

**Univerzita Karlova v Praze**

Fakulta sociálních věd

Institut ekonomických studií

**Bakalářská práce**

*2008*

Vladimír Šťastný

**Univerzita Karlova v Praze**

Fakulta sociálních věd

Institut ekonomických studií

Bakalárska práca

**Hedgeové fondy v České republice a ich  
investičné stratégie**

**Vypracoval: Vladimír Šťastný**

**Konzultant: Doc. Ing. Oldřich Dědek CSc**

**Akademický rok: 2008/2009**

Prohlášení:

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci vypracoval samostatně a použil pouze uvedené prameny a literaturu.

V Praze dne: 20.12.2008

.....  
*Vladimír Šťastný*

#### PodĎakovanie:

Rád by som úvodom poĎakoval svojmu konzultantovi Doc. Ing. Oldřichu Dědkovi CSc. za odbornú pomoc pri vedení bakalárskej práce a jeho cenné pripomienky.

Taktiež by som rád poĎakoval portfólio manažérom, ktorí mi poskytli cenné informácie ohľadom fungovania ich fondov a investičných stratégií a to Ing. Petrovi Poskerovi, CFA zo spoločnosti Atlantik, Ing. Danielovi Gladišovi, MBA, CFA zo spoločnosti Vltava, Ing. Liborovi Winklerovi, CSc. a Ing. Petrovi Kalinovi z RSJ Invest a RNDr. Jaroslavovi Krabcovi, PhD, CFA zo spoločnosti Wood & Co.

## *Abstrakt*

---

Hedgeové fondy zastávají na finančních trzích z roka na rok významnější úlohu, přičemž jejich způsob investování a fungování je často zahalený rúškom tajomstva. Táto práca si dala za cieľ poodkryť niektoré aspekty hedgeových fondov, poukázať na ich investičné stratégie a prístup k riadeniu rizika. V úvode práce sa venujeme histórii odvetvia a základným rozdielom medzi tradičnými a alternatívnymi investíciami, medzi ktorými hedgeové fondy zaradujeme. Postupne poukazujeme na obecné fungovanie fondu a používané investičné stratégie v tomto heterogénnom prostredí. Ťažiskom práce je analýza sektoru hedgeových fondov v Českej republike, kde popisujeme štruktúru a používané investičné stratégie fondov so zahraničným domicilom. Práca sa snaží odhaliť veľkosť tohto sektoru a ukázať rozdielnosť použitých stratégií a prístup k riziku. Poukazujeme taktiež na uplatňovanú štruktúru poplatkov a jej rozdielnosť oproti podielovým fondom.

## *Abstract*

---

Hedge funds are nowadays playing more and more significant role on financial markets while their investment style and processes are often covered in secrecy. The purpose of this thesis is to unfold certain aspects of hedge funds and describe their investment strategies and risk management. In the introduction we are dealing with the history of industry and differences between traditional and alternative investments. Hedge funds are alternative investment vehicles that operate in very heterogeneous environment and first part of the thesis is dedicated to reveal their management processes. The core of this thesis is based on analysis of Czech offshore hedge funds where we examine their investment strategies and main characteristics of funds. The thesis tries to identify size of this market and to show differences in strategies and understanding of the risk among Czech hedge fund managers. We present also the different fee structure between hedge funds and mutual funds.

# Obsah

---

Úvod .....	1
1 Teoretické pozadie hedgeových fondov .....	3
1.1 Stručná definícia.....	3
1.2 História hedgeových fondov .....	4
1.2.1 Obdobie vzniku .....	4
1.2.2 Warren Buffett .....	6
1.2.3 Obdobie temna a renesancie.....	9
1.3 Charakteristika súčasného odvetvia.....	10
1.4 Rozdiel medzi hedgeovým a podielovým fondom.....	12
1.5 Regulácia .....	15
1.5.1 Securities Act 1933 .....	16
1.5.2 Secuties Exchange Act 1934 .....	17
1.5.3 Investment Company Act 1940 .....	17
1.5.4 Investment Advisers Act 1940.....	18
2 Štruktúra a fungovanie hedgeového fondu.....	19
2.1 Právna forma a štruktúra fondu .....	19
2.2 Úloha brokera.....	21
2.3 Úloha administrátora .....	22
2.4 Páka ako nástroj na zvýšenie výnosu ale i rizika.....	22
2.5 Meranie výkonnosti fondu.....	23
2.5.1 Sharpov pomer .....	24
2.5.2 Sortinov pomer .....	24
2.5.3 Treynorov pomer.....	25

2.5.4 Jensenova alfa.....	25
2.6 Druhy rizík, ktorým fondy čelia .....	26
2.6.1 Trhové riziko.....	27
2.6.2 Kreditné riziko.....	27
2.6.3 Likviditné riziko .....	28
2.6.4 Operačné riziko.....	28
3 Investičné stratégie.....	29
3.1 Market Neutral Stratégie.....	29
3.1.1 Equity market neutral .....	29
3.1.2 Event-driven .....	30
3.1.2.1 Distressed Securities.....	30
3.1.2.2 Arbitráž akvizícií a fúzií .....	30
3.1.2.3 Špeciálne situácie .....	31
3.1.3 Market Neutral Arbitrage.....	31
3.1.3.1 Konvertibilná Arbitráž .....	31
3.1.3.2 Arbitráž dlhových inštrumentov.....	32
3.1.3.3 Štatistická Arbitráž.....	32
3.1.3.4 Ostatné Arbitráže .....	32
3.2 Long/Short Equity Stratégie.....	33
3.2.1 Agresívny rast.....	33
3.2.2 Oportunistické.....	33
3.2.3 Predaj nakrátko.....	34
3.2.4 Hodnotové investovanie .....	34
3.3 Directional Trading Stratégie .....	34
3.3.1 Managed Futures.....	34
3.3.2 Global Macro .....	35
3.3.3 Časovanie trhu.....	35
3.4 Špeciálne Stratégie .....	35
3.4.1 Rozvíjajúce sa trhy.....	35
3.4.2 Stratégie príjmu .....	36
3.4.3 Multi-Stratégie .....	36

4	Analýza sektoru hedgeových fondov v Českej republike .....	37
4.1	Charakteristika českého odvetvia .....	37
4.2	Atlantik Advanced Solutions .....	38
4.2.1	Atlantik Fixed Income CZK Fund .....	38
4.2.2	Atlantik Advanced Commodity CZK Fund .....	38
4.2.3	Atlantik Advanced Balanced CZK Fund .....	40
4.3	Novy Fund .....	42
4.4	RSJ Powerfunds .....	46
3.4.1	RSJ NewMarkets .....	47
4.4	Vltava Fund .....	468
4.4	Wood & Co Central & Eastern European Fund .....	469
	Záver .....	52
	Zoznam použitej literatúry .....	54
	Projekt bakalárskej práce .....	57

## Zoznam Grafov

---

<i>Graf č.1:</i>	Rozdelenie investícií .....	3
<i>Graf č.2:</i>	Výkonnosť Buffett Partnership a Berkshire Hathaway vs S&P 500.....	8
<i>Graf č.3:</i>	Vývoj počtu hedgeových fondov a ich aktív pod správou 1990-2003.....	10
<i>Graf č.4:</i>	Súčasný stav aktív a podiel stratégií na celkovom počte fondov.....	11
<i>Graf č.5:</i>	Vývoj celkových aktív hedgeových fondov 2003 – 2008.....	12
<i>Graf č.6:</i>	Štruktúra Master – Feeder.....	20
<i>Graf č.7:</i>	Štruktúra Side – By – Side.....	21
<i>Graf č.8:</i>	Spektrum komodít vo fonde skupiny Atlantik.....	39
<i>Graf č.9:</i>	Rozloženie portfólia vyváženého fondu Atlantik.....	40
<i>Graf č.10:</i>	Rozloženie portfólia Novy Fund.....	44
<i>Graf č.11:</i>	Výkonnosť portfólia Novy Fund.....	45



# Úvod

---

Hedgeové fondy sa na finančných trhoch objavili už zhruba pred pol storočím, svoj rozmach ale začali zažívať až v poslednej dekáde. Tento boom bol spôsobený najmä rozvojom technológií s ktorými finančné trhy operujú ale i samotným vývojom trhov, ktoré sa snažia o zvyšovanie efektivity a využívanie každej spozorovanej príležitosti tak ako každé iné odvetvie. V súčasnosti môžeme na hedgeové fondy pozeráť ako na samostatné odvetvie finančného sektoru, určitú podskupinu asset managementu, ktorá má s tradičným správcovstvom majetku určité znaky ale v hlbšej analýze sa dosť výrazne odlišuje.

Jedným z cieľov tejto bakalárskej práce je vysvetliť ako hedgeové fondy vznikli, aká bola motivácia pre ich zakladanie, ako fungujú a aké investičné stratégie používajú. Dôležitým parametrom práce je načrtnúť celkový pohľad na fondy a ich činnosť tak, aby dal potencionálnym investorom a ďalším zainteresovaným osobám neskreslený pohľad, nech už je verejná mienka naklonená v prospech či proti hedgeovým fondom. Druhý cieľ je analyzovať prostredie hedgeových fondov v Českej republike, identifikovať jednotlivé fondy a popísať ich štruktúru, používané investičné stratégie a prístup k riadeniu rizík.

V úvodnej kapitole sa venujem histórii odvetvia, s načrtnutím výrazných momentov ktoré formovali samotné investičné stratégie, reguláciu zo strany štátu ako i pohľad verejnosti na fondy samotné. V tejto časti uvádzam základné charakteristiky odvetvia hedgeových fondov a rozdiely oproti tradičným podielovým fondom či už po právnej stránke, motivačných mechanizmoch alebo použití rozdielnych investičných stratégií a nástrojov. Samotnú podkapitolu venujem regulačným zákonom a orgánom, ktoré výrazne ovplyvnili správanie sa fondov a nastavili im dôležité mantinely. Keďže hedgeové fondy vznikli v Spojených štátoch, v analýze pracujem pri vysvetľovaní fungovania a regulácie prevažne s týmto prostredím.

Druhá kapitola začína popisom právnej formy a štruktúry fondu, pokračujúc vysvetlovaním samotného fungovania fondu a jeho protistrán. Ako prípravu pre analytickú časť uvádzam zmysel a fungovanie páky a spôsoby merania výkonnosti fondu. Podstatnou časťou tejto kapitoly je časť venovaná popisu rizík, ktorým fondy čelia. V práci

poukazujem na rozličné chápanie rizika medzi akademickou obcou a niektorými portfólio manažérmi, čo sa nakoniec ukáže aj v samotnej analýze fondov v českom prostredí.

Tretia kapitola sa venuje popisu investičných stratégií a ich klasifikácii. Prostredie hedgeových fondov je tak heterogénne, že klasifikácia do 18 tried bola hrubým načrtnutím celého komplexu. Každý hedgeový fond v podstate využíva svoju vlastnú špecifickú stratégiu, ktorá mu zabezpečuje určitú pridanú hodnotu. Táto kategorizácia je ale vhodnou prípravou pred hlavnou analytickou časťou.

Štvrtá kapitola sa zaoberá vykreslením českého prostredia, popisom fungovania fondov a analýzy použitých investičných stratégií a risk managementu. Prvý hedgeový fond sa v Českej republike objavil v roku 2004 a celkovo teda ide o veľmi mladé odvetvie. Keďže tieto hedgeové fondy nie sú povinné o sebe v ČR zverejňovať žiadne informácie, nie je jednoduché o nich získať prehľad a kvalitné informácie. Niektoré, ako napr. Novy fund, uverejňujú väčšinu podstatných informácií pre investorov na svojich webových stránkach, ale napr. o fonde spoločnosti Wood & Co nie je jednoduché získať akúkoľvek informáciu. Pre analýzu som teda navštívil portfólio manažérov jednotlivých spoločností, ktorí mi poskytli veľmi cenné informácie o fungovaní fondu a ich konkrétnej investičnej stratégii.

Výsledky a zhrnutie tejto práce môže byť nájdené v samotnom závere.

# 1 Teoretické pozadie Hedgeových fondov

---

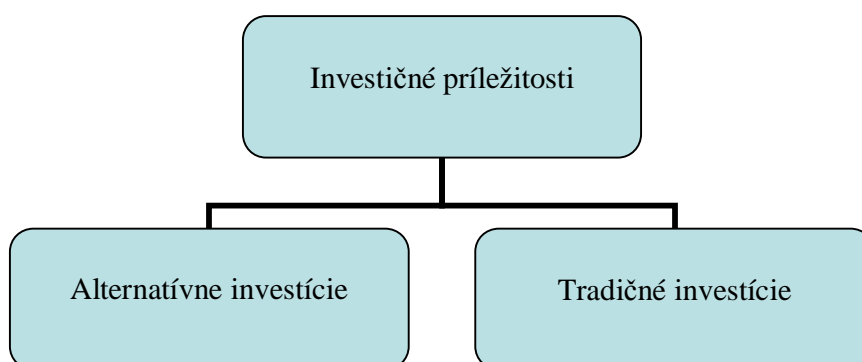
Hedgeové fondy vždy vzbudzovali záujem médií. Či už to bolo v časoch dobrých, keď titulné stránky časopisov plnili príbehy manažérov ktorý dosiahli neobvyklé výnosy pre svojich investorov a následne boli aj štedro odmenení, alebo v období kríz keď média tieto fondy obviňovali z ich samotného zavinenia pre svoje ľahkomyselné chamtivé správanie. Jedným z takýchto príkladov bol i kolaps fondu Long Term Capital Management v roku 1998, keď neuvážené použitie páky viedlo k ohrozeniu celého finančného systému a na pomoc musela nakoniec prísť americká centrálna banka FED . Je preto namieste venovať trochu času popisu ako hedgeové fondy vznikli a čo je ich primárnou úlohou. Najprv si ale samotný názov bližšie popíšeme.

## 1.1 Stručná definícia

Presne vymedziť pojem hedgeový fond je neľahká úloha, pretože ide o veľmi heterogénnu skupinu fondov, ktoré majú rôzne právne formy a odlišné investičné stratégie. Použijeme ale definíciu ktorá sa nám zdá, že pokrýva hlavné črty týchto fondov.

Hedgeový fond je agresívne spravované portfólio investícií, ktoré využíva pokročilé investičné stratégie a nástroje ako páku, dlhé a krátke pozície, deriváty na trhoch domácich i medzinárodných s cieľom generovať vysoké výnosy a to hlavne v absolútnom merítku ([www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)) . Hedgeový fond teda spadá do kategórie alternatívnych investícií, ktoré sú charakteristické nízkou koreláciou s tradičnými investíciami.

**Graf č.1 : Rozdelenie investícií**



- Hedgeové fondy
- Fondy súkromného kapitálu
- Nehnuteľnosti
- Prírodné zdroje
- Akcie
- Dlhopisy
- Hotovostné ekvivalenty

*Zdroj : Hedges ( 2005 )*

Alternatívne investície majú ešte niekoľko ďalších cieľov okrem nízkej korelácie s tradičnými investíciami. Ide hlavne o zachovanie kapitálu samotného a jeho následná akumulácia a rast. Zlepšený management rizík a volatility ktorý by mal ochrániť investície pred poklesom trhu. Zvýšené výnosy ktoré by mali reflektovať záujem investora podstúpiť riziko použitia iných ako bežne zaužívaných investičných stratégií. A v neposlednom rade kvôli slabšej regulácii ponúkajú prístup k pokročilejším stratégiám ktoré sú tradičným manažérom nedostupné. ( Hedges, 2005 )

Termín hedgeový fond, ako fond ktorý je „zaistený“ má svoj pôvod v spôsobe akým prví manažéri týchto fondov investovali. Nakúpili dlhé pozície jednotlivých aktív a tie potom zaistili proti prípadnému celkovému prepadu trhu tým, že nakúpili krátke pozície iných akciových alebo dlhopisových titulov. Táto pôvodná stratégia sa v určitej miere zachovala dodnes, ale pribrala k sebe nespočetne mnoho ďalších stratégií, ktoré sa tiež hlásia k hedgeovým, no s pôvodným konceptom majú už len málo spoločného. A tak došlo k snáď jednému z najpozoruhodnejších javov moderných financií, kde sa tie najrizikovejšie veci nazývajú zaistené.

## **1.2 História hedgeových fondov**

### **1.2.1 Obdobie vzniku**

Prvý hedgeový fond sa datuje do roku 1949, keď Alfred Winslow Jones ako redaktor časopisu Fortune uverejnil článok pojednávajúci o technických metódach analýzy trhu a investičnej stratégií ktorá by mala investorom priniesť vyšší výnos kvôli použitiu hedgingu, teda zaistenia portfólia. Aby túto stratégiu mohol uviesť do praxe, založil fond A.W. Jones & Co. s počiatočným kapitálom 100 000 USD .

Fond štruktúroval ako general partnership aby sa vyhol reštrikciám kladenými americkou Komisiou pre cenné papiere (SEC) a mohol využiť naplno prvky do svojej stratégie, ktoré obsahovali krátke pozície a páku. Tieto nástroje síce neboli nové, páka sa používala na dosiahnutie vyšších výnosov s vyšším rizikom a krátke pozície pri špekuláciách v špecifických situáciách na trhu. Jones ale skombinoval tieto dva nástroje do pomerne konzervatívnej stratégie, ktorá bola založená na dvoch predpokladoch. Myslel si, že dokáže nájsť na trhu nadhodnotené i podhodnotené akciové tituly a zaujať k nim krátke resp. dlhé pozície. A taktiež si myslel, že nedokáže odhadnúť celkový vývoj trhu – market timing. Vyhol sa tak špekulovaniu na rast či pokles trhu a jeho zisky plynuli z jednotlivých pozícií, pričom si výrazne znížil celkové riziko. (Lhabitant, 2006)

Jones aby do svojho fondu prilákal investorov, zaviedol odlišnú štruktúru poplatkov za správu majetku. Neuplatňoval si fixnú sumu, ktorá sa odvíja od objemu obhospodávaných prostriedkov ale namiesto toho zaviedol poplatok viazaný na výkon fondu. Tento poplatok činil 20 % z realizovaných ziskov a v prípade straty bol nulový. Taktiež do fondu investoval vlastných 40 000 USD, lebo sa mu zdalo nesprávne vyberať poplatok riskovaním čisto cudzích peňazí. V prvom roku dosiahol Jonesov výnos 17,3 %. ( Lhabitant, 2006 ) Toto boli hlavné parametre ktorými stanovil latku pre nadchádzajúce hedgeové fondy.

V roku 1952 sa Jones napriek slušným výsledkom rozhodol zmeniť formu svojej spoločnosti na limitované partnerstvo a najal si portfólio manažéra Dicka Radcliffa aby nahradil jeho funkciu vo výbere akcií. Neskôr najal ďalších manažérov, ktorým zveril určitú časť prostriedkov fondu a dal im k dispozícii voľnosť vo výbere pokiaľ nebudú robiť protichodné investície. Týmto vlastne A.W. Jones pretransformoval svoj pôvodný fond na prvý „*multi-manager hedge fund*” (Ruiz–Caruz, Bhat, Mariot, 2007, str.2). V období od roku 1955 až 1965 jeho fond vyniesol 670 % oproti 358 % výkonu podielového fondu Dreyfuss fund, jedného z najvýnosnejších podielových fondov toho obdobia (Lhabitant, 2006) . Samotný termín hedgeový fond priniesol až článok Carol J. Loomis, ktorá v roku 1966 v časopise Fortune opísala Jonesovu stratégiu a poukázala na jeho vynikajúce výsledky. Týmto článkom sa Jones dostal do povedomia investičnej verejnosti, čím prilákal nielen nových investorov ale vyvolal i boom nových fondov, ktoré sa už radili medzi hedgeové.

Okrem fondov, ktoré vznikli odchodom jednotlivých manažérov z „dielne“ A.W. Jonesa, vznikali nezávisle i ďalšie fondy, ktoré mali síce odlišnú stratégiu od tej Jonesovej, ale tým, aký mali systém prijímania poplatkov a dosahovanie výkonnosti v absolútnom

merítku, ich môžeme radiť medzi fondy hedgeové. Ako najznámejšie spomenieme fondy Waltera J. Schlossa WJS Partners, Georga Sorosa Quantum Fund a Leverage Capital Holdings ako prvý fond hedgeových fondov. Medzi pionierov odvetvia môžeme takisto radiť jeden fond, o ktorom jeho zakladateľ nikdy nehovoril ako o hedgeovom, ale mal v začiatkoch presne tie charakteristiky o ktorých sme hovorili už vyššie. Nie je to nik iný ako Warren Buffett, jeden z najúspešnejších investorov v histórii, a jeho Buffett Partnership LP z roku 1956. (Lhabitant, 2006)

### 1.2.2 Warren Buffett

Warren Buffett už od malička prejavoval vysoký záujem o podnikanie. Svoju prvú akciu kúpil keď mal 13 rokov a na tej sa naučil, že ak je nejaká akcia dobrá a drží sa dostatočne dlhú dobu, prinesie aj zaujímavé ovocie. Ešte počas strednej školy boli jeho podnikateľské aktivity natoľko úspešné, že nechcel ani pokračovať v štúdiu na univerzite, ale naplno sa venovať podnikaniu. No rozhodli za neho rodičia a on nastúpil na Univerzitu v Nebraske po ktorej prestúpil na Kolumbijsku univerzitu. Tu stretol svojho budúceho mentora Benjamina Grahama, úspešného portfolio manažéra a autora knihy Inteligentný Investor, ktorá sa dodnes považuje za jednu z najlepších kníh o investovaní. Benjamin Graham položil základy investičnej stratégie Hodnotové investovanie ( Value investing), kde sa manažér snaží nájsť vnútornú hodnotu akcie na základe fundamentálnej analýzy. Potom sa snaží nakupovať akcie, ktoré sa nachádzajú svojou trhovou hodnotou hlboko pod touto vnútornou hodnotou a vzniká tak pre investora akýsi bezpečnostný vankúš ( margin of safety ). Tento „ vankúš“ by ho mal ochrániť pred nepresnosťou ktorej sa nutne pri analýze akcie dopúšťa . Po ukončení štúdia na univerzite sa Buffett zamestnal v Grahamovej investičnej firme Graham – Newman Corporation, kde sa počas dvojročného pôsobenia plne ponoril do tohto prístupu k investovaniu. V roku 1956 Benjamin Graham ukončil svoju kariéru portfólio manažéra a Buffett teda odchádza do svojej rodnej Omahy, kde s podporou rodiny a priateľov zakladá svoj fond. Sedem limitovaných partnerov a Buffett ako hlavný partner zložili 100 100 USD, kde tých 100 USD bolo od Warrena Buffetta. Podmienky výberu manažérskej provízie boli pre investorov nastavené celkom spravodlivo. Buffett si účtoval 25 % zo zisku až po prekonaní hranice 6 %, pričom nepoberal žiadny fixný poplatok. Medzi rokmi 1956 až 1969 dosiahol jeho fond zložený ročný výnos 29,5 %, čo vysoko prevyšovalo index Dow Jones Industrial

Average, ktorý v tom období rástol medzi 7 – 11 % ročne. ( Hagstrom, 2005) . Od roku 1962 začal Buffett skupovať akcie textilnej spoločnosti Berkshire Hathaway, ktorá sa obchodovala za veľmi nízke ceny kvôli upadajúcemu textilnému priemyslu. V priebehu nasledujúcich rokov v nej získal rozhodujúci vplyv a pretransformoval ju takpovediac na svoju novú investičnú spoločnosť. Svôj pôvodný fond rozpustil v roku 1969 a partnerom odporučil nákup akcií Berkshire. Cieľom v novej spoločnosti bolo zvýšiť jej účtovnú hodnotu investovaním do podhodnotených aktív a do spoločností vysokej kvality za rozumnú cenu. Toto sa mu aj podarilo a dokonca predčil aj svoj pôvodný cieľ ktorý si stanovil na 15 % rast účtovnej hodnoty ročne. Za štyridsať rokov svojej činnosti zvýšil účtovnú hodnotu na akciu z \$19 na \$50 498, čo je 22.5 % ročne. Jeho investičná stratégia sa však časom postupne menila. Spočiatku bol verný princípu ktorý sa naučil od Benjamina Grahama. Nakupovať aktíva s veľkým bezpečnostným vankúšom. To pre neho znamenalo nakupovať často vo výnimočných situáciách na trhu, kde došlo k rôznym škandálom, ktoré vyvolali prudký pokles (pokles akcií spoločnosti American Express zo \$65 na \$35 v priebehu noci), alebo situáciám kedy ovládol trh strach a všetci sa snažili zbaviť akcií. Ako sa raz sám Buffett vyjadril : „ Keď ostatní sú chamtiví, my máme obavy a my sme chamtiví len vtedy keď ostatní majú strach.“ ( Berkshire Hathaway Annual Report, 1986, str.16 )

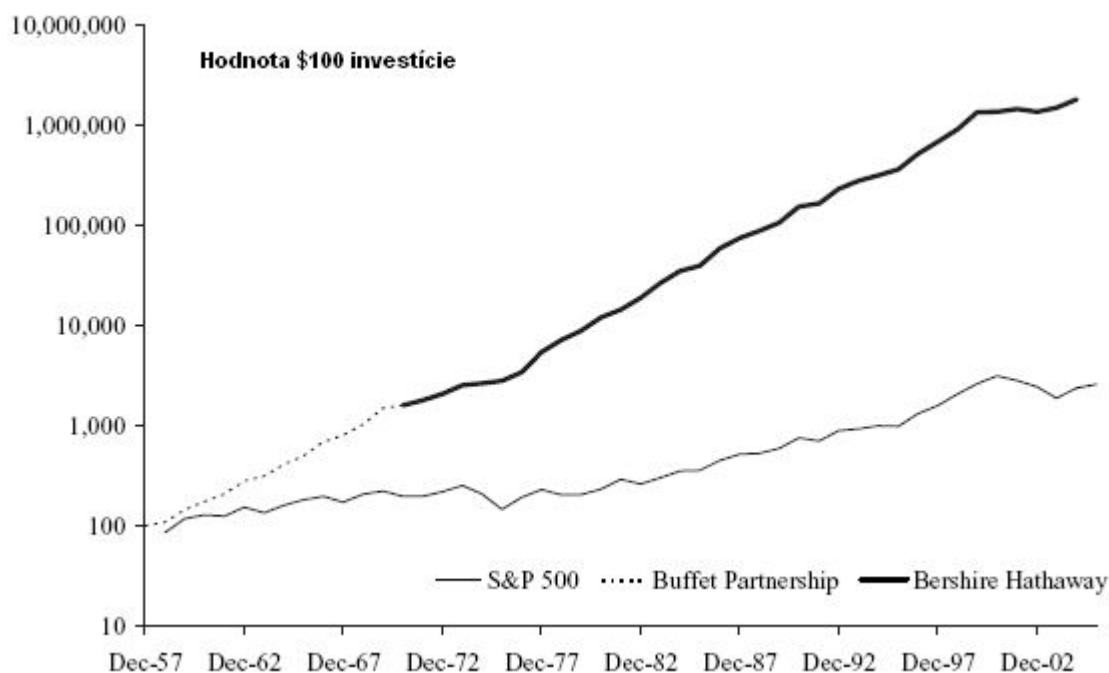
Tento spôsob nákupu využíva i dnes, keď sa strach na finančných trhoch dá doslova „ krájať “ kvôli finančnej kríze (Október 2008 ). Warren Buffett oznámil nákup 10 % spoločnosti Goldman Sachs, ktorá bola postihnutá krízou bankového sektoru a ďalší veľký nákup akcií spoločnosti General Electric, ktorá utrpela vďaka hroziacej globálnej recesii.

Vo svojich začiatkoch sa Buffett podobal manažérovi hedgeového fondu oveľa viac ako je tomu dnes. Využíval príležitosti merger arbitrage, oddelenia časti spoločnosti (spin-offs), distressed debt, arbitráž dlhopisov či investície do komodít. Forma v akej bolo aktívum pre neho nebola podstatná. Či už šlo o akcie, dlhopisy alebo komodity, vždy sa držal svojho tzv. okruhu kompetencie. Nakupovať len v tých sektoroch, ktorým dôverne rozumie a dokáže jeho vývoj predpovedať na dobrej pravdepodobnostnej úrovni. Preto sa vždy vyhýbal investovaniu do technologických akcií, kde sa zmena odohráva oveľa rýchlejšie a je preto priam nemožné predpovedať vývoj na 10 rokov dopredu. Jeho portfólio bolo vždy koncentrované, diverzifikácia znamená len rozptýlenie dobrých investičných nápadov medzi tie horšie. V prípade kúpy akcií spoločnosti American Express (ešte Buffett Partnership), dosiahla táto pozícia až 40 % celkového portfólia. Volatilita pre Buffetta nikdy nehrala nijakú významnejšiu úlohu, pretože jeho horizont bol

dlhodobý a keď si bol istý tým čo kúpil, tak krátkodobé pohyby na trhu ani nevnímal.. Postupom času ako veľkosť Berkshire Hathaway rástla, Buffett si mohol dovoliť kupovať už nielen akcie spoločností, ale spoločnosti ako celky. A tak sa menila aj jeho stratégia. Z čistého investora sa stal aj operátorom svojho holdingu. Snažil sa nájsť spoločnosti s kvalitným manažmentom, dobrým produktom a stratégiou, a túto spoločnosť začlenil do Berkshire s tým, že zefektívnil využitie voľných prostriedkov v rámci holdingu. Určitou špecialitou je nákup rodinných firiem aj s pôvodným manažmentom. Buffett sa na to pozerá nasledovne. Ak niekto dokázal vybudovať spoločnosť z ničoho do takej prosperity, je dosť pravdepodobné, že ju bude budovať takto i naďalej. Motiváciou pre rodinu predať spoločnosť je jednak finančné zhmotnenie dlhodobej práce, lepší prístup k voľnému kapitálu pre rozvoj spoločnosti a záruka Buffetta, že vedeniu nechá voľnú ruku pri ďalšom budovaní. Berkshire Hathaway takto ponúka veľmi príjemné prostredie pre zakladateľov alebo pokračovateľov rodinných firiem. A Warren Buffett získava kvalitných manažérov pre svoje podniky. Plus získava cez svojich manažérov pohľad do odvetví, v ktorých potom dokáže nájsť ďalšie zaujímavé investície. Kvalitné informácie sú základom pre dobré investovanie a zväčša riaditelia spoločností disponujú lepším pohľadom do odvetvia ako analytici z brokerských domov.

## Graf č.2

### Výkonnosť Buffett Partnership a Berkshire Hathaway vs S&P 500, 1957 - 2002



Zdroj: Lhabitant (2006)



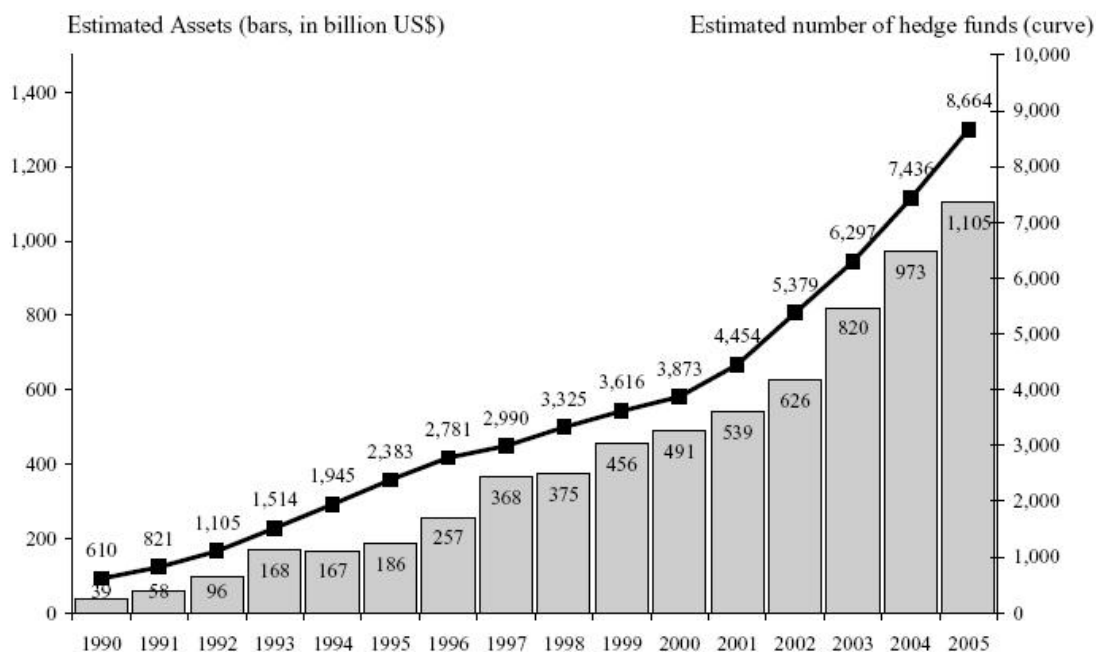
### 1.2.3 Obdobie temna a renesancia

Šesťdesiate roky a výrazný býčí trh znamenal utlmenie využívania krátkych pozícií na zaistovanie portfólií. Manažéri usúdili, že krátke pozície sú teraz neefektívne a preto sa sústredili len na dlhé pozície s použitím páky. Takáto riziková stratégia sa im vypomstila keď prišiel v roku 1969 medvedí trh a následne v rokoch 1973-1974 recesia. Mnoho manažérov muselo zatvoriť fondy a nájsť si iné zamestnanie. O hedgeových fondoch bolo zrazu na dlhé obdobie ticho.

Stanoviť v tom období presný počet fondov nebolo jednoduché kvôli chýbajúcej verejnej registrácii. Sandra Manske založila v roku 1984 spoločnosť Tremont Partners na sledovanie výkonnosti hedgeových fondov a identifikovala len 68 aktívnych fondov. Obrat nastal v roku 1986 keď magazín Institutional Investor uverejnil článok o výkonnosti manažéra Juliana Robertsona a jeho fondu Tiger Fund. Počas prvých šiestich rokov svojej existencie dokázal zhodnocovať aktíva tempom 43 % ročne po odpočítaní nákladov a poplatkov. Zatiaľ čo index S&P 500 rástol len 18,7 % tempom. Robertson používal už moderné finančné nástroje ako futurity a opcie na vylepšenie výkonnosti, čím udal nový smer celého odvetvia. S rozšírením derivátov začali vznikať i nové stratégie zamerané na makroekonomické premenné. Oblúbené boli špekulácie na meny a úrokové sadzby. Takouto špekuláciou sa zviditeľnil i George Soros, keď v roku 1992 zarobil 1 miliardu dolárov pri vystúpení Britskej libry z Európskeho Menového Systému. Stratégia Global Macro sa stala u manažérov oblúbenou a rapídne sa zvyšoval počet fondov ktoré stávkovali na makroekonomický vývoj. No Ázijská a Ruská kríza v rokoch 1997-1998 pripravila global macro manažérov o nemalé prostriedky a tak sa aj počet fondov tejto stratégie vyčistil a stabilizoval.

### Graf č.3

#### Vývoj počtu hedgeových fondov a ich aktív pod správou 1990 – 2005



Zdroj : Lhabitant ( 2006)

### 1.3 Charakteristika súčasného odvetvia

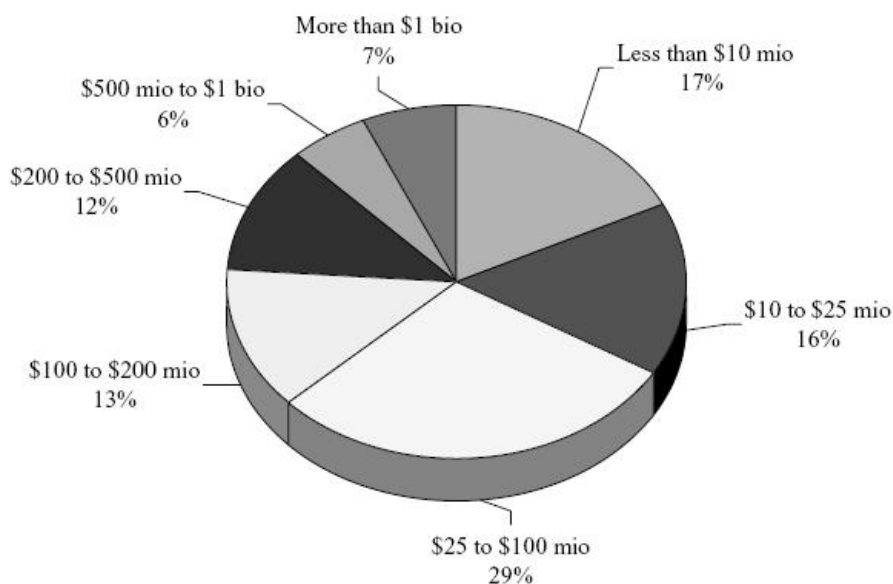
Dnes majú investori hľadajúci alternatívne investície na výber zdravšie odvetvie ako tomu bolo v minulej dekáde. Je prítomných viac stratégií, ktoré si prešli svojim vývojom, lepší management rizík jednotlivých fondov, lepšia transparentnosť vo výsledkoch a je jednoduchšie roztriediť dobrých a zlých manažérov.

Súčasnú odvetvie je charakteristické nízkou bariérou vstupu nových manažérov. Dokonca až takou, že fondy často zakladajú čerství absolventi univerzít. Investičné banky a brokerské domy povzbudzujú nových manažérov na zakladanie fondov, pretože im ich aktivita na trhu môže priniesť nemalé poplatky z obchodovania finančných inštrumentov. Taktiež mnohým fondov zabezpečujú kancelársku a technologickú infraštruktúru, systémy riadenia rizík, či marketingové aktivity medzi kvalifikovanými investormi. Najčastejším spôsobom ako hedgeový fond zvyšuje svoje aktíva pod správou, je práve v spolupráci cez investičnú banku, ktorá dokáže osloviť veľmi efektívne koncových investorov. V súčasnosti dokonca vznikajú špecializované inkubátory, ktoré poskytujú začínajúcemu manažérovi vhodné prostredie na testovanie svojej investičnej stratégie a získanie záznamu výkonnosti fondu. Tento záznam (track record) je zásadný pre prilákanie nových investorov. Manažér do inkubátoru nemusí vkladať veľkú čiastku, ale musia to byť len

jeho peniaze a nie peniaze cudzích osôb, aby sa vyhol nákladným regulačným povinnostiam. Celú technologickú infraštruktúru má na starosti spoločnosť prevádzkujúca inkubátor a manažér sa môže plne venovať investovaniu alebo obchodovaniu príležitostí na trhu. Táto spoločnosť si potom robí nároky z dosiahnutého zisku počas niekoľkých rokov prevádzky fondu. Postupom času sa tento nový trh inkubátorov stáva konkurenčnejším a tak aj manažéri dostávajú výhodnejšie podmienky, tzn. inkubátor im neukrojí prevažnú časť ziskov.

#### Graf č. 4

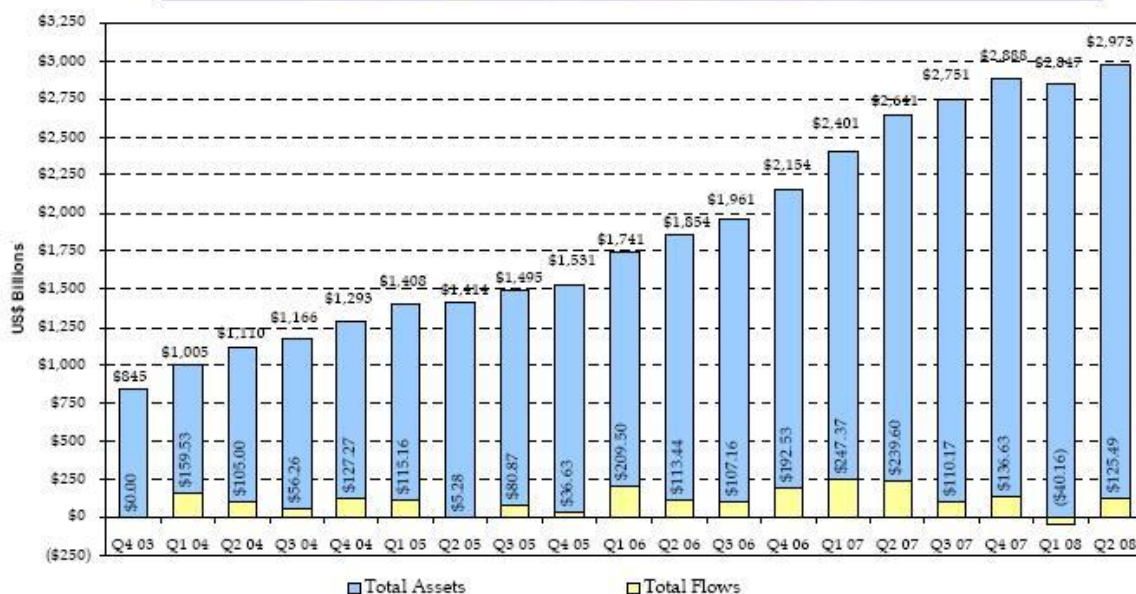
##### Súčasný stav aktív a podiel stratégií na celkovom počte fondov.



Zdroj: Lhabitant (2006)

## Graf č.5 Vývoj celkových aktív hedgeových fondov 2003 - 2008

Total Assets and Asset Growth/Decline from Q4 2003



Zdroj: HFN Asset flow (2008)

### 1.4 Rozdiel medzi hedgeovým a podielovým fondom

Hedgeové a podielové fondy sú rozdielne v mnohých oblastiach, hlavne v investičných cieľoch, stratégiách, používaných nástrojoch a prístupu regulujúcich inštitúcií. Taktiež majú rozdielne schémy poplatkov či výšku minimálnej vstupnej investície, čo vplýva aj na typ investorov, ktorí do nich vstupujú.

- Investičné ciele :
  - Hedgeové fondy sa snažia o dosahovanie absolútneho výnosu nekorelovaného s výnosom trhu. Podielové fondy sú naopak naviazané na určitý index (benchmark), ktorého sa držia. Pri alternatívnych stratégiách je zdrojom výnosu z prevažnej časti manažér a jeho schopnosť vybrať špecifické aktívum. U tradičných dochádza skôr k výberu triedy aktív a tomu zodpovedá i výnos.
- Investičné stratégie
  - Stratégie klasických podielových fondov sú značne limitované. Regulácia im neumožňuje krátke pozície či použitie derivátov. Snažia sa ťažiť z celkového pohybu trhu. Stratégie hedgeových fondov sú naopak

postavené na využívaní jednotlivých príležitostí, ktoré vznikli neefektívnosťou trhu. Väčšina manažérov hedgeových fondov je názoru, že trhy neocceňujú všetky aktíva v každom okamihu správne a popierajú hypotézu efektívnych trhov. McCrary (2005) uvádza, že výnosy alternatívnych investícií sú viac produktívne ako manažér investuje, a nie len toho, kde investuje.

- Regulácia

- Podielové fondy sú investičné spoločnosti, ktoré sa musia v USA registrovať u Komisie pre cenné papiere (SEC) a takto podliehajú regulátornému dohľadu. Striktnú reguláciu zabezpečujú federálne zákony Securities Act (1933) , Securities Exchange Act (1934), Investment Company Act (1940) a Investment Advisers Act. Taktiež je regulovaný marketing a spôsob predaja podielových fondov na ktorý dohliada National Association of Securities Dealers (NASD). Zákon z roku 1933 vyžaduje aby všetci investori fondu obdržali prospekt obsahujúci informácie o manažmente fondu, poplatkoch a nákladoch, portfóliu a výkonnosti. Štruktúru a prevádzku fondu reguluje Investment Company Act. (ICI, 2007)
- Naproti tomu je regulácia hedgeových fondov oveľa voľnejšia, dokonca by sa dalo hovoriť o chýbajúcej regulácii. Nie sú povinné sa registrovať u Komisie pre cenné papiere ( SEC ) ani nemusia robiť pravidelné hlásenia vyžadujúce zákonom Securities Exchange Act (1934). Regulácii a právnym štruktúram sa budeme venovať podrobnejšie v osobitnej časti.

- Poplatky

- Podielové fondy si uplatňujú fixné manažérske poplatky na ročnej báze, ktoré sú v rozsahu od 0,25 až po niekoľko percent z celkového objemu spravovaných prostriedkov. McCrary (2005) Výška poplatku závisí od reputácie fondu a schopnosti manažérov dosahovať výsledky lepšie ako sú priemerné výsledky trhu. Dolnú hranicu poplatkov spravidla účtujú indexové fondy, ktoré sa snažia držať koše aktív, prípadne indexy a tým zabezpečiť nižšie náklady pre fond a teda aj pre investorov. Vyššiu

hranicu si účtujú fondy, ktoré sa snažia aktívne vyberať zaujímavé investície z napríklad rozvíjajúcich sa trhov o ktoré je veľký záujem. Podielové fondy si neúčtujú poplatky odvíjajúce sa od výkonnosti, manažér má teda menšiu motiváciu dosahovať nadpriemerné výnosy. Cieľom týchto fondov je spravovať čo najväčší objem aktív a dosahovať priemerné výsledky. Hedgeové fondy si tiež účtujú ročné manažérske poplatky 1 – 2 % a k tomu ešte aj výkonnostné poplatky, ktoré sú v priemere 15 – 20 % z dosiahnutého zisku, u najvýnosnejších fondov často aj oveľa viac. (McCrary, 2005)

- Likvidita
  - Vo všeobecnosti platí, že investor si môže peniaze z podielových fondov vybrať prakticky kedykoľvek. Aktíva fondu sa oceňujú denne na základe kotácií z búrz, čím investor má prehľad v akom stave je jeho majetok. Pri výstupe z fondu nie sú kladené žiadne časové prekážky, investor podlieha jedine poplatku z výstupu, ak ho daný fond uplatňuje. I keď vysoká likvidita je možná, investori sú vďaka vstupnému a výstupnému poplatku motivovaní zotrvať vo fonde dlhodobejšie. V praxi výstup z investície trvá väčšinou niekoľko dní, záleží na flexibilita inštitúcie, ktorá fond spravuje. Hedgeové fondy naopak neponúkajú takú vysokú likviditu. Mnohé z nich neoceňujú aktíva na dennej báze a mnohé taktiež vlastnia nelikvidné aktíva, ktoré je príliš nákladné oceňovať tak často. Od investorov zväčša vyžadujú minimálnu dobu investície tzv. lock up period, ktorá sa pohybuje medzi 1 – 5 rokmi. (Hedges, 2005).
- Transparentnosť
  - V tomto bode hedgeové fondy výrazne zaostávajú za tými podielovými.

Podielové sú nútené v rámci regulačných povinností zverejňovať svoje portfólio a jeho výkonnosť. Stratégia a rozdelenie aktív je vo fonde na začiatku určená v pevne stanovených hraniciach. Investor si má možnosť každý deň zistiť cenu podielu fondu. U hedgeových fondov je kvôli slabej regulácii obtiažne zistiť ich portfólio. Nemajú informačnú povinnosť a mnohým by táto povinnosť i uškodila. Ich stratégie obsahujú

krátke pozície, opcie či deriváty a ak by trh vedel aké jednotlivé pozície držia, oponenti by tieto informácie dokázali náležite využiť. Pre fondy by to znamenalo elimináciu zisku a potenciálne nebezpečenstvo stability fondu. Toto sa ukázalo byť pravdou v prípade fondu LTCM v roku 1998, keď odhalenie dôležitých derivátových pozícií prispelo k prehĺbeniu špirály strát a viedlo k zániku fondu. (Fang Cai, 2003)

## 1.5 Regulácia

Lhabitant (2006) uvádza nasledovné dôvody pre reguláciu finančných inštitúcií.

- (i) ochrana drobných investorov a veriteľov pred zneužitím a bankrotom prostredníctvom povinných licencií, registrácií a minimálnymi požiadavkami na zverejňovanie údajov súvisiacimi s produktami;
- (ii) pomocou požiadavku kapitálovej primeranosti znížiť systémové riziko a zabezpečiť integritu finančného systému
- (iii) zabezpečiť aby zákazníci dostali kvalitné služby za konkurenčné ceny

Otázka regulácie hedgeových fondov je dlhodobo diskutovaným problémom vo finančných kruhoch. Na jednej strane stojí štát a regulátorne orgány, ktoré chcú ochrániť finančný systém pred nedisciplinovanými hráčmi a na druhej strane fondy, ktorým by regulácia priniesla rôznorodé komplikácie v podnikaní či už vo forme zvýšených nákladov alebo dokonca obmedzením podnikania vôbec. V obdobiach konjunktúry médiá predkladajú obraz hedgeových fondov ako úspešných trhových hráčov a ich špekulácie nikomu nevadia pokiaľ svojim investorom dokážu priniesť zisk a štátu sprostredkovane výnosy z daní. V obdobiach kríz je tomu ale opačne. Zo všetkých strán sa ozývajú hlasy pre reguláciu "chamtivých" hedgeových fondov. Takže reguláciu, ktorá by bolo prospešná treba hľadať niekde uprostred.

Ako McCrary (2005) uvádza, počiatky regulácie v Spojených štátoch siahajú do obdobia Veľkej hospodárskej depresie, ktorá nasledovala po zrútení akciových trhov v roku 1929. V roku 1933 a 1934 boli schválené zákony regulujúce cenné papiere Securities Act (1933) a burzy cenných papierov Securities Exchange Act (1934). O šesť rokov neskôr bol pripravený zákon, ktorý reguloval investičné spoločnosti a ich povinnosť sa registrovať u Komisie pre cenné papiere (SEC) – Investment Company Act (1940).

Taktiež zákon, ktorý upravoval činnosť investičných poradcov a ich zamestnancov Investment Advisers Act (1940)

### 1.5.1 Securities Act (1933)

Tento zákon reguluje emisiu a predaj cenných papierov verejnosti. Často býva označovaný ako zákon „pravdy o cenných papieroch“ ([www.sec.gov](http://www.sec.gov)). Má dva hlavné ciele.

- (i) požaduje aby boli investorom poskytnuté všetky dôležité informácie týkajúce sa daného cenného papiera a
- (ii) bolo zabránené podvodom a uvádzaniu závädzajúcich informácií pri predaji cenných papierov.

Aby boli tieto ciele naplnené, komisia obecné požaduje registrovať každý cenný papier. Registrácia požaduje uvedenie informácií o obchodných aktivitách spoločnosti a taktiež vrcholovom manažmente, ktorý je za tieto aktivity zodpovedný. Ďalej sa vyžaduje popis emitovaného cenného papiera a jeho vzťah k ďalším cenným papierom danej spoločnosti. Dôležitou súčasťou sú tiež finančné výkazy overené nezávislými účtovníkmi. Komisia pre cenné papiere tieto údaje krátko na to uverejňuje, aby sa mohli potencionálni investori včas dozvedieť všetky relevantné informácie o kupovanom cennom papieri. Existujú však výnimočné prípady, kedy sa cenný papier registrovať nemusí. Komisia (SEC) od registračného procesu oslobodzuje menšie emisie kvôli tomu, aby znížené náklady emisie podporovali tvorbu kapitálu. Medzi tieto výnimky patria

- (i) emisie súkromných spoločností obmedzenému počtu osôb a inštitúcií
- (ii) emisie obmedzenej veľkosti
- (iii) vnútroštátne emisie a
- (iv) cenné papiere emitujúce samospráva, štát alebo federálna vláda

Jednu z týchto výnimiek využívajú i hedgeové fondy. Svoju emisiu štruktúrujú ako emisiu súkromnej spoločnosti (private placement), ktorá je oslobodená od registrácie vďaka Sekcii 4(2) Zákona o cenných papieroch. Pre hedgeové fondy je dôležitá sekcia Rule 506 v Regulácii D, ktorá definuje private placement. Táto emisia musí byť obmedzená a adresovaná len akreditovaným investorom. Akreditovaného investora definujeme ako : Jednotlivca(1), ktorého príjem za posledné dva roky presiahol hranicu 200 000 USDa má rozumné očakávanie že tomu tak bude i v budúcnosti; (2) a partnera so



spoločným ročným príjmom 300 000 USD; (3) s majetkom presahujúcim 1 mil. USD, okrem domu a automobilu. Emisia musí byť adresovaná najvyšš 35 iným investorom, ktorí nemusia byť akreditovaní, ale musia mať dostatočné znalosti a skúsenosti z finančnej oblasti, aby dokázali vyhodnotiť riziko spojené s investíciou. (Hedges, 2005)

### **1.5.2 Securities Exchange Act (1934)**

Tento zákon má za úlohu reguláciu transakcií s cennými papiermi a reguláciu inštitúcií, ktoré tieto transakcie sprostredkovávajú. Americký Kongres týmto zákonom ustanovil Komisiu pre cenné papiere (SEC), ktorá nad nimi mala vykonávať dohľad. Patria medzi ne brokerské domy, dealeri, investiční poradcovia a samoregulačné organizácie zahŕňajúce mnohé burzy cenných papierov ako New York Stock Exchange, American Stock Exchange či NASDAQ, ktorý je pod správou organizácie NASD.

Hedgeové fondy sú týmto zákonom obmedzené v nasledujúcich bodoch. (i) Podľa Sekcie 12(g) je nutné, aby sa každý emitent majúci viac ako 500 investorov a 10 miliónov v aktívach registroval u Komisie SEC. Fondy preto obmedzujú počet svojich investorov aby sa tejto nákladnej registrácii vyhli. Taktiež podliehajú pravidlám uloženými v Sekcii 13(d) a 13(g), podľa ktorých musia hlásiť Komisii podiely vo verejne obchodovateľných spoločnostiach kde nadobudnú viac ako 5 % podiel. Sekcia 13(f) je k manažérom, ktorých aktíva presiahnu 100 mil. USD ešte prísnejšia. Vyžaduje od nich aby zverejnili všetky svoje dlhé pozície v štvrtročných správach.

(ii) SEC vyžaduje aby sprostredkovatelia obchodov (dealeri) boli u nej zaregistrovaní a boli teda i regulovaní. Hedgeové fondy sa teda snažia vyhnúť definícii sprostredkovateľa (dealera) a vystupujú radšej ako obchodník s cennými papiermi (trader). Obchodujú výhradne na svoj účet a nie na účet svojich klientov a neprijímajú žiadne kompenzácie spojené s uskutočnením obchodu.

### **1.5.3 Investment Company Act (1940)**

Investment Company Act vyžaduje od investičných spoločností aby sa registrovali u Komisie pre cenné papiere (SEC), ktorá nad nimi vykonáva dohľad. Jej hlavné ciele vyplývajúce z tohto zákona sú chrániť verejnosť pred podvodným konaním a zabezpečiť transparentnosť investičných spoločností. Regulácia je postavená tak, aby

minimalizovala konflikt záujmov, ktorý by mohol nastať medzi investičnými spoločnosťami a ostatnými účastníkmi trhu. Dotýka sa hlavne (i) registrácie investičnej spoločnosti; (ii) transakciami medzi investičnou spoločnosťou a jej pridružených častí t.j. investičného poradcu ; (iii) nákupom a predajom akcií investičnej spoločnosti a (iv) zodpovednosťou výkonných orgánov investičnej spoločnosti. Zameranie tohto zákona je hlavne na zverejňovanie údajov o fonde, jeho investičných zámeroch a investičnej spoločnosti a jej štruktúre a operáciách. Hedgeové fondy sú svojím charakterom investičné spoločnosti a mali by sa teda registrovať u Komisie (SEC). Využívajú ale výnimky uvedené v Sekcii 3(c)(1) a 3(c)(7), ktoré ich oslobodzujú od registrácie a tým statusu investičnej spoločnosti. Sekcia 3(c)(1) oslobodzuje emitenta, ktorý nemá viac ako 100 investorov zo Spojených štátov a nesmie ponúkať svoje akcie verejne. Sekcia 3(c)(7) zas oslobodzuje emitentov, ktorí majú za svojich investorov osoby, ktoré spadajú pod definíciu kvalifikovaný nákupca (qualified purchaser). Ten je definovaný ako jednotlivec alebo rodinná spoločnosť s čistým majetkom minimálne \$5 miliónov alebo rôzne spoločnosti zložené z kvalifikovaných nákupcov s majetkom presahujúcim \$25 miliónov . Pokiaľ nebude mať fond viac ako 499 investorov, nepodlieha registrácii a ani informačnej povinnosti.

#### **1.5.4 Investment Advisers Act (1940)**

V záujme ochrany investorov bol prijatý zákon o investičných poradcov. Reguluje firmy alebo jednotlivcov, ktorí za úplatu poskytujú poradensvo ohľadom cenných papierov. Táto regulácia zahŕňa rozsiahle udržiavanie záznamov a obmedzenia na výber poplatkov odvíjajúcich sa od dosiahnutého výkonu cenných papierov pri ktorých poskytli poradenstvo. Regulácia sa týka tiež zamestnancov investičného poradcu. Hedgeový fond samotný väčšinou nemá zamestnancov, lebo o prevádzku sa stará samostatný investičný poradca. Táto štruktúra je zvolená kvôli limitovanej zodpovednosti za záväzky. Hedgeové fondy ale môžu svojho poradcu vyňať z nutnosti registrácie na základe Sekcie 203(b)(3), pokiaľ poradca neradí viac ako 15 klientom a títo klienti nie sú registrovaní u Komisie pre cenné papiere (SEC)

## 2 Štruktúra a fungovanie hedgeového fondu

---

### 2.1 Právna forma a štruktúra fondu

Právna forma a štruktúra fondu závisí najmä na krajine pôvodu jeho investorov. Inak sa štruktúruje fond pre investorov zo Spojených štátov a inak mimo nich.

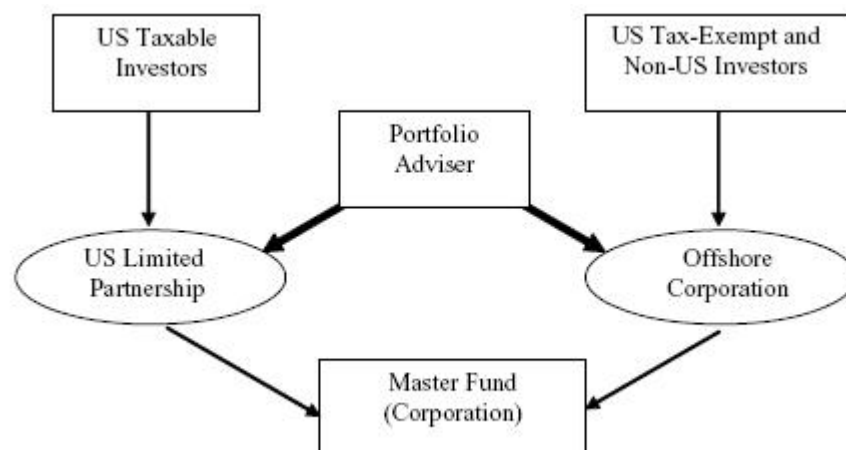
Fond, ktorý bude slúžiť pre investorov z US, nazývaný i onshore, sa väčšinou zakladá ako (i) limitované partnerstvo alebo (ii) spoločnosť s ručením obmedzeným (limited liability company). (i) Limitované partnerstvo má jedného alebo i viacerých hlavných partnerov, ktorí sú zodpovední za získanie kapitálu, vedenie fondu a za prípadné záväzky, ktoré činnosťou vzniknú. Bežní investori sú vo fonde ako limitovaní partneri, ktorí nie sú zodpovední za vykonané investičné rozhodnutia a taktiež neručia za prípadné záväzky. Limitovaní partneri môžu stratiť len svoju počiatočnú investíciu. Kdežto hlavný partner ručí za všetky záväzky až do výšky svojho majetku. V snahe obmedziť ručenie, hedgeové fondy vytvárajú ďalšiu entitu, ktorá slúži ako hlavný partner. Jej forma závisí na tom, v ktorom americkom štáte je prevádzka fondu umiestnená. Používajú sa hlavne formy limitovaného partnerstva, spoločnosti s ručením obmedzeným alebo statusu korporácie. (ii) Spoločnosť s ručením obmedzeným (LLC) pozostáva z vlastníkov, ktorých legislatíva definuje ako členov. Členovia majú rovnako ako limitovaní partneri v partnerstve ekonomický záujem na svojej spoločnosti. Niektorým členom môže byť pridelená právomoc riadiť spoločnosť, ale žiadny člen nenesie zodpovednosť za záväzky spoločnosti.

Pre investorov mimo územia Spojených štátov je výhodné založiť samostatný fond s domicilom v krajinách, ktoré majú výhodný daňový režim a miernejšiu reguláciu. Takýto fond sa nazýva offshoreový a je štruktúrovaný ako korporácia. Jurisdikcie krajín ako Kajmanské ostrovy, Britské panenské ostrovy, Holandské Antily, Bermudy či Bahamy ponúkajú premyslenú legislatívu s rozumnou mierou diskretnosti, jednoduchú registráciu a nízke, popřípade žiadne dane. Ale i v jednotlivých jurisdikciách nájdeme značné rozdiely. Kajmanské ostrovy majú oproti Britským panenským ostrovom lepšie vyvinutý systém pre registráciu a administráciu fondov ale na druhú stranu prísnejšiu reguláciu.

## Štruktúra Master – Feeder

Veľmi často používaná štruktúra hedgeového fondu je štruktúra master – feeder. Táto umožňuje investorom zo Spojených štátov i investorom mimo nich nepriamo investovať do jedného spoločného offshore fondu, nazývaného master fund. Investori z US investujú svoje prostriedky najprv do limitovaného partnerstva, fondu označovaného ako domestic feeder a ten investuje do hlavného offshore fondu. Podobne je tomu pri investoroch, ktorí nepodliehajú plateniu daní v US alebo majú svoj daňový domicil v inej krajine. Tí investujú do fondu offshore feeder, ktorý potom investuje do hlavného fondu. Medzi týmito subjektami funguje samostatná entita investičný poradca, ktorý má na starosti výkon konkrétnych investícií. Štruktúru bližšie ilustruje nasledujúci obrázok.

**Graf č.6 : Štruktúra Master - Feeder**

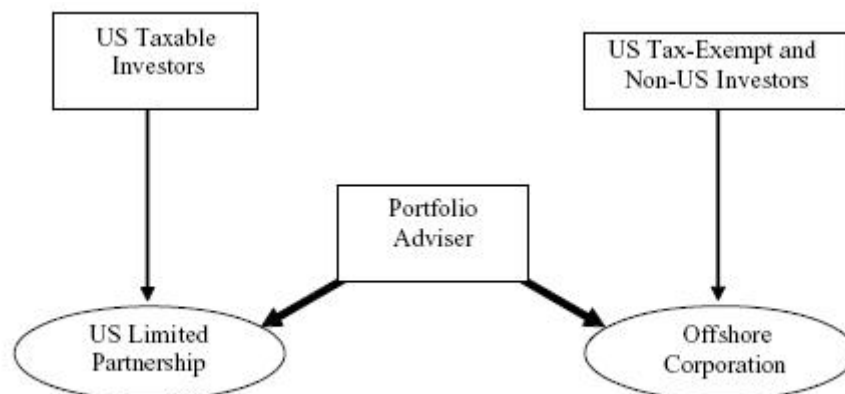


*Zdroj: Lhabitant (2006)*

## Štruktúra Side – By – Side

V štruktúre side – by – side investujú domáci a zahraniční investori do samostatných fondov. V Spojených štátoch je väčšinou fond vo forme limitovaného partnerstva a pre zahraničných investorov slúži forma offshoreovej korporácie. O investíciách rozhoduje investičný poradca, ktorý proporcionálne udržuje podiel fondov na portfóliu.

**Graf č.7 : Štruktúra Side – By-Side**



*Zdroj: Lhabitant (2006)*

## 2.2 Úloha brokera

V minulosti bola úloha brokera predovšetkým v prijímaní a vyporiadavaní obchodných pokynov, vedení záznamov a v obmedzenej administratívnej podpore. S rastom odvetvia hedgeových fondov došlo aj k zvýšenému dopytu po brokerských službách. Mnohým fondom už nestačili len tradične poskytované služby. Pre efektívnu činnosť potrebovali rýchlejšie a kvalitnejšie vyporiadavanie obchodov, lepšiu administratívnu podporu a lepšiu technologickú infraštruktúru brokera. Investičné banky v tom videli zaujímavú príležitosť pre rast svojich tržieb a vyvinuli preto rozšírené služby, ktorými by dokázali hedgeové fondy uspokojiť. Oblasť prime brokerage sa stala u investičných bánk prioritnou aktivitou. Primárnou funkciou je vyporiadavať obchody a viesť podrobné záznamy o objemoch, aktuálnych pozíciách a výkonnosti. Hedgeové fondy často obchodujú s použitím páky, teda cudzích prostriedkov. Ako efektívne riešenie sa ukázalo, keď tieto prostriedky dokáže poskytnúť prime broker. Má detailný prehľad o obchodoch a aktuálnom stave fondu a tak je schopný lepšie monitorovať a vyhodnocovať riziká spojené s prostriedkami, ktoré fondu poskytol na financovanie svojich obchodov. Okrem finančných prostriedkov dokáže prime broker zabezpečiť prístup k požičovaniu cenných papierov pri stratégiách, ktoré využívajú krátke pozície. Slúži ako sprostredkovateľ v sieti inštitúcií, ktoré tieto cenné papiere poskytujú. Tie spolupracujú radšej s prime brokerom ako priamo s hedgeovými fondami kvôli zníženému kreditnému riziku. Pri týchto aktivitách je nutnosťou prime brokera mať dobre vyvinutý systém

monitorovania a riadenia rizík. Bez ďalších dodatočných nákladov dokáže fondu zabezpečiť monitorovanie a analýzy rizík, či už celkového portfólia alebo konkrétnych titulov. V poslednej dobe sa objavil nový trend v oblasti prime brokerage. Po nepríjemných skúsenostiach s pádom finančných inštitúcií a teda i ich poskytovaní služieb prime brokera sa hedgeové fondy čoraz viac snažia rozkladať operatívne riziká a využívajú služby viacerých prime brokerov naraz. Podľa štúdie Merrill Lynch (2008) medzi hlavné dôvody patria zníženie operatívneho rizika v prípade neschopnosti prime brokera poskytovať dohodnuté služby a lepšieho prístupu k výskumným analýzám a zákulisným informáciám, ktoré by mohli byť zdrojom obchodných príležitostí. Nevýhodou je zas komplikovanejší systém správy portfólia a prehľad o uskutočnených obchodoch.

## **2.3 Úloha administrátora**

Hlavnou funkciou administrátora je zabezpečiť hedgeovému fondu administratívnu podporu a nieť zodpovednosť za určité časti operatívy, účtovníctva a oceňovania. Administrátor má za úlohu nezávisle vypočítavať čistú hodnotu aktív fondu, čo je dôležité ako pre investičného manažéra, tak i pre samotných investorov, ktorí potrebujú vedieť akú hodnotu majú ich investície. Administrátor musí byť schopný denne spracovávať súbory s uzatvorenými obchodami od investičného manažéra a od prime brokera. V deň ocenenia musí byť portfólio ocenené s použitím dát tretích strán, aby sa zabezpečila nezávislosť. Hedgeové fondy často držia akcie spoločností, ktoré nie sú kótované na burze alebo inštrumenty u ktorých je obtiažne zistiť skutočnú cenu a tak je na profesionalite administrátora aby dokázal stanoviť hodnotu aktíva, tzv. fair value. Administrátor môže mať na starosti i otázku účtovníctva, platby a záznamy výdajov fondu, pripravovanie reportov pre súčasných akcionárov, vypočítavanie výkonnostných poplatkov (performance fee) či prípadné platby daní.

## **2.4 Páka ako nástroj na zvýšenie výnosu ale i rizika**

Hedgeové fondy okrem svojho kapitálu často používajú k obchodom i cudzí kapitál, tzv. páku (leverage). Tento nástroj použil už Alfred Winslow Jones v prvom hedgeovom fonde na dosiahnutie lepších výsledkov pri svojej stratégii hedgeovania, kde skombinoval dlhé a krátke pozície aby eliminoval trhové riziko. McCrary (2005) definuje páku ako

požičiavanie si hotovosti pre uskutočnenie dlhých pozícií, ktoré presahujú základný kapitál alebo si požičiavanie cenných papierov pre uskutočnenie krátkych pozícií. Najčastejšie využívaný spôsob merania páky je vydelenie celkových aktív v rozvahe fondu základným kapitálom. Dôvodov pre použitie páky je niekoľko. Najbežnejšie sa využíva v situáciách, kde manažér usúdi, že výnos z určitého aktíva presiahne náklady na pôžičanie hotovosti potrebnej na kúpu a následný predaj aktíva. Môže sa použiť tiež na krátke pozície, tzn. požičanie si cenného papiera, jeho predaj a po poklese ceny kúpa a následné vrátenie cenného papiera. Páka nemusí byť štruktúrovaná len ako priama pôžička. Fondy môžu rovnaký efekt dosiahnuť použitím finančných inštrumentov ako opcií, futurít, forwardov a iných derivátov. S týmito inštrumentami obchodujú tak, že u svojho brokera zložia určitú zálohu, ktorá sa odvíja od typu nástroja, a následne participujú na zmenách ceny nástroja. McGuire a Tsatsaronis (2008) vo svojej štúdii uvádzajú, že priemerná výška páky sa u stratégií equity hedge, event driven a managed futures pohybuje v rozmedzí od 1 až 6 násobku aktív pod správou (AUM). U niektorých iných stratégií to býva i omnoho viac. Jorion (2001) uvádza, že fond Long Term Capital Management, ktorý sa zaoberal stratégiou fixed income arbitrage a v roku 1998 sa dostal do problémov kvôli Ruskej kríze, používal páku 25:1 a v čase svojho zániku sa vyšplhala až k 500:1. Podľa štúdie fond výrazne podcenil riziká tým, že sa pri budovaní svojich matematických modelov spoliehal na krátku históriu trhu a koncentroval veľké objemy aktív do špecifického segmentu trhu, akými boli ruské dlhopisy. Po kolapse LTCM brokery automaticky znížili možnosť využívania tak veľkej páky a zároveň venovali väčšiu pozornosť kontrole rizík.

## **2.5 Meranie výkonnosti fondu**

Obchodný model hedgeových fondov je založený na predpoklade, že svojim investičným prístupom dokážu priniesť výsledky, ktoré by dokázali prekonať výnos trhu a pokiaľ je to možné tak zaistiť s ním aj nízku koreláciu. Od výkonnosti závisia poplatky, ktoré si hedgeový fond uplatňuje. Meranie výkonnosti je teda v centre pozornosti zainteresovaných strán, aby dokázali posúdiť, či fond dokázal splniť svoj zámer. Výkonnosť fondu sa zväčša porovnáva s určitým indexom, benchmarkom. V oblasti tradičných investícií ako sú podielové fondy je porovnanie vcelku jednoduché. Podľa druhu fondu sa zvolí buď širší index napr. S & P 500 alebo priamo sektorový index. Keďže hedgeové fondy sú formou alternatívnej investície a ich stratégie sú rôznorodé, porovnanie

s klasickým indexom S & P 500 neprináša vždy požadované výsledky. Výzkumné spoločnosti, ktoré sledujú odvetvie a jeho výkonnosť preto z databáz hedgeových fondov vytvárajú špecializované indexy podľa jednotlivých stratégií, ktoré sa dajú na porovnanie použiť. McCrary (2005) uvádza ako hlavné miery výkonnosti fondu vzhľadom k riziku Sharpov pomer, Treynorov pomer, Sortinov pomer a Jensenovu alfu.

### 2.5.1 Sharpov pomer

William Sharpe v roku 1966 prvý krát publikoval ukazovateľ, ktorý meria nadvýnos portfólia k jednotke rizika. V Sharpovom pomere sa meria rozdiel medzi výnosom portfólia a stanoveného benchmarku bezrizikového výnosu k smerodatnej odchýlke portfólia.

$$\text{Sharpov - pomer} = \frac{r_p - r_f}{S_p}$$

kde

$r_p$  = výnos portfólia

$r_f$  = výnos bezrizikovej sadzby

$S_p$  = smerodatná odchýlka portfólia

Čím vyšší je Sharpov pomer, tým lepšia je historická výkonnosť fondu upravená o riziko. Hodnota Sharpovho pomeru rovná 1 indikuje, že výnos z investície je proporcionálny k podstupenému riziku, hodnota menšia ako 1 znamená, že riziko je vyššie než by zodpovedalo výnosu z investície.

### 2.5.2 Sortinov pomer

Frank Sortino navrhol spôsob merania výkonnosti, ktorý mal trochu odlišný pohľad na riziko ako Sharpov pomer. Ako Lhabitant (2006) uvádza, Sortino nepokladal za najdôležitejšie riziko volatilitu, ale riziko toho, že investor nedosiahne svoj požadovaný výnos. Namiesto bezrizikovej prémie použil minimálny požadovaný výnos (MAR) a namiesto smerodatnej odchylky použil odchýlku poklesu (downside deviation), ktorá vynecháva pozitívne výchyľky.

$$\text{Sortinov - pomer} = \frac{r_p - \text{MAR}}{DD_p}$$

kde



$r_p$  = priemerný percentuálny výnos portfólia

MAR = minimálny požadovaný výnos

$DD_p$  = odchylka poklesu pod hodnotu MAR

Pre rôzne hodnoty minimálneho požadovaného výnosu dostaneme rôzne odchylky poklesu a tým i rôzne hodnoty Sortinovho pomeru.

### 2.5.3 Treynorov pomer

Je to pomer vyvinutý Jackom Treynorom (Treynor, 1965), ktorý meria výnos dosiahnutý nad bezrizikou sadzbou k systematickému riziku, ktoré je vyjadrené pomocou bety. McCrary (2005) uvádza že problém s Sharповým a Sortinovým pomerom pri správe rizika je v tom, že ignoruje efekt diverzifikácie. Miera rizika beta ignoruje diverzifikovateľné riziká a meria len výnosy celého trhu.

$$\text{Treynorov} - \text{pomer} = \frac{r_p - r_f}{b_p}$$

kde

$r_p$  = výnos portfólia

$r_f$  = výnos bezrizikovej sadzby

$b_p$  = beta portfólia

### 2.5.4 Jensenova alfa

Michael Jensen v roku 1967 uviedol ďalšiu mieru, ktorá sa zameriava na nediverzifikovateľné riziko. Jeho cieľom bolo vytvoriť mieru výkonnosti portfólia upravenú o riziko, ktorá by odhadovala ako veľmi prispela schopnosť manažéra vybrať hodnotné aktíva k celkovému výkonu fondu. (Jensen, 1967). Jensenova alfa meria či portfólio dosahuje dostatočný výnos s ohľadom na riziko.

$$\text{Jensenova alfa} = r_{\text{Portfolio}} - r_{\text{Bezrizika}} - \text{Beta}_{\text{Portfolio}} \times (r_{\text{Trh}} - r_{\text{Bezrizika}})$$

Pozitívna Jensenova alfa reprezentuje výnos, ktorý bol dosiahnutý vďaka iným faktorom ako je vystavenie sa celkovému trhu. Stefanini (2006) uvádza ako zdroj alfy schopnosť

manažéra lepšie vyhodnotiť situáciu na trhu vďaka informačnej výhode, ktorú má oproti ostatným. Tvorba investičných nápadov môže prameniť buď z predošlých pracovných skúseností v jednotlivých sektoroch, kde manažér obchoduje alebo rozvinutých kontaktov ktoré mu poskytujú ťažko dostupné informácie. Taktiež alfu prisudzuje lepšiemu portfóliu manažmentu a riadeniu rizika.

## 2.6 Druhy rizík, ktorým sú hedgeové fondy vystavené

Pri každej činnosti treba brať v úvahu, že zamýšľaný cieľ sa nemusí podariť. Pri investovaní je tomu podobne a investičný manažér musí v investičnom procese zahrnúť faktor, že to o čo sa snaží sa nemusí kvôli rôznym dôvodom uskutočniť. Väčšina investičných manažérov sa snaží zhodnocovať zverené prostriedky a snažia sa určiť v akej miere sú ochotní prijať výnos a stratu. Náhľadov na pojem riziko je viac, záleží na faktoroch ako sú inštitucionálne prostredie v ktorom manažér pracuje, teoretické vybavenie manažéra či jeho motivácia pri investičnom procese. Lhabitant (2006) uvádza rozdielnosť v chápaní rizika u manažéra penzijného fondu, ktorý riziko chápe ako neschopnosť naplniť svoje záväzky a portfolio manažéra, ktorého primárnou starosťou je to, aby sa neodchýlil príliš od svojho porovnávacieho indexu. Súkromný investor môže vnímať ako riziko akúkoľvek situáciu, kde by mohol stratiť svoje prostriedky.

Tradičné finančné teórie zaoberajúce sa meraním výnosov a rizika ako Moderná teória portfólia (MPT) Markowitz (1952) chápe riziko ako pravdepodobnosť, že výnos cenného papiera bude iný ako je naša očakávaná hodnota. Používajú sa na to štatistické miery, ktoré sledujú rozptyl výnosov od priemernej hodnoty. Čím má investícia vyššiu volatilitu, tým je rizikovejšia. Na rozdielnosť vo vnímaní rizika poukazuje manažér hedgeového fondu Daniel Gladiš, ktorý pri investovaní riziko chápe ako stratu finančných prostriedkov, čím úplne vynecháva vplyv volatility na jeho rozhodovací proces. Gladiš (2005) Chápanie rizika je teda úzko spojené s uskutočňovanou stratégiou, pričom pre každú stratégiu je riziko mierne odlišné.

V odvetví hedgeových fondov sa podarilo nájsť určitý konsenzus ako by sa mali určiť a vyhodnocovať riziká spojené so stratégiami týchto fondov. Autori štúdie Sound Practices for Hedge Fund Managers (2007) poukazujú na tri dôležité druhy rizika, ktoré sa dajú kvantifikovať. Je to trhové riziko, kreditné riziko a riziko likvidity. Štvrtá kategória rizika je riziko operačné, ktoré už je kvantifikovať pomerne obtiažne.

### 2.6.1 Trhové riziko

Riziko trhu je jedným z hlavných rizík, ktoré musí hedgeový fond sledovať. Toto riziko sa vzťahuje k znehodnoteniu čistej hodnoty aktív fondu, kvôli pôsobiacim faktorom ako sú úrokové miery, volatilita, ceny cenných papierov a ich vzájomná korelácia. Manažéri by mali vyhodnocovať nielen celkové riziko portfólia fondu, ale i jednotlivé časti rozdelené podľa triedy aktív, použitých nástrojov, geografických regiónov či jednotlivých sektorov.

Hedges (2005) uvádza ako veľmi často používaný nástroj na meranie tohto rizika mieru Value-at-Risk (VaR). VaR pozície meria maximálne množstvo kapitálu, ktoré môžeme očakávať, že daná pozícia stratí v určitej dobe a na určitej pravdepodobnostnej úrovni. Autori Sound Practices for Hedge Fund Managers (2007) uvádzajú, že manažment rizík postavený čisto na miere VaR je nedostatočný, pretože nepodáva celkový obraz rizika a z hodnotenia sú vynechané extrémne situácie. Model VaR bol kritizovaný hlavne po páde fondu LTCM. Jorion (2000) analyzoval situáciu LTCM a jeho použitie VaR a dospel k záveru, že fond sa príliš spoliehal na krátkodobú históriu, kde dáta použité pre modelovanie rizika nedokázali ukázať možnú extrémnu situáciu. Liang a Hyuna (2007) ukazujú použitie ešte ďalšej miery, ktorá by tento nedostatok dokázala prekonať. Miera Expected Shortfall (ES) meria očakávanú stratu podmienenú na prekonaní miery VaR. Manažment rizík by mal teda zahŕňať viac mier, ktoré by sa mali navzájom kombinovať.

### 2.6.2 Kreditné riziko

Riziko sa týka jednak cenných papierov spoločností do ktorých hedgeový fond investuje a spoločností s ktorými fond spolupracuje pri uskutočňovaní svojich investícií, tzn. prime broker, kustodián, investičné banky či iné hedgeové fondy. Zníženie schopnosti splatiť svoje záväzky, zníženie úverového ratingu či možnosť bankrotu spoločnosti znamená pre investora riziko, ktoré treba neustále monitorovať. Ako William Ackman uvádza (rozhovor William Ackman a Charlie Rose 2008, [www.charlierose.com](http://www.charlierose.com)), zníženie úverového ratingu spoločnosti poskytujúcej poistenie dlhopisov MBIA z AAA na AA znamenalo výrazné zníženie cien cenných papierov, kvôli núteným výpredajom zo strany podielových fondov, ktoré mohli investovať len do cenných papierov s vyšším ratingom.

Riziko protistrán je možné obmedziť niekoľkými spôsobmi. Jednak už pri výbere partnera na základe analýzy úverovej schopnosti a nastavení pevných limitov, ktoré budú

obmedzovať objem požičiavaných alebo spravovaných prostriedkov. Ďalším spôsobom je stanoviť výšky záloh za úvery a postup pri ich vymáhaní. Sound Practices for Hedge Fund Managers (2007)

### **2.6.3 Riziko likvidity**

Mať prístup k finančným prostriedkom je pre obchodovanie hedgeového fondu kľúčové. Analýza likvidity musí brať do úvahy spôsob akým fond investuje, t.j. časový horizont investícií. Pri investíciách s dlhším časovým horizontom musí mať fond dostatok hotovosti aby dokázal uspokojiť výbery investorov z fondu a pritom nemusel ohroziť investíciu jej núteným predajom. Toto riziko sa ošetruje monitoringom nárokov na výber a taktiež stanovením dostatočnej doby, ktorá musí uplynúť od nahlásenia výberu prostriedkov k jeho skutočnej realizácii. Fond by mal tiež sledovať trhy, na ktorých si požičiava finančné prostriedky pre uskutočnenie svojich investícií, či nie sú v kríze a včas vyhodnocovať zvýšené náklady na dosiahnutie likvidity.

### **2.6.4 Operačné riziko**

Podľa štúdie konzultantskej spoločnosti Capco (2003), ktorá skúmala zlyhanie 100 hedgeových fondov za posledných 20 rokov, bolo až približne 50 % kvôli operačnému riziku. Operačné riziká zahŕňajú predovšetkým riziká spojené s podporou činnosti fondu, t.j. spracovanie obchodov, administráciu, účtovníctvo, oceňovanie a reporting. Podľa štúdie vyplynuli ako hlavné riziká chyby pri zadávaní vstupných dát alebo nekvalitné dáta, nedostatočne vyladené modely oceňovania, kontroly rizík a zlyhanie určitých častí technologického systému. Taktiež významným rizikom je ľudský faktor a jeho možnosť zneužiť zverené finančné prostriedky. Podľa autorov Sound Practices for Hedge Fund Managers (2007) by mali fondy často robiť náhodné kontroly fungovania operatívy a vyčleniť samostatnú funkciu, ktorá by tieto kontroly vyhodnocovala.

## 3 Investičné stratégie

---

Je možné povedať, že čo hedgeový fond, to odlišná investičná stratégia. Každý fond má svoje vlastné know how a ak chce byť na trhu úspešný, musí sa od ostatných odlíšiť. Ak sa aj fond nachádza so svojím konkurentom na rovnakom trhu a snažia sa využiť tú istú príležitosť, každý tak môže urobiť iným postupom, použitím odlišných investičných nástrojov a za použitia odlišného risk managementu. Tak sa z odvetvia hedgeových fondov stáva priestor nesmiernych variácií a možno i preto vzbudzujú u mnohých obdiv. Pre účely porovnania výkonnosti fondov je ale vhodné zaviesť určité kategórie a pomerovať fondy v rámci nich. V tejto práci použijeme kategorizáciu konzultantskej spoločnosti Greenwich Alternative Investments, ktorá rozdeľuje fondy do 18 tried.

### 3.1 Market Neutral Stratégie

#### 3.1.1 Equity Market Neutral

Táto investičná stratégia sa snaží čo najviac eliminovať volatilitu trhu tým, že portfólio je konštruované z rovnako veľkých dlhých a krátkych pozícií, čím dosiahne nízke vystavenie sa trhu. Dlhé pozície sa otvárajú na aktíva, u ktorých je očakávaný cenový nárast a krátke pozície na aktíva u ktorých sa očakáva cenový pokles. Pozície sa otvárajú na nástroje ako sú kmeňové akcie, opcie alebo futurity, pričom hlavným menovateľom všetkých používaných inštrumentov je trieda equity. K rozhodnutiu akú stranu zaujať sa prichádza buď na základe výpočtu fundamentálnej hodnoty, miery rastu spoločnosti alebo na základe komplexnej štatistickej analýzy inštrumentu. Podľa McCraryho (2005) je stratégia equity market neutral vystavená neistote finančných trhov v oveľa menšej miere ako je tomu u tradičných portfólií akcií. Pri dosahovaní zhruba rovnakých výnosov je volatilita nižšia. Korelácia indexu S&P 500 k indexu volatility VIX je nad 65 % oproti indexu equity market stratégií k VIX na úrovni 20 % .

### 3.1.2 Event Driven

Stratégie Event Driven sa zameriavajú na vyhľadávanie a analýzu príležitostí na trhu, ktoré vzniknú v očakávaní budúcich udalostí ako akvizícií a fúzií, reštrukturalizácií, vyhlásenia bankrotov či odkupov akcií. Kľúčovým je využitie času od získania a vyhodnotenia informácie na otvorenie vhodných pozícií až pokým trh definitívne nezakomponuje informáciu do ceny aktíva. Stratégia si zakladá na dôkladnej fundamentálnej analýze a prístupu k spoľahlivým informáciám. Typickými nástrojmi k obchodom sú kmeňové a prioritné akcie, dlhové cenné papiere, opcie a záruky proti bankrotu credit default swaps.

Oblasť stratégií Event Driven je dosť obsiahla a preto v našej analýze opíšeme jej tri podkategórie Distressed Securities, Akvizície a Fúzie a Špeciálne situácie.

#### 3.1.3.1 Distressed Securities

Manažér investuje do spoločností s finančnými ťažkosťami, ktoré vznikli následkom zlého riadenia finančných tokov, nevhodnou stratégiou alebo v dôsledku hlbšej ekonomickej krízy. Udalosťou, ktorú manažér sleduje je vyhlásenie bankrotu, poprípade spoločnosti sú už v procese bankrotu alebo z neho pomocou reštrukturalizácie vychádzajú. Kvôli týmto nepríjemným situáciám sa cenné papiere spoločností obchodujú za výrazne nižšie ceny a v prípade úspešnej reorganizácie ponúkajú aj výhodnú investíciu pre manažéra. Ten vo všeobecnosti radšej investuje do dlhových inštrumentov, pretože mu ponúkajú prioritu pred vlastníkami kmeňových akcií v prípade likvidácie spoločnosti.

#### 3.1.3.2 Akvizície a Fúzie

Arbitráž akvizícií a fúzií je jednou z najznámejších arbitráží medzi investormi a manažérmi hedgeových fondov. Počas akvizície alebo fúzie zvyčajne dochádza k rastu ceny akcií akvírovanej spoločnosti a poklesu ceny akcií spoločnosti, ktorá ju preberá. Manažér teda podľa toho otvára dlhé a krátke pozície. Pre uskutočnenie týchto obchodov je nutná detailná znalosť spoločností a taktiež situácie v akej sa momentálne nachádzajú a určiť podľa toho možné riziká. Podľa Johna Paulsona (HFN ,2003, [http://www.hedgefundnews.com/news\\_n\\_info/article\\_detail.php?id=292](http://www.hedgefundnews.com/news_n_info/article_detail.php?id=292)) je dobré riziká rozlíšiť na makro a mikro úrovni. Makro úroveň obsahuje predovšetkým trhové riziko,

ktoré je dobré ošetriť plným zaistením arbitrážových pozícií. Mikro úroveň obsahuje riziko neuskutočnenia sa transakcie. Je potrebné teda sledovať faktory ako stabilita výnosov akvírovanej spoločnosti, celkové financovanie transakcie, právne a regulátorne prekážky či potenciálne účtovné nezrovnalosti.

### 3.1.3.3 Špeciálne situácie

Manažér sa zameriava na nezvyčajné situácie na trhu, kde v krátkom časovom úseku dokáže realizovať značný zisk. Medzi tieto situácie patria odkupy akcií manažmentom, zvýšenia ratingov dlhopisov či manažérom očakávané prekvapenie kvartálnych výsledkov určitej spoločnosti. Stratégia do značnej miery spolieha na informačnú výhodu manažéra, ktorá sa často pohybuje na hranici zákona a manažéri tak niekedy musia čeliť obvineniam z insider tradingu.

### 3.1.3 Market Neutral Arbitrage

Stratégia vyhľadáva špecifické príležitosti, ktoré vznikajú neefektivitou trhu v oceňovaní aktív pomocou zaisteného portfólia vyrovňavajúceho dlhé i krátke pozície. Trhové riziko je výrazne znížené a portfólio má s trhom nízku koreláciu. V týchto stratégiách sa využívajú často robustné matematické modely, ktoré dokážu poukázať na nesprávne ocenenie určitého inštrumentu. Mnohokrát sú príležitosti na trhu len počas krátkeho okamihu a fondy tak musia byť vybavené spoľahlivým technologickým zázemím.

#### 3.1.3.1 Konvertibilná Arbitráž

Konvertibilné dlhopisy a konvertibilné prioritné akcie sú dlhovými inštrumentami, ktoré môžu byť zameniteľné za kmeňové akcie. Trhová hodnota dlhu je väčšinou úzko spätá s trhovou hodnotou akcie, pretože ide o jedného emitenta s rovnakými fundamentálnymi ukazovateľmi. Typickou štruktúrou arbitráže je nákup konvertibilného dlhopisu a predaj kmeňovej akcie. Výnos je realizovaný na rozdieloch medzi obidvoma pozíciami. Manažér do obchodu môže taktiež vložiť zaistenie rizík, ako zaistenie rizika úrokovej miery. Bohužiaľ nie je možné odstrániť všetky riziká a najmä nie riziko plynúce zo sprísnenej regulácie. Konvertibilná arbitráž značne utrpela počas finančnej krízy v roku

2008 kvôli zásahom Komisie pre cenné papiere v Spojených štátoch (SEC) keď bol na niektoré finančné inštitúcie uvalený zákaz predaja nakrátko. Takýto štátny zásah vyvoláva obavy, či sa podobné incidenty nemôžu opakovať a značne otriasa dôverou vo finančný systém. (MarketWatch, 2008). Samotná stratégia má celkom nízku koreláciu k akciovým a dlhospisovým výnosom, pričom výkonnosť je na porovnateľnej úrovni ako kôš akcií v tradičnom portfóliu. (McCrary, 2005)

### 3.1.3.2 Arbitráž dlhových inštrumentov

Stratégia hľadá cenové nerovnosti medzi príbuznými cennými papiermi s fixným výnosom. Môže ísť o korporátne dlhopisy, štátne dlhopisy, štátne pokladničné poukážky alebo o deriváty naviazané na hypotéky. Častým obchodom je napríklad predaj dlhopisov práve uvedených na trh a nákup dlhopisov rovnakého emitenta, ktoré boli uvedené už skôr. Ide o v podstate o identické cenné papiere ale s rôznou cenou. Každý obchod generuje spravidla malý zisk a tak tieto stratégie využívajú vysokú páku. Je vôbec jednou z najvyšších v odvetví hedgeových fondov a často sa dostáva i za hranicu 30:1. (McCrary, 2005)

### 3.1.3.3 Štatistická Arbitráž

Fond využíva kvantitatívne kritériá pre výber dlhých a objemovo približne rovnako veľkých krátkych pozícií na akciové tituly. Je to tzv. Black Box investovanie, kde výber titulov je zverený robustnému modelu postavenom na pokročilých štatistických a ekonometrických analýzach. Obchody bývajú spravidla krátkodobé, dokonca niekedy ide o sekundové obchody, ktoré vykonávajú automatické obchodné systémy.

### 3.1.3.4 Ostatné Arbitráže

Do tejto kategórie by sme mohli zaradiť arbitráž kapitálovej štruktúry, ktorá sa snaží nájsť rozdielne ocenené cenné papiere tej istej spoločnosti a to napríklad nákupom dlhopisu s vysokým výnosom a predajom kmeňovej akcie. Podľa Chatiras a Mukherjee (2004) je význam tejto stratégie v rozdielnom sa správaní akciového trhu a dlhospisového trhu pri zverejňovaní informácii o výsledkoch spoločnosti.



Ďalej do tejto kategórie patria opčné arbitráže, arbitráž Regulácie D či fondy ktoré uplatňujú viac arbitráži naraz.

## **3.2 Long/Short Equity Stratégie**

### **3.2.1 Agresívny rast**

Manažér investuje do spoločností u ktorých sa očakáva vysoké tempo rastu zisku. Sú to prevažne malé a stredne veľké spoločnosti, ktoré sú charakteristické vysokými násobkami pomeru cena/zisk na akciu a vyplácaním nízkych alebo žiadnych dividend. Často ide o spoločnosti z technologického, biotechnologického sektoru, alebo odvetvia, ktoré sa ešte len rozvíja ako sú nanotechnológie či alternatívne energie. Keďže pri oceňovaní nie je možné dostatočne sa oprieť o fundamentálnu analýzu spoločnosti, manažér je vystavený vysokej rizikovosti nesprávneho úsudku o budúcich výhľadoch úspešnosti produktu či ponúkaných služieb. Jedným z podstatných rizík tejto stratégie je vytvorenie špekulatívnej bubliny na danom trhu, kde ocenenia závisia na veľmi nestabilných predikciách a pri emocionálnej zaangažovanosti investorov sa dokáže bublina veľmi rýchlo nafúknuť ale i splasnúť. Príkladom toho bola technologická bublina na prelome posledného desaťročia, kde internetové spoločnosti získali ocenenia, ktoré nezodpovedali ani veľmi optimistickým predpovediam. V stratégii je možné využívať i krátku stranu, a to hlavne v prípade už vyššie spomenutej bubliny alebo len na zaistenie portfólia.

### **3.2.2 Oportunistické**

Manažér využíva viacero stratégií a obmieňa ich podľa celkových ekonomických podmienok a situácie na trhu. Charakteristické ukazovatele stratégie ako sú zainvestovanosť v triede aktív, trhová kapitalizácia spoločností či používané inštrumenty sa v čase dosť menia a manažér má teda výraznú zodpovednosť za správne rozlíšenie situácie a navrhnutie typov obchodov, ktoré budú prevádzať.

### **3.2.3 Predaj nakrátko**

Stratégia je postavená na presne opačnom princípe ako je tradičné portfólio dlhých pozícií v akciách. Manažér si najprv cez tretie strany, zväčša sieť svojho prime brokera, požičia akcie, hneď ich predá a čaká na pokles ceny a potom ich výhodne kúpi a vráti naspäť. Takýto postup sa vyplatí pri negatívnom sentimente na klesajúcich trhoch alebo pri identifikácii nadhodnotenej akcie s očakávaním jej spätného návratu k fundamentálnej hodnote.

### **3.2.4 Hodnotové investovanie**

Túto stratégiu preslávil jeden z najúspešnejších investorov posledného storočia Warren Buffett svojim trpezlivým a disciplinovaným prístupom. Jej korene siahajú do prvej polovičky dvadsiateho storočia, keď portfólio manažér a profesor Kolumbijskej univerzity Benjamin Graham vypracoval a publikoval svoj prístup k investovaniu v knihe Inteligentný investor, ktorá sa neskôr stala klasickým dielom v investičnej literatúre. Samotný Warren Buffett bol Grahamovým. Graham v nej rozlíšil medzi špekuláciou a investíciou a určil kritériá, podľa ktorých by sa investícia mala hľadať. Manažér by mal nájsť akciu, ktorej cena sa nachádza výrazne pod jej vnútornou hodnotou (intrinsic value) a zabezpečiť si tak bezpečnostný vankúš v prípade chybného odhadu vnútornej hodnoty. Dôležitý aspekt tejto stratégie je dlhodobý horizont vlastníctva akcie, pričom investora nezaujímajú dočasné fluktuácie cien. Z tejto myšlienky sa zrodil celý prúd hodnotového investovania a dnes má, i vďaka popularizácii Warrenom Buffettom, širokú základňu priaznivcov v radoch portfólio manažérov.

## **3.3 Directional Trading**

### **3.3.1 Managed Futures**

Manažéri obchodujú na dlhej i krátkej strane na derivátových trhoch. Pomocou futures kontraktov na akciové indexy, komodity, úrokové sadzby či pomocou opcí špekulujú na pohyb cien jednotlivých titulov. Stratégia je nezávislá na celkovom trhovom sentimente, pretože pomocou krátkych pozícií môžu zostať profitabilní i na klesajúcich trhoch. V analýze, ktorú predkladá Stefanini (2006) táto stratégia dosiahla počas rokov

1994 – 2004 zhodnotenie 7 % pri volatilitate 12,2 %, čo mohlo byť pre investorov nie veľmi uspokojujúce, ale na druhú stranu sa stratégii darí v obdobiach kríz a výrazných akciových a komoditných prepadoch. Podľa analýzy spoločnosti Credit Suisse Tremont Index (2008) stratégia demonštrovala 16 % výnos počas kolapsu fondu Long Term Capital Management (August 1998 - August 1999), 28 % výnos počas splasknutia technologickej bubliny a teroristických útokov na USA (Marec 2001 – Marec 2003) a 12 % výnos počas finančnej krízy v roku 2008 (1.1.2008 – 4.12.2008) . Stefanini taktiež uvádza veľmi nízku koreláciu tejto stratégie s ostatnými stratégiami hedgeových fondov. (Stefanini, 2006)

### **3.3.2 Global macro**

Už z názvu samotnej stratégie je badateľné, že manažér sa orientuje na odhadovanie makroekonomických udalostí s globálnym záberom. Portfólio konštruuje smerom zhora nadol, pričom sa zameriava na odhad vývoja celej triedy aktív. Do úvahy berie faktory ako úrokové miery, infláciu, rast HDP, hospodársku politiku či sentiment trhu. Manažéri používajú dlhé i krátke pozície na akciové indexy, dlhopisy, menové páry, komodity alebo úrokové sadzby a do značnej miery využívajú derivátové produkty pre zefektívnenie činnosti. Súčasťou stratégie je použitie páky, ktorá zvyšuje zisk alebo prehľbuje stratu. V súčasnosti je veľkosť páky nižšia ako tomu bývalo v minulosti kvôli tlaku investorov na zníženie rizikovosti fondu. (Anson, 2002)

### **3.3.3 Časovanie trhu**

Stratégia je do určitej miery podobná stratégii Global macro v tom, že investuje prioritne do košov aktív a nie do jednotlivých titulov. Snaží sa odhadnúť smer vývoja trhu a zaujať dlhú alebo krátku pozíciu na akciové indexy alebo dlhopisy. Takisto sleduje makroekonomické ukazovatele ale dôležitejší je pre ňu aktuálny sentiment trhu a vhodné načasovanie vstupu a výstupu z trhu. (Hedges, 2005)

## **3.4 Špeciálne stratégie**

### **3.4.1 Rozvíjajúce sa trhy**

Stratégia sa zameriava na krajiny, ktoré majú pred sebou značný potenciál ekonomického rastu. Lhabitant (2006) charakterizuje rozvíjajúce sa trhy ako krajiny, ktoré

ťažia z ekonomického rastu založenom na rastúcej produktivite práce, z technologickej zmeny alebo zmeny ekonomického myslenia v hospodárskej politike. Rozvíjajúce sa trhy sú charakteristické politickou nestabilitou, menovými fluktuáciami a nerozvinutým trhom cenných papierov. Medzi tieto krajiny zaraďujeme Brazílu, Rusko, Indiu, Čínu, krajiny Latinskej Ameriky, Strednú a Východnú Európu, Áziu a Blízky Východ. Stratégia je definovaná čisto z geografického hľadiska. Manažér teda môže využívať všetky dostupné inštrumenty akciových, dlhopisových alebo peňažných trhov. Využitie krátkych pozícií a derivátov je možné len v obmedzenej miere, pretože trhy cenných papierov týchto krajín častokrát nedisponujú derivátovými produktami a teda zaistovanie portfólia niekedy býva problematické. (McCrary, 2005)

### **3.4.2 Stratégia príjmu**

Stratégia príjmu je jednou z konzervatívnejších stratégií v doméne hedgeových fondov, pretože sa usiluje o konzistenté výnosy s nízkou volatilitou, ale i nižším cieľným výnosom. Manažér investuje do cenných papierov, ktoré mu poskytujú výnos z kupónu. Kapitálové výnosy zo zmeny ocenenia držaných aktív nie sú primárnym zdrojom ziskovosti. Pre dosiahnutie vyšších ziskov môže byť použitá páka.

### **3.4.3 Multi – stratégie**

Fond využíva niekoľko vyššie uvedených stratégií súčasne. Zväčša má niekoľko portfólio manažérov, z ktorých každý má na starosti určitú stratégiu a podľa situácie na trhoch dokážu preskupiť prostriedky do stratégie, ktorá ponúka najlepšie zhodnotenie. Podľa Jonathana Halla je výhodou značná diverzifikácia fondu, ktorá sa premieta do pomerne nízkej volatility a prístup k určitým špecifickým stratégiám, ktorých samostatné vykonávanie by bolo príliš riskantné. (Swiss Hedge, 2006)

## 4 Investičné stratégie fondov v Českej republike

### 4.1 Charakteristika českého odvetvia

Česká republika má vzhľadom k svojej minulosti pomerne mladý kapitálový trh, pričom kolektívne investovanie zažilo niekoľko zaujímavých premien v podobe kupónových privatizácií. Podielové fondy rôzneho zamerania si u českého investora už našli miesto a na rad prišli v prirodzenej evolúcii pokročilejšie formy investovania. V českej legislatíve sa pokročilejšie formy investovania vymedzili ako skupina špeciálnych fondov, medzi ktoré patria aj fondy kvalifikovaných investorov, ktoré sú obdobou v zahraničí známeho pojmu hedgeový fond. Je treba rozlíšiť medzi hedgeovými fondami s domicilom v Českej republike, ktoré majú formu fondu kvalifikovaného investora a sú regulované Českou národnou bankou a hedgeovými fondami so zahraničným domicilom, ktoré nepodliehajú regulácii ČNB. V tejto práci sa venujem hedgeovým fondom riadeným z Českej republiky so zahraničným domicilom. Hlavný dôvod tohto vymedzenia je fakt, že fondy nie sú regulované ČNB a tým nemusia o sebe zverejňovať informácie, ktoré by za iných okolností museli. Sú zastreté určitým rúškom tajomstva a analýza ich fungovania a ich investičných stratégií nie je na škodu. V Českej republike som do októbra 2008 identifikoval 5 spoločností, ktoré prevádzkujú spolu 10 hedgeových fondov. Zaujímavý je fakt, že prvý hedgeový fond Vltava Fund vznikol v ČR až v roku 2004. Ide teda o veľmi mladé odvetvie. Keďže tieto hedgeové fondy nemusia nahlasovať žiadne informácie českému regulačnému orgánu, nie je jednoduché získať presný odhad veľkosti tohto trhu. Napriek tomu z poskytnutých rozhovorov a ďalších dodatočných informácií môžeme urobiť odhad ku koncu októbra 2008 vo výške 5,2 mld CZK. Odhad je robený teda po výraznom prepade akciových trhov, čím dostávame spodnú hranicu veľkosti aktív. Objem spravovaných prostriedkov bude v najbližšej dobe závisieť od oživenia finančných trhov a prílevu nových investorov. Analýzu výkonnosti nie je možné urobiť, pretože fondy svoje výkonnosti zverejňujú len svojim investorom. Nájde sa občas výnimka, ktorá zverejní svoje výsledky, ale je to naozaj len výnimka. Hlbšie sa venujem popisu stratégií, ktoré sú zamerané na akciovú zložku, aby sme dostali určité porovnanie medzi rôznymi prístupmi portfólio manažérov.

## **4.2 Atlantik Advanced Solutions**

Do skupiny Atlantik Advanced Solutions patria tri fondy založené v roku 2007 spoločnosťou Atlantik Asset Management, ktorá sa venuje správe aktív od roku 1995. Sú to Atlantik Advanced Balanced CZK Fund zameraný na vyvážené investície do akcií, dlhopisov, komodít a nehnuteľností, ďalej fond Atlantik Advanced Commodity CZK Fund zameraný na komodity a fond Atlantik Fixed Income CZK Fund zameraný na investície do inštrumentov peňažného a dlhopisového trhu. Fondy boli založené na Malte a sú regulované maltským regulačným orgánom Malta Financial Services Authority.

### **4.2.1 Atlantik Fixed Income CZK Fund**

Cieľom fondu je každý rok dosiahnuť kladný výnos, pričom ako benchmark má zvolenú sadzbu PRIBOR. Stratégiou fondu je aktívne presúvať peňažné prostriedky medzi peňažnými a dlhopisovými trhmi s ohľadom na vývoj úrokových sadzieb. Fond takisto vyhľadáva špeciálne príležitosti na trhu, ktoré prinesú zvýšený výnos pri miernom zvýšení rizika ako operácie s menovými pármami alebo korporátnymi dlhopismi. Používa sa pritom kombinácia fundamentálnej a technickej analýzy. Fond nepoužíva páku, čím nie je vystavený dodatočnému riziku. Pre meranie rizík nie je rozhodujúca smeradotná odchylka, ale najvyššie medzimesačné prepady a najväčšie prepady hodnoty portfólia. Fond má dobu uzamknutia investície stanovenú na 3 mesiace, rovnako ako ostatné fondy skupiny Atlantik, a minimálna výška investície je stanovená na 5 miliónov CZK, čo preyšuje jednak fondy skupiny a taktiež väčšinu fondov ostatných spoločností, ktoré budeme analyzovať.

### **4.2.2 Atlantik Advanced Commodity CZK Fund**

Aktíva Komoditného fond dosiahli k 31.10.2008 hodnotu 249 miliónov CZK čo ho radí do triedy menších hedgeových fondov. Vzhľadom k tomu, že funguje len niečo vyše roka a ešte nemá za sebou históriu výsledkov, je táto suma adekvátna. Minimálna výška investície je stanovená ekvivalentu 75 000 EUR s tým, že investor musí spadať do kategórie kvalifikovaného investora. Stratégia fondu sa zameriava na dosiahnutie vyššieho výnosu a tým nesie v sebe aj vyššiu mieru rizika. Investorom sú účtované poplatky v štruktúre 0,8 % fixný poplatok a výkonnostný poplatok z dosiahnutého zisku vo výške 30 %. Výkonnostná zložka je výrazne vyššia ako u ostatných fondov v ČR a viacmenej

vyčnieva i nad priemernú hodnotu zahraničných fondov, ktorých rozpätie býva 15 – 25 %. Odôvodniť to môžeme rizikovým profilom fondu, ktorý sa sám charakterizuje ako vysoko rizikový. Manažér fondu má vysokú flexibilitu vo výbere investícií a fond podľa toho nastavil aj motivačný mechanizmus, už spomenutých 30 %.

Stratégia je založená na investovaní do dvoch základných zložiek, stabilnej a dynamickej, ktorých pomer sa upravuje podľa situácie na trhu. Stabilná obsahuje širšie portfólio komodít, ktoré by malo generovať zaujímavý dlhodobý výnos. Fond svojim investorom odporúča dobu investície minimálne tri roky, aby sa mohla plne prejaviť vo výsledkoch táto stabilná zložka. Dynamická zložka sa snaží využívať krátkodobé investičné príležitosti napr. pri sezónnom kolísaní cien komodít. Fond neuskutočňuje fyzické nákupy komodít, ale výhradne používa štandardné finančné nástroje obchodovateľné na svetových burzách, predovšetkým futures kontrakty. Podľa portfólio manažéra Petra Poskera sú strategické pozície držané väčšinou niekoľko mesiacov a pozície z dynamickej zložky len krátke časové intervaly s nastavenými obmedzeniami strát. Rozhodnutia sú prijímané na základe technickej analýzy a dát o chovaní všetkých účastníkov trhu. Zloženie portfólia naznačuje nasledovný graf.

**Graf č.8 : Spektrum komodít vo fonde skupiny Atlantik**



Zdroj: Atlantik AM

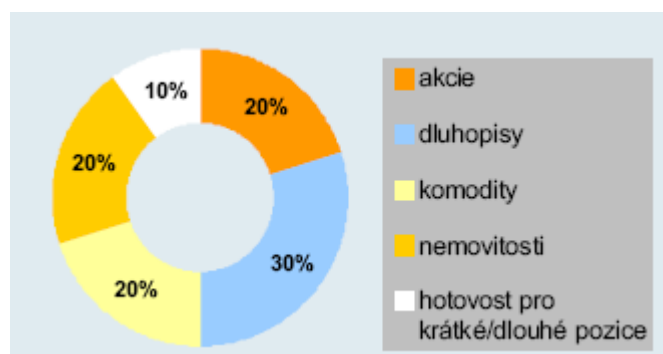
Fond je oceňovaný na mesačnej báze a k 31.10.2008 dosiahol od založenia výnos 2,92 %, čo je pri prudkom poklese cien komodít vzhľadom k zhoršeným ekonomickým vyhlídkám pre investorov pomerne uspokojujúce, už len z dôvodu ochrany kapitálu.

#### 4.2.3 Atlantik Advanced Balanced CZK Fund

##### o **Obecná charakteristika fondu**

Vyvážený fond je určený investorom, ktorí chcú podstúpiť stredne veľké riziko a každoročne dosahovať kladný výnos. Je diverzifikovaný do štyroch tried aktív v percentuálnom zložení, ktoré ukazuje nasledovný graf.

**Graf č.9 : Rozloženie portfólia vyváženého fondu Atlantik**



Zdroj: Atlantik AM

Čo sa týka objemu aktív, tie dosiahli k 31.10.2008 výšku 433 miliónov CZK, čím sa stáva jednotkou v skupine Atlantik. Minimálna výška investície je zhodná s fondom zameraným na komodity, ale odlišujú sa v štruktúre poplatkov. Keďže tento fond je v nižšej rizikovej triede, je aj spôsob poplatkov odlišný, a má 1 % fixný poplatok a 10 % výkonnostný poplatok. Výška výkonnostnej zložky je na najnižšej úrovni spomedzi všetkých analyzovaných hedgeových fondov v ČR. Cieľovaný ročný výnos, ktorí si portfólio manažéri stanovili, by sa mal blížiť k hodnote 10 % . Fond ešte nemá uzavretý prvý rok svojej činnosti, ale od založenia dosiahol zhodnotenie 7,4 %, v samotnom roku 2008 8,61 % a to aj napriek výrazným prepadom cien tried aktív, v ktorých investuje. (Mesačný



komentár Atlantik AM 10/2008) Podľa agregovaného indexu hedgeových fondov HFN Hedge Fund Aggregate Average ([www.hedgefund.net](http://www.hedgefund.net)) je výsledok za rok 2008 (k 12.11.2008) -12,44% a výsledok indexu S & P 500 -42,85 %. Z nášho prieskumu fondov v ČR sa prevažná väčšina ocitla v roku 2008 v záporných číslach, takže s ohľadom na výkonnosť a nákladovú efektívnosť by bol pre tento rok fond zaujímavou voľbou. Pri posudzovaní výkonnosti je treba brať do úvahy samozrejme dlhšiu časovú radu, no keďže fondy v ČR ňou ešte nedisponujú, nie je možné robiť ani analýzu výkonnosti.

#### o **Investičná stratégia**

Fond má síce primárne určené rozdelenie portfólia do triedy aktív, no v prípade výrazných zmien ekonomických podmienok a psychológie na finančných trhoch je možné túto štruktúru upraviť. V práci sa bližšie zameriam na akciovú zložku portfólia a systém výberu jednotlivých akcií. Fond otvára dlhé pozície na akcie spoločností, ktorých býva v portfóliu zhruba 20 – 30, a krátke pozície cez futures kontrakty, ktoré slúžia primárne na neutralizáciu portfólia. Výhoda používania futures kontraktov je podľa prepočtov spoločnosti Atlantik v úspore transakčných nákladov oproti klasickým fondom o 1,1 % z objemu portfólia. (Investičný magazín Atlantik 2007) Stratégia sa zameriava na výber titulov z rozvinutých trhov Európy a Ameriky. Je to predovšetkým kvôli dostupnosti kvalitných dát z finančných výkazov a vyššej transparentnosti. Výber má niekoľko kôl a v každom sa pomocou screeningu zúži okruh spoločností dostupných pre investíciu. V prvom kole sa nastaví faktory ako trhovú kapitalizáciu spoločnosti, zadlženosť, história vyplácania dividendy, aby sa eliminovali nekvalitné spoločnosti. V tomto kole vypadnú spoločnosti s nízkou trhovou kapitalizáciou, tzv. small caps a príliš zadlžené spoločnosti, ktoré by mohli prípadným bankrotom spôsobiť v portfóliu trhlínu. V ďalšom kole dochádza k odfiltrovaní príliš drahých spoločností. Portfólio manažéri využívajú k oceneniu residual income model, pričom používajú projekciu výnosov na 10 rokov. Pomer ceny akcie a hodnoty z modelu by mal byť v rozmedzí 0,8 – 1. Samozrejmosťou je ešte ručné posúdenie spoločností a teda štúdium výročných správ a ďalších analýz. Posledná fáza je založená na indikátore technickej analýzy, price momentum, ktoré by malo poukázať na spoločnosti, u ktorých je pravdepodobný určitý cenový posun. Stratégia je zaujímavá v tom, že používa nielen fundamentálnu, ale i technickú analýzu, ktorá by jej mala pomôcť v lepšom načasovaní investície. Takisto môžeme vidieť konzervatívnejší prístup k investovaniu, kde sa stratégia nespolieha na vyhľadávanie špecifických

investičných nápadov ako napr. rýchlo rastúcich rizikových spoločností, ale skôr na vyfiltrovaný výber vhodne ocenených a perspektívnych spoločností.

- **Manažment rizík**

Riziko v akciovej zložke fond chápe ako vytvorenie neprimerane veľkej diery v portfóliu, ktorá by vznikla výrazným prepadom ceny akcie. Toto riziko sa snaží stratégia eliminovať už v počiatočnom screeningu a následnom výbere vhodne ocenených spoločností. Risk management má definované maximálne možné straty z jednotlivých pozícií. K zníženiu rizikovosti takisto pomáha diverzifikácia do štyroch rôznych tried aktív.

### **4.3 Novy Fund**

- **Obecná charakteristika fondu**

Fond s názvom Novy Fund je riadený spoločnosťou Novy Capital Partners, ktorá patrí pod skupinu Orco Holding. Bol založený v roku 2006 v jurisdikcii Britských Panenských Ostrovov. Fond patrí do kategórie Multi – Stratégie s hlavným zameraním na akciové a dlhopisové trhy Strednej Európy. Ako benchmark si zvolil index New Europe Blue Chip. Svojou veľkosťou je porovnateľný s fondom spoločnosti Wood & Co., pričom jeho aktíva pod správou dosiahli k 31.10. 2008 49 mil. EUR. Minimálna výška vstupnej investície je 100 000 EUR a výstup z fondu je možný každý mesiac s 90 denným ohlásením vopred, čo považujem za štandard v českom prostredí. Poplatky účtované investorom sú v štruktúre 2 % fixný a 20 % z dosiahnutého zisku, čo je v podstate identická štruktúra akú má fond Wood & Co.

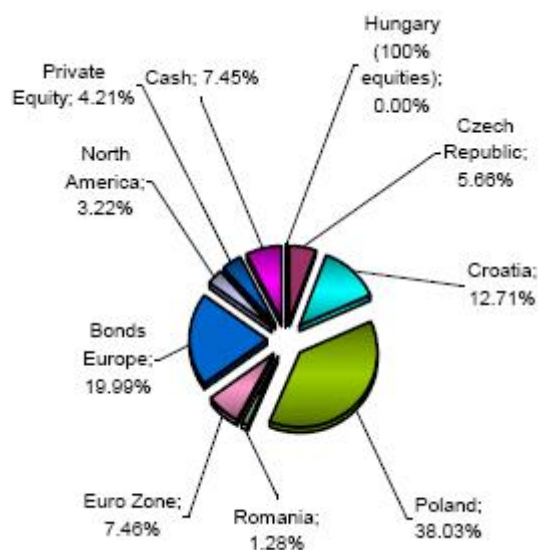
- **Investičná stratégia**

Fond využíva na dosahovanie výnosu niekoľko stratégií súčasne. Portfólio môžeme rozdeliť do piatich hlavných tried so zameraním na krajiny Strednej Európy, pričom určitá časť portfólia môže byť alokovaná v krajinách Eurozóny a Severnej Ameriky.

- (i) Najväčšiu časť tvoria prostriedky investované do akcií verejne obchodovateľných spoločností. V tejto triede môžeme podľa časového horizontu rozlíšiť dva typy stratégií. V stredne a dlhodobom horizonte fond investuje do spoločností ponúkajúcich výrazný rastový potenciál podporený solídnymi fundamentálnymi ukazovateľmi. Manažéri si všímajú faktory ako nízku zadlženosť spoločnosti, dividendový výnos či možnosť prevzatia inou spoločnosťou. V krátkodobom horizonte sa využíva hlavne stratégia event driven alebo short selling, keď fond cez svoju sieť kontaktov získa určitú informáciu, ktorá ešte nie je plne zakomponovaná do ceny akcie. Každá z týchto transakcií by nemala presiahnuť 5 % z poslednej určenej hodnoty celkových aktív (NAV).
- (ii) Private Equity : Pre – IPO investície  
Fond môže vstúpiť do mladých inovatívnych spoločností, získať v nich majoritný podiel a prípadne ich uviesť v blízkej budúcnosti (6 mesiacov) na regulovaný trh.
- (iii) Portfólio dlhopisov  
Investuje sa predovšetkým do vládnych dlhopisov krajín Východnej Európy, ktoré kvôli vyššiemu riziku nesú i vyšší výnos. V korporátnych dlhopisoch sa využíva stratégia úroková arbitráž.
- (iv) Portfólio cudzích mien
- (v) Ostatné povolené transakcie  
Táto zložka zahŕňa transakcie pri ktorých sa požičiavajú akcie tretím stranám.

Fond je teda značne diverzifikovaný a pre lepšiu obraz celkovej zainvestovanosti posluží nasledujúci graf zloženia portfólia k 31.10.2008.

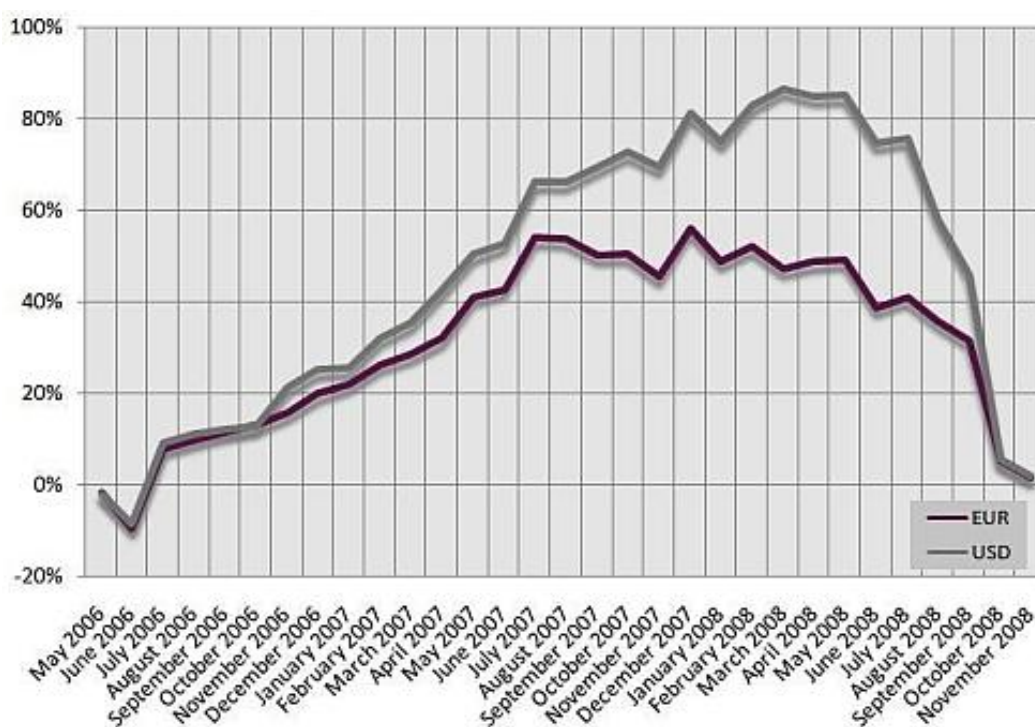
**Graf č.10 : Rozloženie portfólia Novy Fund**



*Zdroj: Novy Fund*

Cieľom celkovej stratégie je dosiahnuť ročný výnos v rozmedzí 15 – 20 %. Tento cieľ hodnotím ako dosť odvážny i keď je pravda, že sa fond pohybuje v oblasti rizikovejších investícií nesúcich vyšší výnos. To samo o sebe ešte nemusí stačiť na splnenie tohto cieľa. Výkonnosť fondu ešte nie je možné hodnotiť, pretože funguje len od apríla 2006. Ilustrujeme ale jeho doterajší priebeh. Po úspešnom začiatku fond evidentne prekonával svoj stanovený cieľ, no kvôli finančnej kríze a prepadom akciových trhov fond prišiel skoro o celý zisk, keď ku 30.11.2008 tvorilo zhodnotenie od počiatku len 1,78 % .

**Graf č.11 : Výkonnosť portfólia Novy Fund**



Zdroj: Novy Fund

#### o Manažment rizík

Fond si dosť zakladá na reálnom sledovaní investícií a možných rizík pomocou kvantitatívnych metód. Risk management monitoruje VaR, Volatilitu, Sharpov a Sortinov pomer, maximálny prepád fondu (drawdown) a taktiež sleduje korelačný databázový systém a pomocou neho sa snaží odhadnúť, ktorý inštrument bude najvhodnejší na zaistenie jednotlivých pozícií. Používajú sa futures kontrakty a opcie na akciové indexy, úrokové swapy, FRA a menové forwardy. Využíva sa taktiež stress testing, čo znamená testovanie správania portfólia v zhoršených podmienkach na trhu, napr. v prípade teroristických útokov na základe historických dát. Fond má dopredu nastavené prípustné straty z jednotlivých pozícií na hodnote 25 % pri poklese z najvyššej dosiahnutej hodnoty. V prípade poklesu celkového akciového portfólia o 20 % je expozície znížená o jednu tretinu a pri poklese o 40 % sú uzatvorené všetky pozície.

Management rizík je na pohľad prepracovaný a fond značne diverzifikovaný čo by mu malo pomôcť prekonať nepríjemné obdobia. Investorov zväčša ale zaujíma, ako risk management dokáže naplniť svoju úlohu v skutočnosti. Či dokáže obmedziť straty. Ako príklad na zamyslenie nám môže poslúžiť nedávne obdobie finančnej krízy a jej dopad na

výkon tohto fondu. Samotný portfólio manažér fondu v mesačnej správe za mesiac október roku 2008 priznáva, že iracionalita a vysoká volatilita trhu znemožnili využívať naplno určité zaistenia, ktoré mali pripravené na neutralizáciu portfólia a obmedzenie trhového rizika. (Mesačná správa 10/2008, [www.novyfund.com](http://www.novyfund.com)) Každá kríza prináša príležitosť na prehodnotenie systému, o ktorom si myslíme, že funguje správne.

#### **4.4 RSJ Invest Powerfunds**

Spoločnosť RSJ Invest vytvorila v roku 2005 skupinu 4 fondov pod označením RSJ Powerfunds. Fondy sú registrované na Mauríciu a regulované Komisiou pre finančné služby. Spoločnosť RSJ Invest funguje na českom kapitálovom trhu už od roku 1995. Vtedy začala obchodovať s cennými papiermi a následne vytvorila svoj prvý produkt, ktorý vyústil do založenia fondu RSJ STS High Yield. Je to obchodný systém, ktorý využíva matematický model pri obchodovaní s úrokovými derivátmi. Obchoduje s vysokou frekvenciou a má obmedzenú veľkosť kapitálu a preto je tento fond investičnej verejnosti uzavretý. Druhý uzavretý fond je RSJ SmartBonds, ktorý patrí do kategórie Global Macro a investuje do inštrumentov s fixným príjmom. Portfólio pozostáva z vládnych, municipálnych a korporátnych dlhopisov s ratingom vyšším ako CCC(Caa) ([www.powerfunds.com](http://www.powerfunds.com)).

Ďalším fondom zo skupiny je RSJ TurboEquities, ktorý je zameraný na dlhodobú apreciaciu kapitálu. Investuje do futures kontraktov akciových indexov v rozvinutých krajinách. Fond na základe matematického modelu, ktorý optimalizuje Sharpov pomer, vyberá optimálne rozloženie investície medzi zhruba 20 hlavných trhov. Používa sa pritom páka v rozmedzí 1-5, v závislosti od volatility trhu. Keďže sú pre investíciu použité futures kontrakty, použitie páky nestojí dodatočné náklady a takisto obchodovanie s derivátovými inštrumentami je nákladovo oveľa výhodnejšie ako s klasickými akciami či indexovými ETF. Celá myšlienka je postavená na pozorovaní, že akciové indexy z historického hľadiska rastú približne 8 % tempom a s použitím beznákladovej páky vo výške 2 je možné dosiahnuť výnos 16 %. Stratégia je teda priamo závislá na vývoji trhu a navyše neobsahuje prvok predaja nakrátko, čím pri poklese akciových trhov dochádza i k nemalým stratám. Nevyhnutnosťou je držať futures kontrakty dlhodobo, pretože po prípadnom poklese zväčša príde rast ešte k vyšším úrovniam. Štvrtým fondom spoločnosti

je RSJ NewMarkets, ktorý by mal byť hlavným pilierom v skupine. Preto sa ním budem zaoberať bližšie.

#### 4.4.1 RSJ NewMarkets

- **Obecná charakteristika fondu**

Fond je z kategórie Rozvíjajúce sa trhy a investuje do akcií spoločností krajín Ruska, Kazachstanu, Ukrajiny, Rumunska, Bulharska, Gruzínska a Poľska. Fond je denominovaný v amerických dolároch a k septembru 2008 mal v portfóliu zhruba 10 mil. USD. Štruktúra poplatkov je tradičná, 2 % manažérsky poplatok a 20 % výkonnostný poplatok. Fond sa zameriava na spoločnosti s nižšou trhovou kapitalizáciou a tak ako benchmark bol zvolený MSCI EM Eastern Europe Small Cap.

- **Investičná stratégia**

Základom stratégie je vyhľadávanie spoločností s trhovou kapitalizáciou v rozmedzí od 100 mil. USD po 5 mld. USD, pričom priemer fondu je približne 400 mil. USD. Investuje sa priamo do kmeňových akcií a krátke pozície sa využívajú len ojedinele. Fond vyhľadáva dobre ocenené ešte neodhalené spoločnosti západnými fondami. Portfólio je značne koncentrované a obsahuje 15-20 titulov, z ktorých mnohé pozície sú dosť nelikvidné a držia sa v priemere 3 roky. Pri výbere akcií sa uplatňuje dôkladná finančná analýza a niekoľko triediacich kritérií. Medzi hlavné kritériá patria ukazovatele P/E, P/BV, P/S čím sa získa kôš zhruba 200 – 300 spoločností. V ďalšom kole je triedenie podľa likvidity, vlastníckej štruktúry aby sa vylúčili spoločnosti s nízkym podielom verejne obchodovaných akcií, kde by nastávala hrozba vyvlastnenia. Finančná analýza sa opiera hlavne o údaje z Bloombergu a čerpá z podpory lokálnych brokerov. Kvalita finančných výkazov je na východných trhoch podľa Libora Winklera výrazne nižšia než je tomu na vyspelých trhoch. Preto treba spoločnosti poznať dôkladne a nespoliehať sa len na jeden zdroj informácií. Portfólio manažér často navštevuje perspektívne spoločnosti aby spoznal manažment a jeho výhľady do budúcnosti.

- **Manažment rizík**

Fond investuje na rozvíjajúcich sa trhoch a z toho plynú i určité rizikové faktory. Okrem klasického trhového rizika čelí aj rizikám vyplývajúcim z nestabilnej politickej situácie, netransparentného vykazovania finančných výsledkov, korupčného prostredia a nestabilnej legislatívy. Fond mnohé riziká znižuje tým, že v zainvestovanej krajine má zväčša dobrú sieť kontaktov, ktorá mu sprostredkuje dodatočné informácie o prostredí. Taktiež uplatňuje diverzifikáciu podľa krajiny a odvetví a obmedzuje veľkosť jednej pozície na maximum 20 % celkového portfólia. Fond monitoruje Sharpov pomer, volatilita pre samotné investičné rozhodnutie nie je dôležitá.

## **4.5 Vltava Fund**

- **Obecná charakteristika fondu**

Vltava Fund vznikol v roku 2004 ako prvý hedgeový fond v Českej republike. Je registrovaný na Malte a akcie má registrované na Irish Stock Exchange. Tento krok sa manažment rozhodol podstúpiť kvôli potrebe niektorých českých investorov, ktorí vyžadovali umiestnenie fondu na niektorej z búrz krajín OECD. Fond patrí do kategórie global long/short equity a veľkosť aktív pod správou dosiahla k 1.4. 2008 70 mil. EUR . (HedgeFundsReview, 2008 )

- **Investičná stratégia**

Fond investuje zhruba 70 % prostriedkov na rozvinutých trhoch, prevažne Spojených štátov a Európy a zvyšok na rozvíjajúcich sa trhoch v Ázii. Portfólio je zložené zväčša z 15 – 20 dlhých pozícií na jednotlivé akcie, pričom je možné používať páku až 1:5, no obyčajne sa pohybuje len pri dvojnásobku. Krátke pozície sú len na neutralizáciu portfólia a využívajú sa pre ne indexové deriváty. Pri plnej zainvestovanosti sú dlhé pozície dvakrát väčšie ako tie krátke. Fond sa snaží vyhľadávať podhodnotené akcie na základe fundamentálnej analýzy. Ako hlavné ukazovatele slúžia pomer zisku a ceny za ktorú sa obchoduje, pomer dlhu ku vlastnému imaniu, vyplácanie dividendy, stabilita zisku, veľkosť firmy a taktiež schopnosť managementu a perspektíva ďalšieho rastu. Fond sa vo



svojom výbere zameriava najmä na spoločnosti spracovávajúce ropu , priemyselné kovy, sektor poľnohospodárskych plodín a vybraných komodít a niektoré finančné spoločnosti. Tieto sektory činia zhruba 75 % portfólia. (HedgeFundsReview, 2008)

- **Manažment rizík**

Portfólio manažér fondu Daniel Gladiš je známy svojou stratégiou hodnotového investovania, teda nakupovania akcie pod jej vnútornou hodnotou. Volatilita akcie vôbec nehra pri výbere rolu, dôležité je aby bol dodržaný bezpečnostný vankúš medzi cenou a hodnotou. Krátkodobé pohyby smerom nadol pre portfólio manažéra nie sú dôležité, pretože ak je investičný nápad dobrý, je len otázkou času kedy sa cena dostane na úroveň predom vypočítanej hodnoty. Akcie sú teda držané i niekoľko rokov.

## **4.6 Wood & Co. Central & Eastern European Fund**

- **Obecná charakteristika fondu**

Fond Wood & Co. Central & Eastern European Fund založila spoločnosť Wood & Co. v roku 2006. Wood & Co. poskytuje služby investičného bankovníctva a správy majetku už od roku 1991 so zameraním na región Strednej a Východnej Európy. Fond patrí do kategórie long/short equity a investuje na trhoch CEE, čím by sa dal zaradiť i do kategórie rozvíjajúcich sa trhov. Podľa portfólio manažéra fondu Jaroslava Krabca je ale dôležitejšie zaradenie fondu podľa toho, do akých aktív fond investuje a nie podľa regiónu investícií. Fond je registrovaný na Malte a regulovaný maltským regulačným orgánom Malta Financial Services Authority.

Do fondu môžu vstúpiť kvalifikovaní investori s minimálnou výškou investície 100 000 EUR. Investorom sú účtované manažérske poplatky vo výške 2 % a výkonnostné poplatky vo výške 20 % z dosiahnutého zisku, čím sa radia medzi štandard odvetvia. Investori sú vystavení uzamknutiu svojej investície (lock-up period) na 3 mesiace, čo je v porovnaní so zahraničnými zavedenými fondami kratšia doba, pre investora ale výhodnejšia. Túto skutočnosť je možné odôvodniť tým, že fond funguje pomerne krátku dobu a snaží sa získavať investorov výhodnými podmienkami pre vstup. Spoločnosť Wood & Co. existuje na trhu už vyše 17 rokov, čo jej výrazne uľahčilo získavanie klientov pri

zakladaní fondu. Na získavanie klientov taktiež spolupracuje so svojim prime brokerom v Londýne, ktorý oslovuje potencionálnych záujemcov. Objem aktív pod správou (AUM) dosiahol hodnotu 50 mil. EUR, pričom súčasná finančná kríza a následné redempcie zo strany investorov môžu v najbližšom období objem znížiť. Dlhodobou stratégiou fondu je podľa portfólio manažéra priblíženie sa k hranici 300 mil. EUR. Táto hranica je stanovená predovšetkým kvôli veľkosti regiónu v ktorom investuje pričom následné zvyšovanie objemu by prinášalo dodatočné náklady so správou. Tu sa ukazuje rozdiel medzi fondom hedgeovým, ktorý sa snaží optimalizovať výkonnosť pre svojich investorov i za cenu nižšieho objemu pod správou a fondom podielovým, ktorého primárnym cieľom je zvyšovanie aktív a správa týchto prostriedkov.

#### o **Investičná stratégia**

Investičná stratégia spočíva v investovaní do akciových titulov krajín označovaných ako 1. konvergenčná línia a to Česka, Poľska, Maďarska a z 2. konvergenčnej línie Rumunska a Bulharska. Tento prístup je založený na tom, že ekonomiky týchto krajín budú rásť rýchlejšie ako ekonomiky západných krajín Európy a pomocou cielených investícií do perspektívnych podnikov dokážu priniesť svojim investorom vyšší výnos.

Investičné rozhodnutia vykonáva portfólio manažér v spolupráci s ustanovenou investičnou komisiou, ktorá odobruje väčšie investície alebo zmeny v stratégii navrhované portfólio manažérom. Kompetitívnou výhodou tohto fondu je priama podpora in house analytikov spoločnosti Wood & Co., ktorí pri analýzach komunikujú s manažmentom spoločností a dokážu tak priniesť portfólio manažérovi dodatočnú hodnotu. Fond môže používať ako dlhé, tak i krátke pozície na akciové tituly, futures kontrakty, opcie a niektoré zložitejšie štruktúrované produkty ponúkané divíziami investičných bánk viazané na aktívum z regiónu CEE. Portfólio je po väčšinu času koncentrované do zhruba 25 – 30 dlhých i krátkych pozícií. V prípade zhoršených podmienok na trhu, ako tomu je v súčasnosti kvôli finančnej kríze, je možné tento počet znížiť až ku hranici 16 a zvýšiť podiel hotovosti v portfóliu. Hotovosť môže významne prevýšiť akciovú zložku, pričom prostriedky môžu byť pripravené na načasovanie trhu a kúpu podhodnotených aktív.

Stratégiou fondu je nájsť na trhu podhodnotené či nadhodnotené akciové tituly, ktorých trhovú cenu sa nejakým spôsobom odchyľila od hodnoty, ktorú manažér spolu s analytikmi na základe fundamentálnej analýzy vypočítajú. Príčin nesprávneho ocenenia môže byť niekoľko.(i) Trh nedokáže dostatočne odhaliť potenciál určitej spoločnosti, alebo

jej potenciál preceňuje. (ii) Makroekonomické udalosti, ktoré dokážu spustiť vlnu výpredajov akcií, kvôli rizikovému charakteru rozvíjajúcich sa trhov (iii) Udalosti krátkodobého trvania, ktoré dočasne vychýlia cenu a pre investora s dlhším časovým horizontom predstavujú príležitosť k investícii. Doba držania pozície je podľa Jaroslava Krabca rôzna, od niekoľkých dní až po viac ako rok, záleží na podmienkach na trhu. Manažér má určitý investičný nápad, myšlienku kam by cena aktíva mala smerovať, no určiť presne časové obdobie kedy zmena nastane nie je jednoduché a mnohokrát ani nie možné. Pozícia sa teda uzatvára vtedy, keď je myšlienková podstata obchodu naplnená, akcia naplní svoj potenciál a dostane sa na odhadovanú cenovú úroveň, alebo vtedy, keď manažér odhalí, že jeho odhad nebol správny a pozíciu uzatvorí v strate, pričom túto stratu má definovanú už pred uskutočnením obchodu. Fond je multioborový, má teda voľný výber naprieč celým spektrom trhu a závisí na ekonomických podmienkach, či vyberá viac defenzívne alebo rastové tituly.

#### o **Manažment rizík**

Fond používa miery rizika štandardné pre odvetvie hedgeových fondov, a to Sharpov pomer, Sortinov pomer, VaR. Keďže fond má svoju stratégiu postavenú na investovaní s dlhodobjším časovým horizontom, je aj počet obchodov nižší ako v prípade fondov, ktoré obchodujú denne, ako napr. RSJ Powerfunds. Operačné riziko je tak podľa Jaroslava Krabca viac na strane prime brokera a kustodiána, ktorí majú na starosti administratívu a úschovu prostriedkov. Toto riziko je podstatne eliminované výberom kvalitných protistrán s dlhou tradíciou poskytovaných služieb. Fond pre svojich investorov vytvára mesačné správy, v ktorých investorov oboznamuje s dosiahnutou výkonnosťou, hodnotami mier rizika a komentuje situáciu v ktorej sa fond nachádza. Mnoho investorov tieto správy pozorne sleduje, pričom je na manažéra vytváraný tlak dosahovať každý mesiac uspokojujúce výsledky. Manažéra tak dostávajú do obtiažnej situácie, pokiaľ sa investície nevyvíjajú priaznivým smerom, i keď len dočasne. Manažment rizík vo fonde viacmenej monitoruje celkovú stratégiu a rozloženie aktív, aby sa fond príliš nevystavil jednému sektoru, o ktorom si manažér myslí, že je perspektívny. Samotná volatilita akcie nezasahuje do investičného rozhodnutia, pretože podľa portfólio manažéra Jaroslava Krabca historická volatilita v súčasnosti nie je relevantná pre nedávne mohutné akciové prepady a abnormálne chovanie trhu.

## Záver

---

Cieľom tejto práce bolo poukázať na hedgeové fondy ako moderné investičné jednotky, priblížiť ich fungovanie a napĺňanie investičnej stratégie. V prvej časti práce sa ukázalo, že hedgeové fondy nevznikli zo dňa na deň, ale od roku 1949 si postupne budovali svoje miesto na finančných trhoch. Boli súčasťou mnohých kríz ale dávať im za vinu vznik jednotlivých problémov by bolo príliš unáhlené. Práca od historického vývoja prechádza k načrtnutiu samotnej podstaty hedgeového fondu a to jeho schopnosti nájsť na trhu investičnú príležitosť a pomocou vhodných inštrumentov ju využiť v prospech svojich investorov.

V práci poukazujem na činnosti jednotlivých subjektov spolupracujúcich s hedgeovým fondom. Úloha nezávislého prime brokera a administrátora sa po nedávnych škándáloch v kauze defraudácie 50 mld. USD Bernardom Madoffom ukazuje byť ako kľúčová. V práci pokračujem vysvetlením jednotlivých rizík, ktorým fondy čelia a následnému popisu investičných stratégií, ktoré slúžia ako príprava k analytickej časti.

Ťažiskom tejto práce je analýza sektoru hedgeových fondov riadených z Českej republiky s domicilom v zahraničnej jurisdikcii. Vďaka rozhovorom s portfólio manažermi jednotlivých fondov sa nám podarilo priblížiť zahmlené prostredie, ktorým hedgeové fondy bezpochyby sú a predostrieť ich štruktúru a investičnú stratégiu. Ako jeden z výsledkov tejto práce môže byť odhad veľkosti objemu spravovaných investícií, ktorí ku koncu októbra 2008 činil cca 5,2 mld CZK v celom sektore. Do úvahy bolo zohľadnených všetkých 10 fondov so zahraničným domicilom.

Poukazujem na rozdiel medzi podielovým a hedgeovým fondom, najmä v jeho nastavení motivácie, ktorá je u hedgeového výraznejšie v prospech investora. Z analýzy českého prostredia hedgeových fondov vyplynulo, že fond je vďaka štruktúre poplatkov fix plus výkonnostný, ochotný obmedziť veľkosť objemu spravovaných aktív, aby prílišný objem neškodil výkonnosti. Z analýzy taktiež vyplynulo, že samotná štruktúra uplatňovaných poplatkov je závislá od rizikovosti daného fondu. U spoločnosti Atlantik vidíme rozdielnosť medzi komoditným fondom s vyšším rizikom a vyváženým fondom s nižším rizikom v odlišnej výške výkonnostnej zložky, ktorá slúži ako motivačný mechanizmus pre fond. Dá sa povedať, že väčšina fondov sa pohybovala v štruktúre poplatkov okolo úrovne 2 % fixný a 20 % výkonnostný, čo je v súčasnosti považované za štandardnú schému v zahraničí.

Stratégie sú zväčša zamerané na akcie, prípadne doplnené dlhopismi, alebo komoditami. Stratégie závisia od portfólio manažéra, ktorý by mal svojimi skúsenosťami pridávať fondu dodatočnú hodnotu aby prekonal benchmark. Len dva fondy boli postavené na čisto matematickom modele, a to fondy spoločnosti RSJ PowerFunds, STS HighYield a TurboEquities.

Hedgeové fondy sa často preukazujú možnosťou krátkych pozícií a uchovania majetku i na klesajúcich trhoch. Z výsledkov za rok 2008 sa bohužiaľ len jednej spoločnosti z piatich podarilo tento odvážny cieľ dodržať a to spoločnosti Atlantik. Ostatné skončili v miernej alebo hlbšej strate. Výnimkou je fond RSJ STS HighYield, ktorý nedrží portfólio, ale uskutočňuje rýchle obchody s obmedzeným kapitálom pomocou matematického modelu a tak rastúce a klesajúce trhy sú pre neho ekvivalentom. Samozrejme musela nastať určitá kalibrácia modelu kvôli zvýšenej volatilite.

Porovnaním prístupu k riziku jednotlivých portfólio manažérov prídeme k záveru, že nie každý ho chápe rovnako. Daniel Gladiš z fondu Vltava Fund rozumie pod rizikom stratu investovaných prostriedkov a nie kolísavosť akcie počas určitého obdobia. Do investičného rozhodnutia teda volatilita vôbec nezasahuje. Ak je investičný nápad dobrý, cena akcie si nájde cestu ku skutočnej hodnote akcie, nech už je tá cesta akokoľvek kľukatá alebo dlhá. Výrazný pokles, napr. až 50 %, ako je tomu tento rok u fondu Vltava, nevadí, pretože akcie sú držané dlhodobo kvôli svojej hodnote. Naproti tomu je stratégia fondu Novy Fund, ktorý na volatilitu dáva pozor a pri určitých úrovniach poklesu vypredáva portfólio. Ostatní manažéri volatilitu sledujú, ale do investičného rozhodnutia nezasahuje. Rozhodnutie sa odvíja primárne od fundamentov a perspektívy vybranej spoločnosti.

Celkovo môžeme sektor hedgeových fondov v Českej republike hodnotiť ako veľmi mladý so zaujímavou perspektívou. Svetový trend je v prospech kvalitných hedgeových fondov a ak sa portfólio manažérom v ČR podarí preukázať zaujímavé výsledky, môžeme očakávať príliv domácich i zahraničných investorov.

## Zoznam použitej literatúry

---

Anson, J. P. M. (2002). *Handbook of alternative assets*. New York: John Wiley & Sons, Inc.

Bing Liang and Hyuna Park, 2007, „Risk Measures for Hedge Funds: A Cross-sectional Approach“, *European Financial Management*, Vol. 13, No. 2, 333–370

Brealey, R. A., Myers, S. C. (2000), *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill, fifth edition.

Fang Cai, 2003, „Was There Front Running During the LTCM Crisis?“ International Finance Discussion Papers, Number 758

Gladiš D. (2005), *Naučte se investovat – 2. rozšířené vydání*, Grada, Praha

Graham B. (2007) *Inteligentní investor*, Grada, Praha

Hagstrom, R. G. (2005), *The Warren Buffett Way*. New Jersey: John Wiley & Sons.

Hedges, J. R. (2005). *Hedges on Hedge Funds : How to Successfully Analyze and Select an Investment*. New Jersey: John Wiley & Sons.

Jensen, M. C., (1967), „The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964“, *Journal of Finance*, Vol. 23, No. 2.

Jorion, P. (2000), „Risk management lessons from Long Term Capital Management“, *European Financial Management*, Volume 6, Issue 3 , Pages 277 – 300, Blackwell Publishers Ltd

Lhabitant, F., S. (2006). *Handbook of Hedge Funds*. John Wiley & Sons Ltd, West Sussex, England

Manolis C. Mukherjee B., (2004), „Capital Structure Arbitrage : An Empirical investigation using stocks and high yield bonds“, Center for international securities and derivatives market

Markowitz, H. (1952). “Portfolio Selection”. *Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, pp. 77-91.

Markowitz H. (1959), “Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments”, New York: Wiley,

McGuire M.P., Tsatsaronis K. (2008), „Estimating hedge fund leverage“, Working Papers No 260, BIS, < <http://www.bis.org/publ/work260.pdf> >

Ruiz-Caruz, I., Bhat, V., Mariot, E.: *What is a hedge fund*, The University of Iowa Center for International Finance and Development, 2007, <http://www.uiowa.edu/ifdebook/faq/Hedge.shtml>

Sharpe, W. F. (1964). „Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk”. *Journal of Finance*, Vol. 19, No. 3, pp. 425-442.

Sharpe, W. F. (1966). „Mutual fund performance”. *Journal of Business*, Vol. 39, No. 1, Part 2, pp. 119-138.

Sortino, F. and Price, L. (1994). “Performance measurement in a downside riskframework”. *Journal of Investing*, Fall, pp. 59-65.

Stefanini, F., (2006). *Investment strategies of hedge funds*. John Wiley & Sons Ltd, West Sussex, England

Treynor, J., (1965), „How To Rate Management of Investment Funds“, *Harvard Business Review*, January-February, 63-75.

## Internetové zdroje:

---

Atlantik Investicni Magazin, 2007, dostupne [2/12/2008]  
<<http://www.atlantik.cz/knihy/investicni-magazin/1/>>

Atlantik AM Mesacny Komentar 10/2008, dostupne [2/12/2008]  
<[http://www.atlantik.cz/documents/produkty/fondy-atlantik/atlantik\\_advanced\\_commodity\\_czk\\_10\\_08.pdf](http://www.atlantik.cz/documents/produkty/fondy-atlantik/atlantik_advanced_commodity_czk_10_08.pdf)>

Ako-investovat.sk : Rozhovor Gladis, , 30.okt.2008 dostupné [20/12/2008]  
<<http://ako-investovat.sk/index.php/rozhovory/62-ceske-slovenske-osobnosti/113-dochazi-k-rozdilum-mezı-cenou-a-hodnotou>>

Berkshire Hathaway Annual Report, 1986, str.16, dostupne [5/10/2008]  
<<http://www.berkshirehathaway.com/letters/1984.html>>

Capco, Hedgeweek 20/3/2003, dostupne [21/10/2008]  
<[http://www.hedgeweek.com/articles/detail.jsp?content\\_id=8635](http://www.hedgeweek.com/articles/detail.jsp?content_id=8635)>

Credit Suisse Tremont Index, dostupne [20/12/2008]  
<<http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/en/default.aspx?cy=USD>>

Investment Company Institute (2007) : The Differences Between Mutual Funds and Hedge Funds, April 2007 dostupné [15/12/2008] <[http://www.ici.org/funds/abt/faqs\\_hedge.html](http://www.ici.org/funds/abt/faqs_hedge.html)>

Investujeme.cz : Petr Kalina: U trhů střední a východní Evropy jsem optimista, dostupné [13/12/2008] <<http://www.investujeme.cz/clanky/petr-kalina-u-trhu-stredni-a-vychodni-evropa-jsem-optimista/>>

Harcourt Investment Consulting. (2006). *SwissHedge* dostupné [10/12/2008]  
<[http://www.harcourt.ch/manual/swiss hedge/2006/q3/special\\_feature.pdf](http://www.harcourt.ch/manual/swiss hedge/2006/q3/special_feature.pdf)>

HedgeFundNews Jul 2003, John Paulson interview dostupne [13/12/2008]  
<[http://www.hedgefundnews.com/news\\_n\\_info/article\\_detail.php?id=292](http://www.hedgefundnews.com/news_n_info/article_detail.php?id=292)>

HedgeFundWorld : <[http://www.hedgefundworld.com/forming\\_a\\_hedge\\_fund.htm](http://www.hedgefundworld.com/forming_a_hedge_fund.htm)>

FINANCNIMANAGEMENT.IHNED.CZ : Managed futures v portfoliu firemního asset managementu, Štěpán Pírko 25. 9. 2008 dostupné [13/12/2008]  
[http://managerweb.ihned.cz/c4-10111450-28102790-T00000\\_d-managed-futures-v-portfoliu-firemniho-asset-managementu](http://managerweb.ihned.cz/c4-10111450-28102790-T00000_d-managed-futures-v-portfoliu-firemniho-asset-managementu)

MarketWatch, 26.9.2008, By Alistair Barr : Short-sale ban disrupts trades for hedge funds dostupné [13/11/2008]  
<http://www.marketwatch.com/news/story/hedge-funds-suffer-short-selling/story.aspx?guid=%7BA12A0C0D-55FF-4576-9F2B-9D4C9072200E%7D>

Novy Fund - <http://www.novyfund.com/>

Merrill Lynch - <http://www.ml.com/>

RSJ PowerFunds - <http://www.rsjpowerfunds.com/>

Securities and Exchange Commision - <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>

Sound Practices for Hedge Fund Managers (2007), Managed Futures Association, dostupné [13/11/2008]  
<http://www.managedfunds.org/downloads/Sound%20Practices%202007.pdf>



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:  
E-mail:  
[ies@mbox.fsv.cuni.cz](mailto:ies@mbox.fsv.cuni.cz)  
<http://ies.fsv.cuni.cz>

Akademický rok 2007/2008

## TEZE BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Student:	Vladimír Šťastný
Obor:	Ekonomie
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:

Porovnanie investičných stratégií hedgeových fondov

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

V tejto práci by som sa rád venoval forme alternatívneho investovania do hedgeových fondov a ich prístupu k investičnému procesu. V posledných rokoch sa hedgeové fondy stali významnými aktérmi na finančných trhoch a vyvolávajú okolo seba veľa kontroverzných otázok, či už z pohľadu regulácie a ochrany investora, ako i aktivistických prístupov k správe verejne obchodovateľných spoločností. V mojej práci opíšem hedgeový fond ako investičnú jednotku, spôsob jeho založenia a riadenia, výber stratégií a prístup k riziku. Ďalej sa budem zaoberať celým sektorom a jeho vplyvom na finančné trhy, snahu o reguláciu, históriu a evolúciu jednotlivých investičných stratégií. V komparácii by som sa chcel zamerať hlavne na analýzu equity based stratégií a ich

jednotlivé výnosnosti a miery rizika. V jednej z kapitol by som sa rád venoval hedgeovým fondom spravovaných z ČR , ich konkrétnym stratégiám a prístupu investora k takémuto typu alternatívnej investície.

#### Struktura BP:

1. Úvod
2. Hedgeový fond ako investičná jednotka
  - 2.1 Charakteristika hedgeového fondu
  - 2.2 Vznik a vývoj hedgeových fondov a ich stratégií
3. Sektor hedgeových fondov
  - 3.1 Sektor hedgeových fondov a súčasný vplyv na svetové kapitálové trhy
  - 3.2. Regulácia hedgeových fondov
4. Popis jednotlivých investičných stratégií
  - 4.1 Long/Short Equity
  - 4.2 Short Selling
  - 4.3 Arbitráž fúzií a akvizíc
  - 4.4 Multi stratégie
  - 4.5 Makro stratégie
5. Stratégie hedgeových fondov v ČR
6. Komparácia výnosnosti a rizikovosti
7. Záver

#### Seznam základních pramenů a odborné literatury:

- BREALEY, R.A., MYERS S. C., ALLEN F. : *Principles of corporate finance 8th ed.*, Boston, McGraw-Hill/Irwin , 2006
- BROWN, S.J., GOETZMANN, W.N. : *Hedge funds with style*, Working Paper 8173, NBER Working paper series, 2001
- GREGORIOU G. N., HUBNER G., PAPAGEORGIOU N., ROUAH F.D. : *Hedge Funds: Insights in Performance Measurement, Risk Analysis, and Portfolio Allocation*, John Wiley, 2005
- LIANG, B. : *Hedge funds performance : 1990-1999*, Financial Analysts Journal, January/February,11- 18, 2001
- STEFANINI F. : *Investment strategies of hedge funds*, Chichester, John Wiley, 2006
- Securities and Exchange Commision ([www.sec.org](http://www.sec.org))
- Investment Company Institute ([www.ici.org](http://www.ici.org) )

Datum zadání:	Červen 2007
Termín odevzdání:	červen 2008

Podpisy konzultanta a studenta:

V Praze dne 25.6.2007