. 2).

Za razliko od pokojninskega sklada, je v provizijah vzajemnega sklada zajetih več stroškov, saj je nabor storitev vzajemnega sklada večji. Storitev ne obsega zgolj upravljanja sredstev. Obsega še poslovne in administrative storitve, potrebne za poslovanje vzajemnega sklada. Provizija vsebuje postavke za kritje stroškov, ki so podobni stroškom pri pokojninskem skladu. K tem stroškom se prištejejo stroški računovodstva portfelja, vrednotenje vrednostnih papirjev v portfelju, pravne storitve, priprava in izpolnjevanje davčni napovedi, priprava prospektov in poročil za investitorje itd. Poleg vseh naštetih stroškov se vzajemni skladi srečujejo še s stroški zagotavljanja likvidnosti sredstev za potrebe investitorjev. V primeru povečanih odlivov sredstev iz vzajemnega sklada, mora sklad za zagotavljanje likvidnosti v naglici prodajati sredstva. S tem iztrži nižji donos na sredstva od načrtovanega, kar predstavlja dodaten strošek (ICI, 2003, str. 2).

Freeman in Brown (2001) sta prišla do ugotovitve, da naj bi pokojninski skladi za investicijske nasvete plačevali v povprečju okoli 28 bazičnih točk, medtem ko za vzajemne sklade v povprečju znaša okoli 56 bazičnih točk. Do podatkov o višini provizij za upravljanja sredstev v pokojninskih skladih sta prišla z anketo. Za višino provizij vzajemnih skladov sta izbrala celotno vrednost provizij, ki jih plačujejo investitorji. Kot smo že prej ugotovili, ti dve proviziji med seboj nista primerljivi (ICI, 2003, str. 3).

ICI (2003) za primerjavo stroškov ne uporablja celotnih provizij, ki jih zaračunavajo vzajemni skladi. Za primerjavo vzame stroške, ki jih upravljavci skladov plačujejo zunanjim investicijskim svetovalcem. Le te je moč primerjati z zunanjimi investicijskimi svetovalci pri pokojninskih skladih. V raziskavi, ki so jo naročili v ICI, so prišli do ugotovitev, da so provizije, ki jih plačujejo pokojninski skladi, primerljive z provizijami, ki jih plačujejo vzajemni skladi za upravljanje z sredstvi. Vrednost se v povprečju giblje za pokojninske sklade okoli 28 bazičnih točk, medtem ko se za vzajemen sklade giblje okoli 31 bazičnih točk (ICI, 2003,str. 4).

2.7.2. Vplivi ekonomije obsega

Ekonomijo obsega podjetje doseže s širjenjem svoje dejavnosti. Z ekonomijo obsega podjetje zniža svoje stroške predvsem na račun fiksnih stroškov, ki jih porazdeli na večje število končnih izdelkov oziroma storitev. V primeru vzajemnih skladov naj bi se ekonomije obsega nanašale predvsem na znižanje stroškov analize vrednostih papirjev in stroškov upravljanja s portfeljem (Coates et al., 2007, str. 34).

Kritiki opozarjajo, da se provizije kljub naraščanju sredstev, s katerimi upravljajo vzajemni skladi, skozi čas niso spustile. Študija iz leta 1962 je ugotovila, da se provizije vzajemnih skladov med leti 1950 in 1960 niso spremenile, kljub naglemu povečanju sredstev v upravljanju. Zato obtožuje vzajemne sklade, da učinkov ekonomije obsega ne delijo z investitorji, ampak jih zadržujejo zase (Wharton School of Finance and Commerce, 1962, str. 96-100).

Coates in Hubbard (2007) sta prišla do odstopajočih ugotovitev. Raziskava sicer potrjujejo dejstvo, da ekonomije obsega obstajajo v panogi vzajemnih skladov. Vendar jim ne pripisujejo tako velikega pomena, kot starejše raziskave. Prisotnost ekonomij obsega v panogi ni povzročilo oblikovanja majhnega števila podjetij, kot se je to zgodilo v nekaterih drugih panogah. Hkrati pa ekonomije obsega niso povzročile propada manjših in srednjih vzajemnih skladov.

Nasprotno raziskava, ki sta jo opravila Coates in Hubbard (2007), ugotavlja da kljub prisotnosti ekonomij obsega med leti 1985 in 2004 lahko zasledimo nenehno konkurenco med mali in veliki vzajemni skladi. Še več, prišla sta do podatka, da so nekateri skladi, kljub temu da so že v letu 1985 spadali med manjše vzajemne sklade, uspeli preživeti do leta 2004. Nekateri skladi so zrasli in prešli v skupino velikih vzajemnih skladov, del skladov pa je ostalo v kategorijo majhnih vzajemnih skladov. Raziskovalca sta zaključila, da ekonomije obsega ne predstavljajo izrazite prednosti v panogi vzajemnih skladov.

2.7.3. Razlike v višini provizij

Med vzajemnimi skladi prihaja do razlik v višini provizij. To so kritiki izpostavili kot naslednji dokaz pomakanja konkurence med vzajemni skladi. Izhajajoč iz teorije, bi prisotnost konkurence v panogi cene izenačila na enaki ravni (Freeman & Brown, 2001, str. 693-640). Kot primer pogosto navajajo indeksne sklade, ki imajo skoraj identične donose, a se močno razlikujejo po višini provizij, ki jih zaračunavajo investitorjem.

Raziskava, ki sta jo opravila Coates in Hubbard (2007), je podrobneje raziskala višino provizij indeksnih vzajemnih skladov S&P500 med leti 1990-2004 in porazdelitev sredstev glede na višino provizij. Ugotovila sta, da obstaja precejšna razlika v višini provizij med skladi. Večina sredstev je zbranih v skladih z upravljavsko provizijo med 0 in 0,5 odstotnimi točkami. Delež sredstev v skladih z najnižjo provizijo je v letu 1990 znašal 95 odstotkov vseh sredstev, v letu 2004 pa 94 odstotkov. Razvila sta argumente, ki pojasnjujejo obstoj razlik v višini provizij:

- Stroški informiranja; Potrošnik oziroma investitor ne poseduje popolnih informacij o produktu, zato se odloči raziskat trg. A trg raziskuje le do točke, ko se stroški iskanja dodatne ponudbe izenačijo s ceno. Stroške iskanja informacij razumeta kot alternativni strošek investitorjevega časa. Ameriški trg vzajemnih skladov šteje 8000 skladov, če bi investitor podrobneje preučiti vse sklade, bi za to potreboval precej časa in s tem bi si povzročil precejšne stroške.
- Do razlike v provizijah prihaja tudi zaradi različnih distribucijskih poti; Investitorji uporabljajo različne distribucijske poti za investiranje v vzajemni sklad. Ko se investitor vzajemnega sklada o investiciji posvetuje z naložbenim svetovalce, mora za svetovanje plačati določeno provizijo, kar povečuje stroške.
- Višina provizij je odvisna od razlik v naboru storitev, različni stopnji likvidnosti investiranih sredstev in transakcijskih stroškov.
- Do razlik prihaja tudi zaradi sprememb v demografiji investitorjev. V 90 letih se je na trgu pojavilo precej novih investitorjev. Ti niso imeli obsežnega znanja o vzajemnih skladih, zato so se po nasvet zatekli k naložbenim svetovalcem. Naložbeni svetovalci so jim zaračunali provizijo, kar je povišalo stopnjo provizij.

2.7.4. Stroški zamenjave vzajemnega sklada

Likvidnost sredstev je pomemben vir konkurence v panogi vzajemnih skladov. Če bi bila odprodaja investicijskih kuponov omejevana, bi investitorji izgubili vpliv pritiska na vzajemne sklade.

Stroški zamenjave oziroma odprodaje se lahko pojavijo zaradi več razlogov (Coates et al., 2007, str. 43-44):

- stroški, ki jih zaračunavajo skladi ali naložbeni svetovalci v primeru prodaje investicijskih kuponov; ti stroški se pojavljajo v obliki visokih izstopnih provizij (back-end load) z namenom zmanjšanja količine trgovanja
- transakcijski stroški reinvestiranja; oportunitetni stroški (porabljenega časa investitorja)
- obdavčitev kapitalskih dobičkov; davki se obračunavajo pri prodaji investicijskih kuponov kot razlika med nakupno vrednostjo investicijskega kupona in njegovo prodajno vrednostjo.

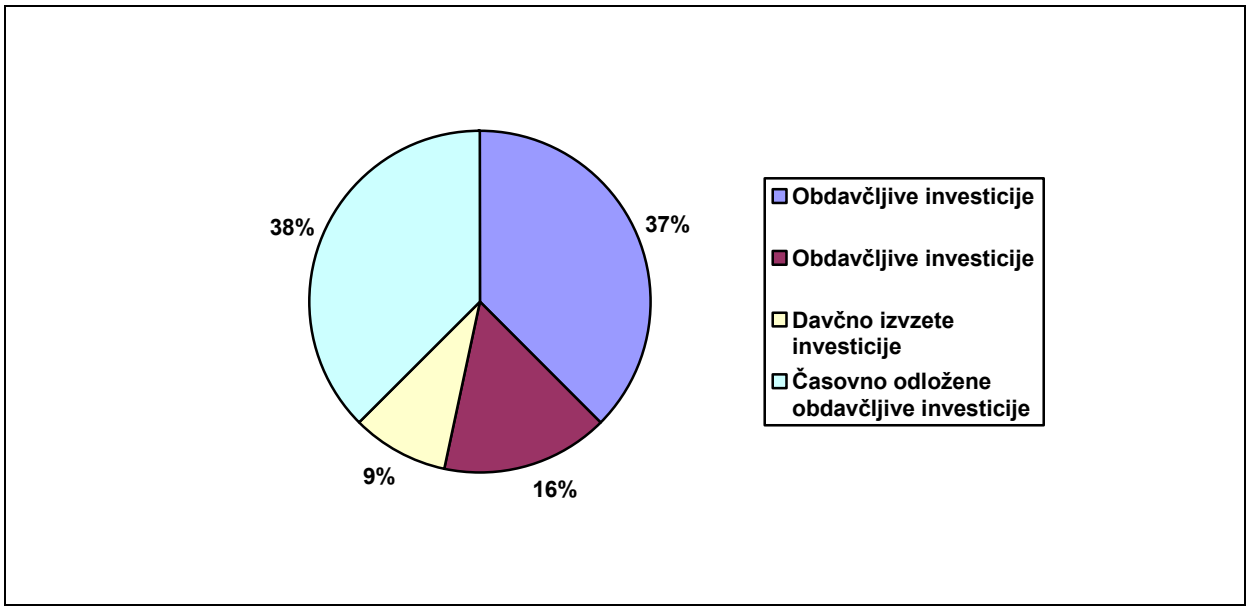
Omejitve oziroma stroški zamenjave vzajemnega sklada so precejšni, to pa onemogoča razvoj konkurence na trgu.

Teorija pravi, da investitorji izberejo sklade z najnižjimi stroški zamenjave, v primeru če so investitorji seznanjeni z stroški zamenjave. Zaradi pritiska investitorjev bodo vzajemni skladi ponudili možnost investiranja z nižjimi stroški zamenjave. (Coates et al., 2007, str. 44) Tako lahko v zadnjih letih opazimo povečan delež investicij v vzajemne sklade brez vstopnih ali izstopnih provizij ali tako imenovane »no-load founds«. V »no-load« skladih investitorji pri odprodaji investicijskih kuponov ne plačajo izstopnih provizij.

Na trgu so se poleg »no-load« skladov pojavili tudi supermarketi skladov in krovni skladi. Supermarketi skladov investitorjem omogočajo prehajanje med različnimi skladi brez transakcijskih stroškov in davkov. Tudi krovni skladi omogočajo investitorjem prehajanje med pod skladi brez dodatnih stroškov, zamenjavo lahko opravijo kar preko interneta.

Davki več ne omejujejo odprodaje investicijskih kuponov vzajemnega sklada. V zadnjih letih je močno narasel delež investicij, ki so oproščene plačila davka ali pa je plačilo davka odloženo. V ZDA je leta 2008 višina obdavčljivih investicij vzajemnih skladov za gospodinjstva znašala 37 odstotkov, za sredstva ostalih subjektov pa 16 odstotkov. Medtem ko je količina sredstev v časovno odložene obdavčljive investicije znašala okoli 38 odstotkov vseh sredstev. Preostalih devet odstotkov so znašla sredstva, investirana v davčno izvzete sklade.

Slika 3: Razdelitev investiranih sredstev v VS glede na davčno obravnavo leta 2008 v ZDA



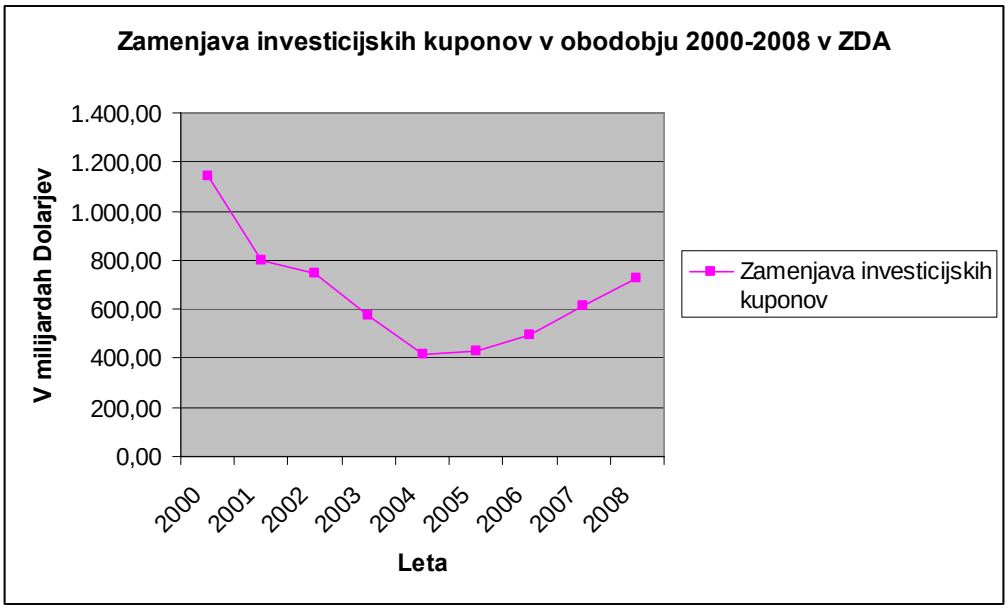
Vir: ICI Fact Book 2009, 2009, str. 23.

Odprodaja investicijskih kuponov vzajemnih skladov v ZDA med leti 2000 in 2008 se giblje okoli 15.444,64 milijard dolarjev letno, medtem ko se odprodaja kuponov starega vzajemnega sklada in nakup novih kuponov vzajemnega sklada gibljeta okoli povprečja 660,69 milijard dolarjev letno. (ICI Fact Book 2009, 2009, str. 111) Iz tega lahko sklepamo, da ne obstajajo visoke izstopne ovire za odprodajo ali zamenjavo investicijskih kuponov vzajemnega sklada.

Slika 4: Odprodaja investicijskih kuponov v obdobju 2000-2008 v ZDA

Vir: Lastni izračun in ICI Fact Book 2009, 2009, str. 111.

Slika 5: Zamenjava investicijskih kuponov enega sklada za drugega v obdobju 2000-2008 v ZDA



Vir: Lastni izračun in ICI Fact Book 2009, 2009, str. 111.

3. Necenovna konkurenca

Poleg cenovne konkurence med vzajemni skladi se srečujemo tudi z necenovno konkurenco oziroma z diferenciacijo produkta. Sem prištevamo učinke za povečanje tržnega deleža s pomočjo preteklih donosov oziroma uspešnosti poslovanja; vpliv inovacij na povečanje tržnega deleža, učinek oglaševanja, vpliv specializacije naložbenih politik vzajemnih skladov, razlike med aktivno in pasivno naložbeno politiko. V nadaljevanju bom opisal, kako necenovna konkurenca vpliva na tržni delež vzajemnih skladov.

3.1. Pretekli donosi

Pogosto se vzajemni skladi želijo diferencirati od ostalih na podlagi preteklih donosov. Vzajemni skladi z daljšim obdobjem nadpovprečnih donosov s pridom oglašujejo svoje dosežke. Z oglaševanjem želijo pritegnit čim večje število investitorjev. Analiza vpliva preteklih donosov vzajemnih skladov na stopnje rasti posamezni skladov je prišla do sledečih rezultatov (Hayes, 1993, str. 189-190):

- Podatki o preteklih donosih so relevantni le pri vzajemnih skladih, ki spadajo v sam vrh donosnosti, saj le ti skladi zaradi svojih dosežkov vplivajo na investitorjevo percepcijo.
- Večina sredstev panoge se steka v sklade z visoko preteklo donosnostjo. Gre predvsem za priliv novih sredstev, saj investitorji redko zamenjajo sklade z nizko donosnostjo za sklade z višjo donosnostjo. Razlago za takšno stanje lahko iščemo v dejstvu, ker ko enkrat vzajemni sklad doseže dobre letne donose, ne izgubi enak odstotek sredstev v primeru slabših rezultatov.

Vzajemni sklad, ki je v preteklosti dosegal podpovprečen donos na vložena sredstva, lahko svoj tržni delež poveča za 15 odstotkov, če v naslednjem letu doseže nadpovprečen donos na sredstva. V primeru krovnih skladov se dvig v uspešnosti enega pod sklada prevali na celoten krovni sklad, tržni delež lahko naraste za 17 odstotkov (Khorana et al., 2004, str. 26).

Investitorji želijo čim višjo donosnost na vložena sredstva, zato izbirajo sklade z daljšim obdobjem visoke donosnosti na sredstva. Skladi v zgornji polovici donosnosti na daljši rok upravljajo s skoraj tremi četrtinami sredstev vloženih v vzajemne sklade (Reid, 2006, str. 5). S Slike 6 lahko razberemo, da je odstotek sredstev v upravljanju skladov z najvišjo donosnostjo dokaj konstanten in se giblje okoli 76-81 odstotkov.

Slika 6: Odstotek vseh sredstev v upravljanju, zgornje polovice skladov z najvišjo donosnostjo

Vir: Reid, Competition in Mutual Fund Business, 2006, str. 4.

3.2. Vpliv inovacij na tržni delež vzajemnega sklada

V želji za povečanje tržnega deleža vzajemni skladi posegajo po inovacijah. Razvijajo in razširjajo storitvene mreže, prodajne kanale in oblikujejo nove vzajemne sklade. Uporabljajo internetne strani, kjer investitorji v hipu najdejo informacije o njihovih naložbah. Nudijo tudi 24 urno telefonsko linijo, na katero lahko investitorji pokličejo. Odpirajo poslovalnice, kjer investitorji neposredno stopijo v stik z svetovalcem vzajemnega sklade (Reid, 2006, str. 5). Vse te storitve so bile pred 20 leti nepredstavljive.

Ker pa samo inoviranje na ravni storitev ni zadostno za povečanje tržnega deleža, vzajemni skladi oblikujejo sklade z različnimi politikami investiranja. Primer inovacije je oblikovanje sklada, kjer je določen minimalni znesek investicije. S tem ko postavijo minimalni znesek za nakup investicijskih kuponov, omejijo število investitorjev sklada. Manjše število investitorjev se prevede v nižje stroške poslovanja sklada, kar se prevali v nižje provizije za investitorje (Reid, 2006, str. 5).

Obstajajo trije razlogi, zakaj krovni skladi odpirajo nove sklade (Khorana et al., 2004, str. 7):

- Otvoritev novega sklada z drugačno investicijsko politiko pritegne nove investitorje. Mamaysk in Spiegel (2002) zagovarjata tezo, da se mora nov sklad čim bolj razlikovati od obstoječih, če želi dobiti lasten delež trga.
- Z vzpostavitvijo novega sklada ni nujno, da želijo krovni skladi biti inovativni. Želijo si povečati možnost za vzpostavitev sklada, ki bi bil v samem vrhu donosov. Z visokimi donosi novega sklada krovni sklad poveča pritok sredstev v celotno skupino.
- Krovni skladi odpirajo nove sklade tudi v primeru, ko obstoječi skladi ne dosegajo dobrih donosov in se pritok sredstev v sklade zmanjšajo.

Odprtja novega vzajemnega sklada naj bi tržni delež krovnega vzajemnega sklada povečal za devet odstotkov. Pri odprtju vzajemnega sklada, ki odstopa po karakteristikah le malo od povprečja in je inovativen, bi povečal tržni delež krovnega sklada za 17 odstotkov. Če pa bi nov vzajemni sklad močno odstopal po karakteristikah od obstoječih vzajemnih skladov, bi se tržni delež krovnega vzajemnega sklada povečal za 35 odstotkov (Khorana et al., 2004, str. 21).

3.3. Učinek oglaševanja

Teorija oglaševanja pravi, da sredstva potrošena za oglaševanje znižujejo stroške iskanja potencialnim investitorjem oz. potrošnikom, saj jih informirajo o obstoju produkta in o njegovih karakteristikah (Gallaher, Kaniel & Starks, 2006, str. 3). Spet drugi so teorijo razširili in postavili hipotezo, da je oglaševanje tudi signal o kvaliteti produkta (Gallaher et al., 2006, str. 4). Tretji so podali teorijo, da oglaševanje povečuje prepoznavnost skladov v javnosti in s tem povečuje verjetnost porasta vplačil v vzajemne sklade (Gallaher et al., 2006, str. 3).

Bistvo vzajemnih skladov je upravljanje s sredstvi in doseganje želenih investicijskih ciljev oziroma donosov, ki jih obljubljajo investitorjem. Poleg tega je pomembna tudi naloga zbiranja sredstev. Motiv za povečanje sredstev v vzajemnih skladih imajo predvsem upravljavci skladov. Provizije, ki jih zaračunavajo investitorjem, so dohodek upravljavcev skladov. Zato je v interesu upravljavcev sklada, da upravljajo s čim večjimi sredstvi. Upravljavci skladov se v ta namen poslužujejo oglaševanja, da pritegnejo čim višje število investitorjev. Z oglaševanjem pa vzajemni skladi poskušajo reševati tudi problem nestanovitnosti prilivov in odlivov sredstev v/iz vzajemnega sklada. Nestanovitnost toka sredstev je lahko precejšen strošek za upravljavce skladov, saj lahko negotovost o višini prihodnjih investicij v portfelj povzroči slabše donose sklada (Gallaher et al., 2006, str. 24). Potrebno je opozoriti, da samo oglaševanje ne more rešiti nestanovitnost toka sredstev sklada. Potrebno je upoštevati še različne provizije in stroške, s katerimi se srečajo investitorji. A v primeru, ko vzajemni sklad ne uporablja reklam, se verjetnost nestanovitnosti toka sredstev povečuje (Gallaher et al., 2006, str. 24).

Raziskovalci Gallahera, Kaniela in Starks (2006) so analizirali vpliv potrošenih sredstev za oglaševanje na višino dodatnih prilivov sredstev v sklad. Ugotovili so, da povprečna stopnja oglaševanja ne vpliva na povečan pritok sredstev v sklad. Če želijo skladi z oglaševanjem pritegniti investitorje, morajo oglaševati agresivnejše od svojih konkurentov. Vpliv oglaševanja vzajemnih skladov pa je omejen na kratek čas, saj se dodatna sredstva zlivajo v sklad le za čas trajanja oglaševanja.

3.4. Vpliv specializacija naložbene politike vzajemnih skladov

Skladi izbirajo med različnimi vrstami naložbenih politik, te so lahko široke ali ozko specializirane. Široka naložbena politika zajema širši nabor vrednostnih papirjev, medtem ko je za ozko naložbeno politiko značilno, da se osredotoči le na določene vrednostne papirje.

Krovni vzajemnimi skladi zasledujejo različne naložbene politike pri oblikovanju pod skladov. Nekateri krovni skladi želijo čim bolj razpršiti svojo naložbeno politiko. Oblikujejo večje število pod skladov, ki zasledujejo različne naložbene politike in pokrivajo več tržnih segmentov. Drugi krovni skladi izberejo osredotočeno naložbeno in pokrivajo le ožji tržni segment.

Teorija o prednostih in slabostih različnih naložbenih politik je precej neenotna. Mamaysky in Spiegel (2002) menita, da je za investitorja bolje, če sklad zasleduje razpršeno naložbeno politiko, saj s tem povečuje investitorjevo blaginjo. Zopet drugi trdijo, da osredotočena naložbena politika omogoča poglobitev znanja in oblikovanja ekonomij obsega vzajemnega sklada. Kar lahko pripelje do višjih donosov. Siggelkow (2003) pravi, da skladi z ožjo naložbeno politiko dosegajo višje donose.

Coates in Hubbard (2007) sta ugotovila, da ozko orientirana naložbena politika ne povečuje tržnega deleža vzajemnega sklada. Zaključila sta, da sklad dosega višji tržni delež, če zasleduje širšo naložbeno politiko (Coates et al., 2007, str. 26).

3.5. Razlika med aktivno in pasivno naložbeno politiko

Vzajemni skladi s pasivno naložbeno politiko investirajo v vrednostne papirje, ki so del nekega borznega indeksa. Takšnim skladom pravimo indeksni skladi, saj želijo posnemati gibanje trga. Aktivna naložbena politika pa želi preseči donose, ki jih dosega trg s pomočjo različnih analitičnih pristopov (Khorana et al., 2004, str. 10).

Razliko med aktivno in pasivno naložbeno politiko najdemo tudi v višini provizij, ki jih zaračunavata ena oziroma druga naložbena politika. Za indeksne vzajemne sklade je značilno, da nimajo visokih transakcijskih stroškov. Razlog za to je, da se delnice, ki sestavljajo indeks, ne spreminjajo pogosto in upravljavci niso prisiljeni nenehno spreminjati naložbenega portfelja, medtem ko ima aktivna naložbena politika precej višje stroške, saj pogosteje spreminja svoj naložbeni portfelj.

Nekatere empirične raziskave so prišle do ugotovitev, da aktivna naložbena politika ne dosega višjih donosov, kot jih trg. Dokazali so, da je skoraj 1500 ameriških vzajemnih skladov v polovici let med obdobjem 1962-1992 doseglo nižje donose kot trg (Carhart, 1997, 56-82). Aktivno upravljani skladi, ki so v preteklosti dosegali nadpovprečne donose, niso sposobni v prihodnosti ponovno preseči donosov trga (Grimblatt & Titman, 1989).

SKLEP

Konkurenca na trgu vzajemnih skladov je velika. Skozi leta so bila mnenja o konkurenčnosti panoge vzajemnih skladov zelo deljena. Mnogi so menili, da se v panogi ni vzpostavilo konkurenčno okolje. Vendar, kot sem predstavil v diplomskem delu, temu ni tako. V diplomski nalogi sem poskušal zajeti ugotovitve novejših raziskav o dejanskem stanju v panogi. Le te so me pripeljale do zaključka, da je v panogi prisotna močna konkurenca. Tako cenovna kot necenovna konkurenca oziroma diferenciacija produktov.

Ko pobližje pogledamo, kako se je v Ameriki razvijal trg vzajemnih skladov, zasledimo podatek, da je bilo v letu 1960 registriranih 161 skladov z okrog 17,06 milijarde dolarjev vseh sredstev in okoli 4.898.000 vlagatelji. Današnje stanje trga vzajemnih skladov je povsem drugačno. Leta 2008 je bilo v Ameriki 8022 skladov s tržno kapitalizacijo okoli 9.601,09 milijard dolarjev in z 264.499.000 vlagatelji (ICI Fact Book 2009, 2009, str. 111). Te številke nam povedo, da je na trgu vzajemnih skladov prisotnih mnogo prodajalcev in še več investitorjev. Iz tega lahko sklepamo, da panoga ustreza vsaj enemu kriteriju popolne konkurence.

Do enakega zaključka nas pripeljejo vrednosti indeksa HHI. Te se za posamične vzajemne sklade gibljejo med vrednostmi 80 in 48 točk, medtem ko se za krovne sklade giblje nekje med 300 in 600 točkami. Obe vrednosti sta nižje od 1.000 točk, kar pomeni da je v panogi vzajemnih skladov prisotna močna konkurenca. Spremembe tržnih deležev vzajemnih skladov dokazujejo prisotnost konkurence. Tržni deleži skladov so se skozi leta spreminjali. Uspešnejši skladi so pridobili več sredstev, kot njihovi tekmeci.

Tržnih kanalov, preko katerih lahko investitorji kupujejo investicijske kupone ali pridobijo informacije o vzajemnih skladih, je veliko. Možnosti za informiranje so različne. Nekatere tržne poti nudijo naložbeno svetovanje, druge le informacije o višini provizij in uspešnosti vzajemnih skladov. Zaradi različnega nabora storitev so stroški nakupa investicijskih kuponov vzajemnih skladov različni. Možnost izbire med tržnimi kanali kaže na prisotnost konkurence.

Vstop ali izstop iz trga je za vzajemne sklade precej preprost in brez velikih ovir. Kot smo opazili, je v letih 1960-2008 na trg vstopilo veliko novih skladov, nekaj jih je panogo tudi zapustilo. Zaradi tega lahko sklepamo, da za vstop ali izstop iz panoge ne obstajajo visoke ovire.

Kot najpomembnejše znamenje konkurence pa je sprememba višine provizij. Pri provizijah opazimo, da so se skozi obdobje 1980-2008 zniževale, saj je na primer najvišja vstopna provizija v letu 1980 znašala 7,9 odstotka investicije, v letu 2008 pa 5,3 odstotka investicije. Za dodaten padec v višini provizij so poskrbeli skladi, ki ne zaračunavajo vstopnih oziroma izstopnih provizij. Vzrok za takšno znižanje provizij pa lahko najdemo predvsem zaradi konkurenčnih pritiskov in vse večje ozaveščenosti investitorjev o stroških investiranja.

Za necenovno konkurenco je značilno tekmovanje predvsem na podlagi preteklih donosov, saj se investitorji raje odločajo za vzajemne sklade, ki imajo dolgoročno višje pretekle donose od svojih konkurentov, hkrati pa poskušajo skladi diferencirati svoje storitve tudi s pomočjo oglaševanja, inovacij, osredotočenostjo investicijske politike in z izbiro aktivnega ali pasivnega upravljanja portfelja.

Menim, da je v panogi vzajemnih skladov prisotnost konkurence precejšna, saj skladi močno konkurirajo tako na ravni cenovne konkurence, kot tudi na ravni diferenciacije produkta oziroma storitve.

LITERATURA IN VIRI

1. Bogle, J.C. (2003). Mutual Fund Industry Practices and their Effect on Individual Investors. Najdeno 30. avgusta 2009 na spletenem naslovu http://johncbogle.com/speeches/JCB_CMIGSE0303.pdf
2. Barber, B.M., Odean, T. & Zheng, L. (2003). *Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows.* California (ZDA): University of California.
3. Carhart, M. (1997). *On Persistence in Mutual Fund Performance. ". Journal of Finance*, (52), 56-82.
4. Carlson, J.B., Pelz, E.A. & Sahinoz, E.Y. (2004). *Mutual funds, fee transparency, and competition.* Cleveland (ZDA): Federal Reserve Bank of Cleveland
5. Coates, J.C. & Hubbard, R.G. (2007). *Competition in Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy*. Najdeno 30. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=984507
6. Freeman, J.P., (2006). *Mutual Fund Advisory Fees: The Cost of Conflicts Of Interest*. Najdeno 30. Avgusta na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=923879
7. Freeman, J.P. & Brown, S.L. (2003). *Mutual Fund Advisory Fees: The Cost of Conflicts Of Interest*. Najdeno 30. Avgusta na spletnem naslovu http://www.law.sc.edu/faculty/freeman/jcl-01.pdf
8. Gallaher, S., Kaniel, R. & Starks, L.T. (2006). *Madison Avenue Meets Wall Street: Mutual Funds Families, Competiton and Advertising*. Najdeno 30. avgusta 2009 na spletenem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=879775
9. Grimblatt, M. & Titman S., (1989). *Mutual Fund Performance: an Analysis of Quarterly Portfolio Holdings.* Najdeno 30. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/296468
10. Hayes, S.L. (1993). *Financial perspectives services and challenges.* ZDA: Harvard business school press.
11. *HHI Index [The Economist]*. Najdeno 30. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.economist.com/
12. Hortaçsu, A. & Syverson, C. (2003). *Product differentiation, search costs, and competition in mutual fund industry: A case of S&P 500 Index funds.* Cambridge (VB): National bureau of economics reasearch.
13. Hubbard, R. G. (2005). *Microeconomics*. Jacksonville (ZDA): Prentice Hall.
14. Investment Company institute. (2003). *Institutional Investment Management: A Comparison of Portfolio Management Expenses of Mutual Funds and Defined Benefit Pension Plans.* Najdeno 30. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.ici.org/pdf/fm-v12n5.pdf
15. Investment Company Institute. (2008). *Trends in the Fees and Expenses of Mutual Funds*. Najdeno 30. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.ici.org/pdf/fm-v18n3.pdf
16. Investment Company Institute. (2009). *Fact Book 2009*. Najdeno 20. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.ici.org/pdf/2009_factbook.pdf

17. Khorana, A. & Servaes, H. (2004). *Conflict of Interest and Competition in the Mutual Fund Industry.* Najdeno 30. Avgusta 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=240596
18. NLB, d.d.. Najdeno 30. Avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.nlb.si/
19. Maiello, M. (2009). *Mutual Funds: Economies of Scale*. Najdeno 30. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.forbes.com/2009/02/05/mutual-fund-startup-intelligent-investing_0206_mutual_fund.html
20. McWhinney, J.E. (b.l.). *A brief history of mutual funds.* Najdeno 30. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://investopedia.com/articles/mutualfund/05/MFhistory.asp?&viewed=1
21. Morningstar, inc.. Najdeno 30. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://news.morningstar.com/articlenet/article.aspx?id=222631&pgid=hparticle&t1=1251454714&t1=1251493806&t1=1251550720
22. *Mutual Funds Fees and Expenses [U.S. Securities and Exchange Commissions*]. Najdeno 30. avgusta na spletnem naslovu http://www.sec.gov/answers/mffees.htm
23. *Mutual fund regulation [stason.org]*. Najdeno 30. avgusta na spletnem naslovu http://stason.org/TULARC/investing/mutual-funds/Mutual-Fund-Regulation.html#
24. Porter, M.E. (1980). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors.* New York : Free Press.
25. Rea, J.D., Tyle, C. & Duncan, S. (2003). *Perspective Mutual Funds Distribution Channels and Distribution Costs*. Najdeno 30. avgusta 2009 na spletnem naslovu: http://www.ici.org/pdf/per09-03.pdf
26. Reid, B. (2006). *Competition in Mutual Fund Business*. Najdeno 30. avgusta na spletnem naslovu http://www.ici.org/pdf/rc_competition.pdf
27. Slonep, d.o.o.. Najdeno 30. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.slonep.net/finance/skladi/zgodovina-skladov/
28. Swensen, D.F. (2005). *Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment.* ZDA: Yale university.
29. Wharton School of Finance and Commerce. (1962). *A Study of Mutual Funds, Prepared for the Securities and Exchange Commission.* Najdeno 30. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.sechistorical.org/museum/galleries/tbi/gogo_c.php
30. Vzajemci, d.o.o.. Najdeno 30. avgusta 2009 na spletnem naslovu www.vzajemci.com