

**UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE**

**FAKULTA SOCIÁLNÍCH VĚD**

Institut ekonomických studií

**Michal Ducháček**

**Hedgeové fondy: Investiční strategie  
a regulace**

*Bakalářská práce*

Praha 2012

Autor práce: **Michal Ducháček**

Vedoucí práce: **Prof. Ing. Oldřich Dědek, CSc.**

Rok obhajoby: 2012

## Bibliografický záznam

Ducháček, Michal. *Hedgeové fondy: Investiční strategie a regulace*. Praha, 2012. 43 s. Bakalářská práce (Bc.) Univerzita Karlova, Fakulta sociálních věd, Institut ekonomických studií. Vedoucí diplomové práce prof. Ing. Oldřich Dědek, CSc.

### **Abstrakt**

Ačkoliv hedgeové fondy tvoří minoritní část z globálních investičních fondů, za poslední dvě dekády si vybudovaly silnou pozici mezi instičními možnostmi pro institucionální investory. Kvůli nedávné finanční krizi a kvůli strachu z možných rizik s hedgeovými fondy spojenými se na ně poprvé začínají regulátoři trhu více zaměřovat. Tato práce se zabývá investičními strategiemi hedgeových fondů a regulačními snahami v USA. Aby bylo možné pochopit a vyhodnotit tuto regulaci, je nejprve nutné tyto fondy definovat a uvést některá jejich specifika. Pro pochopení unikátní role hedgeových fondů jsou dále uvedeny některé užívané investiční strategie. Následně jsou popsána rizika související s hedgeovými fondy. Po vysvětlení těchto specifík se práce může věnovat jejich regulaci v USA a závěrem jsou tyto snahy vyhodnoceny.

### **Klíčová slova**

hedge, fond, regulace, Dodd-Frank, AIFM, strategie, riziko, výkonnost

## **Abstract**

Even though hedge funds account for a small portion of global investment funds, they have achieved a strong position in investment options for institutional investors in last two decades. Due to recent financial crisis and a fear of possible risks connected with hedge funds, regulators start to focus more on regulation of this industry.

This thesis focus mainly on investment strategies of hedge funds and on regulatory efforts in the USA. Before the work describes this, it is necessary to define and specify them. Then some of common used investment strategies are introduced in order to better describe the unique role of hedge funds to reader. In the end, after funds are specified, the thesis can describe regulatory efforts and evaluate them.

## **Key Words**

hedge, fund, regulation, Dodd-Frank, AIFM, strategy, risk, performance

## Prohlášení

1. Prohlašuji, že jsem předkládanou práci zpracoval samostatně a použil jen uvedené prameny a literaturu.
2. Prohlašuji, že práce nebyla využita k získání jiného titulu.
3. Souhlasím s tím, aby práce byla zpřístupněna pro studijní a výzkumné účely.

V Praze dne 16.5.2012

Michal Ducháček

## **Poděkování**

Na tomto místě bych rád poděkoval svému konzultantovi prof. Ing. Oldřichu Dědkovi CSc. za ochotu ujmout se vedení této práce. Dále mé díky patří rodičům za jejich nezměrnou podporu ve studiu.

---

---

**Institut ekonomických studií**  
**Projekt bakalářské práce**

---

---

## Obsah

<b>BIBLIOGRAFICKÝ ZÁZNAM.....</b>	<b>II</b>
<b>PROHLÁŠENÍ.....</b>	<b>IV</b>
<b>OBSAH.....</b>	<b>VI</b>
<b>SEZNAM GRAFŮ A TABULEK.....</b>	<b>VIII</b>
<b>ÚVOD.....</b>	<b>1</b>
<b>1. SPECIFIKACE HEDGEOVÝCH FONDŮ.....</b>	<b>3</b>
1.1. DEFINICE.....	3
1.2. VÝVOJ A POZICE ODVĚTVÍ.....	3
1.3. POPLATKY.....	5
1.4. SROVNÁNÍ HEDGEOVÝCH FONDŮ S PRIVATE EQUITY A PODÍLOVÝMI FONDY.....	7
1.5. LIKVIDITA.....	8
1.5.1. Lockup period.....	8
1.5.2. Gates.....	9
1.5.3. Side pocket.....	9
<b>2. INVESTIČNÍ STRATEGIE.....</b>	<b>9</b>
2.1. EQUITY BASED.....	10
2.1.1. Equity long/short.....	11
2.1.2. Non-hedged equity.....	11
2.1.3. 130/30.....	11
2.1.4. Equity market neutral.....	12
2.1.5. Agressive growth.....	12
2.1.6. Value driven.....	12
2.2. MACRO.....	12
2.2.1. Global macro.....	12
2.2.2. Emerging markets.....	13
2.3. RELATIVE VALUE.....	13
2.3.1. Fixed-income arbitrage.....	13
2.3.2. Convertible arbitrage.....	14
2.3.3. Relative value arbitrage.....	14
2.4. EVENT DRIVEN.....	15
2.4.1. Activist.....	15
2.4.2. Merger arbitrage/Risk arbitrage.....	16
2.4.3. Distressed securities.....	16
2.5. MULTI-STRATEGY.....	17
2.6. FUNDS OF HEDGE FUNDS.....	17
2.7. HYPOTÉZA 1: VÝNOSY RŮZNÝCH STRATEGIÍ JSOU SILNĚ KORELOVANÉ.....	18
<b>3. MĚŘENÍ VÝKONNOSTI FONDU.....</b>	<b>19</b>
3.1.1. Indexy.....	19
3.1.2. Výkonnost poměřovaná s rizikem.....	21
3.2. ZÁVISLOST VÝKONNOSTI A RIZIKA NA STRATEGII FONDU.....	23
<b>4. RIZIKO HEDGEOVÝCH FONDŮ.....</b>	<b>25</b>

4.1. RIZIKA, KTERÁ PODSTUPUJE HEDGEOVÝ FOND.....	25
4.1.1. <i>Likviditní riziko</i> .....	25
4.1.2. <i>Tržní riziko</i> .....	26
4.1.3. <i>Pákové riziko</i> .....	26
4.1.4. <i>Operační riziko</i> .....	26
4.2. SYSTÉMOVÉ RIZIKO.....	27
4.2.1. <i>Úvod k systémovému riziku</i> .....	27
4.2.2. <i>Expozice bank</i> .....	29
4.3. RIZIKO PRO INVESTORY.....	31
4.3.1. <i>Transparentnost</i> .....	31
4.3.2. <i>Využívání páky</i> .....	32
4.4. RIZIKO VYPLÝVAJÍCÍ ZE SLOŽENÍ INSTITUCIONÁLNÍCH INVESTORŮ.....	32
<b>5. REGULACE.....</b>	<b>34</b>
5.1. REGULACE PŘED ROKEM 2004.....	34
5.1.1. <i>Securities Exchange Act z roku 1933</i> .....	34
5.1.2. <i>Securities Exchange Act z roku 1934</i> .....	35
5.1.3. <i>Investment Company Act z roku 1940</i> .....	35
5.1.4. <i>Investment Advisors Act z roku 1940</i> .....	35
5.1.5. <i>Shrnutí</i> .....	36
5.2. REGULACE V OBDOBÍ 2004-2007.....	36
5.3. ZAVEDENÍ DODD-FRANK RULE.....	37
5.4. REGULACE EU.....	38
5.5. ZHODNOCENÍ ZMĚN REGULACE.....	39
<b>ZÁVĚR.....</b>	<b>42</b>
<b>POUŽITÁ LITERATURA.....</b>	<b>43</b>



## Seznam grafů a tabulek

Graf 1: <i>Nárůst počtu fondů a spravovaných aktiv (2001-2011)</i>	5
Graf 2: <i>Globální správci aktiv (2010)</i>	6
Graf 3: <i>Fondy snižují poplatky za správu majetku (období 2009-2011)</i>	7
Graf 4: <i>Rozdělení fondů podle výkonnostního poplatku (2009-2011)</i>	8
Graf 5: <i>Poměr hlavních strategií podle spravovaných aktiv (H1 2010)</i>	11
Graf 6: <i>Rozdělení operačních problémů fondů v selhání</i>	30
Graf 7: <i>Služby poskytované hedgeovým fondům prime brokery</i>	33
Graf 8: <i>Největší prime brokeři hedgeových fondů (červen 2011)</i>	34
Graf 9: <i>Institucionální investoři v hedgeových fondech podle AuM (2011)</i>	36
Graf 10: <i>Průměrná alokace zdrojů hedgeovým fondům (2007-2011)</i>	37
Tabulka 1: <i>Korelační matice indexů (2009 – duben 2012)</i>	19
Tabulka 2: <i>Hodnoty ukazatelů pro indexy fondů (měsíční)</i>	25
Tabulka 3: <i>Porovnání pořadí výkonnosti indexů podle ukazatele</i>	25

## Úvod

Odvětví hedgeových fondů zažilo od roku 2000 velký rozmach a ten neustává i přes problémy, které některé fondy zažily v období od roku 2006. Důvodem zvyšujícího se zájmu o investování do těchto fondů je jejich možnost a schopnost provádět operace, které nejsou institucionálním fondům povoleny. Cílem této práce je rozebrat specifika jejich investic, související rizika a jakým způsobem jsou hedgeové fondy regulované. Protože se strategie fondů liší nejen od ostatních účastníků trhu, ale i mezi nimi navzájem, věnuji se představení jimi běžně užívaných investičních strategií a zároveň budu zkoumat vztah mezi zvolenou strategií a výnosem. Ze stávající odlišnosti od dalších investičních fondů vyplývá také jejich specifická úroveň reálné regulace, kterou rozebírám na konci práce. Důvody pro tuto regulaci budou čtenáři osvětleny v průběhu práce při popisování rizik, kterým fondy čelí, stejně jako rizik, které fondy představují pro ostatní účastníky na finančním trhu.

V úvodní kapitole představuji hedgeové fondy, specifické aspekty spojené s účastí v nich a popisuji rozdílnost oproti podílovým a private equity fondům. Setkáme se zde s jejich definicí a s přehledem o velikosti tohoto odvětví, dále je porovnám s podílovými fondy a s druhým typem alternativních investičních fondů, s private equity fondy. V závěru se budu věnovat poplatkům účtovaným za účast ve fondu a likviditním omezením, kterým investoři čelí.

V druhé kapitole uvádím čtyři hlavní kategorie investičních strategií aplikovaných hedgeovými fondy. Tyto kategorie jsou dále rozděleny na nejběžněji užívané strategie. Ve třetí kapitole navazuji na představené strategie a po uvedení možných způsobů měření výkonnosti fondů zkoumám následující hypotézy: 1) zda jsou výnosy indexů strategií fondů na sobě silně nekorelované, a 2) zda výsledek porovnání výkonnosti indexů fondů nezávisí na použité metodice. Pro ověření těchto hypotéz budou použity indexy společnosti Hedge Fund Research Inc., které reprezentují výkonnost jednotlivých strategií a celého odvětví hedgeových fondů.

Ve čtvrté kapitole se věnuji rizikům, kterým hedgeové fondy čelí a následně i rizikům, která samotné fondy představují pro ostatní účastníky na finančních trzích. Po specifikování těchto rizik navazuji pátou kapitolou, která rozebírá způsob, jakým jsou hedgeové fondy regulovány v USA, které je světovým centrem jejich činnosti. Na závěr této kapitoly pro srovnání uvádím projednávanou směrnici Evropské Unie, která se věnuje jejich regulaci, a dále prezentuji svůj názor na některé body těchto regulací.

Šestá kapitola nabízí shrnutí práce.

# 1. Specifikace hedgeových fondů

## 1.1. Definice

Navzdory tomu, že jsou hedgeové fondy významnými hráči na finančním trhu, neexistuje univerzální definice tohoto pojmu. SEC (Stock Exchange Commission v New Yorku) v publikaci *Implications of the Growth of Hedge Funds* (2003, strana viii) uvádí následující: „Ačkoliv poskytovatelé finančních služeb, regulátoři a média běžně užívají termín hedgeové fondy, tento termín nemá přesnou právní či běžně přijímanou definici.“ Ale jako hedgeové fondy jsou označovány fondy nesoucí následující znaky:

- používají pokročilé techniky, mezi nimi páku, short a long pozice, deriváty
- účelem je generování nadprůměrných absolutních (positivních) zisků ve srovnání s indexy a ostatními fondy nezávisle na směřování trhu
- podléhají nižší regulaci v porovnání s ostatními institucionálními investory
- jsou zakládány jako soukromé investiční fondy
- jejich investory jsou pouze instituce a bohaté fyzické osoby
- investice do těchto fondů mívají omezenou likviditu
- poplatky za účast ve fondu se dělí na poplatek za správu a za výkon
- manager fondu je hlavním tvůrcem portfolia a je jediným či hlavním posuzovatelem rizika – manager fondu je fond a s jeho odchodem často končí existence fondu

*Zdroje: Lo (2010), Stowell (2010), Investopedia.com*

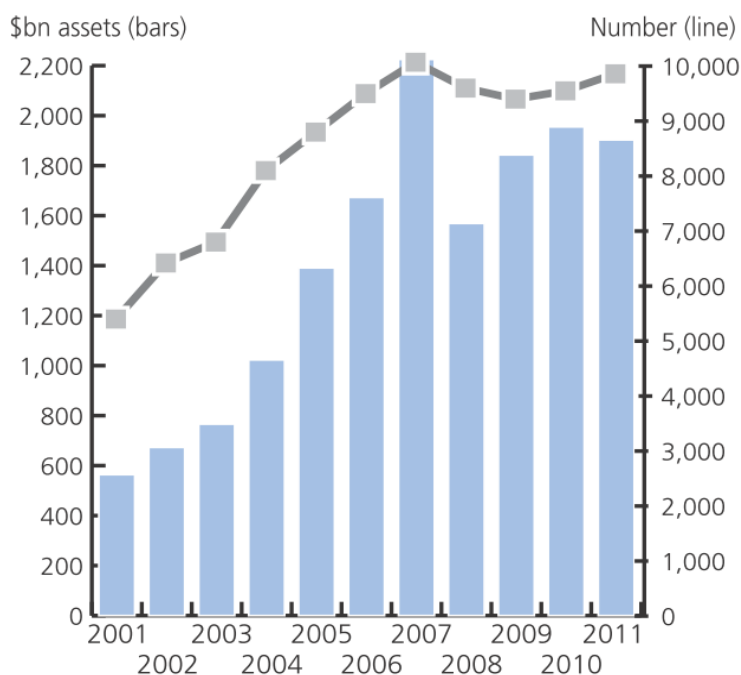
## 1.2. Vývoj a pozice odvětví

Aktiva spravovaná hedgeovými fondy podle odhadů TheCityUK (2012) vzrostla z 0.56 bilionu USD v roce 2001 na více než trojnásobnou hodnotu 1.9 bilionu USD. Ve stejném období vzrostl počet aktivních fondů z 5400 na 9860, přičemž nejvyšších hodnot bylo dosaženo v roce 2007, kdy celkem 10070 hedgeových fondů globálně spravovalo 2.23 bilionu USD. Důvodem propadu oproti 2007 jsou ztráty

fondů v kontextu poklesu globálních trhů a uzavírání fondů pro nedostatek likvidity na plnění margin calls. Avšak ve srovnání s rokem 1990, kdy podle Lhabitant (2006) 610 managerů spravovalo 39 miliard USD, je patrný mohutný nárůst odvětví hedgeových fondů.

Existuje několik důvodů, které nabízejí vysvětlení tohoto fenoménu. V devadesátých letech k němu přispěl rozvoj informačních technologií, který umožnil vznik arbitrážních strategií náročných na výpočetní kapacity. (Lowenstein, 2000) Ačkoliv asijská a ruská krize způsobily ztráty pro mnohé makro a arbitrážní fondy, odvětví hedgeových fondů stále zaznamenávalo meziroční přírůstky fondů i aktiv až do roku 2007. Zároveň vzhledem k nízké bariéře vstupu pro managery došlo k naplňování zvyšující se poptávky po investicích do těchto fondů. Protože investoři hledali možnosti k diverzifikaci portfolia, fondy budující hedgeované pozice nabízející absolutní výnosy pro ně představovaly vhodnou investici. Protože někteří institucionální investoři zaznamenali díky těmto investicím meziroční zisky v řádech desítek procent, většina institucionálních hráčů si následně vytvořila pozice v hedgeových fondech. Společně s nárůstem výpočetních kapacit a zvětšující se základny investičních strategií došlo k vytvoření ideálního prostředí pro růst odvětví.

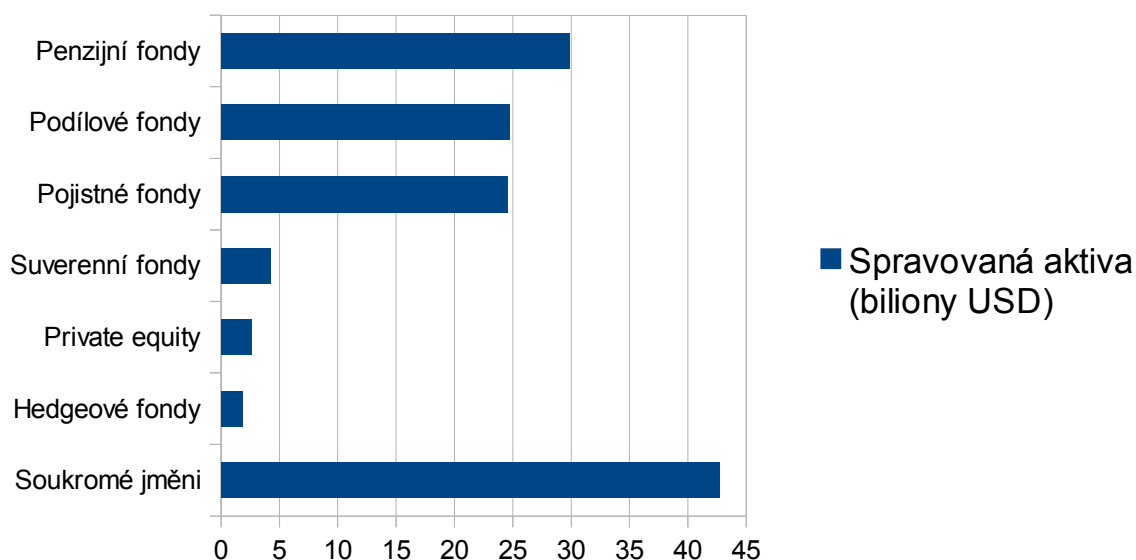
**Graf 1: Nárůst počtu fondů a spravovaných aktiv (2001-2011)**



Zdroj: TheCityUK (2012)

I přes svůj velký nárůst představují hedgeové fondy minoritní podíl v odvětví globálních fondů, které v roce 2010 dosáhlo 79 bilionů USD. Toto srovnání může vyvolat dojem, že regulátoři by se namísto takto malé části měli zaměřit na regulaci větších účastníků, konkrétně konvenčních fondů (penzijní, podílové a pojistné fondy) namísto nekonvenčních (suverénní, private equity a hedgeové fondy). Z tohoto důvodu otázky rizik spojených s hedgeovými fondy věnuji celou třetí kapitolu.

**Graf 2: Globální správci aktiv (2010)**



*Zdroj: TheCityUK(2011)*

*Poznámka: Jedna třetina soukromého jmění je investována do konvenčních fondů*

### **1.3. Poplatky**

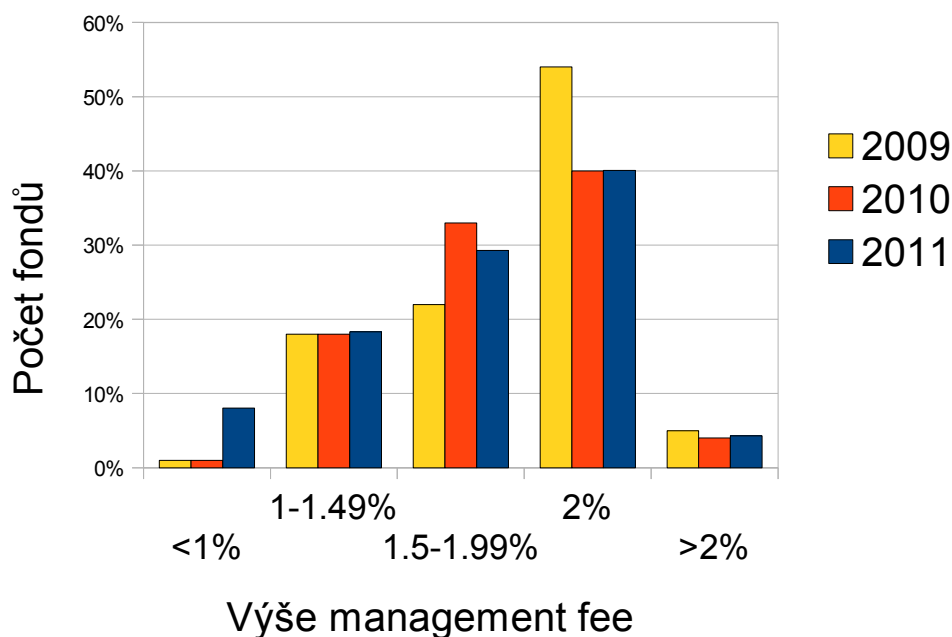
Hedgeové fondy investorům zpravidla účtují dva typy poplatků, performance fee (výkonnostní poplatek) a management fee (poplatek za správu paketu). Poplatek za správu se účtuje z čisté hodnoty aktiv a v současnosti se zpravidla pohybuje kolem 2%, zatímco výkonnostní poplatek se určuje jako procento ze zisku a u většiny fondů dosahuje 20%. Proto se tato struktura poplatků také často nazývá 2 and 20.

Cusworth (2012) uvádí, že podle dat analytické společnosti Preqin byl průměrný poplatek za správu 1.65% a průměrný výkonnostní poplatek dosáhl 19.2%.

S výkonnostními poplatky se pojí high-water marks, princip, při kterém se vyplácí pouze zisk z hodnoty, která je vyšší než nejvyšší původně dosažená čistá hodnota aktiv. Investoři jsou tedy chráněni před tím, aby jim byly účtovány poplatky za výkon navzdory skutečnosti, že čistá hodnota aktiv v porovnání s historickými hodnotami zaznamenala ztrátu. Stowell (2010) uvádí, že v roce 2008 si pouze jeden fond z deseti vyplatil výkonnostní poplatek, zbylých devět na něj nedosáhlo. To podle něj vytvořilo tlak na organizaci fondů, a donutil je snižovat stavy zaměstnanců.

Data o vývoji poplatků od Preqinu ukazují, že zatímco se průměrné poplatky za správu mezi lety 2010 a 2011 snížily z 1.65% na 1.6%, průměrný výkonnostní poplatek se zvýšil z 18.89% na 19.2%. Podle Cusworth (2012) se po roce 2008 objevuje více fondů, které začínají omezovat své poplatky za správu a spoléhají se více na poplatky za výkon. Graf níže potvrzuje trend snižování poplatků za správu.

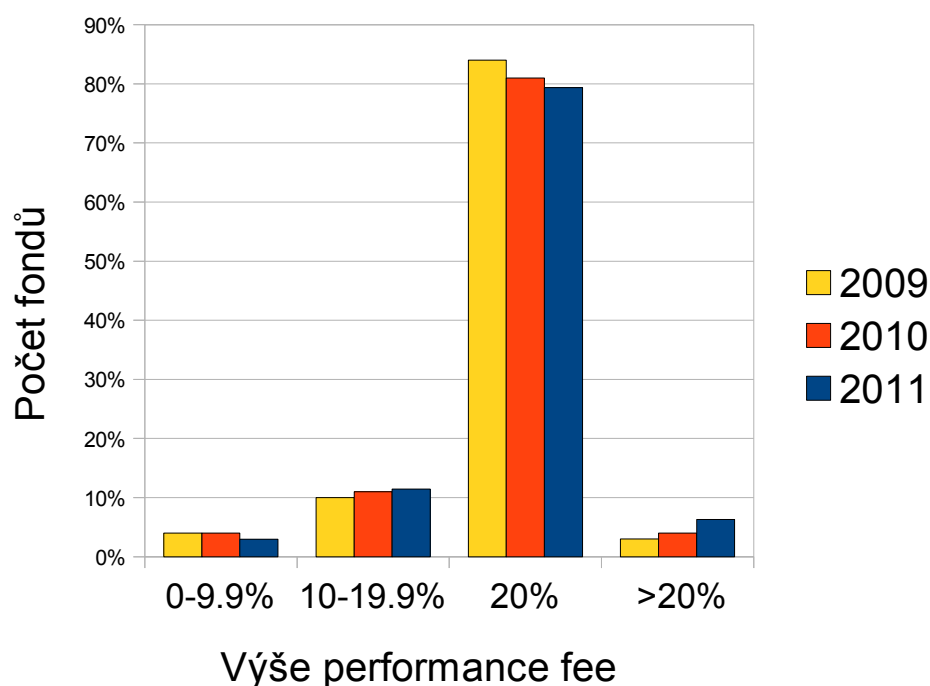
**Graf 3: Fondy snižují poplatky za správu majetku (období 2009-2011)**



*Zdroj: Preqin (2011a)*

Přestože lze na tento trend nahlížet jako na příslib investorům zaměřit se více na zisk z výkonnosti fondu namísto ze složky výkonem neovlivněné přímo (špatná výkonnost fondu může způsobit odliv kapitálu a následné snížení příjmu z poplatků za správu), může také způsobit vyšší riskování managerů, protože provoz fondu bude na výkonnostních poplatcích více závislý. Guasoni a Oblój (2011) ve své studii také dochází k závěru, že výkonnostní poplatky ovlivňují rizikovou averzi managerů.

**Graf 4: Rozdělení fondů podle výkonnostního poplatku (2009-2011)**



*Zdroj: Preşin (2011a)*

#### **1.4. Srovnání hedgeových fondů s private equity a podílovými fondy**

Hedgeové a private equity fondy spojuje privátní charakter, poněvadž jsou určeny pro úzkou skupinu investorů, a dále vysoké poplatky spojené se správou majetku a výkonností fondu. Jejich investice se však obecně liší velikostí a časovým



horizontem investice. Zatímco investice hedgeových fondů bývají směřovány především do likvidních aktiv a minoritních pozic, private equity fondy naopak běžně kupují celé společnosti a k ukončení investice či snížení podílu v cílové společnosti dochází v horizontu let prostřednictvím fúze, akvizice či IPO.

Na jedné straně jsou hedgeové fondy společně s podílovými fondy zdroji investičního kapitálu, na druhé straně se liší nejen striktností regulace, ale také typem investorů. Podílové fondy nekladou omezení na znalosti svých investorů a ti mají neomezený přístup k denním datům o výkonnosti a ke svým peněžním prostředkům, tudíž likvidita jejich investic není limitovaná. Oproti tomu hedgeové fondy své výsledky zveřejňují převážně na kvartální bázi a schopnost investorů vybrat či snížit svoji investici může být omezována různými způsoby. Způsobům jakými si hedgeové fondy zajišťují likviditu se věnuje následující část práce.

## **1.5. Likvidita**

### **1.5.1. Lockup period**

Likvidita investice je ovlivněna tzv. lockup period, obdobím, kdy po investici do fondu nemůže investor z fondu vybrat buď žádné investované peníze (tzv. hard lockup) nebo mu to bude umožněno po zaplacení dodatečného poplatku v řádu procent (soft lockup). Účelem tohoto opatření je, aby se manažeři fondů mohli zaměřit na dlouhodobé strategie a tedy vylepšuje jejich management aktiv a pasiv. Většinou bývá toto období nastaveno na dobu jednoho či dvou let, ale ve výjimečných případech může dosáhnout až deseti let. Economist ve svém článku All locked-up informuje o průzkumu Emanuela Dermana z Prisma Capital Partners fondu, který našel spojitost mezi velikostí tohoto lockup období a premií za jeho podstoupení. Podle něj investor, který se rozhodne investovat do fondu s obdobím nastaveným na tři roky bude mít pravděpodobně o 1% vyšší zisk než v případě fondu s jednoletým lockup obdobím. Dále z jeho výzkumu vyplývá, že tato premie nachází limitu kolem tří procent za rok a lockup období 7 let se ukazuje jako maximální období přinášející tuto premii (Economist, 2007a).

### **1.5.2. Gates**

Druhým omezením jsou tzv. brány (gates), které určují maximální možné procento kapitálu fondu, které může být vybráno v určitém období. Jejich účelem je snížit likviditní riziko fondu a umožňuje investice do aktiv s nižší likviditou. Dalším efektem bran je zabránění situaci, ve které by kvůli vysokému výběru kapitálu byl fond nucen odprodat část svých aktiv, což by mohlo vyústit ve ztráty pro investory, kteří svůj kapitál nechtějí vybrat. Toto omezení, jehož účelem je chránit peníze svých investorů, začalo být během finanční krize kritizováno poté, co někteří manažeři znesnadnili svým investorům vybrat si své investice tím, že požadavky na vyplacení nezpracovali vůbec nebo určili brány na částku nižší, než na kolik jim přišly požadavky. (NYTimes, 2007a). Mezi kritiky patří například John Paulson, manager hedgeového fondu Paulson & Company, který uvedl, že "je managerovou povinností dosáhnout likvidity, aby splnil požadavky svých investorů." (NYTimes, 2008a).

Ang a Bollen (2008) se zabývají otázkou, jak mohou lockup období a výpovědní lhůty ovlivnit vnímání hodnoty investice investory. Rozhodnutí vybrat kapitál modelují jako opci a tyto způsoby omezení představují restriktce ve vykonání opce. Z jejich studie vyplývá, že náklady nelikvidity vnímané investorem mohou dosáhnout 15%. Autoři navrhují, že investoři by se měli zaměřit spíše na podmínky, za jakých mohou manažeři zastavit výplatu prostředků, než na standardní podmínky lockup období.

### **1.5.3. Side pocket**

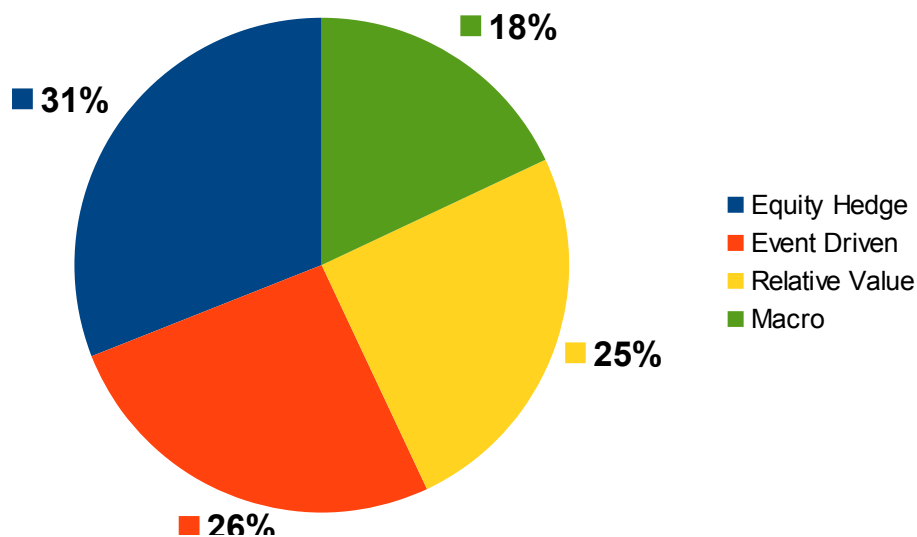
Třetím způsobem, který hedge fondy používají při optimalizaci rizika a kterým se liší od private equity a podílových fondů je side pocket. Tato metoda se používá pro vysoce nelikvidní aktiva a spočívá v praxi, kdy zisk z investic umístěných v side pocket čerpají pouze investoři přítomní v době vzniku investice. Pokud se rozhodnou z fondu vybrat peníze, jejich pozice na investicích v side pocket zůstává a zisk je jim vyplacen až po skončení konkrétní pozice.

## **2. Investiční strategie**

Hedgeové fondy disponují různorodou škálou strategií a technik, které využívají při vyhledávání a uskutečňování investic. Používají nejen metody long pozic, ale, na

rozdíl od podílových fondů, využívají i short sellingu, ať už k hedgeování rizik nebo k samotné spekulaci. Kromě toho vyhledávají cenovou neefektivitu mezi provázanými aktivy, modelují mezi nimi provázanost nebo například vyhledávají společnosti se slabým managementem, u kterých se lze po vynucené organizační změně očekávat pozitivní reakci trhu. Tyto strategie jsou velmi diverzifikované a lze na jejich základě rozdělit hedgeové fondy do společných kategorií a subkategorií. Následující tabulka uvádí rozdělení do čtyř hlavních kategorií a příslušných podkategorií. Tato kategorizace se může podle zdrojů lišit v závislosti na nastavení šířky jednotlivých kategorií (lze se setkat například se šesti kategoriemi pro strategie založené na akcích). Ve své práci používám rozdělení na hlavní kategorie podle Hedge Fund Research Industry Inc. a Connor, Lasarte (2003) podkategorie uvádím podle Hedge Fund Research, BarclayHedge a Stowell (2010). Tyto jsou také hlavním zdrojem pro tuto kapitolu. Aby nedocházelo k nesrovnalostem v překladu, při pojmenování strategií používám anglickou terminologii.

**Graf 5: Poměr hlavních strategií podle spravovaných aktiv (H1 2010)**



*Zdroj: HFR Global Hedge Fund Industry Report (2010)*

## **2.1. Equity based**

Strategie založená na zakládání dlouhých či krátkých pozic v akciích, opcích či futuritech je nejrozšířenější strategií (TheCityUK, 2012). Fondy při rozhodování

většinou používají fundamentální analýzu. Databanky spravující data o hedgeových fondech se liší v řazení do podkategorií, ve své práci budu používat rozdělení na dvě základní kategorie a dále uvedu některé specializovanější kategorie, které jsou odvozené ze zmíněných dvou základních kategorií.

### **2.1.1. Equity long/short**

Nejstarší typ hedgeové strategie užívaný od konce čtyřicátých let je založený na hedgeování tržního rizika získáním long pozice a zároveň založením short pozice v podobné equity či indexu. Často se pro tuto strategii užívá označení equity hedge a jejím cílem je získat alpha profit slabě či vůbec závislý na vývoji trhu, tzv. beta profitu.

Podstatnou částí analýzy kromě fundamentální analýzy a ocenění společností bývají také interview s managementem potenciálně obchodovaných firem, čímž se liší od strategií založených čistě na kvantitativní analýze. (McCulough, 2011)

### **2.1.2. Non-hedged equity**

Strategie, kterou kromě hedgeových fondů využívají také podílové fondy, spočívá v absenci hedgeování rizika. Investice (většinou long pozice) tedy není doprovázena uzavřením opačné pozice. (barclayhedge.com)

Další strategie vycházejí z předešlých a specializují se na určité techniky.

### **2.1.3. 130/30**

Nová technika, která aplikuje long a short pozice. Poměr 130/30 znamená, že short pozice činí maximálně 30% z celkové hodnoty portfolia a tyto prostředky jsou použity pro navýšení long pozice na 130 procent z původní hodnoty. Tuto strategii využívají nejen manažeři hedgeových fondů, ale nabízejí ji také podílové fondy, které na tomto základě mohou využít alternativní metody investice prostřednictvím short pozic a tak si zachovat méně rizikový charakter díky nízké páce. Z průzkumu PwC v roce 2008 vyšlo, že 16% dotázaných investorů už mělo ve svém portfoliu zařazenou tuto strategii, celkem 26% investorů plánovalo tuto strategii do portfolia

zařadit v následujících 12 měsících. S rostoucí poptávkou souvisí i rostoucí nabídka, podle výsledků stejného výzkumu už mělo 16% správců majetku ve své nabídce 130/30 a 31% plánovalo ji nabídnout v následujících 12 měsících (PwC, 2008).

#### **2.1.4. Equity market neutral**

Strategií je Equity market neutral používá podobnou metodu s tím rozdílem, že poměr činí 100/100. McCrary (2004) uvádí, že tyto fondy podléhají nižšímu tržnímu riziku v porovnání s běžným akciovým portfoliem a market neutral strategie podle něj dosahuje stejných výnosů při nižší volatilitě.

#### **2.1.5. Aggressive growth**

Fondy užívající tuto strategii vyhledávají akcie, u kterých se dá očekávat rychlý růst. Jedná se tedy především o malé a střední firmy s vysokým P/E poměrem (cena akcie/zisk za akcii). Tímto se vyznačují firmy z odvětví informačních technologií, biotechnologického průmyslu a dalších rozvíjejících se období. Protože výsledky rozhodování často nemohou být podloženy fundamentální analýzou, podléhá tato strategie vysoké rizikovosti. Příkladem, kdy tato metoda vedla k záporným výsledkům je dotcomová bublina z přelomu tisíciletí.

#### **2.1.6. Value driven**

Jako poslední equity based strategii uvádím tu, kterou proslavil mimo jiné Warren Buffet. Jedná se o strategii zaměřující se na dlouhodobý růst a spočívá v hledání akcií s cenou výrazně pod vnitřní hodnotou. Tuto metodu popsal Benjamin Graham, který rozlišoval mezi spekulací a investicí. Je založena na analýze společnosti a následném vyčkávání bez ohledu na krátkodobé fluktuace.

### **2.2. Macro**

Tato strategie spočívá v zaměření na změny v ekonomických trendech spíše než na změny cen jednotlivých akcií.

#### **2.2.1. Global macro**

Při investování se užívá spekulace na pohyby akciových a dluhopisových trhů, změny v měnových párech a úrokových mírách,. Berou se na vědomí makro

ukazatele, jakými jsou například HDP, inflace, úrokové míry, hospodářské politika. Jedním z nejznámějších managerů využívajících tuto strategii je George Soros, který v roce 1992 short pozicí přes 10 miliard USD na britské libře profitoval z neschopnosti Bank of England (BoE) přizpůsobit svoji měnu aktuální situaci. Protože se BoE zdráhala zvýšit úrokové míry na úroveň srovnatelnou se zeměmi EU či uvolnit její pohyb, byla trhy donucena vystoupit z Evropského mechanismu směnných kurzů (European Exchange Rate Mechanism) a devalvovat svoji měnu. Soros na této pozici profitoval sumou 1 miliardy USD.

### **2.2.2. Emerging markets**

Strategie se zaměřením na rozvojové země se od global macro liší, kromě geografické preference, spekulací především na akcie firem z rozvojových trhů či na státní dluh zemí v těchto regionech. Důvodem pro zaměření na tyto země je jejich dynamičtější vývoj způsobený rapidním ekonomickým a průmyslovým růstem. (Stowell, 2010)

### **2.3. Relative Value**

Strategie využívající arbitráže je založená na vztazích mezi tržními instrumenty podpořenými fundamentální či kvantitativní analýzou. Fondy vyhledávají tržní nesrovnalosti v cenách akcií, opcí, dluhopisů a dalších instrumentů na základě svých znalostí o vztazích mezi nimi. Kvůli výpočetní a kvantitativní náročnosti se tato strategie začala široce užívat až na přelomu osmdesátých a devadesátých let. (Lowenstein, 2000)

#### **2.3.1. Fixed-income arbitrage**

Metoda využívající kvantitativní analýzu se snaží využít cenových nesrovnalostí kombinací long a short pozic v různých dluhopisech. Příkladem této strategie je metoda užívaná fondem Long-Term Capital Management, který je zároveň považován za průkopníka této strategie a jedním z prvních kvantitativních fondů. Fond Objevil vztah mezi novými třicetiletými U.S. T-bonds (nazývají se také on-the-run) a těmi z předchozího kvartálu, tedy se splatností za 29.75 roku a vydanými

o kvartál dříve (nazývanými off-the-run). Využíval spreadu mezi nimi, který se po vydání nové emise (a tedy transformací on-the-run bondů na off-the-run) zmenšoval. LTCM využil této znalosti a uzavřením short pozice na nově vydaný a long pozice na dříve vydaný dluhopis spekuloval na konvergenci cen, tedy zmenšení spreadu. (Lowenstein, 2000)

### **2.3.2. Convertible arbitrage**

Arbitráž zaměřující se na konvertibilní dluhopisy, které nabízejí možnost být na konci splatnosti směněny za předem daný počet (většinou kmenových) akcií. Dokud investor/fond drží tento dluhopis, je mu vyplácen fixní kupón, pokud jej po uplynutí splatnosti nevymění, je mu vyplacena nominální hodnota. Cena instrumentu je ovlivňována kreditním rizikem vydavatele, cenou příslušné akcie a tržními úrokovými mírami. Convertible arbitrage spočívá v nákupu podhodnoceného konvertibilního instrumentu a shortového prodeje krycí akcie. Množství shortované akcie závisí na konverzním poměru (počet akcií, ne které lze dluhopis zkonvertovat) a na deltě, což je citlivost konvertibilního dluhopisu na změnu ceny akcie. Fondy používají tzv. delta hedgeování, kdy při změně ceny přizpůsobují množství shortované akcie. Prostřednictvím tohoto procesu fond dosahuje situace, kdy by při poklesu ceny akcie měl být zisk ze shortové pozice vyšší než ztráta z poklesu hodnoty dluhopisu a vice versa. Stowell (2010) uvádí, že hlavními investory zajímajícími se o konvertibilní dluhopisy jsou právě hedgeové fondy, Z tohoto důvodu poté, co SEC v New Yorku zakázalo short-sellingu akcií a byla tedy tato strategie znemožněna, byl tento trh mezi lety 2008 a 2009 "v podstatě odstaven." (Stowell, 2010)

### **2.3.3. Relative value arbitrage**

Tato strategie využívá cenových nesrovnalostí mezi třídami aktiv (například dvě společnosti ze stejného průmyslu nebo akcie a futuritní obchod pro tuto akcii). Pod tuto strategii se dá zařadit metoda párového obchodování, kdy se fond snaží vyhledat dvě akcie, jejichž cenový vývoj byl historicky silně korelován (například dvě konkurenční společnosti). Pokud se stane, že jedna akcie vzroste zatímco druhá poklesne, fond otevře pozici na snížení tohoto spreadu a koupí long pozici na akcii, která klesla, a prodá na short akcii, která vzrostla. (Stowell, 2010) Tato strategie dále

zahrnuje arbitráž dividend, opcí a obchodování na výnosovou křivku.

(barclayhedge.com)

## **2.4. Event driven**

Fondy s touto strategií se zaměřují na společnosti, kterých se mohou týkat fúze, akvizice, bankrot, restrukturalizace, změny regulace a další situace, které ovlivní budoucí hodnotu akcie. (McCrary, 2004)

### **2.4.1. Activist**

Aktivistické fondy získávají prostřednictvím akcií či derivátů podíly ve společnostech a následně se snaží ovlivnit management tak, aby došlo ke zvýšení hodnoty jejich podílu. Jejich cílem může být změna CEO, kterou by kladně ohodnotil akciový trh, vyšší dividendy, snížení nákladů, upuštění od akvizice a podobně. Aby fondy získaly podíl v cílových firmách bez toho, aby si toho společnosti a trhy všimly (což by mohlo mít za následek zvýšení ceny akcií a tedy i zvýšení nákladů na dosažení cílené pozice), snaží se nakupovat akcie tak, aby nemusely informovat SEC. Ta požaduje od investorů o informování o vlastnictví, kdykoliv získají podíl ve společnosti vyšší jak 5%. Protože se tato povinnost nevztahuje na tzv. equity swaps, fondy jich často využívají k nenápadnému zvýšení svého podílu. Tyto swapy mají jako protistranu investiční banku, která koupí předmětné akcie a je povinna fondu vyplácet profit z jejich držení. Fond má za určitých podmínek právo od banky zmíněné krycí akcie odkoupit. Pokud banka nepřekročí limit 5% vlastněných akcií z celkového množství, fond nemusí informovat o svém podílu až do doby, kdy mu nebudou akcie za swapu doručeny.

V případě, že se na spolupráci dohodne vícero fondů, může se jejich vliv přirozeně zvýšit. Pokud se uváží situace, kdy jeden fond vlastní 4.9% z celkového množství akcií, stejné množství ve swapu, pak teoreticky bude muset informovat SEC a tím i cílovou společnost až po dosažení 9.8% ve společnosti. Zapojením dalších fondů se tento podíl zvyšuje.

Fondy se snaží dosáhnout svých cílů ve společnosti různými prostředky. Mohou se snažit dosadit své zástupce do dozorčí rady, hlasovat proti změnám ve firmě nebo například veřejně kritizovat stávající management.



### **Případová studie: CSX vs. activists**

Praktiky aktivistických hedgeových fondů se však někdy mohou střetnout s nelibostí cílových společností. V roce 2007 fond The Childrens Investment Fund společně s 3G Capital Partners získali 11.5% podíl ve společnosti CSX. Ačkoliv oba fondy dosáhli více jak pětiprocentního podílu, protože akciové swapy jsou deriváty bez hlasovacího práva, podle SEC nezakládají ohlašovací povinnost. Poté, co CSX tyto fondy obvinila u soudu z porušení informační povinnosti, federální soud judikoval, že obhajoba fondů stojí na „formalistických argumentech“ a že využití swapů bylo použito k oddálení informování o svém podílu. Soud ale neměl pravomoc změnit proběhlé hlasování o členech dozorčí rady. Sice nepřistoupil ke zrušení vlastnictví akcií, ale nařídil jim zdržet se podobného chování *pro futuro*. (Slater, 2008) SEC otázku regulace a ohlašovací povinnosti spojené s deriváty zatím nevyřešila.

*Zdroje: Slater 2008, Stowell 2010*

### **2.4.2. Merger arbitrage/Risk arbitrage**

Arbitráž, při které se fond zaměřuje na oznámení o plánované akvizici. Protože po oznámení je známa navrhovaná cena akcie cílové společnosti, její akcie se této ceně přiblíží. Arbitrážér tedy zaujme long pozici na akciích cílové firmy a zároveň prodá na short akcie kupující společnosti (aby si uzamkl spread a zajistil se proti ztrátě z případných pohybů ceny akcií). Fond čelí riziku ztráty v případě, že nedojde k uzavření obchodu. Poté může dojít k poklesu ceny akcií cílové společnosti nebo k nárůstu cen akcií kupující společnosti - obě tyto situace přivodí ztrátu. (Parker, 2005)

### **2.4.3. Distressed securities**

Tato strategie je mířena na společnosti, které se aktuálně nacházejí ve stresujících situacích nebo jim hrozí. Mezi tyto situace patří například bankrot a restrukturalizace. Když se tato situace objeví, ceny akcií nebo dluhopisů těchto společností poklesnou a po vyřešení těchto problémů ceny opět vzrostou. Protože mnoho institucionálních investorů (například penzijní fondy se zákazem vlastnit dluhopisy pod určitý rating) zmíněné nemůže držet a protože trhy je mohou špatně

vyhodnotit nebo je chtějí co nejrychleji dostat za svého portfolia (může se jednat o banky zbavující se svých špatných půjček), může vzniknout příležitost k jejich nákupu s výrazným diskontem. (McCrary, 2004)

## **2.5. Multi-strategy**

Fondy kombinující více strategií. Fondy s jednou strategií v situacích, kdy v jejich odvětví nejsou vhodné příležitosti či chtějí snížit expozici, přesouvají své prostředky do hotovosti či do méně výhodných investic. Oproti tomu fondy, které se věnují více strategiím, mohou prostředky přesunout z aktuálně méně bezpečných či výhodných strategií do optimálnějších, tím mohou dosáhnout vyšších zisků a zároveň diverzifikovat portfolio a minimalizovat riziko. (Horwitz, 2004)

Nevýhodou těchto fondů je podle eureka hedge.com nižší výnosnost v krátkém časovém období. Pokud v období šesti měsíců budou vytvořeny optimální podmínky pro vysoké výnosy global macro strategií zatímco pro equity based bude toto období průměrných výnosů, multi-strategy fond užívající výše uvedené bude mít v tomto období nižší výnosy než fond zaměřený čistě na global macro. Tato nevýhoda by ale měla být vykoupena dlouhodobou stabilitou a výnosností.

## **2.6. Funds of Hedge Funds**

Fond, který investuje do ostatních hedgeových fondů namísto vlastních přímých investic. Tyto fondy se mohou zaměřovat nejen na fondy věnující se jedné konkrétní strategii, ale mohou své portfolio diverzifikovat zahrnutím více strategií. Podobně jako v případě multi-strategy fondů i zde diverzifikace slouží ke snížení rizika. Mezi benefity patří kromě schopnosti manažera portfolia vybrat optimální portfolio také usnadnění investice do více fondů. Zatímco v případě samostatných investic mohou být vstupní podmínky na výši kapitálu restriktivní, v případě použití fondu fondů může investor investovat do víc fondů, aniž by byl těmito podmínkami omezen. Navíc tak mohou dosáhnout investice do fondu, do kterého by jinak nemohli vstoupit. (barclayhedge.com)

Mezi nevýhody patří vyšší poplatky. Fondy si kromě poplatků fondů, do kterých sami investují, účtují také své poplatky za správu. Podle Harris (2010), čerpající z

dat Preqinu, v dubnu 2010 průměrné poplatky činily 1.44% za správu a 11.54% za výkonnost, běžně se pohybují mezi 1% až 2% a 10% až 20%. Po přičtení poplatků za fondy, do kterých je investováno, tedy mohou konečné poplatky dosáhnout dvojnásobné výše.

Kromě těchto základních strategií existují i další, ve své práci jsem se zaměřil pouze na ty nejčastější. Většina těchto technik využívá short-sellingu, derivátů, arbitráže nebo využívá nově nastalých situací ve společnostech.

## **2.7. Hypotéza 1: Výnosy různých strategií jsou silně korelované**

Pro zkoumání této hypotézy použijeme historické informace o indexech společnosti Hedge Fund Research. Pracuji s šesti hedgeovými indexy: čtyři zastupují strategie macro, relative value, equity based a event driven, pátý (HFRI FoF) měří výkon fondů hedgeových fondů a šestý (HFRI Weighted Composite) měří výnosy celého trhu fondů. Indexy jsou dále porovnávány s indexem S&P500. Data jsou měsíční výnosy z období leden 2009 až duben 2012, pro každou proměnnou tedy mám 40 pozorování.

Pro porovnání používám korelační matici; za silnou korelaci budu brát výsledek s korelačním koeficientem vyšším nebo rovným 0.7

**Tabulka 1: Korelační matice indexů (2009 – duben 2012)**

	S&P 500	HfRI Equity Driven	HFRI Event Driven	HFRI Relative Value	HFRI Macro	HFRI FoF	HFRI Weighted Composite
S&P 500	1.00						
HfRI Equity Driven	0.87	1.00					
HFRI Event Driven	0.80	0.95	1.00				
HFRI Relative Value	0.58	0.83	0.91	1.00			
HFRI Macro	0.40	0.55	0.52	0.42	1.00		
HFRI FoF	0.70	0.91	0.93	0.87	0.73	1.00	
HFRI Weighted Composite	0.83	0.99	0.96	0.86	0.67	0.96	1.00

*Zdroj: Hedge Fund Research, Bloomberg, vlastní kalkulace*

Z výsledků výše je patrné, že s výjimkou indexů představujících makro a relative value strategii jsou ostatní strategie silně korelované s indexem S&P 500. U HFRI Equity Driven se nejedná o překvapivé zjištění s ohledem na skutečnost, že S&P 500 měří výkon akciových trhů a equity driven strategie se zakládá na vytváření long a short pozic na akciových trzích a je tedy vývojem S&P 500 silně ovlivněna. Proto také makro strategie není silně korelovaná na vývoji akciových trhů, jelikož se odvíjí především od pohybů v instrumentech reflektujících ekonomické změny.

Při pohledu na jednotlivé strategie vidíme, že kromě makra jsou ostatní strategie mezi sebou silně korelované. Na základě tohoto výsledku **hypotézu** o silné korelovanosti strategií při použití indexů jako jejich reprezentanta **nemůžu vyvrátit**. Důsledky tohoto zjištění jsou podstatné při úvahách, jaká rizika hedgeové fondy představují a proto se k nim ještě vrátím ve čtvrté kapitole.

### 3. Měření výkonnosti fondu

V předchozí části práce se užíval také pojem výkonnost fondu a v této sekci představím některé způsoby, jakými lze tuto výkonnost měřit.

Důvody pro měření výkonnosti zahrnují kromě monitoringu výkonu a porovnávání fondů mezi sebou a trhem slouží také výpočet poplatků účtovaných investorům. Proto je měření výkonnosti důležité nejen pro samotný fond, ale i pro stávající a potenciální investory.

#### 3.1.1. Indexy

K porovnávání výkonu může být použito srovnání s indexem, většinou se užívají burzovní indexy jako jsou S&P 500 či FTSE a účelem je porovnání s výkonem trhu

Protože hedgeové fondy aplikují různorodé strategie, které se často nedají porovnávat s běžnými investicemi i mezi jednotlivými hedgeovými strategiemi, analytické společnosti zaměřující se na hedgeové fondy zveřejňují indexy trhu hedgeových fondů. Tyto indexy uvádí nejen pro samotné odvětví, ale také pro jednotlivé strategie. Tímto způsobem je umožněno objektivnější porovnávání fondů mezi sebou a trhem. Mezi nejběžněji užívané indexy patří HFRX od společnosti Hedge Fund Research, kromě kterého se užívá například Barclay Hedge Fund Index

od BarclayHedge či indexy od Hennessee nebo Dow Jones. Vedle těchto indexů zveřejňují i pod-indexy rozdělené podle strategií.

Problém indexů poskytovaných komerčními společnostmi je ten, že pracují s daty poskytnutými fondy na základě dobrovolnosti. Proto se fondy mohou rozhodnout ke sdělování výsledků pouze jedné společnosti zveřejňující indexy. Mesirow Financial (2011) vydalo studii věnující se indexům hedgeových fondů ve které uvádí, že mezi čtyřmi indexy měřícími výkon event-driven fondů se v období od roku 2006 do 2010 pohyboval spread od 5% do 25%. Zatímco v roce 2006 HFRX Event-Driven index zaznamenal nárůst o 17%, ve stejném období Hennessee Event-Driven Index vzrostl o 42%.

Problémová se jeví i situace, kdy se manager rozhodne neposkytnout informace o svém fondu z důvodu špatných výsledků, následný index je potom nepřesný a nadhodnocuje realitu. Tématu důvodu nereportování analytickým společnostem se věnovali Brown, Goetzman and Park, kteří v roce 2001 zveřejnili publikaci vyvozující, že většina fondů, které opustily databázi, následně ztratily na hodnotě, tedy podporují hypotézu zkreslení indexů z důvodu nepřítomnosti neúspěšných fondů. Oproti tomu Ackerman, McEnally a Ravenscraft v roce 1999 zastávají názor, že opuštění databáze je často způsobeno úspěchem fondu a tedy ztrátou potřeby fondu poskytovat data do databáze. Ačkoliv se tato otázka dosud nevyřešila, většina výzkumu se přiklání k názoru, že indexy výkonnost fondů nadhodnocují. Přesto se porovnávání s indexy praktikuje, protože je to užitečný ukazatel výkonnosti oproti ostatním účastníkům trhu, pouze je nutné ho brát jenom jako ukazatel orientační. Podle Fung a Hsieh (2004) je lepším ukazatelem skutečného růstu odvětví hedgeových fondů růst fondu hedgeových fondů, protože se tím podle nich vyhneme efektu survivorship bias, tedy vlivu ukončení podávání informací kvůli špatnému výkonu.

### ***Případová studie: Invesco Market Neutral Cash***

Equity fond Invesco Market Neutral Cash v roce 2011 zaznamenal výnos 6.32%. Při srovnání s růstem indexu S&P500 (0% nárůst za rok 2011) můžeme pozorovat, že si vedl lépe než trh. Protože HFRX Global Hedge Fund Index v roce 2011 poklesl o

9%, dojdeme ke zjištění, že v porovnání s ostatními fondy byl výkonnější. Ke srovnání můžeme použít i HFRX Equity Hedge Index, který uvádí, že equity based hedgeové fondy v databázi Hedge Fund Research za rok 2011 zaznamenaly průměrnou ztrátu 19%. Z tohoto srovnání vyplývá, že 2011 byl pro tento fond a jeho investory úspěšným rokem.

*Zdroj: Hedge Fund Research, SEC, BarclayHedge*

### 3.1.2. Výkonnost poměřovaná s rizikem

Kromě srovnávání s indexy můžeme výkonnost fondů porovnávat i s jejich rizikovostí a na základě tohoto srovnání zjistit, zda jejich výkon odpovídá podstoupenému riziku.

#### **Sharpe ratio**

William F. Sharpe v roce 1966 představil způsob poměřování výkonu fondů (původně podílových fondů) na základě rizikové premie na jednotku odchylky. Při výpočtu se užívá výnos portfolia a zvolená bezriziková sazba (například US T-Bond). Vzorec pro Sharpeho poměr vypadá následovně:

$$S_o = \frac{E(r - r_f)}{\sqrt{\text{var}(r - r_f)}}$$

kde  $r$  značí výnos z aktiva (fondu),  $r_f$  je výnos bezrizikového aktiva (T-Bond),  $E(r - r_f)$  je očekávaná hodnota nadvýkonu fondu oproti bezrizikovému aktivu, a ve jmenovateli je standardní odchylka tohoto nadvýkonu.

Tento vzorec se používá pro ex-ante i ex-post ohodnocení. (Sharpe, 1994)

Pokud s jeho pomocí budeme chtít porovnávat výkonnost fondů, řídíme se tím, že vyšší Sharpeho poměr je lepší. Na základě tohoto měření může tedy z porovnání vyjít jako lepší fond F1 s nižším výnosem, ale menší odchylkou, než fond F2, který byl ve stejném období výnosnější, avšak jeho odchylka byla vyšší.

Mezi nevýhody patří problém kvantifikovatelnosti rozdílu. Fondy můžeme porovnávat způsobem lepší/horší, avšak kvantifikovat tento rozdíl je těžké. Pokud fond F1 měl tento poměr 0.9 a F2 měl 0.3, nelze říct, o kolik byl F1 lepší oproti F2. (Lhabitant, 2006) Dalším problémem představuje fakt, že tento poměr je snižován nejen

negativními pohyby v hodnotě portfolia, ale také pozitivními. Tímto aspektem se zabývá následující ukazatel.

### **Sortino ratio**

Sortinův poměr je modifikací Sharpeho a řeší problém s penalizací za pozitivní pohyby v hodnotě portfolia. Namísto standardní odchylky ze Sharpeho se ve jmenovateli objevuje nová proměnná měřící standardní odchylku negativních výnosů a upravený vzorec bude vypadat následovně:

$$S_o = \frac{E(R - R_f)}{\sqrt{\text{var}(r_n - r_f)}},$$

kde  $r_n$  značí negativní výnos (ztrátu)

Oba ukazatele, Sharpe i Sortino ratio, opomíjejí efekt diverzifikace, což je některými vnímáno jako nevýhoda a pro tento případ se mohou používat následující poměrové ukazatele, které pracují s vlivem diverzifikace.

### **Treynor ratio**

Tento poměrový ukazatel je rovněž modifikací Sharpeho, oproti kterému ale rozděluje riziko na systematické a diverzifikovatelné. Protože Treynor předpokládá, že portfolio je dobře diverzifikované, ignoruje jej a počítá pouze s rizikem systematickým. (Yao, Xu, Doucet, 2002) Jako měřítko tohoto rizika se užívá /beta portfolia. Výsledný poměr se tedy počítá následovně:

$$T = \frac{(r_i - r_f)}{\beta_i}$$

kde  $r_i$  je výnos portfolia,  $r_f$  je výnosnost bezrizikové investice a  $\beta_i$  vyjadřuje vztah mezi vývojem trhu a vývojem portfolia.

Podobně jako Sharpeho poměr, i tento se těžce interpretuje. Zároveň předpoklad dobré diverzifikovanosti portfolia nemusí být splněn a ignorací nesystematického rizika může dojít ke zkreslení výsledků.

### **Jensen's alpha**

Podobně jako Treynor, i Jensenova alpha poměřuje výnos prostřednictvím systematického rizika. Alpha měří rozdíl mezi uskutečněným výnosem a tím, který

je očekáván na základě systematického rizika, vychází tedy z Capital Asset Pricing Modelu.

$$alpha = (r_i - r_f) - \beta_i (r_m - r_f)$$

kde  $r_i$  je výnos portfolia,  $r_f$  je výnosnost bezrizikové investice a  $\beta_i$  je betou portfolia,  $r_m$  je výnos trhu (užívají se například indexy, hedgeové fondy se běžně porovnávají s S&P500).

První závorka počítá rozdíl mezi výnosem portfolia a bezrizikové investice, druhá část vzorce počítá očekávaný výnos na základě návaznosti portfolia na trh a na vývoji trhu. Ukazatel měří schopnost manažera vyhledávat investice generující zisk bez závislosti na vývoji trhu a výskyt kladné alphy je považován za znak kvalitního managementu. (Yao, Xu, Doucet, 2002)

### **3.2. Závislost výkonnosti a rizika na strategii fondu**

Jelikož se strategie užívané hedgeovými fondy od sebe mohou výrazně lišit (strategie aktivistického fondu je odlišná od strategie užívané při konvertibilní arbitráži), má to za následek, že fondy mohou rovněž přinášet odlišené výnosy. Této otázce se věnují Brown a Goetzmann (2001), kteří nejprve zkoumají, zda užívaná strategie ovlivňuje výnosnost a zda lze užívanou strategií ovlivnit rizikovost portfolia. Na základě dat analýzy poskytnutých analytickou společností TASS vyvozují, že strategie skutečně ovlivňuje následný výnos. Při použití pěti a osmi různých investičních stylů se jim daří je identifikovat na základě zaznamenaných výnosů a dále na základě analýzy uvádějí, že 20% variance ve výnosech lze přiřadit užívané strategii.

#### ***Hypotéza 2: Pořadí indexů hedgeových fondů není ovlivňováno použitým ukazatelem***

Pro analýzu této hypotézy budu porovnávat Sharpeho a Treynorův poměr. Používám stejná data jako v případě hypotézy 1. Počítám tedy s měsíčními výnosy 4 indexů hlavních strategií, fondu hedgeových fondů a indexu měřícího celkový trh hedgeových fondů z období leden 2009 až duben 2012. Pro míru bezrizikové výnosnosti používám třicetileté vládní bondy US Generic Govt 30 Year.

Tabulky 2 a 3 ukazují výsledné hodnoty a pořadí.



*Tabulka 2: Hodnoty ukazatelů pro indexy fondů (měsíční)*

Index	Sharpe ratio	Treynor ratio
HfRI Equity Driven	1.04	0.99
HFRI Event Driven	1.90	1.96
HFRI Relative Value	3.35	4.74
HFRI Macro	-0.47	-0.96
HFRI FoF	0.12	0.14
HFRI Weighted Composite	1.22	1.22

*Zdroj: Hedge Fund Research, Bloomberg, vlastní kalkulace*

Podle Sharpeho můžeme usoudit, že nejlepší výkonost upravenou o riziko představoval index HFRI! Relative Value, na druhou stranu index reprezentující makro strategie při svém riziku nabídl horší výsledky oproti bezrizikovým ukazatelům.

*Tabulka 3: Porovnání pořadí výkonosti indexů podle ukazatele*

Index	Sharpe ratio	Treynor ratio
HfRI Equity Driven	4	4
HFRI Event Driven	2	2
HFRI Relative Value	1	1
HFRI Macro	6	6
HFRI FoF	5	5
HFRI Weighted Composite	3	3

*Zdroj: Hedge Fund Research, Bloomberg, vlastní kalkulace*

Z výsledného stavu vyplývá, že na základě měření **nemůžeme zamítnout hypotézu**, že při porovnávání výkonosti s různými poměrovými ukazateli dojdeme k různým výsledkům.

## **4. Riziko hedgeových fondů**

V této kapitole se zaměřím na riziko spojené s hedgeovými fondy. Nejprve bude rozebráno, jakým druhým rizika čelí samotný fond, v dalších částech se budu věnovat otázce, jaké riziko hedgeové fondy přinášejí. Tento aspekt rozdělím na systematické, investorské a sociální riziko. Výsledky z této části potom mohou být porovnány s následující kapitolou, ve které se nachází analýza vývoje právní regulace hedgeových fondů..

### **4.1. Rizika, která podstupuje hedgeový fond**

Autoři studie Sound Practices for Hedge Fund Managers (2009), kteří jsou aktivními managery, představují konsensuálně přijímaná rizika, kterým hedgeové fondy čelí a dělí je do následujících kategorií:

- likviditní
- tržní
- pákové
- operační
- kreditní

#### **4.1.1. Likviditní riziko**

Fond musí kontrolovat, aby měl dostatečné množství financí pro obchodování. Množství potřebných financí se liší podle časového horizontu fondu, který může při preferenci dlouhodobějších investic upravit vstupní podmínky (lockup období).. Dostatečné množství financí je potřebné například pro dofinancování pozic, na něž obdrží margin call, rovněž musí naplňovat závazky vůči investorům, kteří podali požadavek na vyplacení a měl by brát do úvahy možné změny v likviditě držených aktiv. Regulace rizika spočívá v pravidelné kontrole kreditních závazků, sledování vývoje na trzích, odkud čerpá finance, kontrole požadavků na vyplacení a stanovení nutné ohlašovací lhůty (tyto požadavky dále reguluje pomocí bran) a v pravidelných stress testech.

#### **4.1.2. Tržní riziko**

Riziko ztráty hodnoty portfolia fondu z důvodu změn na trhu, jakými jsou například změna úrokových měr, forexových měr či pohyb akcií. K měření tohoto rizika se užívá Value-at-Risk ukazatel, který udává pravděpodobnost ztráty určité hodnoty portfolia (například jednodenní 10% VaR 1000 USD říká, že fond s pravděpodobností deset procent ztratí během jednoho dne 1000 USD na hodnotě portfolia). Pro manažera vyplývá povinnost pravidelně tato tržní rizika vyhodnocovat a praktikovat stress testy. Ty by měly probíhat nejen pro celé portfolio, ale i pro jednotlivé části podle strategie, aktiv a regionů. S tržním rizikem se pojí problém fat-tails, tedy statistické podceňování událostí, které mohou významně ovlivnit hodnotu fondu.

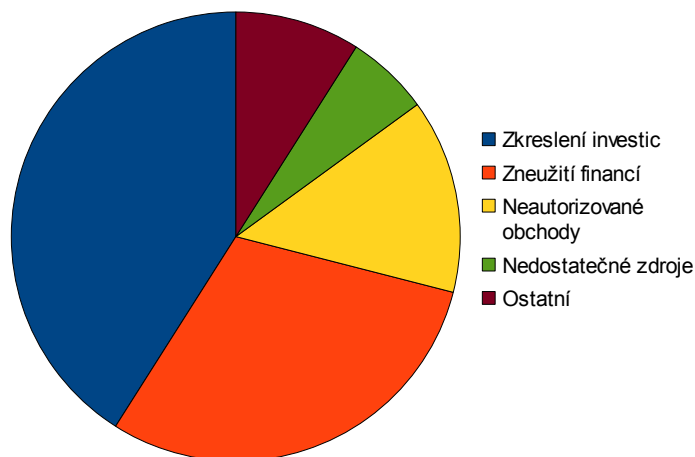
#### **4.1.3. Pákové riziko**

Manager monitoruje změny ve velikosti páky a kontroluje, aby odpovídala požadovanému rizikovému profilu.

#### **4.1.4. Operační riziko**

Z nevydané zprávy společnosti Capco (2003) vyplývá, že 50% jimi zkoumaných fondů se selháním bylo způsobeno čistě špatným managementem operačního rizika. Pokud se podíváme na fondy, které selhaly a měly operační problémy, stoupne jejich počet na 54%. Mezi operační problémy se řadí zkreslování informací o investicích, zneužívání finančních zdrojů, neautorizované obchodování a nedostatečné zdroje (lidské, technické). Graf 6 předkládá podíl těchto problémů na selháních fondů.

**Graf 6: Rozdělení operačních problémů fondů v selhání**



*Zdroj: Capco (2003)*

Fondy se mohou operačnímu riziku bránit interními kontrolami provozu fondu, mezi které patří systém na monitorování a omezování obchodů, dále monitoring vyhodnocovacích praktik, centrální uchovávání dat a další.

## **4.2. Systémové riziko**

### **4.2.1. Úvod k systémovému riziku**

Riziko poškození finančního systému, které vychází z možného pádu více institucí jako důsledku jedné události, je u hedgeových fondů reálnou obavou. I když bylo dříve uvedeno, že výše aktiv spravovaných těmito fondy je v porovnání s penzijními či pojistnými fondy nízká, hrozba systémového rizika je způsobena expozicí bank a nebo rizikem selhání více velkých fondů zároveň.

V prvním případě jsou banky ohroženy tím, že hedgeový fond se kterým obchodují jim může způsobit výrazné ztráty, pokud jim poskytnuté zajištění je nedostačující a tyto ztráty se následně mohou kaskádovitě přesunout na další instituce. Jako příklad může posloužit fond Long-Term Capital Management, kterému musela být v roce 1998 14 hlavními investičními bankami (které kvůli němu utrhly ztrátu v celkové výši 4.6 miliardy USD) poskytnuta finanční výpomoc .

Podle Federální banky bylo hlavním důvodem kolapsu LTCM přehnaná finanční páka a nereálná očekávání ohledně likvidity. FED zastával názor, že pokud by nedošlo k záchraně fondu bailoutem, přivedl by jeho kolaps k bankrotu mnoho dalších finančních institucí. (Lowenstein, 2000)

Za předpokladu, že by došlo k selhání více velkých fondů kvůli odprodávání jejich aktiv za účelem získání likvidity, mohlo by to mít za následek výrazný pokles cen, čímž by se problémy mohly rozšířit i mezi další finanční aktiva.

### ***Případová studie: Pád kvantitativních equity fondů v srpnu 2007***

V srpnu 2007 některé velké kvantitativní long/short equity hedgeové fondy zaznamenaly výrazné ztráty poté, co se projeví problémy z kreditních trhů také na trzích akciových. Vysoká páka společně s užíváním podobných kvantitativních metod je přivedla k výprodeji stejných aktiv. To mělo za následek ukončování pozic ostatních equity based fondů, čímž došlo k rozšíření a zvýšení ztrát. Quandani a Lo (2007) ve své studii říkají, že spouštěcím mechanismem byla pravděpodobně likvidace pozic multi-strategy fondu v reakci na margin call způsobený pohyby na kreditních trzích. Ztráty zaznamenané postiženými fondy vyústily ve stav, kdy fondy hedgeových fondů začaly vybírat své investice z těchto fondů a tím je dovedly k dalšímu prodeji pozic, aby získaly potřebnou likviditu. Quandani a Lo uvádějí, že mezi viníky tohoto velkého výprodeje patří pokles profitability strategií kvantitativních fondů (způsobený nárůstem konkurence a zlepšením technologie), který má za následek vyšší páku užívanou k udržení výnosů a nárůst aktiv umístěných v long/short equity strategiích.

*Zdroj: Quandani, Lo (2007)*

Stowell (2010) uvádí, že po nárůstu expozice bank v hedgeových fondech a po pádu fondu Amaranth Advisors (uvedeno níže) se regulátoři zaměřili na otázku, zda tyto fondy nepředstavují výrazné riziko pro finanční trhy. Nedošlo se k jednoznačnému názoru a někteří regulátoři zastávali myšlenku, že mezi hlavní rizika nepatří. John Gieve, guvernér pro finanční stabilitu v Bank of England, prezentoval názor, že větší riziko představují hlavní finanční zprostředkovatelé a hedgeové fondy

naopak toto systematické riziko snižují transferem rizika od těch, kteří ho nechtějí, k lidem riziko akceptujícím.

### ***Případová studie: Pád Amaranth Advisors***

Amaranth Advisors, multi-strategy fond zaměřující se především na oblast energetiky (podle Sklar bylo v roce 2006 osmdesát procent jejich příjmu generováno právě obchody v energetické oblasti), v roce 2006 přišel o 6.5 miliardy USD z celkového kapitálu 9.2 miliardy USD při obchodech se zemním plynem. Jejich obchod plynul ze znalosti o chování cen zemního plynu v průběhu roku a z používání této informace na obchodování na spread. Zatímco historicky ceny zemního plynu měli tendenci růst a při obchodování, v roce 2006 ceny výrazně poklesly a tím došlo k rozšíření spreadu. Ačkoliv během jednoho týdne zaznamenal nejvyšší ztráty dosažené hedgeovým fondem, nedošlo k ohrožení trhu. Riemlová (2008) jako důvod neotřesení trhu uvádí malý rozsah trhu se zemním plynem a také větší obezřetnost investičních bank, které po pádu LTCM začaly vyžadovat vyšší zajištění (v dubnu 2011 podle Financial Services Authority průměrný požadavek na margin činil 36%). Jediní, kdo tedy byli pádem fondu poškozeni byl samotný fond a investoři. Podle Horsfield-Bradbury (2008) tuto skutečnost mnozí komentátoři berou jako znak poučení z případu LTCM a nízkého systematického rizika spojeného s hedgeovými fondy..

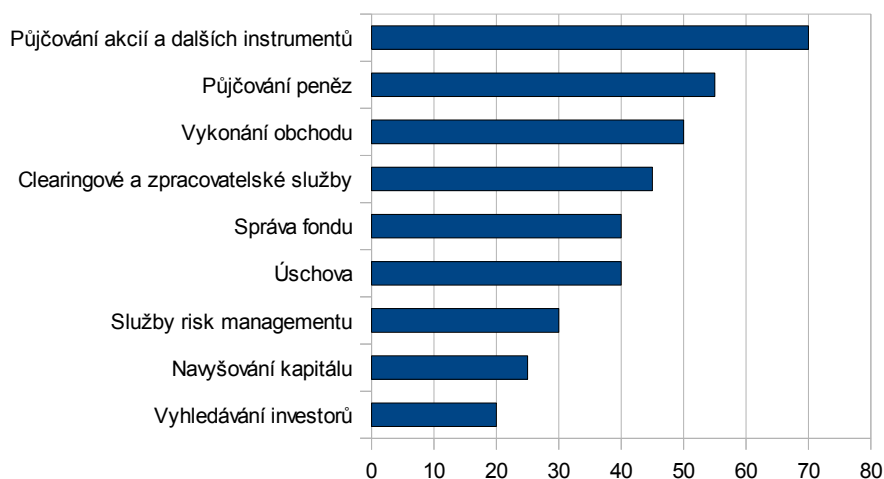
*Zdroj: Sklar (2009), Riemlová (2008), Horsfield-Bradbury (2008)*

### **4.2.2. Expozice bank**

Některé velké investiční banky mají významnou expozici vůči hedgeovým fondům, v roce 2008 byl odhadovaný jejich příjem z jim poskytnutých zprostředkovatelských služeb na 33 miliard USD. (Stowell, 2010) Tyto služby zahrnují zprostředkování obchodu, clearing, financování (například prostřednictvím marginových půjček), technologické a reportovací služby. Graf uvádí počet bank, které při průzkumu ECB uvedly, že hedgeovým fondům poskytují konkrétní služby.

Proto při kolapsu jejich největších klientů z řad hedgeových fondů hrozí výpadek výrazných příjmů z těchto služeb.

**Graf 7: Služby poskytované hedgeovým fondům prime brokery  
(% bank, které je poskytují, 2011)**

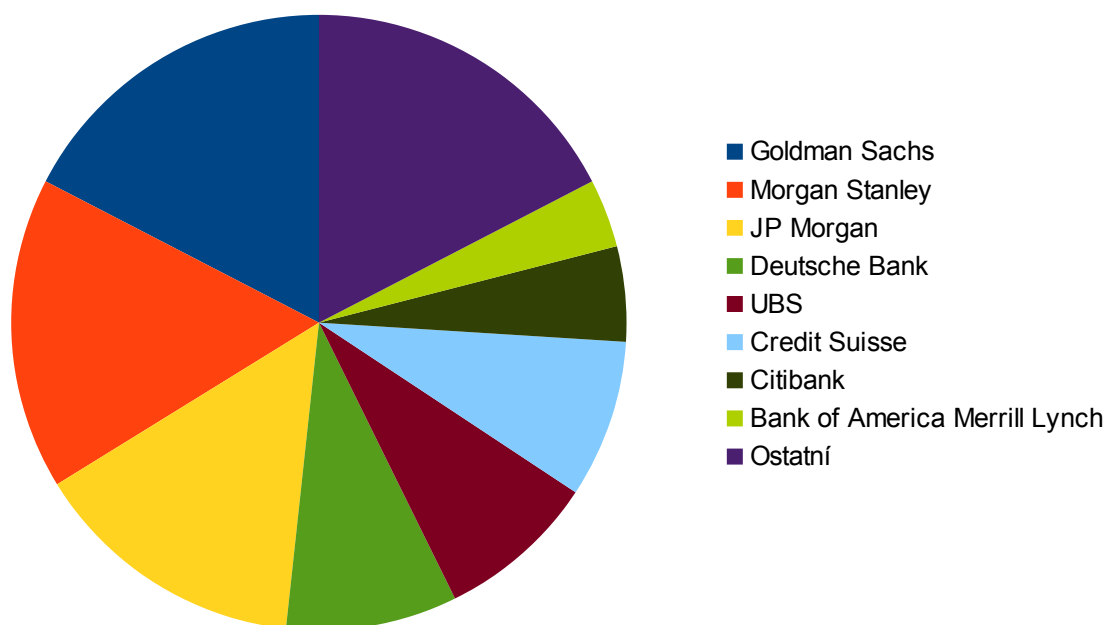


*Zdroj: TheCityUK (2012)*

Tato expozice se rovněž navyšuje o riziko spojené s půjčkami fondům. Tyto jsou sice kolateralizované, ale nastavený margin call (výzva k dodatkové úhradě) nemusí být dostatečný při výrazných změnách v ceně krycího instrumentu. Proto se někdy uchylují ke konzervativnějšímu nastavení podmínek pro půjčky na margin, aby snížili kreditní riziko. Následující tabulka ukazuje největší poskytovatele služeb hedgeovým fondům.

Stowell (2010) uvádí, že ke zvýšení provázanosti investičních bank a hedgeových fondů dochází také při přítomnosti bank jako protistran u derivátových kontraktů.

**Graf 8: Největší prime brokeři hedgeových fondů (červen 2011)**



*Zdroj: TheCityUK (2012)*

### **4.3. Riziko pro investory**

Mezi hlavní faktory, které mohou zkreslit vnímání rizika investory a zároveň výrazně ovlivňují potenciální rizikovost investice patří:

Transparentnost

Využívání páky

#### **4.3.1. Transparentnost**

Nízká transparentnost fondů je způsobena faktem, že manažeři používající některé strategie (například arbitrážní) si hlídají své znalosti, metody a zdroje neefektivních cen, protože pokud by je začalo využívat více fondů, jejich profit z nich by se snížil či úplně zmizel. To je případ dříve zmiňované arbitráže na US T-Bonds, kdy po rozšíření této strategie došlo k narovnání cen. Z tohoto důvodu investoři nemohou sledovat obchodování fondu a je jim znemožněno stáhnout svoji investici, pokud by s některými obchody nesouhlasili. K tomu by však kromě větší znalosti o aktivitách fondu museli mít nižší likviditní omezení. (Awrey, 2011)



Protože investoři mají omezený přístup k informacím ohledně investic fondu, nemohou dostatečně kontrolovat, zda se fond skutečně drží strategie a rizikového portfolia, které uvádí. Ačkoliv Bernard L. Madoff Investment Securities bylo podílovým fondem, její historie poukazuje na možné dopady nedostatečného informování investorů. V roce 2008 se zjistilo, že tento fond byl ve skutečnosti ponzyho schématem a slouží jako příklad toho, jaké riziko může pro investory představovat nízká transparentnost fondu.

#### **4.3.2. Využívání páky**

Využíváním páky prostřednictvím derivátových pozic a půjček u bank mohou fondy dosahovat vyšších zisků při stejných pohybech cen. Některé strategie (často například arbitrážní) obchodující na malé změny spreadů mohou být úspěšné pouze díky páce, která jim umožňuje při stejné výši investorského kapitálu generovat uspokojivé zisky. Avšak kromě možnosti až několikanásobných zisků oproti obchodování bez aplikované páky investoři podstupují riziko několikanásobných ztrát. Navíc kvůli užívání short-sellingu je toto riziko ještě navýšené tím, že dopady hrozby prakticky neomezených ztrát se násobí. Proto bez znalosti skutečně užívané páky mohou podceňovat podstupované riziko.

#### **4.4. Riziko vyplývající ze složení institucionálních investorů**

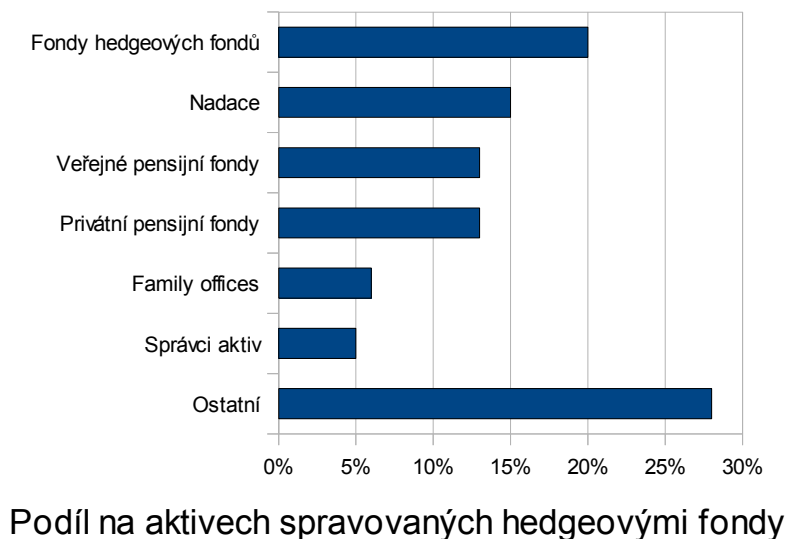
Poslední část této kapitoly věnují tématu, které v literatuře není probíráno, ale podle mého názoru by na něj měl brán ohled při rozhodování o regulaci. Jelikož literatura se k této problematice nevyjadřuje, uvedu důvody, proč považuji tento faktor zasahující do regulace za relevantní.

Když se podíváme na institucionální investory investující do hedgeových fondů (Graf 9), zjistíme, že velkou část z nich tvoří instituce, u nichž by velké ztráty způsobené propadem fondů měly následky nejen pro ně samotné, ale také pro jejich klienty. To může mít v případě penzijních fondů negativní dopad na sociální úroveň obyvatel.

Přestože se průměrná alokace aktiv těchto institucí do hedgeových fondů dlouhodobě pohybuje pod deseti procenty (Graf 10), podle Preqin (2011c) je v případě některých fondů tento poměr až 25%. Z tohoto důvodu by regulátor měl

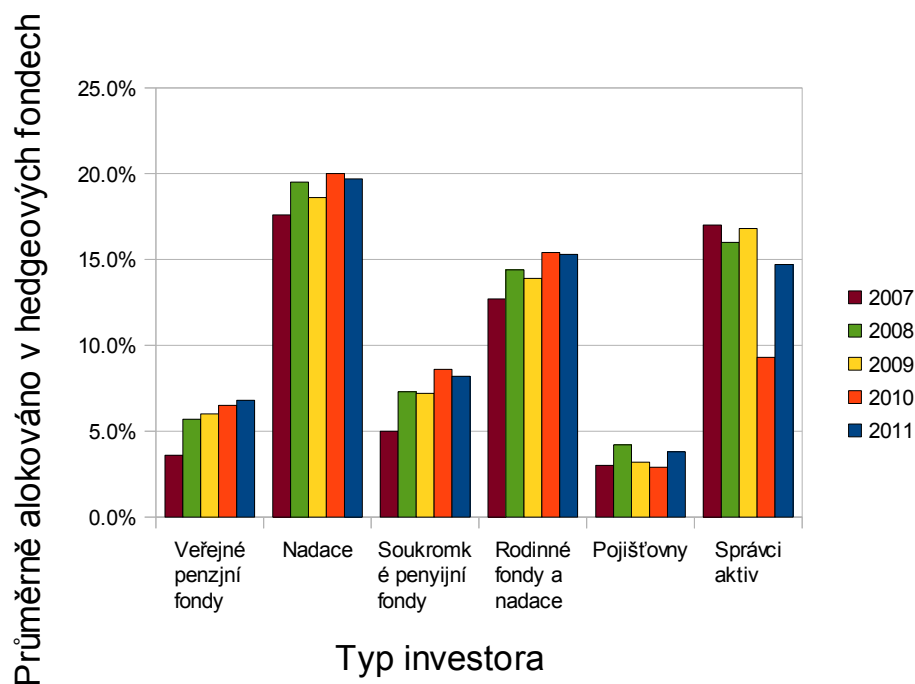
některým institucionálním investorům určit maximální možnou výšku investic do hedgeových fondů.

**Graf 9: Institucionální investoři v hedgeových fondech podle AuM (2011)**



Zdroj: Preqin (2011b)

**Graf 10: Průměrná alokace zdrojů hedgeovým fondům (2007-2011)**



Zdroj: Preqin (2011b)

## 5. Regulace

V předchozí části práce jsem se zaměřil na možné cíle a důvody regulace a v této kapitole se soustředím na regulaci hedgeových fondů v USA, v podkapitole 4.4 *Regulace EU* je pro srovnání představena navrhovaná regulace v EU a v závěru uvedu vlastní ohodnocení těchto regulačních snah.

### 5.1. Regulace před rokem 2004

Ačkoliv se na většinu hedgeových fondů nevztahují pravidla ukládaná registrovaným podílovým fondům, podléhají federálním zákonům na ochranu proti insider tradingu, defraudaci majetku a manipulaci s trhem. Z toho plyne například pravidlo informování podílu 5% a více ve veřejně obchodovaných společnostech (toto už bylo diskutováno u aktivistických hedgeových fondů) (Shadab, 2009).

V období před rokem 2007 regulace spočívala v následujících zákonech, jejichž důsledky budou dále popsány:

Securities Act z roku 1933

Securities Exchange Act z roku 1934

Investment Company Act z roku 1940

Investment Advisors Act z roku 1940

#### 5.1.1. Securities Exchange Act z roku 1933

Tento zákon označuje podíl ve fondech, tedy i hedgeových, jako security a z tohoto důvodu podléhají hedgeové fondy regulaci podle této legislativy.

Hedgeové fondy se řídí konkrétně regulací nazývanou Rule 506 z Regulace D. Na základě této výjimky hedgeové fondy nepodléhají limitům na výši investic. Mezi povinnosti plynoucí z využívání této výjimky patří zákaz využívání reklamy k nabízení účasti ve fondu a jsou dána omezení pro potenciální investory. Ti jsou označeni jako akreditovaní investoři a patří mezi ně následující subjekty:

a) Fyzické osoby s čistým jměním přesahujícím 1 milion USD či čistým příjmem alespoň 200 tisíc USD v předchozích dvou letech

b) institucionální investoři jako jsou banky, pojišťovací společnosti, na něž nejsou kladena žádná další omezení

c)charitativní organizace, nadace a zaměstnanecké fondy s aktivy přesahujícími 5 milionů USD

d)společnosti, kde jsou všichni majitelé zároveň akreditovanými investory

d)Dále může své služby nabídnout až 35 neakreditovaným, ale sofistikovaným investorům, což jsou osoby se znalostmi dostatečnými na zvážení rizik a se zkušenostmi s finančními trhy

Dalšími podmínkami vyplývajícími z tohoto zákona je povinnost informovat SEC o vzniku fondu do patnácti dnů od provedení prvního obchodu a pravidelné informování investorů v souladu se zákony proti defraudaci. Žádné jiné nároky na informovanost nejsou kladeny.

### **5.1.2. Securities Exchange Act z roku 1934**

Tato právní úprava zakládá povinnou registraci fondů s více než 499 investory a zároveň se jměním nad 10 milionů USD. fondy jsou povinny se registrovat u SEC, což má za dopad vyšší míru regulace. To je důvod, proč většina fondů omezuje množství svých investorů pod tuto hranici.

### **5.1.3. Investment Company Act z roku 1940**

Za účelem splnění podmínky pro osvobození od regulace dané zákonem Investment Company Act z roku 1940, který se zaměřuje na činnost podílových fondů, omezují počet investorů následujícími způsoby: a) pro splnění výjimky v Sekci 3(c)(1) mají méně než 100 investorů, kteří se skládají z akreditovaných investorů či kvalifikovaných klientů (fyzické osoby s čistým jměním přesahujícím 1.5 milionu USD)

b) pro splnění výjimky v Sekci 3(c)(7) mohou mít neomezené množství investorů, pokud se tito skládají buď z institucí s investicemi přesahujícími 25 milionů USD či fyzických osob s investovanými nejméně 5 miliony USD.

Aby mohly fondy nabízet své služby nejširšímu množství investorů bez nutnosti registrace, snaží se splnit výjimku v Sekci 3(c)(7) a zároveň mít méně než 500 investorů pro vyhnutí se výše uvedenému regulačnímu zákonu z roku 1934.

### **5.1.4. Investment Advisors Act z roku 1940**

Dalším zákonem, který pro fondy může přinést vyšší regulaci je Investment Advisors Act z roku 1940. Ten zakládá a dělí povinnost regulace na základě spravovaných aktiv. Pokud je výše těchto aktiv nižší než 25 milionů USD, fond se nemusí registrovat u příslušné komise pro cenné papíry, ale podléhá registraci u svého státu a (kde má fond sídlo) a z něj vyplývající regulaci; na fondy s aktivy v hodnotě 20-30 milionu USD se vztahuje výjimka Rule 203A-1(b), kdy se musí registrovat buď

u komise či u svého státu; a pro vyšší aktiva platí povinnost registrovat se u příslušné komise.

Tento zákon v Sekci 203(b)(2) přináší výjimku pro poradce s méně než patnácti klienty za období dvanácti měsíců . Tuto výjimku manažeři hedgeových fondů naplňují klasifikací spravovaných fondů jako jednotlivých klientů a stačí tedy, aby spravovali méně než 15 fondů.

### **5.1.5. Shrnutí**

Z analýzy americké právní úpravy tedy vyplývá, že fondy za účelem omezení regulace, které podléhají, na minimum, se mají zaměřit na specifikovanou skupinu investorů a nemohou své produkty nabízet široké veřejnosti (na rozdíl od podílových fondů). Kromě povinnosti poskytovat informace požadované zákony na ochranu proti defraudaci, manipulaci s trhem a insider tradingu, podléhají pouze seberegulaci. (Shadab, 2007) Ačkoliv jsou tyto fondy určeny pouze pro investory, kteří by měli být schopní správně zvážit rizika investice, a ačkoliv jejich strategie čerpají z nižší úrovně regulace, na základě možných rizik představených dříve panují snahy o zavedení dodatečné regulace.

## **5.2. Regulace v období 2004-2007**

V roce 2004 SEC zavedla pravidlo Rule 203(b)(3)-2 (známé jako Hedge Fund Rule), které přineslo nutnost registrace pro společnosti s vyšší spravovaných aktiv přesahující 25 milionů USD a více než patnácti investory (namísto původních patnácti klientů). Na základě tohoto by většina fondů nespĺňovala výjimku z Investment Advisors Act a byla by nucena se zaregistrovat do února 2006 u SEC. (SEC, 2004) Avšak v roce 2005 bylo napadeno Phillipem Goldsteinem, managerem několika fondů, u odvolacího soudu a ten v roce 2006 toto pravidlo prohlásil neplatným. (SECLAW, 2006)

V roce 2007 prezidentská pracovní skupina zamítla prohlubování regulace hedgeových fondů. Argumentovali sofistikovaností metod užívaných fondy a také skutečností, že žádné problémy těchto fondů neohrozily finanční systém. (NYTimes, 2007b)

V reakci na zamítnutí předchozího pravidlo bylo v roce 2007 k Investment Advisers Act přidáno pravidlo 206(4)-8 (známé pod názvem Prohibition of Fraud by Advisers to

Certain Pooled Investment Vehicles), které bylo namířeno proti defraudaci zprostředkovateli investic do společných fondů. Tento zákon se vztahuje i na správce hedgeových fondů a umožňuje SEC zasáhnout v případě defraudace peněz svěřených hedgeovému fondu. Zákon vznikl z důvodu zpochybnění pravomocí Komise zamítnutím Hedge Fund Rule.

### **5.3. Zavedení Dodd-Frank Rule**

V červnu 2010 vstoupil v účinnost Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (zkráceně Dodd-Frank Rule), který vznikl v reakci na krizi a jehož účelem je zajistit stabilitu celého finančního systému v USA. To znamená, že se zaměřuje na regulaci nejen bank či pojišťoven, ale také alternativními investičními fondy, mimo jiné hedgeovými. Tento zákon dále upravuje, jaké regulační otázky bude nutno v nejbližších letech vyřešit – v případě hedgeových fondů se jedná například o definici kvalifikovaného investora, kde mohou nastat změny.

Nový regulační zákon upravuje povinnost registrace jako investičního poradce. Zatímco před tímto zákonem většina managerů využívala výjimku z Investment Advisors Act a nemuseli tedy registrovat své fondy, protože jich spravovali méně než patnáct, nyní tato výjimka neplatí. Proto v současnosti všechny hedgeové fondy podléhají povinnosti registrace. Pokud spravují méně než 100 milionů USD, registrují se ve svém domovském státě, nad tuto částku podléhají registraci a regulaci SEC. Dříve platila nutnost registrace u SEC u fondů se spravovanými aktivy od 30 milionů USD; senát ve své shrnující zprávě z roku 2010 uvádí, že státy byly v minulosti dobrými regulátory a posunem této hranice bude umožněno SEC zaměřit se více na fondy u sebe zaregistrované. Fondy, jejichž klienty jsou pouze investiční fondy, jsou povinny se registrovat u SEC, pokud jejich spravovaná aktiva přesahují 150 milionů USD. Registrace pod SEC přináší povinnost vedení informací o obchodování a jejich poskytování SEC, dále je povinné založit ve fondu oddělení věnující se compliance a opravňuje SEC k pravidelným kontrolám a vznášení dodatečných požadavků na poskytování informací. Cílem této regulace je identifikovat a snížit systematické riziko. (Petajisto, 2010)

Dále se hedgeových fondů dotýká tzv. Volcker rule, které reguluje obchody bank. Dochází k zákazu tzv. proprietary tradingu pro společnosti přidružené bankám. V praxi to znamená, že investičním bankám, které dosud do hedgeových fondů jejich

prostřednictvím investovaly, je nyní zakázáno investovat do hedgeových fondů na své vlastní účty. Výjimka je udělena v případě počátečních investic do startujících fondů, pro které mají nyní investorský podíl omezen na nejvýše 3% jádrového kapitálu Tier 1. (Morrison, 2010)

Na některé fondy se vztahuje také sekce týkající se derivátů. Podle Petajisto (2010) se fondy s obchodující s deriváty mohou stát předmětem další regulace z důvodu klasifikace jako major swap participant a následné povinnosti registrace pod National Futures Association.

Všechny fondy, bez ohledu na registraci jako investiční poradce, jsou povinny zpracovávat zprávy pro SEC, které budou obsahovat mimo jiné výši spravovaného majetku, výši páky, obchodní pozice, vysvětlení procesů ohodnocování aktiv, typ držení aktiv a další informace, které SEC uzná za vhodné. (HedgeCo.net)

#### **5.4. Regulace EU**

V současné době Evropská Komise vypracovává směrnici Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) pro dohled nad alternativními investičními fondy (AIF), jejímž cílem je upravit regulaci hedgeových a private equity fondů. Zároveň se k navrhovanému znění vyjadřuje ESMA, European Securities and Market Authority, a finální podoba tedy není známa. Od roku 2009, kdy vznikl její první návrh, došlo k výrazným změnám některých bodů (například centrálně určovaný limit páky), přičemž v některých bodech neplatí konsensus mezi členskými státy. Mezi země, které jsou pro méně restriktivní znění, patří Velká Británie, největší finanční centrum v Evropě, zatímco Francie se snaží prosadit restriktivnější znění některých částí. Regulace na základě toho bývá kritizována za přístup one-size-fits-all.

AIFMD vzniká za účelem nastolení jednotné regulace AIF v rámci Evropské Unie, protože dosud ji určovaly jednotlivé státy samy. V současné podobě je zaměřena na managery fondů spravujících fondy s aktivy přesahujícími 100 milionů USD, s výjimkou pro fondy neužívající páku a s lockup period nejvýše pět let, kde je tato hranice nastavena na 500 milionech USD. Minimální vlastní kapitál fondu je stanoven na 10 milionů USD a jeho hodnota nesmí klesnout pod čtvrtinu fixních režijních nákladů z předchozího roku. (Awrey, 2011)

Správce má povinnost určit depozitář pro spravované fondy, jehož účelem bude dohled nad aktivy fondu a sledování cash flow. Depozitářem mohou být kreditní

instituce a některé další investiční společnosti působící na území EU a nebo sídlící v nečlenských zemích EU, jejichž úroveň regulace a dohledu je považována za dostatečnou a ekvivalentní, přičemž nesmějí být zahrnuty na seznamu států podezřelých z praní špinavých peněz a financování terorismu.

Ačkoliv původní návrh z roku 2009 navrhoval, aby maximální páka byla určována přímo orgánem Evropské Unie, kvůli obavám z příliš restriktivně určených limitů došlo ke změně. V současné podobě je navrhováno, aby si samotný manager určoval limitní výši páky. (Ferran, 2011)

Nově by musely fondy pravidelně poskytovat dohlížecímu orgánu výroční zprávu, která by obsahovala výčet aktiv, rozdělení těchto aktiv podle likvidity, profil rizikovosti a výsledky stress testů. Investorům má být tato zpráva k dispozici na požádání a měli by být pravidelně informováni o investičních aktivitách fondu.

Kromě toho došlo ke stanovení hraničních podílů ve společnostech, kdy je fond povinen informovat regulátora a cílovou společnost. Fond má povinnost oznámit regulátorovi svůj aktuální podíl po dosažení 10, 20, 30, 50 a 75%, přičemž po dosažení 50% u nekótované a 30% u kótované společnosti musí informovat i ji. Po dosažení majority v nekótované společnosti je manager fondu povinen informovat management společnosti o plánovaných aktivitách se společností a v období 24 měsíců po dosažení majority nesmí prosazovat a hlasovat o snižování kapitálu či přesouvání aktiv. (Ferran, 2011) Tyto povinnosti pro fondy po dosažení majority jsou určeny na boj proti asset strippingu, který by mohl poškodit cílovou společnost, a ačkoliv jsou mířena především proti private equity fondům, vztahují se i na hedgeové fondy.

Směrnice stanoví pravidla uznávání povolení k investicím do fondů mezi členskými zeměmi. Dále povolení získávají také fondy ze zemí mimo EU, které nejsou na seznamu zemí podezřelých z podporování praní peněz a podpory terorismu, přičemž jejich úroveň dohledu musí být v souladu s podmínkami EU. Proti přenášení povolení stojí Francie, která prosadila možnost zahrnout ESMA do povolovací činnosti a je tedy možné, že ještě dojde ke změně.

## **5.5. Zhodnocení změn regulace**

Oba přístupy, AIFMD i Dodd-Frank Act, částečně obsahují přínosné změny ve způsobu regulace hedgeových fondů. V této podkapitole uvedu změny, které jsou podle mého názoru vhodné, a také určím body, se kterými se příliš neztotožňuji.



Kladně hodnotím v AIFMD zavedení uznávání povolení k činnosti fondu, protože zavedením tohoto evropského pasu pro managery dojde k usnadnění investování do těchto fondů. Mezi další pozitivní změny řadím snahu o vyšší transparentnost prostřednictvím registrace a autorizace fondů. Diskutované je rozlišení míry regulace v závislosti na výši spravovaných aktiv. V případě registrace a autorizace jsem zastáncem názoru, že by zde neměly panovat žádné výjimky, avšak samotná regulace by neměla aplikovat přístup one-size-fits-all a rozlišovat mezi fondy na základě cíle regulace a rizika spojeného s fondem. Dodd-Frank Act přináší konec vyhýbání se registrací na základě výjimek ze zákonů regulujících fondy a společně s ohlašovací povinností přispěje k vyšší transparentci odvětví. Na základě povinně poskytovaných dat budou mít dohledové orgány potřebné informace k vyhodnocení systematického rizika.

Jako problematické vidím nerozlišování v míře potenciálního systematického riziko představovaného velikostí fondů. Malé fondy se spravovanými aktivy do v řádech desítek či několika set milionů dolarů podle mého názoru nepřinášejí riziko pro finanční systém. Navíc povinnost plnit podmínky kladené zároveň na velké fondy pro ně představuje vyšší mezní náklady; pro fond s počtem zaměstnanců v jednotkách a spravujícího 150 milionů USD bude povinnost najmout člověka odpovídajícího za compliance představovat větší zátěž než v případě fondu obchodujícího s miliardami dolarů. Regulace by měla tento fakt reflektovat a odstupňovat míru povinností v závislosti na výši spravovaných aktiv, například rozdělením na fondy s aktivy pod 500 milionu USD a větší. Došlo by tím také k odlehčení zátěže regulátora, který by se mohl více zaměřit na fondy představující skutečné systematické riziko.

Další krok, který vyžaduje zvážení specifikace, je šíře informací povinně poskytovaných investorům. Jelikož se od těchto očekává znalost finančního prostředí, specifikací hedgeových fondů a předpokládá se schopnost identifikace rizika, mělo by k tomu být přihlédnuto při stanovení podmínek na zveřejňované informace. Jak už bylo zmíněno dříve, strategie a pozice hedgeových fondů mohou ztratit na hodnotě, pokud dojde k jejich zveřejnění. Tomu by měl odpovídat rámec povinné informovanosti a měl by se zaměřit na údaje jako jsou výše aktiv, likvidita, výše páky, shortových a derivátových pozic, avšak nemělo by docházet ke zveřejňování informací důležitých pro budoucí výkonnost fondu. Jelikož fondy v USA podléhají regulaci ze strany úřadů kontrolujících zneužívání svěřených prostředků a praní peněz, operační rizika by měla být kontrolována i bez přílišné informovanosti investorů. Vhodně zvolenou minimální

výši vkladu lze dosáhnout toho, aby k investicím do hedgeových fondů měli přístup pouze ti investoři, kteří mají potřebné schopnosti.

V současné regulaci postrádám vyřešení otázky podílové účasti institucionálních investorů. V předchozí kapitole jsme viděli procentuální složení investorů do hedgeových fondů, z nichž velkou část tvoří instituce jako jsou penzijní fondy či pojišťovny, u nichž může mít ztráta velký dopad na jejich klienty, tedy i na společnost. Ačkoliv většina z těchto investorů v rámci risk managementu udržuje podíly v těchto fondech nízké, existují výjimky. Proto by podle mne měly být nastaveny limity pro jednotlivé instituce stanovující maximální výši podílu alternativních investic na celkovém portfoliu. V současné úpravě toto chybí.

## Závěr

Hedgeové fondy ve dvou posledních dekáдах prošly dynamickým rozvojem. Oproti necelým čtyřiceti miliardám dolarů spravovaných v roce 1990 měly v roce 2010 na starosti skoro dva biliony dolarů. Svoji pozici na poli investičních fondů si vybudovaly za pomoci sofistikovaných investičních technik a aplikace informačních technologií.

Přestože jsou jejich strategie různorodé, dají se rozdělit do několika hlavních kategorií. V práci je dokázáno, že ačkoliv jsou mezi nimi velké rozdíly, indexy sledující výnosnost těchto strategií jsou mezi sebou silně korelované a dá se předpokládat, že podobné vztahy platí i mezi fondy samotnými

To s sebou přináší riziko pádu více fondů napříč strategiemi a ohrožením finančního systému, Kromě systematického rizika čelí hedgeové fondy také operačním rizikům, která mohou vyústit ve zneužívání svěřených prostředků. Z těchto důvodů jsou cílem regulátorů, přestože jimi vpravovaná aktiva jsou pouze zlomkem aktiv svěřených konvenčním fondů.

Hedgeovým fondům v USA se do roku 2010 se s pomocí výjimek v regulačních zákonech fondům dařilo omezit svoji informační povinnost vůči Komisi pro cenné papíry v New Yorku (SEC) a podléhaly pouze regulaci v rámci federálních zákonů proti defraudaci a praní peněz. V roce 2010 však vstoupil v platnost Dodd-Frank Act, který přináší povinnost registrace pro všechny fondy, bez výjimky. To pro ně představuje povinnost sdělovat regulátorovi informace o svých strategiích a provozu, aby bylo minimalizováno systematické riziko.

Tyto body však vznášejí otázky, zda nedojde k přílišné zátěži malých fondů, pro které mohou finanční prostředky potřebné na plnění těchto povinností být neúměrné vzhledem k nízké systémové rizikovosti, kterou představují. V práci vyjadřuji návrh na upravení některých bodů. Ačkoliv stávající regulace přináší také vítané změny, mělo by dojít ke změnám stávajícího znění některých částí, například používat několikastupňovou regulaci v závislosti na velikosti spravovaných aktiv, tzn. rozlišovat podle potenciálního systematického rizika. Přesto je povinná registrace hedgeových fondů správným krokem, protože regulátor a finančního trhu o nich získají větší přehled.

## Použitá literatura

Ackerman, C., McEnally, R., Ravenscraft, D. (1999) *The Performance of Hedge Funds: Risk, Return and Incentives*; The Journal of Finance, Vol LIV. No. 3;  
<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/0022-1082.00129/pdf>

AIMA (2009) *Sound Practices for Hedge Fund Managers*;  
[https://www.managedfunds.org/wp-content/uploads/2011/06/Final\\_2009\\_complete.pdf](https://www.managedfunds.org/wp-content/uploads/2011/06/Final_2009_complete.pdf)

Ang, A., Bollen, N.P. (2008) *Locked Up by a Lockup: Valuing Liquidity as a Real Option*; NBER Working Paper No. 15937;  
<http://www.nber.org/papers/w15937>

Awrey, D. (2011) *The Limits of EU Hedge Fund Regulation*; *Oxford Legal Studies Research Paper No. 8/2011*; [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1757719](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1757719)

Brown, S.J., Goetzmann, W.N. (2001) *Hedge Funds with Style*; Yale ICF Working Paper No. 00-29; [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=261068](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=261068)

Brown, S.J., Goetzmann, W.N., Park, J.M. (2001) *Conditions for Survival: changing risk and the performance of hedge fund managers and CTAs*; Yale School of Management Working Paper No. F-59; [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=58477](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=58477)

Capco (2003) *A Capco White Paper: Understanding and Mitigating Operational Risk in Hedge Fund Investments*;  
<http://www.castlehallalternatives.com/upload/resources/Understandingmitigatinghedgefund.pdf>

Connor, G., Lasarte, T. (2003) *An Overview of Hedge Fund Strategies*;  
<http://www.atrader.com/files/upl/pdf/nid/An-Overview-of-Hedge-Fund-Strategies.pdf>

Cusworth, E (2012) *Hedge fund fees under the microscope by investors as performance slides* [online] revize 5.4.2012 ; <http://www.hedgefundsreview.com/hedge-funds-review/feature/2132860/hedge-fund-fees-microscope-investors-performance-slides-0000779e2340.html#axzz1uwRyxrPV>

Economist (2007a) *All locked-up* [online] revize 2.4.2012;  
<http://www.economist.com/node/9596328>

Ferran, E. (2011) *The Regulation of Hedge Funds and Private Equity: A Case Study in the Development of the EU's Regulatory Response to the Financial Crisis*; University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 10/2011;  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1762119](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1762119)

Fung, W., Hsieh, D.A. (2004) *Hedge Fund Benchmarks: A Risk-Based Approach* Financial Analyst Journal, Forthcoming March 2004;  
<http://faculty.fuqua.duke.edu/~dah7/HF-RF.pdf>

- Guassoni, P., Oblój, J. (2011) *The Incentives of Hedge Fund Fees and High-Water Marks*; Boston U. School of Management Research Paper No. 2011-3; <http://guasoni.com/papers/watermark.pdf>
- Harris, J. (2010) *Hedge fund fees continue to fall* [online] revize 5.4.2012; <http://www.hedgefundsreview.com/hedge-funds-review/news/1601336/hedge-fund-fees-continue-fall>
- HFR Global Hedge Fund Industry Report* (2010); <http://www.docstoc.com/docs/79119919/Hfr-Global-Hedge-Fund-Industry-Report-2010>
- Horsfield-Bradbury, J. (2008) *Hedge Fund Self-Regulation in the US and the UK*; Harvard Law School; [http://www.law.harvard.edu/programs/corp\\_gov/papers/Brudney2008\\_Horsfield-Bradbury.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/corp_gov/papers/Brudney2008_Horsfield-Bradbury.pdf)
- Horwitz, R. (2004) *Hedge Fund Risk Fundamentals: Solving the Risk Management and Transparency Challenge*, Bloomberg Press
- Lhabitant, F. S. (2006) *Handbook of Hedge Funds*; John Wiley & Sons
- Lo, A.W. (2010) *Hedge Funds: An Analytic Perspective*; Princeton University Press
- Lowenstein, R. (2000) *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*; Random House
- Mesirow Financial (2011) *White paper 2011: Understanding Hedge Fund Indices, Biases and Methodologies*; [http://www.mesirowfinancial.com/advancedstrategies/collateral/whitepapers/mas\\_wp\\_2011\\_understanding\\_hedge\\_fund\\_indices.pdf](http://www.mesirowfinancial.com/advancedstrategies/collateral/whitepapers/mas_wp_2011_understanding_hedge_fund_indices.pdf)
- McCrary, S.A. (2004) *Hedge Fund Course*; Wiley Finance
- McCulough, D. (2011) *Diary of a Hedge Fund Manager: From the Top, to the Bottom, and Back Again*; John Wiley & Sons
- Morrison & Foerster (2010) *The Dodd-Frank Act*; <http://www.mofo.com/files/Uploads/Images/SummaryDoddFrankAct.pdf>
- NYTimes (2007a) *Redemption Day: Will Hedge-Fund Investors Bolt?* [online] revize 12.3.2012; <http://dealbook.nytimes.com/2007/08/15/redemption-day-will-hedge-fund-investors-bolt/>
- NYTimes (2007b) *Officials Reject More Oversight of Hedge Funds* [online] revize 14.4.2012; [http://www.nytimes.com/2007/02/23/business/23hedge.html?\\_r=1&pagewanted=all](http://www.nytimes.com/2007/02/23/business/23hedge.html?_r=1&pagewanted=all)
- NYTimes (2008a) *John Paulson Criticizes Funds for Blocking Exits* [online] revize 12.3.2012; <http://dealbook.nytimes.com/2008/12/31/john-paulson-criticizes-funds-for-blocking-exits/>
- Parker, V.R. (2005) *Managing Hedge Fund Risk: Strategies and Insights from Investors, Counterparties, Hedge Funds and Regulators, Second Edition*; Risk Books

- Petajisto, A. (2010) *Hedge Funds after Dodd-Frank*, New York University [online] revize 12.5.2012; <http://w4.stern.nyu.edu/blogs/regulatingwallstreet/2010/07/hedge-funds-after-doddfrank.html>
- Preqin (2011a) *Hedge Fund Spotlight October 2011*;  
[http://www.preqin.com/docs/newsletters/HF/Hedge\\_Fund\\_Spotlight\\_October\\_2011.pdf](http://www.preqin.com/docs/newsletters/HF/Hedge_Fund_Spotlight_October_2011.pdf)
- Preqin (2011b) *The 2012 Hedge Fund Investor Review*;  
[http://www.preqin.com/docs/samples/The\\_2012\\_Hedge\\_Fund\\_Investor\\_Review\\_Sample\\_Pages.pdf?rnd=1](http://www.preqin.com/docs/samples/The_2012_Hedge_Fund_Investor_Review_Sample_Pages.pdf?rnd=1)
- Preqin (2011c) *Hedge Fund Spotlight March 2011*;  
[http://www.preqin.com/docs/newsletters/HF/Preqin\\_Hedge\\_Fund\\_Spotlight\\_March\\_2011.pdf](http://www.preqin.com/docs/newsletters/HF/Preqin_Hedge_Fund_Spotlight_March_2011.pdf)
- PwC (2008) *130/30 Hedge Funds on a Growth Curve*;  
[http://download.pwc.com/ie/pubs/pwc\\_13030\\_funds\\_on\\_a\\_growth\\_curve.pdf](http://download.pwc.com/ie/pubs/pwc_13030_funds_on_a_growth_curve.pdf)
- Quandani, A.E., Lo, A.W. (2007) *What Happened to the Quants in August 2007?*;  
<http://web.mit.edu/alo/www/Papers/august07.pdf>
- Riemlová, V. (2008) *Hedge Funds' Performance Within The Subprime Mortgage and Financial Crisis 2007/2008*; IES FSV UK, diplomová práce
- Shadab, H. B. (2007). *The Challenge of Hedge Fund Regulation*. Regulation, Vol. 30(1); [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=978539](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=978539)
- Shadab, H.B. (2009) *Hedge Funds and the Financial Crisis*; New York Law Legal Studies research paper No.09/10 31 ; [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1564847](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1564847)
- SEC (2004) *Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers*;  
<http://www.sec.gov/rules/final/ia-2333.htm>
- SEC (2003) *Implication of the Growth of Hedge Funds*;  
<http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf>
- SEFCLAW (2006) *Goldstein vs. SEC*, 04-1434 [online]  
<http://www.seclaw.com/docs/ref/GoldsteinSEC04-1434.pdf>
- Senát (2010) US Senate: *Brief Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*;  
[http://banking.senate.gov/public/\\_files/070110\\_Dodd\\_Frank\\_Wall\\_Street\\_Reform\\_comprehensive\\_summary\\_Final.pdf](http://banking.senate.gov/public/_files/070110_Dodd_Frank_Wall_Street_Reform_comprehensive_summary_Final.pdf)
- Sklar, R.(2009) *Hedges or Thickets: Protecting Investors from Hedge Fund Managers' Conflicts of Interest*; Fordham Law Review, Vol. 77;  
<http://law2.fordham.edu/publications/articles/500flspub18465.pdf>
- Slater, D. (2008) *Judge Kaplan Reprimands hedge Funds in Takeover Battle with CSX* [online], revize 12.5.2012; <http://blogs.wsj.com/law/2008/06/12/judge-kaplan-reprimands-hedge-funds-in-takeover-battle-with-csx/>

Stowell, D.R. (2010) *An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity: The New Paradigm*; Academic Press

TheCityUK (2011) *Global Funds 2011*

TheCityUK (2012) *Hedge Funds March 2012*

Yao, F., Xu, B, Doucet, K, (2002) *Streetsmart Guide to Managing Your Portfolio*; McGraw Hill

### **Právní úpravy**

Investment Company Act of 1940

Investment Advisors Act of 1940

Securities Act of 1933

Securities Act of 1934

Směrnice 2011/61/EU (AIFMD)

### **Internetové zdroje**

barclayhedge.com

bloomberg.com

economist.com

hedgeco.com

hedgefundreview.com

hfri.com

investopedia.com

wsj.com

UNIVERSITAS CAROLINA PRAGENSIS  
založena 1348

Univerzita Karlova v Praze  
Fakulta sociálních věd  
Institut ekonomických studií



Opletalova 26  
110 00 Praha 1  
TEL: 222 112 330,305  
TEL/FAX: 222 112 304  
E-mail:  
[ies@mbox.fsv.cuni.cz](mailto:ies@mbox.fsv.cuni.cz)  
<http://ies.fsv.cuni.cz>

Akademický rok 2009/2010

## TEZE BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Student:	Michal Ducháček
Obor:	Ekonomické teorie
Konzultant:	doc. Ing. Oldřich Dědek CSc.

Garant studijního programu Vám dle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a Studijního a zkušebního řádu UK v Praze určuje následující bakalářskou práci

Předpokládaný název BP:

**Hedgeové fondy: Investiční strategie a regulace**

Charakteristika tématu, současný stav poznání, případné zvláštní metody zpracování tématu:

Především v části zaměřující se na aktuální situaci bude nutné čerpat z nejnovějších zdrojů. S tím budou spojeny tyto obtíže: zdroje nebudou prověřeny časem a budu se nejspíš také setkávat s texty ne úplně neutrálními, například v otázkách dopadů short sellingu; závěry se budou odvíjet od budoucích akcí zákonodárců – zpracování takto aktuálního tématu je atraktivní, avšak nyní nelze s jistotou určit, jakým směrem se bude situace ubírat, tedy i závěr je v tomto směru otevřený.

Struktura BP:

Abstrakt

Cílem této práce je popsat techniky využívané hedge fondy a jejich možný dopad na současnou situaci. Nejprve bude nutné definovat globální chápání hedge fondů a jejich specifika. Ve druhé části rozebereme, jaké investiční příležitosti vyhledávají, jaký byl vývoj v těchto technikách a v jakých proporcích jsou využívány. V závěru se budou věnovat vývoji na poli hedge fondů od počátku finanční krize, regulatorní změnám, posunu v preferencích fondů a také dopadu short sellingu a tedy samotných fondů na stabilitu trhů.

Osnova

: Definice hedge fondů  
: Investiční techniky, využití short sellingu  
: Vývoj od počátku finanční krize



Seznam základních pramenů a odborné literatury:

Stowell, David: An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity  
Dubil, Robert: An Arbitrage Guide to Financial Markets  
Eichengreen, Barry: Hedge funds and financial market dynamics  
Brown, Stephen - Goetzmann, William: Hedge funds with style  
McGuire, Patrick - Tsatsaronis, Kostas: Estimating hedge fund leverage  
Phoebus Athanassiou: Hedge fund regulation in the European Union: current trends and future prospects  
Lowenstein, Roger: When Genius Failed

Datum zadání:	7. 6. 2010
Termín odevzdání:	13. 5. 2011

Podpisy konzultanta a studenta:

V Praze dne