

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

PRIVLAČNOST VZAJEMNIH IN HEDGE SKLADOV ZA RAZLIČNE VLAGATELJE

Ljubljana, december 2005

JAKA BINTER

IZJAVA

Študent Jaka Binter izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom mag. Aleša Berka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 12.12.2005

Podpis: _____

KAZALO

1. Uvod	1
2. Opredelitev hedge skladov	2
2.1. Zgodovinski razvoj hedge skladov	2
2.2. Definicija hedge skladov	4
2.2.1. Aktivno upravljanje in naložbene strategije	5
2.2.2. Absolutni donos	5
3. Tehnike in strategije vlaganja hedge skladov	6
3.1. Tehnike vlaganja	6
3.1.1. Finančni vzvod	6
3.1.2. Nekrita prodaja	7
3.1.3. Račun z delnim kritjem	7
3.1.4. Izvedeni finančni instrumenti	8
3.1.5. Arbitraža	8
3.1.6. Obvladovanje tveganja	8
3.1.6.1. Neposredno zavarovanje	8
3.1.6.2. Dinamično zavarovanje	9
3.2. Naložbene strategije hedge skladov	9
3.2.1. Strategija relativne vrednosti	11
3.2.1.1. Arbitraža z zamenljivimi finančnimi instrumenti	11
3.2.1.2. Arbitraža s finančnimi instrumenti stalnega donosa	12
3.2.1.3. Arbitraža delniškega trga	13
3.2.2. Z dogodkom pogojene strategije	13
3.2.2.1. Vrednostni papirji podjetij v finančni stiski	14
3.2.2.2. Prezemna arbitraža	15
3.2.3. Oportunistične strategije	16
3.2.3.1. Makro strategija	16
3.2.3.2. Dolge / kratke pozicije	17
3.2.3.3. Razvijajoči se trgi	17
3.2.3.4. Kratka prodaja	17
3.2.5. Skupina posebnih strategij	18
3.2.5.1. Tržni trenutek	18
3.2.5.2. Termenske pogodbe	18
3.2.5.3. Tekoči donos	18
3.2.5.4. Multipla strategija	18
3.2.5.5. Osredotočanje na pravo vrednost vrednostnega papirja	19
3.2.6. Sklad skladov	19
3.2.7. Povzetek predstavljenih strategij	20
4. Prednosti in slabosti investiranja v hedge sklade	21
4.1. Prednosti	21
4.1.1. Nagrade upravljavcem	22
4.1.2. Zaščita pred neupravičeno provizijo	22
4.1.3. Možnost doseganja višjega donosa (še zlasti ob padajočem trendu)	22
4.1.4. Stopnja razpršenosti naložb	23
4.1.5. Prilagodljivost upravjavca pri izbiri vrste vlaganja	23
4.1.6. Poudarek na upravljavcih	23
4.2. Slabosti	24
4.2.1. Likvidnost	24
4.2.2. Preglednost	24
4.2.3. Stroški	24
4.2.4. Tveganje	25
4.2.5. Institucionalni nadzor	25

5. Primerjava hedge skladov z vzajemnimi skladi	25
5.1. <i>Zahteve regulatorja glede upravljanja sklada</i>	25
5.2. <i>Provizije in stroški</i>	29
5.3. <i>Vrednost premoženja in likvidnost</i>	29
5.4. <i>Relativna uspešnost sklada</i>	29
5.5. <i>Zaščita pred padajočim trendom</i>	30
5.6. <i>Prihodnja donosnost</i>	31
6. Kriteriji odločanja pri izbiri naložbe	32
6.1. <i>Naložbene možnosti vlaganja sredstev</i>	32
6.2. <i>Donosnost</i>	32
6.3. <i>Tveganje</i>	33
6.3.1. <i>Likvidnostno tveganje</i>	33
6.3.2. <i>Obrestno tveganje</i>	33
6.3.3. <i>Valutno tveganje</i>	34
6.3.4. <i>Kreditno tveganje</i>	34
6.3.5. <i>Tržno in netržno tveganje</i>	34
6.4. <i>Učinkovitost vlaganja</i>	36
7. Značilnosti investitorjev v posamezne finančne oblike - profil vlagatelja	37
7.1. <i>Vlagatelji v vzajemne sklade</i>	38
7.2. <i>Vlagatelji v hedge sklade</i>	39
8. Izbira sklada glede na tip vlagatelja	42
9. Sklep	44
Literatura	47
Viri	48

1. UVOD

Svetovni kapitalski trgi ponujajo najrazličnejše naložbene priložnosti in oblike vlaganja sredstev. Dve izmed njih sta gotovo naložbi v hedge in vzajemne sklade. Prepoznavnost vzajemnih skladov je že relativno velika, medtem ko so hedge skladi širšim množicam še dokaj nepoznani in zato tuji. Dobra seznanjenost vlagateljev o vseh pomembnejših iztočnicah vzajemnih skladov je poskrbela za njihovo množično uveljavitev. Ravno nasprotno pa se dogaja pri hedge skladih; ta oblika naložbe je pri ljudeh relativno neznana in zavita v tančico skrivnosti. Vzroke za neprepoznavnost hedge skladov lahko pripišemo več dejavnikom, morda je glavni izmed vseh njih dejstvo, da hedge skladi kot oblika naložbe niso najbolj primerni za nepoučene vlagatelje, saj obstaja kar nekaj posebnosti in lastnosti, ki so pri hedge skladih precej drugačne kot pri vzajemnih skladih.

Diplomsko delo podrobno razčlenjuje tipe vlagateljev tako v hedge kot v vzajemne sklade, hkrati predstavi vsako vrsto sklada, njegove prednosti in slabosti ter z razčlenbo posameznih strategij oziroma naložbenih politik poizkuša ugotoviti, kateri tip vlagatelja je najbolj primeren za določeno strategijo oziroma politiko sklada. Le na podlagi podrobnejše analize strategij, ter nenazadnje tudi pričakovanega donosa in tveganja posamezne strategije sklada, je možno definirati najbolj ustrezen profil vlagatelja v posamezen sklad.

Izhodišče diplomskega dela je dokazati, da se profil oziroma tip vlagatelja, ki je pripravljen svoja privarčevana sredstva dodatno oplemenititi z nakupom enot premoženja hedge sklada, v veliki meri razlikuje od profila vlagatelja, ki svoja sredstva vložijo v vzajemni sklad. Na podlagi tega bodo dokazane oz. ovržene dejanske razlike med hedge in vzajemnimi skladi.

Diplomsko delo je strukturirano na sledeč način. Uvodu sledi 2. poglavje, v katerem je opredeljen termin hedge sklad; njegov zgodovinski razvoj ter jasna obrazložitev. Tretje poglavje podrobno razdeli tehnike vlaganja hedge skladov ter predstavi naložbene strategije, ki so z vidika vlagateljev izjemno pomembne za kasnejšo analizo privlačnosti vzajemnih ali hedge skladov. Četrto poglavje še dodatno opredeli prednosti in slabosti vlaganja v hedge sklade ter s tem še nekoliko bolj približa smiselnost oziroma privlačnost te alternativne oblike naložbe. Diplomsko delo v petem poglavju med seboj primerja privlačnost vzajemnih in hedge skladov. Na podlagi predstavitev hedge skladov, tipičnih naložbenih strategij, njihovih prednosti in slabosti ter na podlagi primerjave hedge z vzajemnimi skladi se v šestem poglavju določijo kriteriji, ki vplivajo na odločitev vlagatelja, ko vložijo svoja sredstva v izbrano obliko sklada. Sedmo poglavje določi značilnosti vlagateljev pri hedge in vzajemnih skladih, njihove skupne točke in razlike. Zadnje poglavje pa na podlagi predstavljenih podatkov določi profil vlagatelja, ki je pripravljen svoja sredstva oplemenititi z vlaganjem v vzajemne ali hedge sklade.

2. OPREDELITEV HEDGE SKLADOV

Drugo poglavje se osredotoča na opis in predstavitev posebne vrste skladov t.j. hedge skladov. Hedge sklad kot ena izmed oblik naložbe sledi svojim značilnim zakonitostim, upošteva posamezna določila naložbene strategije ter s tem prikaže nekatere prednosti in slabosti takšnega načina vlaganja. Ker danes za marsikaterega vlagatelja hedge skladi predstavljajo relativno novo obliko varčevanja, je potrebno natančno in kar se da specifično pojasniti različne načine vlaganja. Prav tako je potrebno predstaviti in pojasniti vsa tveganja, katerim so vlagatelji z izbiro takšne naložbene možnosti lahko izpostavljeni; hkrati pa osvetliti posamezna dejstva, ki so botrovala pri nastanku takšnih skladov.

2.1. Zgodovinski razvoj hedge skladov

Zavarovanje oz. zaščita (ang. *hedging*) predstavlja integralni del kapitalskih trgov že skoraj od samega začetka poslovnih procesov. V 17. stoletju so trgovci s surovinami in proizvajalci le-teh pričeli uporabljati terminske posle (ang. *forward*), s katerimi so se obvarovali pred nepredvidenimi spremembami cen surovin ter s tem povezanim tveganjem z izgubo. Podoben model takšnega načina trgovanja je v rahlo spremenjeni različici v veljavi še danes.

Sam termin *hedge* sklad se prvič pojavi leta 1949. Do tega leta so se skoraj vse naložbene strategije nanašale na dolge pozicije (špekulativno zadrževanje oz. kopičenje vrednostnih papirjev v pričakovanju na višje tečaje). Do preobrata je prišlo, ko je Alfred Winslow Jones, novinar časopisa *Fortune magazine*, objavil članek, v katerem je vlagateljem nakazal, da lahko višje donose dosežejo, če se v naložbeno politiko dodatno vpelje zavarovanje. Slednje so kasneje poimenovali Jonesov naložbeni model.

Da bi dokazal pravilnost svoje hipoteze, je Jones ustanovil komanditno družbo, ki naj bi poslovala po načelih, ki jih je sam objavil v finančnem članku. V svojo naložbeno strategijo je vnesel dve obliki naložbenih orodij in sicer t.i. kratko prodajo (ang. *short selling*) in finančni vzvod (ang. *financial leverage*). Sočasna preudarna uporaba obeh strategij naj bi občutno zmanjšala tveganje, hkrati pa precej prispevala k izboljšanju donosnosti sklada.

V obdobju med letoma 1962 in 1966 je Jonesov hedge sklad dosegel za 85 odstotkov višjo donosnost, kot pa so jo v tistem času beležili takratni vzajemni skladi. Res zavidljiv uspeh je požel veliko občudovanja s strani različnih vlagateljev, ki so dotlej z zanimanjem vlagali v ostale obstoječe vzajemne sklade, a so se spričo dobrih rezultatov hitro preusmerili na njegov sklad.

Za takšno obliko naložb se niso zanimali zgolj navadni vlagatelji (fizične osebe), temveč tudi takratni upravljavci vzajemnih skladov. Poleg objavljene boljše donosnosti, jih je še posebno privlačila 20-odstotna nagrada za uspešnost iz poslovanja sklada.

Na ta način so upravljavci lahko zaslužili tudi od 10- do 20-krat več, kot pa bi sicer zaslužili z držanjem dolgih pozicij, kar je bila sicer najbolj uveljavljena praksa.

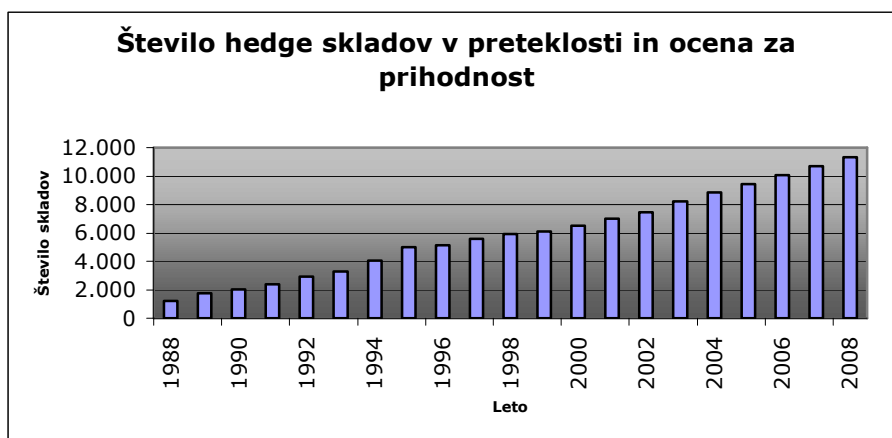
Med letoma 1966 in 1968 je bilo kot posledica nove naložbene dinamike in upravljanega denarja na novo ustanovljenih skoraj 140 novih hedge skladov. Mnogi izmed teh niso povsem sledili Jonesovemu modelu, pač pa so ga vzeli za osnovno izhodišče ter ga prilagodili svojim zahtevam in pričakovanjem ter s tem začeli uporabljati in razvijati povsem svoje metode. Tako so se, na primer, upravljavci namesto zavarovanja svojih dolgoročnih pozicij s pomočjo nekritih prodaj, raje zanašali na načela finančnih vzvodov. Izogibanje zavarovanju dolgih pozicij jih je kaj kmalu privedlo do slabih rezultatov in tako so se leta 1968 omenjeni hedge skladi znašli v velikih težavah. Trg se je takrat obrnil navzdol, kar je privedlo do zmanjšanja vrednosti sredstev nezavarovanih skladov; dejansko se je vrednost v razdobju dveh let zmanjšala za 70 odstotkov. Zaradi padajočega trenda na kapitalski trgih med leti 1974 in 1984 se je večina investorjev povsem neupravičeno obrnila stran od takšne alternativne oblike naložb, saj se je odločala le na podlagi površinskih dejstev. Do leta 1984 je tako obstajalo le še okoli 68 znanih hedge skladov (Van Hedge Fund Advisor, 2004).

V poznih 80ih letih je poskušala skupina finančnih zanesenjakov, med katere so sodili zlasti George Soros, Michael Steinhart in Julian Robertson, pričela ponovno obujati rabo hedge skladov in razvijati ter prilagajati njihovo delovanje in strategije obstoječim razmeram na trgu. Kljub takratni poslovno neugodni klimi in vsesplošnem odporu do hedge skladov so se odločili, da povrnejo nekdanji ugled tej alternativni obliki naložbe. S temeljito prenovo osnovnih konceptov so kmalu dosegli 50-odstotne letne stopnje rasti ter ponovno presenetili trg, ki je bil vajej mnogo nižje donosnosti.

Ponovno se je sprožil val masovnega odločanja upravljavcev v njihov prid; razlog za to so bile izplačane visoke nagrade za uspešno upravljanje. Do leta 1990 je bilo tako po celem svetu ponovno ustanovljeno okrog 500 hedge skladov, sredstva v upravljanju pa so dosegala vrednost 38 milijard dolarjev.

Slika 1 prikazuje stalno in intenzivno rast hedge skladov od leta 1988 naprej. Tako je bilo leta 1988 na svetu 1.200 hedge skladov, deset let kasneje se je število že dvignilo na 5.943, v letu 2004 pa so finančni viri navajali že kar 8.843 hedge skladov. Iz navedenih podatkov lahko sklepamo, da se bo podoben trend rasti nadaljeval še naprej; med drugim je za leto 2008 ocenjeno, da bo število hedge skladov naraslo na 11.332.

Slika 1: Skupno število hedge skladov v svetu v obdobju 1988-2004 in napoved za obdobje 2005-2008



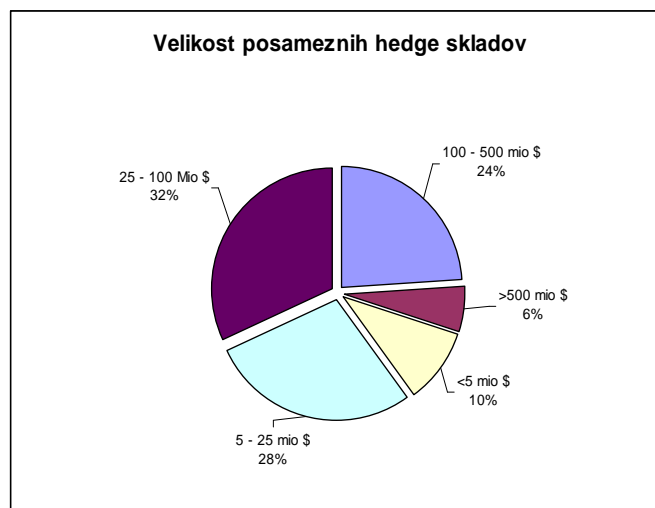
Vir: Bloomberg, 2005.

Število zajema tako male kot velike hedge sklade: nekateri upravljavci raje pritegnejo večje investitorje, drugi pa se zadovoljijo z nekoliko manjšimi plačanimi zneski, ki prav tako zagotavljajo sodelovanje pri vlaganju v posamezni hedge sklad.

Seveda je potrebno poudariti, da so najmanjši dovoljeni zneski, ki jih je potrebno vplačati v posamezen hedge sklad še vedno precej višji kot pa najmanjši zneski za vstop v nek vzajemni sklad. Na ta način se deloma prepreči priliv sredstev vlagateljev, ki morda nimajo jasne predstave, kaj hedge sklad dejansko predstavlja oz. kaj bi lahko z njim pridobili.

Slika 2 glede na vrednost premoženja prikazuje tri poglavitne razrede skladov: obstaja 32 odstotkov skladov z vrednostjo upravljanega premoženja med 25 in 100 milijoni dolarjev, tem sledijo skladi, ki dosegajo vrednost med 5 in 25 milijoni dolarjev, še najmanj pa je skladov (6 odstotkov) s premoženjem (Bloomberg, 2005).

Slika 2: Struktura hedge skladov glede na velikost upravljanega premoženja



Vir: Bloomberg, 2005.

2.2. Definicija hedge skladov

S terminom hedge sklad poimenujemo sklad z obliko alternativne naložbe. Slednje označuje tiste naložbe, ki ne sledijo klasičnim naložbam v delnice, obveznice, investicijske sklade, inštrumente denarnega trga in podobno. Thomas Schneeweis (2000, str. 2) je alternativne naložbe dodatno razdelil na:

- moderne:
 - *futures* skladi,
 - hedge skladi,
- tradicionalno alternativne:
 - skladi privatnega kapitala,
 - skladi tveganega kapitala,
 - trgovanje z blagom.

Ob hedge skladih se običajno omenja komanditne družbe, pri katerih je cilj večinoma zavarovanje premoženja pred izgubo vrednosti. Investicijski sklad, ki sledi pravilu, da večino svojih pozicije zavaruje z nekritimi prodajami (ang. *short selling*) in ostalimi izvedenimi finančnimi inštrumenti (nakupna in prodajna opcija, nakupni bon, termimska pogodba), se imenuje hedge sklad.

Kljub temu, da hedge skladi v osnovi takšno naložbeno strategijo uporabljajo zaradi zavarovanja svojih dolgih pozicij, se v zadnjem času čedalje več predstavljenih naložbenih politik nanaša na hitro povečevanje donosnosti (glej tretje poglavje).

Poznamo dva tipa hedge sklada in sicer ameriški sklad ter t.i. »*offshore*« hedge sklad. Ameriški skladi so ustanovljeni kot komanditne družbe, kar pomeni, da je lastništvo omejeno zgolj na določenega število ljudi. Novi vlagatelji v ameriški hedge sklad z upravljavcem sklada podpišejo posebno pogodbo, ki natančno ureja odnose med njimi. S terminom »*offshore*« hedge sklad pa označujemo sklade, ki so izven dometa domačega regulatorja. Urejeni so po načelih samostojne družbe, kar pomeni, da je število lastnikov lahko poljubno. Pri tem velja, da je večina hedge skladov strukturiranih kot odprti investicijski sklad, ki vlagateljem izdaja nove delnice, dosedanji lastniki delnic pa lahko delnico odkupijo po trenutni vrednosti premoženja sklada.

Vsak vlagatelj mora biti popolnoma seznanjen z vsemi značilnostmi in trenutnimi vrednostmi sklada, zavedati se mora, kam vlaga, pri tem pa se mu tudi vedno dopušča možnost, da kadarkoli lahko dostopa do vseh naložbenih odločitev upravljavca sklada, v katerega je vložil svoja sredstva.

2.2.1. Aktivno upravljanje in naložbene strategije

Dodatna vrednost hedge skladov se običajno dosega z aktivnim upravljanjem. To pomeni, da upravljavci dodatno donosnost iščejo v pomanjkljivosti trga in slabostih ostalih naložbenih orodij, t.j. z izkoriščanjem tržnih neučinkovitosti. Za razliko od ostalih gradijo konkurenčno prednost na informacijah, cenejšem dostopu do trga ter natančnih analizah naložbenih priložnosti. Za to panogo je obenem najbolj značilno, da je približno 80 odstotkov uspešnosti sklada odvisne od upravljavca in le 20 odstotkov vezanih na tržna nihanja. Zato je vloga upravljavca v hedge skladih precej bolj pomembna kot pa, na primer, pri upravljavcih vzajemnih skladov.

2.2.2. Absolutni donos

Hedge skladi v nasprotju z vzajemnimi skladi ne zasledujejo relativnega pač pa absolutni donos. To pomeni, da hedge skladih stremijo za neko ravno donosnosti, ki jo morajo ali pa si jo vsaj prizadevajo doseči, ne glede na to, kaj se dogaja na kapitalstskih trgih. Seveda pri tem ne smejo pozabiti na tveganje, ki se ob tem odpira; poleg čim višjega donosa je potrebno ustvariti tudi čim manjše tveganje.

Vzajemni skladi, na primer, svojo uspešnost primerjajo s povprečno uspešnostjo na trgu, mnogokrat se primerjajo z izbranim indeksom ali celo drugim vzajemnim skladom, medtem ko to pri hedge skladih ni običajno, oziroma ni skladno z naložbenimi strategijami.

3. TEHNIKE IN STRATEGIJE VLAGANJA HEDGE SKLADOV

3.1. Tehnike vlaganja

Hedge skladi imajo zaradi ohlapne zakonske regulative odlično priložnost, da pri svojem delovanju uporabljajo različne naložbene tehnike, ki omogočajo oblikovanje posameznih naložbenih strategij. Poznavanje tehnik vlaganja je izjemnega pomena pri razumevanju množice alternativnih naložbenih strategij, ki jih uporabljajo hedge skladi. S pomočjo kombinacije različnih naložbenih tehnik, upravljavec premoženje hedge sklada oblikuje tako, da je izpostavljenost določeni stopnji tržnega tveganja načrtna, pri čemer gre za ciljno izpostavljenost tržnemu tveganju zaradi predvidevanj o bodočem gibanju tržnih indeksov (Nicholas, 1999, str. 65).

3.1.1. Finančni vzvod

V primeru, da sklad ne investira le lastnega kapitala, pač pa tudi izposojena sredstva, govorimo o finančnem vzvodu (Hills, 1996, str.13). Uporaba finančnega vzvoda hedge skladu omogoča, da si izposodi denarna sredstva ali vrednostne papirje, proda ali kupi izvedene finančne inštrumente, uporabi nekrito prodajo in s tem doseže določen donos (Pichl, 2001, str. 45).

Z uporabo finančnega vzvoda sklad vlaga tako z lastnimi sredstvi kot tudi s sredstvi, ki si jih je izposodil ali na kak drug način dobil v uporabo za določen čas. Za tako naložbeno opcijo se odloči takrat, ko predvideva, da bo donos naložbe višji, kot pa so sami stroški izposojenih sredstev. Zelo priporočljivo je, da je takšna naložba nekoliko manj tvegana, saj upravljavec ne tvega le lastnih sredstev, temveč tudi tuja (Hills, 1996, str. 13).

$$\text{Finančni vzvod} = \frac{(\text{dolge pozicije} + \text{kratke pozicije})}{\text{kapital}} \quad (1)$$

Zgornja formula nakazuje, da si skladi želijo kar se da veliko zadolženost, saj imajo z večjo zadolženostjo na voljo več sredstev za upravljanje in več možnosti za doseg višjih donosov.

Seveda ne smemo pozabiti na nevarnost nelikvidnosti, ki jo s seboj prinaša večanje zadolženosti. Ob nepredvidenih dogodkih na kapitalskih trgih se lahko zgodi, da se premoženje sklada zmanjša, skladno s tem pa se stopnja zadolženosti poveča.

Hedge sklad ima za doseganje višjega donosa neomejene možnosti na področju finančnih vzvodov; finančni vzvod in ostale bolj tvegane naložbene strategije so pravzaprav značilnosti hedge skladov.

Med najbolj znane primere sodi hedge sklad z vrednostjo nekaj milijard dolarjev, *Long-term Capital Management L.P.*, ki je skoraj popolnoma propadel zaradi špekuliranja z izposojenim denarjem in trgovanjem z vrednostnimi papirji z višjim tveganjem. Kljub temu pa so danes le redki tisti hedge skladi, ki se omenjene tehnike ne poslužujejo, kar nam prikazuje tudi Tabela 1 (str. 7).

Tabela 1: Uporaba finančnega vzvoda hedge skladov po svetu v letu 2004

Strategija sklada	Ne uporabljajo finančnega vzvoda	Uporabljajo finančni vzvod		
		nizek (<2.0:1)	visok (>2.0:1)	skupaj
Agresivna rast	30,7%	55,0%	14,3%	69,3%
Podjetja v finančni stiski	46,3%	42,6%	11,1%	53,7%
Razvijajoči se trgi	39,5%	40,9%	19,5%	60,5%
Makro	16,2%	29,3%	54,5%	83,8%
Zavarovanje VP	28,6%	26,1%	45,4%	71,4%
Tržni trenutek	36,9%	24,3%	38,7%	63,1%
Oportunistične str.	22,9%	45,5%	31,6%	77,1%
Kratka prodaja	31,8%	45,5%	22,7%	68,2%
Posebne situacije	22,2%	57,6%	20,2%	77,8%
Donos	30,1%	52,3%	17,6%	69,9%
Skupaj	28,8%	41,4%	29,8%	71,2%

Vir: Van Hedge Fund Advisors, 2004.

3.1.2. Nekrita prodaja

Pojem nekrite prodaje se uporablja v dveh pomenih: nekrita prodaja lahko predstavlja zavarovalno naložbeno tehniko (*ang. hedging technique*) ali pa tehniko trgovanja (*ang. trading technique*). Zavarovalno naložbena tehnika služi zavarovanju dolgih pozicij v primeru negativnega cenovnega trenda na trgu, saj na tak način omili ali popolnoma izniči negativni trend.

Pogosteje pa se nekrita prodaja uporablja kot trgovalna tehnika, saj izkorišča naložbeno priložnost, ki nastane zaradi kratkoročne neučinkovitosti na kapitalskih trgih. Upravljavec hedge sklada v takem primeru želi prodati določen vrednostni papir, saj predvideva, da se bo cena vrednostnega papirja v nekem določenem roku v prihodnje znižala. Ker trenutno omenjenega vrednostnega papirja nima v svoji lasti, si ga izposodi od imetnika vrednostnega papirja (najpogosteje je to borzna hiša), za kar plača določeno jamstvo. Takoj, ko upravljavec dobi izposojen vrednostni papir, ga proda. V kolikor so predvidevanja upravljavca pravilna, se pravi, da je tržna cena vrednostnega papirja padla, upravljavec ponovno kupi vrednostni papir ter na tak način realizira donos.

Upravljavec si v bistvu izposodi precejšnje vrednostne papirje, jih takoj proda in ko tržna cena papirja pade, ponovno kupi papir, ter ga vrne lastniku. Obratni mehanizem se imenuje nakup z marginalnim računom.

3.1.3. Račun z delnim kritjem

Pri nekriti prodaji upravljavec hedge sklada pričakuje in stavi na padec tržnega tečaja izbranega vrednostnega papirja. Račun z delnim kritjem pa se uporablja v tistih primerih, ko upravljavec pričakuje, da se bo vrednost nekega vrednostnega papirja zvišala, nima pa denarnih sredstev za nakup. V tem primeru si denarna sredstva po določeni obrestni meri izposodi, kupi izbran vrednostni papir in ko cena dovolj zraste, vrednostni papir proda, plača dolg posojilodajalcu ter na tak način realizira dobiček. Seveda to velja samo v primeru, da je kapitalski dobiček višji od plačanih obresti. Gre za delno uporabo finančnega vzvoda, saj hedge sklad investira več, kot ima lastnega premoženja.

3.1.4. Izvedeni finančni instrumenti

Za hedge sklade splošno velja, da je njihovo premoženje med drugim sestavljeno tudi iz naložb v izvedene finančne instrumente (ang. *derivatives*), med katerimi prevladujejo opcije in standardizirane terminske pogodbe (ang. *futures*), le-te pa lahko kotirajo na borzi ali so v prodaji na neorganiziranem trgu. Njihova glavna značilnost je navezanost na določen finančni inštrument (devizni tečaj, vrednostni papir, obrestna mera) ali na tržni indeks. Izvedeni finančni instrumenti predstavljajo pravzaprav pogodbo o pogojih prodaje ali nakupa izbrane naložbe v prihodnosti in s tem omogočajo špekulacijo na prihodnja gibanja finančnih trgov.

Ena izmed največjih odlik izvedenih finančnih instrumentov pa je zagotovo možnost oblikovanja takšne kombinacije izvedenih finančnih instrumentov in vrednostnih papirjev, da je tržno tvegajo zlahka določljivo ali pa celo izničeno.

3.1.5. Arbitraža

Pri hedge skladih arbitraža ponazarja hkratni nakup in prodajo vrednostnega papirja na dveh različnih trgih. Arbitražnik realizira zaslužek na osnovi razlike v ceni in na tak način izkorišča nesorazmernost cen in neučinkovitost kapitalskih trgov.

V primeru, da upravljavec odkrije cenovno nesorazmerje med dvema finančnima instrumentoma s podobnimi lastnostmi, le-ta dobi znak, da obstajajo na trgu donosne naložbene priložnosti. Upravljavec z zavzemanjem dolgih in kratkih pozicij realizira dobiček iz naslova arbitraže. Možnosti arbitraže se zmanjšajo, ko pride do uravnoveženja cen finančnih instrumentov. Praviloma naj bi bila cenovna nesorazmerja majhna, zato upravljavec v večini primerov poleg arbitraže uporablja še tehniko finančnega vzvoda.

3.1.6. Obvladovanje tveganja

Ob vseh strategijah, ki so predstavljene v prejšnjem poglavju, bi bilo potrebno opozoriti tudi na same tehnike zavarovanja premoženja v skladu, katerega primarna funkcija naj bi bila prav to: zavarovanje premoženja. Angleški izraz *hedging* oziroma zavarovanje je naložbena strategija, ki želi kar se da dobro izničiti tržno tveganje. Glede na vrsto vlaganja upravljavec hedge sklada lahko uporabi širok nabor naložbenih strategij (glej poglavje 2.3). Poznamo neposredno, dinamično in statično zavarovanje.

3.1.6.1. Neposredno zavarovanje

Tehnika neposrednega zavarovanja se uporablja, ko želimo zavarovati posamezno naložbo, kot na primer delnico, z naložbo, ki ima podobna gibanja cene in kaže enake zakonitosti trgovanja.

Podan je primer zavarovanja navadne delnice s prodajno opcijo: upravljavec hedge sklada kupi delnico, za katero je prepričan, da se bo njena vrednost v nekem določenem časovnem obdobju gibala v pozitivno smer. Zaradi nepredvidljivosti kapitalskih trgov se lahko hitro zgodi, da se cena izbrane delnice ne bo gibala v zeleno smer.

Temu se upravljavec hedge sklada lahko izogne tako, da nakup delnice dodatno zavaruje še z nakupom prodajne opcije za izbrano delnico. To bi torej pomenilo, da lahko upravljavec ob nenadnem padcu ali nepričakovanem gibanju v negativno smer omili kapitalsko izgubo s povečevanjem donosa na račun prodane opcije za to delnico.

3.1.6.2. Dinamično zavarovanje

Dinamično zavarovanje je strategija, ki vključuje uravnoteženje zavarovanih pozicij, kadar se razmere na kapitalskem trgu hitro spreminjajo. Velikost opcij, s katerimi se zavaruje neko pozicijo, se spreminja v skladu z nihanjem cene osnovnega vrednostnega papirja (tistega, na katerega se opcija »sklicuje«), zato se dobiček ali izguba zaradi spremembe cene delnice nadomesti z izgubo ali dobičkom opsijske pozicije (Esipov, Vaysburd, 1998, str. 2-24). Dinamično zavarovanje vsebuje različno število t.i. prodajnih opcij na določeno naložbo, samo število pa je odvisno od trenutnega in predvidenega razmerja na kapitalskem trgu.

3.2. Naložbene strategije hedge skladov

Naložbene strategije, kot osnovno gonilo vseh skladov, se med seboj močno razlikujejo. Mnogi skladi se, na primer, zavarujejo pred prevelikimi padci na kapitalskih trgih, kar je danes še posebej pomembno, saj smo priča hitro odzivnemu trgu in nenehnim pričakovanjem močnejših popravkov tržnih tečajev vrednostnih papirjev na svetovnih kapitalskih trgih; prav zaradi tega je pri izbiri te naložbene oblike potrebna določena previdnost. Slika 3 grafično ponazarja poglobljene strategije in sorazmerno tržno izpostavljenost.

Slika 3: Prikaz glavnih strategij hedge skladov (, Masetti, 2003, str. 17.)



Hedge sklad lahko upravlja tako s kratkimi kot z dolgimi pozicijami, obenem lahko uporablja arbitražo, kupuje in prodaja podcenjene delnice, obveznice, v svojih naložbah ima lahko tudi opcije in vse tiste finančne možnosti in oblike, ki mu prinesejo čim večji dobiček.

Hedge sklad dejansko ni omejen z nobeno od oblik vlaganja, pri tem pa je poglobitnega pomena, da pri svojih naložbah jasno zasleduje cilj povečanja donosnosti pri razmeroma nizkem tveganju.

Vsa navedena dejstva govorijo v prid ravno hedge skladom, saj je njihov prvotni cilj zmanjšati učinke hitrega in intenzivnega padanja ali naraščanja cen vrednostnih papirjev ter s tem povezanega tveganja, medtem ko upravljavci poizkušajo ohraniti vloženi kapital ter doprinesiti pozitivne stopnje donosnosti v vseh razmerah na trgu.

Poznamo približno štirinajst različnih naložbenih strategij vlaganja hedge skladov, vsaka izmed njih pa ponuja med seboj različna razmerja med tveganjem in donosnostjo. Večina avtorjev¹ deli strategije na tri skupine:

- strategije relativne vrednosti,
- dogodkovne strategije in
- oportunistične strategije.

Pomembno je, da smo v celoti seznanjeni s strategijo vlaganja posameznega hedge sklada, saj se tega kot vlagatelj lahko prek odločimo, ali bomo svoje premoženje v tak sklad vložili ali ne.

Lahko torej rečemo, da se posamezni skladi med seboj ločijo po posameznih strategijah. Določene strategije, ki ne kažejo močne povezave s kapitalskimi trgi, so sposobne zagotavljati relativno stabilne stopnje donosa z zelo majhno verjetnostjo negativnega donosa. Po drugi strani pa obstajajo tudi hedge skladi, ki se veliko bolj odzivajo na vsa nihanja in gibanja na trgu, če jih primerjamo s siceršnjo tendenco sočasnega gibanja vzajemnih skladov s trgom.

Same strategije lahko razdelimo na usmeritvene (ang. *directional strategies*) in neusmeritvene (ang. *non-directional strategies*) (Ineichen, 2003, str. 287). Med neusmeritvene strategije spada strategija relativne vrednosti in prevzemna arbitraža, medtem ko med usmeritvene strategije spada strategija vlaganja v podjetja v finančni stiski in oportunistične strategije. Usmeritvene strategije temeljijo na predvidevanju gibanja trendov kapitalskih trgov, pri tem pa ne težijo k minimiziranju tržnega tveganja, oziroma se tržnemu tveganju celo zavestno izpostavljajo, kar ne velja za neusmeritvene strategije.

¹ Opredelitev strategij in njihove porazdelitve po skupinah se med avtorji (Ineichen, Lhabitant, VAN, TASS, HFR, Rahl) razlikuje, vseeno pa je v grobem mogoče povzeti nekaj glavnih značilnosti in ustreznih skupin.

3.2.1. Strategija relativne vrednosti

Strategije relativne vrednosti (ang. *relative value strategy*) izkoriščajo kratkoročne neučinkovitosti na kapitalskih trgih, ki sicer nastanejo zaradi cenovnih nesorazmerij med različnimi finančnimi instrumenti, ki pa so vseeno lahko dovolj močno povezani oziroma korelirani. Kapitalski dobiček je dosežen v trenutku, ko se tržno neravnovesje spet uravnoteži.

Tabela 2: Značilnosti strategij relativne vrednosti

	Arbitraža z zamenljivimi finančni instrumenti	Arbitraža z instrumenti stalnega donosa	Arbitraža delniškega trga
Donosnost	povprečna	nizka	povprečna
Nestanovitnost cen	nizka	nizka	nizka
Tveganje zaporednih izgub	nizko	povprečno	nizko
Sharpov koeficient	povprečen	nizek	visok
Korelacija z delniškimi trgi	povprečna	nizka	nizka
Tržna izpostavljenost	nizka	nizka	nizka
Finančni vzvod	povprečen	visok	povprečen
Časovni horizont	povprečen	povprečen	povprečen

Vir: Borla, Masetti, 2003, str. 19.

3.2.1.1. Arbitraža z zamenljivimi finančnimi instrumenti

Med zamenljive finančne instrumente spadajo zamenljive obveznice, zamenljive navadne delnice in prednostne delnice z opcijo menjave v navadne delnice tega podjetja. Upravljavci, ki med zamenljivimi finančnimi instrumenti uporabljajo arbitražo, poizkušajo ustvariti dobiček tako, da poiščejo podcenjene vrednostne papirje in jih zamenjajo v navadne delnice. Ob takšni priložnosti kupijo podcenjen zamenljiv vrednostni papir, istočasno pa se s kratko pozicijo v navadnih delnicah zavarujejo pred tržnim tveganjem. Upravljavec hedge sklada mora biti pozoren, da pri želenem čim manjšem ali ničnem tržnem tveganju oblikuje takšno strukturo nasprotnih naložb, da je razmerje med kratko in dolgo pozicijo z vidika izpostavljenosti tržnemu tveganju nevtralno.

Koeficient delta (δ) meri elastičnost zamenljivega vrednostnega papirja na spremembo cene delnice. Koeficient delta je označen kot:

$$\delta = \frac{\text{spr. cene zamenljivega vrednostnega papirja}}{\text{spr. cene delnice} \times \text{koeficient zamenjave}} \quad (2)$$

Koeficient δ prikazuje, kako se v primeru zvišanja cene delnice vrednost zamenljivega vrednostnega papirja spremeni. V kolikor je δ na primer 0,87 to pomeni, da se poveča vrednost zamenljivega vrednostnega papirja za 0,87 enote, če se cena delnice poveča za eno enoto.

Kadar želi upravljavec svoj donos oziroma dobiček še dodatno povečati, uporabi finančni vzvod (2 do 10-kratnik lastnega kapitala).

Zamenljivi vrednostni papirji predstavljajo neko vrsto hibridov, saj zagotavljajo zavarovanje pred padcem, pri tem pa lahko dosežejo podobno visoko rast kot navadne delnice.

Tabela 3: Prikaz donosnosti, tveganja in izpostavljenosti na različne faktorje tveganja pri strategiji arbitraže z zamenljivimi instrumenti

Nestanovitnost donosnosti	Tveganje padca donosnosti	Sharpov koeficient	Izpostavljenost glede na:	
			donosnost delniškega indeksa	obrestne mere
nizka	visok	visok	pozitivna, nizka	srednje negativna

Vir: Rahl, 2003, str. 223.

Nestanovitnost donosnosti strategije arbitraže z zamenljivimi instrumenti je relativno nizka ob dokaj visokem tveganju padca donosnosti zaradi zavarovanja nakupa podcenjenega zamenljivega vrednostnega papirja s kratko prodajo.

Nestanovitnost cen na kapitalskih trgih ima pozitiven vpliv na donosnost strategije, medtem ko nestanovitnost na obvezniških trgih negativno vpliva na donosnost (Borla, Masetti, 2003, str. 21).

3.2.1.2. Arbitraža s finančnimi instrumenti stalnega donosa

Strategija temelji na nesorazmerjih med cenami dolžniških vrednostnih papirjev in njihovimi izvedenimi finančnimi instrumenti. Med dolžniške vrednostne papirje štejemo državne in podjetniške obveznice, hipotekarne vrednostne papirje, zakladne menice, idr. Upravlavec poizkuša izničiti izpostavljenost tveganju spremembe obrestne mere s kombinacijo dolge in kratke pozicije takšnih vrednostnih papirjev, ki na spremembo obrestne mere niso občutljivi. Takšna strategija od upravljavca zahteva izjemno veliko spretnosti in znanja, saj je potrebno izdelati oziroma uporabiti pravi model vrednotenja (statistični in matematični), ki mora upoštevati vse možne vplive na spremembo cen omenjenih papirjev. K poglavitnim vplivom štejemo: pričakovane denarne tokove, bonitetne razrede, donosnost, nestanovitnost cen, ipd. Zaradi izjemno majhnih razponov med donosnostmi vrednostnih papirjev s stalnim donosom, upravljavci poleg te strategije največkrat uporabljajo še tehniko finančnega vzvoda, ki realizirani dobiček močno poveča. Tako velika uporaba finančnega vzvoda neposredno pripelje do zelo velike zadolženosti hedge skladov (od 15-30:1).

Kljub temu, da omenjena strategija vsebinsko pokriva predvsem zavarovanje pred obrestnim tveganjem, pa istočasno omogoča le delno zavarovanje pred tržnim tveganjem; tako je v obdobju padajočega trenda trga pretežno kratka (ang. *bearish hedge*), v razmerah naraščajočega trenda pa pretežno dolga (ang. *bullish hedge*).

3.2.1.3. Arbitraža delniškega trga

Upravitelj sklada arbitraže delniškega trga(ang. *equity market neutral*) lahko uporabi dve vrsti t.i. podstrategij:

- arbitraža med lastniškimi vrednostnimi papirji,
- statistična arbitraža

Pri arbitraži med dolžniškimi vrednostnimi papirji gre za istočasni nakup in prodajo določene naložbe na različnih trgih, pri tem pa se realizira zaslužek na osnovi razlike v ceni. Upravitelj te vrste sklada išče posamezne slabosti oziroma neuspešnosti na trgu.

Tržna neuspešnost oz. slabost pomeni za upravljavca hedge sklada donosno naložbeno priložnost, ki jo bo smiselno izkoristil; previdno bo trgoval s kombinacijo kratkih in dolgih pozicij.

S kombinacijo sorazmernega deleža dolgih in kratkih pozicij je tržno tveganje precej manjše, kar se kaže predvsem v nizki vrednosti koeficienta β^2 in tržne korelacije; s tem se realizira dobiček iz naslova arbitraže kljub spremenjenim tržnim pogojem. Takšna vrsta arbitraže se zaključi v trenutku, ko se cene finančnih instrumentov spet uravnotežijo (Nicholas, 1999, str. 90).

Na splošno so odstopanja cen finančnih instrumentov izredno majhna, saj se razlike v cenah gibljejo med štirimi in dvajsetimi bazičnimi točkami. Uporaba takšne vrste arbitraže nujno pomeni tudi velik finančni vzvod, ki lahko v nekaterih primerih znaša tudi 150-kratno neto vrednost premoženja sklada (Brennan, 1999, str. 3). O finančnem vzvodu govorimo, ko upravljavec sklada uporabi izposojena finančna sredstva, da bi s tem povečal vpliv majhnih cenovnih razlik finančnih instrumentov na dobiček.

Statistična arbitraža (ang. *statistical arbitrage*) izkorišča tržne neučinkovitosti na delniškem trgu oziroma cenovna nesorazmerja pri delnicah, katerih donosnosti so med seboj povezane. Upravitelj se bo morda osredotočil na eno oz. več vrst arbitraž. Izbira lahko med arbitražo zamenljivih obveznic ali tveganja in arbitražo obrestnih mer. Osnovna strategija narekuje sestavo premoženja iz enakih vrednosti naložb v podcenjene in precenjene delnice. Z doseganjem ravnotežja med dolgimi in kratkimi pozicijami upravljavec izolira premoženje sklada pred nenadnimi preobrati delniških trgov ter na ta način s pomočjo te strategije zagotovi relativno stabilno donosnost (Ineichen, 2003, str. 236-239).

3.2.2. Z dogodkom pogojene strategije

Nekateri poslovni dogodki lahko močno vplivajo na povečano nestanovitnost cen finančnih instrumentov, kar daje upravljavcem hedge skladov odlično priložnost, da dodatno oplemenitijo premoženje hedge sklada.

² Koeficient β je podrobneje razložen v poglavju 4.2.

Med takšne poslovne dogodke štejemo:

- operativne težave podjetij,
- finančne težave podjetij,
- napovedani in nenapovedani prevzemi družb,
- odkupi,
- združitve.

Zelo pomembna lastnost z dogodkom pogojenih strategij (ang. *event driven strategy*) je kljub nekoliko višjem tveganju dobra donosnost strategije ne glede na ostale gospodarske razmere. Priložnosti za visoke donosnosti vloženih sredstev se kažejo tudi v obdobju padanja večine indeksov na kapitalskih trgih. Ko večina indeksov pada, je to lahko tudi znak, da je vedno več podjetij v recesiji, finančnih težavah ali tik pred stečajem in priložnost, da lahko upravljavec uporabi omenjene strategije.

Tabela 4: Značilnosti z dogodkom pogojenih strategij

	Prevzemna arbitraža	Vlaganje v vrednostne papirje podjetij v finančni stiski
Donosnost	visoka	povprečna
Nestranovitnost cen	povprečna	povprečna
Tveganje zaporednih izgub	povprečno	povprečno
Sharpov koeficient	visok	povprečen
Korelacija z delniškimi trgi	povprečna	povprečna
Tržna izpostavljenost	povprečna	povprečna
Finančni vzvod	povprečen	nizek
Časovni horizont	povprečen	dolg

Vir: Borla, Masetti, 2003, str. 24.

Seveda pa se je potrebno zavedati tudi tveganj in izpostavljenosti različnim faktorjem tveganja. Glede na podatke v tabeli 5 lahko rečemo, da gre za srednje tvegano strategijo, saj je med drugim tveganje padca donosnosti srednje veliko, prav tako pa je srednje močna tudi nestranovitnost donosnosti strategije.

Tabela 5: Prikaz donosnosti, tveganja in izpostavljenosti različnim faktorjem tveganja pri strategiji naložb v vrednostne papirje podjetij v finančni stiski

Nestranovitnost donosnosti	Tveganje padca donosnosti	Sharpov koeficient	Izpostavljenost glede na:	
			donosnost delniškega indeksa	obrestne mere
srednja	srednje	srednji	pozitivna, srednja	negativno nizka

Vir: Rahl 2003, str. 223.

3.2.2.1. Vrednostni papirji podjetij v finančni stiski

Upravitelj hedge sklada lahko vlaga tudi v dolžniške papirje ali delnice družb, ki se soočajo z operativnimi ali finančnimi težavami. Naložbena priložnost upravljavca hedge sklada se tu kaže predvsem kot neravnotežje na nivoju notranje vrednosti in relativne cene vrednostnih papirjev družbe.

Do neravnotežja na nivoju notranje cene vrednostnega papirja pride, ker trg nepravilno oceni siceršnjo notranjo vrednost podjetja. Istočasno pa se napačna ocena notranje vrednosti lahko izkaže za dobro naložbeno priložnost tistih upravljavcev hedge skladov, ki znajo to neskladnost cen pravočasno opaziti.

Na nivoju relativne cene je neravnotežje razvidno v nesorazmerju med ceno vrednostnega papirja podjetja v težavah glede na ceno ostalih vrednostnih papirjev istega podjetja. (Asness, Krail, Liew, 2001, str. 16-17). Takšne družbe so običajno v postopku stečaja, lahko da so pravkar zaključile s stečajnim postopkom ali pa se nahajajo tik pred tem. Zaradi zelo slabega stanja podjetja lahko upravitelj sklada kupi delnice po izjemno nizki ceni.

Nemalokrat upravljavec le predpostavlja, da se bo družba izvila iz finančne stiske in kmalu za tem postala ponovno dobičkonosna, kar bi za upravitelja pomenilo večjo vrednost posamezne delnic in seveda enkratni dobiček. Če do tega ne pride, lahko pričakuje likvidacijo, kar bi pomenilo, da bo med prvimi upravičenci za poplačilo pri likvidaciji, pri tem pa je likvidirana vrednost višja, kot je bila izhodiščna nakupna cena.

Tabela 6: Prikaz donosnosti, tveganja in izpostavljenosti različnim faktorjem tveganja pri strategiji naložb v vrednostne papirje podjetij v finančni stiski

			Izpostavljenost glede na:	
Nestanovitnost donosnosti	Tveganje padca donosnosti	Sharpov koeficient	donosnost delniškega indeksa	obrestne mere
srednja	srednje	srednji	pozitivna, nizka	nizko negativna

Vir: Rahl 2003, str. 223.

Tabela 6 nam kaže, da gre pri tej strategiji za nizko izpostavljenost na obrestne mere in da je strategija relativno neelastična na donosnost delniških indeksov.

3.2.2.2. Prezemna arbitraža

Pri prevzemni arbitraži (ang. *merger arbitrage*) prestavlja dobičkonosnost upravljavcu hedge sklada priložnost doseči in izkoristiti razlike med napovedanimi odkupnimi cenami in trenutnimi tržnimi cenami podjetja, ki bo prevzeto. Po napovedani odkupni ceni prevzetega podjetja se tržna cena delnice prevzetega podjetja zelo približa objavljeni odkupni ceni, medtem ko cena prevzemajočega podjetja pade (Mitchell, 2001, str. 2135-2175).

Tržna cena prevzetega podjetja se ne izenači z napovedano odkupno ceno zaradi strahu, da do prevzema sploh ne bo prišlo. Z namenom dodatnega povečevanja premoženja sklada oblikuje upravljavec premoženje tako, da zavzame dolge pozicije prevzetega podjetja in kratke pozicije prevzemnega podjetja. Tako še dodatno poveča donos sklada, ki ga lahko z uporabo izvedenih finančnih instrumentov, nekrito prodajo in z razpršitvijo premoženja sklada znotraj in med sektorji še dodatno zaščiti pred tržnim tveganjem.

Tabela 7: Prikaz donosnosti, tveganja in izpostavljenosti na različne faktorje tveganja pri strategiji arbitraže združitve

Nestanovitnost donosnosti	Tveganje padca donosnosti	Sharpov koeficient	Izpostavljenost glede na:	
			donosnost delniškega indeksa	obrestne mere
nizka	srednje	visok	srednje pozitivna	nizko negativna

Vir: Rahl 2003, str. 223.

3.2.3. Oportunistične strategije

Pri upoštevanju oportunističnih strategij (ang. *opportunistic strategy*) upravljavec ne uporablja več instrumentov in ukrepov za zmanjševanje tržnega tveganja hedge sklada, pač pa ravna smotrno, če izhodiščno strategijo svojega hedge sklada redno prilagaja in spreminja glede na dane razmere na trgu. Upravljavci na nek način "stavijo" na gibanje določene spremenljivke in na tej osnovi nalagajo sredstva hedge sklada. Ineichen (2003, str. 286-361) tako predstavi nabor orodij, ki jih upravljavec hedge sklada največkrat uporablja. Med omenjene strategije sodijo tako imenovane strategije makro ali dolga-kratka prodaja, razvijajoči se trgi in kratkoročna prodaja. Z učinkovitim spreminjanjem strategije, ki lahko tudi sicer vpliva na razmere in pristop na trgu, lahko sklad bolje izkoristi posamezne prednosti vsake na novo izbrane strategije. Za različne vrste sredstev, med katerimi je lahko tudi tržna kapitalizacija, je značilno občasno nihanje kot odziv na gibanje in fleksibilnost trga (Van Hedge Fund Advisors, 2004).

3.2.3.1. Makro strategija

Premoženje hedge sklada pri strategiji makro temelji na gibanju svetovnih ekonomskih trendov. V tem primeru upravitelj hedge sklada istočasno upošteva pomen naslednjih dejavnikov: obrestnih mer, ekonomske in monetarne politike, inflacija, stopnje brezposelnosti, ipd. Namesto ločenega vrednotenja posamezne delnice ocenjuje vse sektorje, njihovo potencialno rast; na podlagi teh podatkov pa potem analitično poizkuša izračunati in seveda iztržiti dobiček. Po načelih strategije makro je potrebno opazovati stanje in vse spremembe na trgu, vključno z odzivi trga na določene motnje. Zaradi tega upravljavci z zelo koncentriranimi naložbami "stavijo" na odziv trga ter s pomočjo nadpovprečno velikega finančnega vzvoda dosegajo visoke dobičke.

Upravljavci analizirajo predvsem globalne makroekonomske kazalce, trende in napovedi ter na podlagi teh vlagajo in razpolagajo s sredstvi sklada. Omenjeni hedge skladi niso specializirani, zato uporabljajo najrazličnejše naložbene tehnike in oblike naložb, kar dokazuje tudi naslednji primer: upravljavec lahko v premoženju hedge sklada drži dolge pozicije ameriškega dolarja in japonskih delniških indeksov, medtem ko se zavaruje s kratkoročnimi prodajami evra in ameriških zakladnih menic (Rahl, 2003, str. 371).

3.2.3.2. Dolge / kratke pozicije

Pri strategiji dolgih in kratkih pozicij (ang. *short sell*) upravljavec vlaga tako v precejšene, kot tudi v podcenjene vrednostne papirje. Neto izpostavljenost tržnemu tveganju premoženja sklada je dolga ali kratka, odvisna pa je predvsem od pričakovanega tržnega trenda. V času zviševanja tržnih tečajev sklad vlaga predvsem v dolge pozicije, medtem ko v času padajočih tečajev upravljavec uporablja predvsem nekrito prodajo in s tem izkazuje določeno stopnjo neodvisnosti od tržnih gibanj. S pomočjo tehnične in temeljne analize vrednostnih papirjev upravljavec poizkuša določiti in najti ustrezne delnice za premoženje sklada. Obe vrsti analize sta vpeljani zato, da se lahko izognemo hkratnemu padanju vrednosti dolgih pozicij in rasti cene kratkih pozicij, saj bi v takšnem primeru sklad lahko beležil visoke padce vrednosti premoženja (Rahl, 2003, str. 269).

3.2.3.3. Razvijajoči se trgi

Ta strategija predstavlja predvsem nakupe državnih in podjetniških vrednostnih papirjev v tistih državah, kjer je gospodarstvo manj razvito (merjeno v BDP na prebivalca), a obstaja dober potencial za gospodarsko rast. Pri državah razvijajočih se trgov, kamor štejemo države Vzhodne Evrope, Azije, Afrike in Latinske Amerike, zlahka opazimo izjemno slabo likvidnost večine finančnih instrumentov, nenadne politične in gospodarske spremembe, najrazličnejše omejitve s strani države ter največkrat izjemno slabo tržno infrastrukturo. Investiranje na območja razvijajočih trgov ostaja zelo visoko tvegano, pri čemer pa je naložbeno okolje dejansko privlačno, saj je donosnost tam vloženih sredstev teoretično lahko precej višja kot na razvitih trgih (Van Hedge Fund Advisors, 2005).

Velik problem predstavlja skopost podatkov, ki jih upravljavec hedge sklada nujno potrebuje, da lahko s kar najmanjšim tveganjem vloži sredstva sklada na takšen trg. Omenjeno strategijo je najbolje uporabiti, kadar je sklad dejansko prisoten na razvijajočem trgu.

Zaradi zelo slabo razvitega trga in pomanjkanja informacij se upravljavec sklada največkrat odloči za strategijo držanja dolgoročnih pozicij v povsem podcenjenih lastniških vrednostnih papirjih, pri čemer se tveganje zmanjšuje z razpršenostjo naložb v kar se da velikih delniških družbah, panogah in trgih (Rahl, 2003, str. 247-268).

3.2.3.4. Kratka prodaja

Upravljavec vzdržuje konstantno neto kratkoročno izpostavljenost v skladu, kar pomeni, da je največkrat veliko več kapitala investiranega v kratke pozicije kot pa v dolge pozicije.

Za razliko od dolgih pozicij, kjer čakamo na porast vrednosti izbranega vrednostnega papirja, so kratke pozicije tiste, za katere upravljavec pričakuje padec vrednosti izbranega papirja. Za kratko prodajo (ang. *short sell*) si upravljavec sposodi delnico od finančnega posrednika in jih na trgu takoj proda. Kasneje isto delnico na podlagi svojih predvidevanj spet kupi po nižji ceni in jo takoj zatem vrne posojilodajalcu.

S takšno transakcijo je upravljavec sklada ustvaril dobiček, saj je delnico prodal po višji ceni kot jo je prvotno kupil, finančnemu posredniku pa za samo izposojlo delnice posodil plača določeno provizijo. Običajno se praksa kratkih prodaj uporablja pri precenjenih delnicah.

Nekrita prodaja lahko v grobem služi trem ciljem (Blum, 1997, str. 20):

- nekrita prodaja lahko prinaša obresti na vezan denar,
- predstavlja lahko stavo na precenjen vrednostni papir, za katerega pričakujemo padec cene,
- varuje pred tržnim tveganjem.

3.2.5. Skupina posebnih strategij

3.2.5.1. Tržni trenutek

Upravljavec pri strategiji tržnega trenutka (ang. *market timing*) poizkuša predvideti kratkoročne nihaje na različnih trgih (oziroma tržnih segmentih) in na podlagi teh predvidevanj prestaviti sredstva iz ene oblike naložbe v drugo (npr. iz delnic v obveznice ali v nepremičnine, denar) z namenom ujeti pozitivne tržne nihaje in se s tem izogniti padcem vrednosti zaradi obrata trga. Med raznimi oblikami naložb je najbolj priljubljeno vlaganje v vzajemne sklade in na sklade denarnega trga.

3.2.5.2. Terminalske pogodbe

Uporaba terminskih pogodb ali pogodb, kjer se v naprej kupi ali proda določeno blago ali indeks, je prav tako ena izmed alternativnih strategij vlaganja. Nakupne terminske pogodbe predstavljajo dolge pozicije, medtem ko prodajne terminske pogodbe zavarujejo premoženje. Trgovanje s terminskimi pogodbami lahko doda še posebno velike finančne vzvode, kar posledično lahko predstavlja še večje tveganje, kot pa bi ga sicer imela katerakoli druga strategija.

3.2.5.3. Tekoči donos

Večina naložb je usmerjenih na donos vrednostnih papirjev, kot so na primer tiste obveznice, ki izplačujejo kupone (ang. *current income*). Termin v tem primeru predstavlja denar, ki se nateka iz naložb, kot so dividende in obresti.

3.2.5.4. Multipla strategija

Upravljavec uporablja dve ali tri predhodno izbrane naložbene strategije (npr. terminske pogodbe) ter na ta način ustvarja donos z nekoliko bolj razpršenimi naložbami.

Kljub temu, da delež posamezne izbrane strategije v časovnem okvirju lahko niha, vsaka izmed teh izbranih strategij igra pomembno vlogo pri ustvarjanju premoženja sklada. Pri tej strategiji je razpršenost premoženja veliko boljša, hkrati pa se v celoti izkazuje znanje in splošna filozofija dobrega upravljanja sklada.

3.2.5.5. Osredotočanje na pravo vrednost vrednostnega papirja

Slednja strategija primarno temelji na delnicah, kjer se upravljavec osredotoča na razliko med trenutno tržno ceno delnice in njeno notranjo vrednostjo (prava vrednost). Upravljavec kupi dolgo pozicijo, za katero predpostavlja, da je podcenjena; torej je trenutna cena delnice precej nižja kot pa kažejo osnovni podatki (med te kriterije sodi: visok dobiček na delnico, visok denarni tok, dobro vodstvo, nizka zadolženost, visoka donosnost lastniškega kapitala (ang. *return on equity* ali *ROE*) in visoka donosnost sredstev (ang. *return on assets* – *ROA*)). Do takšnega odstopanja od siceršnje nakupne cene lahko pride zaradi nezainteresiranosti ostalih vlagateljev ali pa zaradi slabih napovedi za prihodnje poslovanje. Kakor hitro trg ugotovi, da je delnica dejansko podcenjena, se bo cena podcenjenih delnic v skladu s pričakovanji upravitelja hedge sklada zvišala, istočasno pa bodo precenjene delnice na svoji vrednosti izgubile.

3.2.6. Sklad skladov

Pri načelu sklada skladov posamezni hedge sklad (imenujemo ga tudi krovni hedge sklad) vlaga v druge sklade iste vrste, namesto da bi sam iskal zanimive in donosne naložbene priložnosti v delnicah, obveznicah, ipd. Takšni skladi upoštevajo več naložbenih strategij, saj je denar vlagateljev naložen med veliko število hedge skladov, pri čemer je skupno tveganje takšnega hedge sklada veliko manjše, kot pa bi bilo v primeru, če sklad med svojimi naložbami ne bi imel drugih skladov. Vsak sklad, v katerega nalaga krovni sklad, pri upravljanju uporablja najrazličnejše strategije. Zaradi tako velike diferenciacije naložb, ki jih prinaša več skladov znotraj samega krovnega sklada, je tveganje precej manjše, pri tem pa ostaja pričakovana povprečna donosnost (vseh skladov) enaka. Seveda se moramo zavedati, da je pričakovana donosnost takšnega sklada skladov manjša, kot pa bi bila v primeru, da bi sklad vlagal sam, saj bi nastali dodatni stroški.

Poglavitna prednost sklada skladov je v tem, da so donosnost, tveganje in nestanovitnost v rokah več upravljavcev. Običajno nestanovitno gibanje donosnosti je z uporabo kombinacije več strategij precej zmanjšano, hkrati pa je osnovno premoženje sklada bolj razpršeno, kar istočasno zaradi porazdelitve naložb pomeni manjše tveganje. Poleg vseh naštetih dobrih lastnosti sklada skladov je smiselno izpostaviti tudi izjemno dostopnost vseh hedge skladov, saj je bila le-ta prej dana le največjim vlagateljem. Največja negativna plat takšnega pristopa je predvsem stroškovna, saj večji obseg provizij vpliva tudi na višje stroške upravljanja, poleg tega pa je zaradi porazdelitve premoženja manjša verjetnost doseganja izjemno visokih donosov.

Tabela 8: Najpogosteje uporabljane strategije sklada skladov (v %)

	povprečno	minimum	maksimum
Dolge / kratke pozicije	25,0	3,8	100,0
Makro	20,0	3,3	100,0
Arbitraža	19,7	6,2	64,7
Arbitraža prevzema	17,3	7,7	30,0
Z dogodkom povezane strategije	16,5	3,5	55,0
Podjetja v finančni stiski	16,1	3,2	47,0
Stalni donos	15,6	2,8	37,0
Arbitraža z zamenljivimi finančnimi instr.	11,2	4,5	21,0
Razvijajoči se trgi	7,2	5,3	9,1

Vir: Rahl, 2003, str. 151.

Tabela 8 nam prikazuje najpogosteje uporabljene strategije sklada skladov. V povprečju se največ uporablja strategija dolgih/kratkih pozicij (25 odstotkov), pri tem je zabeležen najnižji delež te strategije pri skladu skladov 3,8 odstotka, najvišji pa 100 odstotkov.

3.2.7. Povzetek predstavljenih strategij

Hedge skladi pri svojih naložbenih odločitvah uporabljajo več različnih strategij vlaganja sredstev, ki se med seboj lahko boljše ali slabše povezane. Iz tabele 9 je razvidno, da je največja korelacija med strategijo donosa in oportunističnimi strategijami.

Tabela 9: Korelacijski koeficienti med različnimi strategijami hedge skladov v obdobju od januarja 1988 do junija 2004

	PVT	RT	SS	DO	MAK	TNRT	TT	OP	RS	KP
PVT	1,0									
RT	0,4	1,0								
SS	0,4	0,7	1,0							
DO	0,3	0,4	0,4	1,0						
MAK	0,4	0,6	0,7	0,5	1,0					
TNRT	0,6	0,5	0,5	0,3	0,5	1,0				
TT	0,3	0,5	0,6	0,2	0,6	0,4	1,0			
OP	0,6	0,6	0,7	0,4	0,6	0,6	0,7	1,0		
RS	0,4	0,7	0,8	0,4	0,8	0,5	0,8	0,8	1,0	
KP	-0,4	-0,6	-0,5	-0,2	-0,4	-0,3	-0,6	-0,7	-0,7	1,0

Opombe:

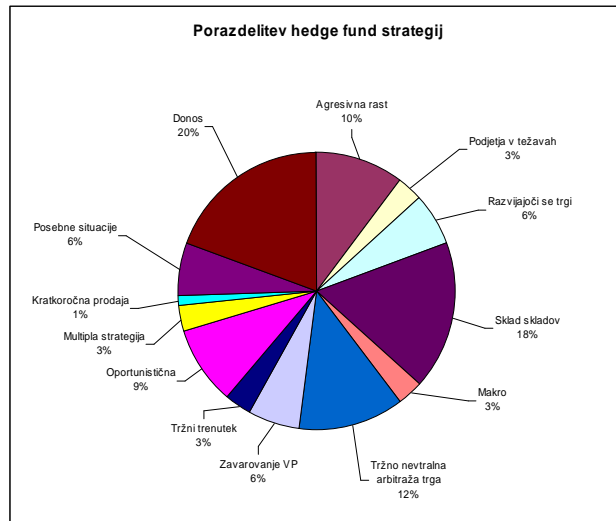
PVT – podjetja v težavah, TT – tržni trenutek, RT – razvijajoči se trgi, OP – oportunistične str., SS – sklad skladov, RS – različne strategije, DO – donos, KP – kratkoročna prodaja, MAK – makro, TNRT – tržno nevtralna arbitraža trga

Vir: Van Hedge Fund Advisors, 2005.

Poleg izjemnega pomena korelacijskih koeficientov med posameznimi strategijami vlaganja sredstev hedge sklada, ki sicer izkazujejo združljivost oz. nezdružljivost posameznih strategij oz. nam omogočajo predvidevanje, kakšne kombinacije sočasne uporabe strategij bi nas privedle do najboljših rezultatov, je pomembno vedeti tudi, katere strategije so med upravljavci zaradi svoje uspešnosti ali siceršnjih lastnosti najbolj pogoste. Pogostost uporabe posamezne strategije jasno ločuje hedge sklade med seboj.

Na Sliki 4 so prikazani deleži najpogosteje uporabljenih strategij pri hedge skladih. Kot je razvidno iz slike, se večina upravljavcev hedge skladov osredotoča predvsem na strategijo arbitraže trga (12 odstotkov), strategijo donosa (19 odstotkov) in strategijo sklada skladov (17 odstotkov).

Slika 4: Delež posamezne strategije hedge sklada med vsemi razpoložljivimi strategijami pri hedge skladih ob koncu leta 2003.



Vir: Van Hedge Fund Advisors, 2005.

4. PREDNOSTI IN SLABOSTI INVESTIRANJA V HEDGE SKLADE

Pomembno je, da se sam vlagatelj v celoti zaveda dejanske oblike hedge sklada, vedeti mora, kakšna pričakovanja mu lahko ta oblika alternativne naložbe izpolni, kakšne so njene prednosti in predvsem slabosti.

4.1. Prednosti

Smotrnost vlaganja v hedge sklade opravičujeta dva poglobitna razloga: prvi se v primerjavi z ostalimi tradicionalnimi oblikami investiranja nanaša na višjo pričakovano donosnost (od tega odstopajo neusmeritvene strategije), drugi pa se nanaša na razpršitev naložb ter s tem povezanim nižjim tveganjem premoženja sklada.

4.1.1. Nagrade upravljavcem

Upravljaec hedge sklada vsem imetnikom delnic sklada zaračunava upravljavsko provizijo (ang. *management fee*), ki ponavadi znaša od 1 do 2 odstotkov vrednosti sklada in t.i. spodbujevalno provizijo (ang. *incentive fee*). Spodbujevalna provizija se običajno nanaša oz. določa glede na ustvarjen dobiček; v večini primerov je upravitelj upravičen tudi do dvajsetih odstotkov ustvarjenega dobička. Pravila upravljanja večinoma natančno določajo višino donosnosti, ki jo mora sklad doseči, da se upravljavcu nagrada lahko izplača (ang. *hurdle rate*). V kolikor je stopnja donosa nižja od prvotno določene vrednosti, upravljavec ne more zahtevati ničesar. Tak sistem nagrajevanja oziroma plačila daje upravljavcu sklada posebno spodbudo za doseganje čim večjega donosa.

4.1.2. Zaščita pred neupravičeno provizijo

Zaščita pred neupravičeno provizijo (ang. *high water mark*) je eden izmed varnostnih ukrepov, ki ščiti vlagatelje. Sam pojem določa velikost premoženja hedge sklada ob koncu točno določenega obdobja, ki predstavlja mejo, ki jo mora sklad v naslednjem obdobju tudi preseči, če želi biti upravljavec sklada upravičen do izplačila spodbujevalne provizije. V kolikor upravljavec v določenem obdobju ustvari negativno poslovanje sklada, je do spodbujevalne provizije upravičen šele takrat, ko z ustvarjenimi donosi pokrije izgubo in preseže izhodiščni nivo premoženja. Če upravljavec meje ne doseže, je upravičen le do upravljavske provizije. Namen te zaščite je, da upravljavci hedge sklada tudi v kriznem obdobju poslujejo gospodarno.

Seveda pa obstaja tudi slaba stran takšne vrste nagrajevanja: kadar upravljavec na začetku leta ni dovolj povečal premoženja sklada, da bi bil lahko upravičen do spodbujevalne provizije, bo ob koncu leta toliko bolj tvegat, da ustvari potrebno veliko premoženje.

Seveda se lahko zgodi tudi obratno: upravljavec sklada že ob začetku leta ustvari zadosti veliko premoženje, zato pa bo do konca leta tveganju ostal zelo nenaklonjen, saj je ustvaril že na začetku leta takšno premoženje, ki mu zagotavlja ustrezno nagrado (Goetzmann, Ingersoll, Ross, 1998, str. 12).

4.1.3. Možnost doseganja višjega donosa (še zlasti ob padajočem trendu)

Časovna komponenta igra veliko vlogo. Večkrat objavljen članek podjetja *CSFB/Tremont*, ki se nanaša na donose hedge skladov v 90. letih, je nakazal zanimiva dejstva: od januarja 1994 do septembra 2000 smo bili priča naraščajočemu trendu; indeks S&P 500³ je na letni ravni po donosu presegel vse hedge sklade za dobrih 6 odstotkov. Takrat se je tudi pokazalo, da se lahko vsaka naložbena strategija obnaša povsem različno: tako je na primer strategija nekrite prodaje močno razočarala, medtem ko so nevtralne strategije (tako kratkoročne kot tudi dolgoročne pozicije), ki so najbolj ustrezale takratnim razmeram na trgu kapitala, indeks S&P 500 v dejavniku tveganosti prehiteli.

³ Indeks *Standard and Poor's 500* je sestavljen iz 500 podjetij z največjimi tržnimi kapitalizacijami, ki zajemajo vse sektorje ameriškega kapitalskega trga.

Kadar pričakujemo pozitivno rast tečajev, je hedge skladu brez nakupnih opcij praviloma težje doseči podobno pozitivno donosnost, kot jo ima izbrani indeks. V primeru padajočega trenda pa velja, da je hedge sklad kot naložbena priložnost precej bolj zanimiv, saj bo donos v primerjavi s katerim koli drugim skladom skoraj zagotovo boljši, še zlasti ob uporabi strategije kratke prodaje.

4.1.4. Stopnja razpršenosti naložb

Veliko vlagateljev se odloča za vlaganje v hedge sklade zaradi visoke razpršenosti naložb. V premoženje hedge sklada se vključi tako sredstva, ki so med sabo slabo korelirana, (izraz slabo korelirana se tu nanaša na korelacijski koeficient med trenutnimi naložbami), kot tudi pozitivne donose naložb, ki znižujejo tveganje sklada. Zaradi izvedenih finančnih instrumentov in nekritih prodaj oziroma drugih naložb kažejo hedge skladi tendenco nekoreliranosti pri večini indeksov kapitalskih trgov, vseeno pa ne smemo pozabiti, da uporaba katere koli strategije pogojuje tudi določeno korelacijsko odvisnost. Visoka stopnja razpršenosti naložb hedge skladov prav tako pozitivno vpliva na tradicionalno premoženje, če le-to vključuje tudi hedge sklade (Amin, Kat, 2002, str. 6).

4.1.5. Prilagodljivost upravljavca pri izbiri vrste vlaganja

Upravljavci hedge skladov imajo pri izbiri naložbene strategije popolnoma proste roke; za povečevanje donosnosti vloženih sredstev lahko povsem poljubno uporabljajo kateri koli finančni produkt: naložbe v dolge pozicije, nekrite prodaje, opcije, finančni vzvodi, idr. Prav prilagodljivost pri izbiri ustrezne strategije lahko glede na trenutne tržne razmere odločilno vpliva na večji donos hedge sklada glede na vzajemni sklad, pri tem pa ne smemo pozabiti na spremljajoče tveganje. V procesu odločanja o novih naložbah in izbiri strategije lahko upravljavec naredi tudi napako ter se odloči za napačno strategijo, kar predstavlja potencialno znižanje vloženih sredstev. Pri vzajemnih skladih je to tveganje precej manjše, saj upravljavca omejuje zakon in besedilo brošure vzajemnega sklada.

4.1.6. Poudarek na upravljavcih

Le redko bi kateremu koli vlagatelju lahko zagotovili izjemno visok donos. Večina hedge skladov vlaga v iste vrednostne papirje kot tudi vzajemni skladi ali ostali fizični vlagatelji. Ob upoštevanju slednjega lahko rečemo, da bo hedge sklad dosegel boljši donos le takrat, ko bo zasledoval takšne naložbene strategije, ki so v primerjavi z ostalimi v prednostnem položaju oz. ko bo izbral optimalni trenutek za nakup ali prodajo svojega vrednostnega papirja. Mnogi so zato trdno prepričani, da brez izbire ustreznega in strokovno zelo podkovanega upravljavca vlagatelji ne morejo pričakovati nadpovprečnih donosov.

S takšnim izhodiščem je mogoče pojasniti, zakaj se strategij hedge skladov ne da tako jasno ovrednotiti, kot je to navada pri vzajemnih skladih. Pri vzajemnih skladih se lahko naložbeni proces prenaša na druge upravljavce, medtem ko se praviloma hedge sklad ustvari okrog enega, zelo uspešnega upravljavca. To je tudi poglavitni razlog za manjši obseg hedge skladov. V zadnjem času je zaradi hitre rasti celotne panoge sicer opaziti trend predvsem mlajših in neizkušenih upravljavcev (Vickers, 2003, str. 68).

4.2. Slabosti

Ne glede na to, da ima vlaganje v hedge sklade kar nekaj pozitivnih lastnosti, pa ne smemo zanemariti tudi slabosti te alternativne oblike vlaganja.

4.2.1. Likvidnost

Likvidnost hedge skladov je poleg transparentnosti kot ena izmed bolj pomembnih kategorij pri tej vrsti sklada precej manjša, kot če jo primerjamo z običajnimi naložbenimi oblikami. Večina hedge skladov ima takšna pravila, da se lahko iz sklada izstopi zgolj ob četrletju in ne kadarkoli to želi vlagatelj. Upravljavcu je s tem dana relativno večja svoboda, saj lahko sredstva celotnega sklada dejansko nalaga bolj smotrno.

Če bi moral upravitelj poleg vsega paziti še na likvidnost, bi večji del sredstev ostal nerazporejen, kar bi pomenilo potencialno izgubo, če bi sicer z omenjenimi nerazporejenimi zagotovili pozitiven donos. Četrletje predstavlja najkrajše obdobje, v katerem ima vlagatelj pravico, da zahteva in ponovno prosto razpolaga s svojimi vloženimi sredstvi.

Takšna politika upravljavcem pomaga, saj jim ni potrebno preveč skrbeti za likvidnostjo sklada v smislu nenapovedanih dvigov sredstev. Če se vnaprej ve, kdaj bo najverjetneje prišlo do odlivov iz sklada, upravljavci lažje določijo ustrezno naložbeno strategijo, saj ni likvidnostnega tveganja (Ineichen, 2000, str. 91).

4.2.2. Preglednost

Hedge skladi so znani po slabi transparentnosti, ki pa je ponavadi za vlagatelje izjemnega pomena. Ker ta vrsta sklada ni dolžna usklajevati svoje naložbene politike in pravil z regulativo državnih agencij za vrednostne papirje, je slaba preglednost povsem razumljiva. Objavljanje naložbene politike, donosov, porazdelitve sredstev, zaslužka sklada in podobno tako ostaja povsem lastna dobra volja upravljavca sklada (Rahl, 2003, str. 133).

4.2.3. Stroški

Problem obračunavanja stroškov, nagrad in provizij v hedge skladih se nanaša predvsem na njihovo veliko nestanovitnost. Upravljavci sklada ponavadi zaračunajo 2-odstotno letno upravljavsko provizijo in si istočasno izplačajo določeno spodbujevalno nagrado; običajno je to dvajset odstotkov realiziranega in nerealiziranega dobička (donosa) sklada v vsakem četrletju.

Ker pa se v praksi višji donosi sklada t.j. od določene stopnje naprej največkrat nagrajujejo progresivno, je v interesu upravljavcev sklada, da kar se da hitro dosežejo mejo za spodbujevalne nagrade ter z donosi, ki so nad to določeno vrednostjo, še dodatno poskrbijo za višjo nagrado.

Vlagatelj tega ne bi smel vrednotiti kot slabost, saj ima kljub temu najverjetneje še precej višji donos, kot bi ga imel brez omenjenega sistema nagrajevanje. Slaba stran nagrajevanja se tukaj nanaša predvsem na nedoločeno višino dodatne izplačane nagrade upravljavca.

Zato se je največkrat izkazalo, da je višina donosa opredeljena kot spodbujevalna nagrada, največkrat dosežena z večinoma špekulativnimi naložbami, medtem ko so vse kasnejše naložbe manj tvegane, saj je bil pred tem dobršen del nagrade že zagotovljen (Graf, Gruber, Gruenblicher, 2001, str 334).

4.2.4. Tveganje

Popolnoma odprte naložbene možnosti posameznega hedge sklada lahko po eni strani prinesejo zelo visoke donose, po drugi strani pa to kaj hitro lahko privede do napačnih predvidevanj in posledične izgube, v najslabšem primeru celo do stečaja sklada, s čimer se izničijo vsi vložki sklada.

Razlog za to je največkrat napačna ocena trenutne situacije ali gibanja na trgih kapitala, ko analitična ocena ne sovпада z dejanskim stanjem, kar kaže na popolnoma napačno izhodiščno predvidevanje. Ob zelo slabih rezultatih se še bolj pokaže intenzivnost pritiska vlagateljev, ki želijo takrat izstopiti hedge sklada. Dodatno slabost predstavlja tudi čedalje večja špekulativna raba izvedenih finančnih inštrumentov.

4.2.5. Institucionalni nadzor

Kljub nedavno sprejetim pravilom SEC (*Securities and Exchange Commission*) ostaja glavna problematika hedge skladov še vedno odprta, t.j. je pomanjkanje institucionalnega nadzora, saj so vlagatelji prepuščeni samim sebi in niso zaščiteni tako kot vlagatelji vzajemnih skladov. Slednje govori v prid tudi vsem upravljavcem, ki trdijo, da se za njihove sklade zanima tak profil vlagatelja, ki se dodatnega tveganja dobro zaveda. Problem nastopi le, kadar postanejo hedge skladi zanimivi za večje število vlagateljev, ki jih predvideni dobri donosi lahko zavedejo in se brez ustreznih znanj odločijo za tako obliko naložbe. Več o delnem institucionalnem nadzoru govori poglavje 5.1.

5. PRIMERJAVA HEDGE SKLADOV Z VZAJEMNIMI SKLADI

Razlika med hedge skladi in vzajemnimi skladi se kaže na več področjih; še največkrat je to pri potrebnih lastnostih, ki jih zahteva regulator, provizijah, likvidnosti in nenazadnje tudi pri profilu posameznega vlagatelja.

5.1. Zahteve regulatorja glede upravljanja sklada

Vzajemni skladi so odprti investicijski skladi, ki se registrirajo pri ustreznem organu (v Sloveniji je to Agencija za trg vrednostnih papirjev), in so kot taki pod natančnim drobnogledom pristojnih organov. Pri vzajemnem skladu je praktično vsak vidik, vsaka določba ali strategija pod nadzorom, saj se lahko nepoučenega vlagatelja v sklad zaščiti le na tak način.

Prospekt vzajemnega sklada je za potencialnega vlagatelja prav tako izjemnega pomena, saj si tam lahko natančno ogleda, kam bo sklad vlagal svoja sredstva v prihodnje, t.j. kakšna je naložbena politika, kakšno je potencialno tveganje, na katere trge bo vlagal ipd. V njem so navedene omejitve, kam lahko sklad sploh vlaga in kam ne, katere naložbe so dovoljene in katere ne, prav tako pa so navedeni stroški, s katerimi mora računati vlagatelj, pretekla donosnost ter nenazadnje tudi bilanca sklada.

Hedge skladi so ponavadi registrirani kot komanditne družbe, čedalje bolj pogosto pa se ustanavljajo skladi v obliki družbe z omejeno odgovornostjo.

Ameriška komisija SEC natančno predpisuje poslovanje investicijskih skladov, zelo malo pa posega v poslovanje in delovanje hedge skladov. Hedge skladi so izvzeti iz pristojnosti omenjene komisije SEC na podlagi posebnih zakonskih določb:

- *Securities Act* (1933)
- *Securities Exchange Act* (1934)
- *Investment Company Act* (1940)
- *Investments Advisors Act* (1940).

Ne glede na to, ali je hedge sklad registriran pri komisiji SEC oz. drugi sorodni ustanovi, ostaja predmet regulacije naslednji:

- Hedge sklad mora spoštovati zakonodajo posamezne zvezne ameriške države, saj ima vsaka razvit sistem regulacije hedge skladov.
- V primeru, da je več kot 25 odstotkov premoženja sklada v sredstvih, ki jih opredeljuje upokojitveni zakon *Employee Retirement income Security Act* iz leta 1974, mora sklad obvezno upoštevati vse omejitve in prepovedi tega dokumenta.
- Po terorističnih napadih 11. septembra 2001 morajo obvezno vsi v ZDA ustanovljeni hedge skladi upoštevati določbe v zvezi s preprečevanjem pranja denarja, kot jih določa *USA Patriot Act*.
- Hedge skladi se ne morejo izogniti določbam *Securities Act* iz leta 1933, *Securities Exchange Act* iz leta 1934 in *Investments Advisors Act* iz leta 1940. Ti dokumenti opredeljujejo prevare, zlorabo notranjih informacij ipd. ter pripadajoče kazni.

Komisija SEC je konec novembra 2004 v ameriškem uradnem listu (ang. *Federal Register*) objavila zakon, ki bo po novem bolje urejal trg hedge skladov (*Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers*). Zakon sloni na že dolgo znanem zakonu *Investments Advisors Act* iz leta 1940, po katerem se bodo morali vsi upravljavci hedge skladov registrirati pri komisiji SEC, poleg tega pa bodo morali izboljšati obveščenoost svojih vlagateljev o delovanju sklada in naložbah, še pomembnejše pa je to, da bodo morali hedge skladi odpreti vrata za notranji nadzor s strani komisije, ki bo lahko na kakršenkoli način zbirala podatke o premoženju in identiteti upravljavcev, ter jih tudi javno objavila, kar zagotovo pomeni kar precejšnjo novost.

Za ta korak so se odločili, ker hočejo zaščititi vlagatelje in celotni kapitalski trg pred prehitrim razvojem hedge skladov in možnim negativnim vplivom le-teh na vlagatelje. Zdajšnja zakonodaja ni več primerna za hedge sklade, saj ni mogla ustaviti raznih prevar, ko so sredstva sklada enostavno izginila. Rast trga hedge skladov je komisijo SEC prisilila, da spremeni zakonodajo in bolje zaščiti vlagatelje, saj od upravljavcev hedge skladov zahteva upoštevanje najnovejših navodil (Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers, 2004), ki dokončno stopijo v veljavo 10. februarja 2006.

SEC je ob objavi zakona pripravil tudi analizo vplivov nove zakonodaje na upravljavce in vlagatelje (US Securities And Exchange Commission, 2004). Prednosti novega zakona so naslednje:

- Vlagatelji v hedge sklade bodo precej manj izpostavljeni prevaram in oškodovanju premoženja s strani upravljavcev. Registracija upravljavca hedge sklada bo komisiji SEC omogočala sprotni nadzor poslovanja sklada ter iskanje morebitnih napak, goljufij, prevar ali drugih nepravilnosti upravljavca, ki bi lahko oškodovale premoženje vlagatelja. Komisija bo prav tako lahko preverjala vse svetovalce upravljavcev hedge sklada, njihovo strokovno izkušnost ali sumljivo poslovno preteklost in tudi njihove predloge, kako naj upravljavci poslujejo. V 35 raziskanih primerih prevar je komisija ocenila škodo, ki so jo utrpeli vlagatelji, na 1,1 milijarde dolarjev kar daje komisiji SEC s sprejetim zakonom še dodatno legitimnost.
- Objava podatkov o upravljavcih hedge skladov bo zdaj obvezna. Upravljavec bo moral javno objaviti svoje podatke poslovanja, povezanih oseb in lastnikov ter morebitnih disciplinskih ukrepov, kar bo za vlagatelje popolna novost.
- Upravljavci hedge skladov se bodo morali držati zakonsko določenih predpisov, kar si vlagatelji zagotovo lahko štejejo v velik prid. Ko bo upravljavec registriran na komisiji SEC, bo moral razviti razumljive, na zakonu temelječe postopke upravljanja s sredstvi. Vsi, ki bodo kakorkoli sodelovali pri poslovanju hedge sklada, bodo morali poročati tudi to, s katerimi vrednostnimi papirji so trgovali za svoj račun. Nova pravila so prvi korak k večji zaščiti vlagatelja pred nezakonitim in nepoštenim delovanjem upravljavcev.
- Z registracijo hedge skladov bodo pridobili tudi ostali vlagatelji, saj bo hedge skladom onemogočeno kakršnokoli nezakonito oziroma sporno delovanje na kapitalskih trgih. Po mnenju komisije obstaja zagotovo veliko možnih nezakonitih dejanj hedge skladov, ki jih skušajo sedaj z novo zakonodajo preprečiti, saj jih je bilo z dosedanjjo zakonodajo praktično nemogoče odkriti in nadzirati.

Prve reakcije upravljavcev hedge skladov so do sedaj kar precej negativne, saj se bojijo, da se bo odzivnost in zanimivost hedge skladov po uveljavitvi novega zakona precej zmanjšala. Menijo, da bosta večja preglednost in čedalje večji nadzor nad hedge skladi preveč zakonsko ovirala samo delovanje in okretnost skladov. Eden izmed očitkov se navezuje predvsem na odločitev komisije SEC, da se morajo registrirati vsi upravljavci, kar pa ni bilo pogojeno z dosedanjim zakonom "*Investment Adviser Act*," ki je registracijo pogojeval le, če je imel sklad več kot 15 vlagateljev.

Za razliko od upravljavcev večina pravnikov in ekonomistov še vedno meni, da je bila postavitve novih zakonskih omejitev skorajda neizogibna. Hedge skladi na finančnih trgih niso nobena izjema, zato bi morali tudi zanje veljati podobni omejitveni predpisi. Na novo sprejeta zakonodaja bo vsaj nekoliko bolje zaščitila vlagatelje.

Evropski hedge skladi še vedno precej zaostajajo za ameriškimi, saj se morajo investicijski skladi v Evropi strogo držati evropskih direktiv o investicijskih skladih (ang. "*Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*") (UCITS) ali kolektivni naložbeni podjemi za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP). Ta določila natančno in strogo opredeljujejo ter omejujejo delovanje investicijskih skladov. Zelena knjiga o izboljšavi zakonodajnega okvira EU za investicijske sklade navaja posamezna določila Evropske komisije o alternativnih naložbenih strategijah. Močna evropska regulativa na ta način zavira hitro rast hedge skladov, če jih primerjamo z Ameriko. Irska in Luksemburg sta edini državi, ki ju lahko označimo kot "*offshore*" območji za hedge sklade na evropskem prostoru.

Alternativne naložbene strategije so bolj zapletene in včasih za vlagatelje predstavljajo večja tveganja kakor splošno uveljavljeni KNPVP. Ker hedge skladi uporabljajo široko paleto tehnik in instrumentov (kot so prodaja vrednostnih papirjev "na kratko" ali t.i. finančni vzvodi), ki pogosto niso na voljo bolj tradicionalnim oblikam kolektivnih naložb, lahko glavni vir tveganja tvorijo finančne institucije, ki jim odobrijo posojila. Čeprav se slednje trenutno ne obravnava kot pomembno sistemsko tveganje, njihova hitra rast in pomanjkanje preglednosti vse bolj zbuja skrb glede njihovega vpliva na trge. Pozornost zakonodajalcev je trenutno usmerjena v krepitev svojih zmožnosti za ocenjevanje skupne izpostavljenosti finančnega sistema tveganim skladom. Raznoliki nacionalni sistemi so izpostavljeni tveganju regulativne razdrobitve, ki bi lahko ovirala razvoj dejavnosti.

Vzporedno z razvojem tega sektorja in ob dejstvu, da lahko še zlasti majhni evropski vlagatelji postanejo bolj izpostavljeni alternativnim naložbam, bo vse bolj rasla potreba po usklajenem in jasnem pristopu v tem sektorju. V skladu z odzivi bo Komisija ustanovila delovno skupino, ki bo preučila možnost, ali lahko skupni regulativni pristop pospeši nadaljnji razvoj evropskih trgov za tvegane sklade (Komisija evropskih skupnosti, julij, 2005).

Evropski parlament pojem "hedge sklad" razume kot širok nabor finančnih produktov, zato hedge sklade raje imenuje "*sophisticated alternative investment vehicle*" (SAIVs). Na evropsko zakonodajno telo je naslovil prošnjo, da se trenutno stanje hedge skladov spremeni in da se področje tudi zakonsko regulira. Večina današnjih evropskih hedge skladov je registriranih v državah izven Evrope in v t.i. davčnih oazah. Parlament je mnenja, da mora zakonodajalec preveriti upravljavce, menedžerje in direktorje skladov; le-te morajo voditi sposobni in zanesljivi ljudje, saj upravljajo s premoženjem tretjih oseb. Evropski parlament je prav tako mnenja, da bi morali biti tudi izvedeni finančni instrumenti predmet posebne in v podrobnosti razdelane zakonodaje, ki bi vrednotila in spremljala upravljavske odločitve. Evropska komisija je nadzornikom predlagala merjenje in nadzor globalne izpostavljenosti izvedenih finančnih instrumentov, predvsem pa celotno kreditno tveganje pri uporabi finančnih vzvodov (Bulletin EU 1/2-2004 Internal market (5/21)).

5.2. Provizije in stroški

Zakonodaja predvideva največjo upravljavsko provizijo, ki jo sme upravljavec vzajemnega sklada zaračunati vlagateljem oz. imetnikom enot premoženja v skladu. Stroške provizij ter ostale stroške vzajemni sklad jasno opredeli v svoji brošuri.

Potencialni vlagatelj tako lahko z arbitražo primerja stroške in provizije med različnimi skladi in se odloči za tistega, pri katerem ima najnižje stroške oziroma plača najnižje provizije. Seveda je iz tega izvzeto odločanje o vstopu v sklad na podlagi naložbene politike in preteklih donosov.

Pri hedge skladih ni nikakršnih omejitev glede določanja provizij in ostalih stroškov vlagateljem. Upravljavec sklada največkrat na letni osnovi zaračuna od enega do dveh odstotkov upravljavske provizije, poleg tega pa si navadno vzame še dvajset odstotkov četrletno ustvarjenega dobička.

5.3. Vrednost premoženja in likvidnost

Vzajemni skladi morajo ovrednotiti vrednost premoženja sklada vsak trgovni dan. Vse naložbe morajo biti vrednotene po trenutnih tržnih cenah, ostale pa po poštenih notranjih cenah, ki jih določi uprava sklada. Z namenom objektivnega in poštenega obveščanja svojih vlagateljev upravljavci skladov sprotno obveščajo vlagatelje, o cenah njihovih naložb. Vzajemni skladi morajo biti tudi vedno likvidni, kar pomeni, da morajo vlagateljem kadarkoli omogočiti poplačilo njihovih naložb.

Vse omenjeno pa ne velja za hedge sklade. Tu ne obstajajo nobene urejevalne politike, na podlagi katere bi imeli vlagatelji jamstvo, da lahko nemudoma pridejo do svojih sredstev oziroma izstopijo iz sklada. Vlagatelji v hedge sklade prav tako niso deležni sprotne obveščeniosti o strukturi naložb in njihovi trenutni ceni.

5.4. Relativna uspešnost sklada

Vzajemni skladi svojo uspešnost merijo na relativni osnovi oz. glede na točno določen indeks, kot na primer S&P 500 ali glede na drug vzajemni sklad istega sektorja. Vzajemni sklad se primerja tako, da se primerja donosnost sklada v izbranem obdobju z donosnostjo indeksa skladov, ki ima v svoji strukturi indeksa takšne vzajemne sklade s podobno naložbeno usmeritvijo in strukturo.

Hedge skladi za razliko od vzajemnih skladov svojo uspešnost oziroma donos merijo na absolutni ravni, kar pomeni, da si upravljavci prizadevajo ustvariti pozitivno donosnost tudi takrat, ko se indeksi obrnejo v negativno smer, oziroma tudi takrat, ko je na kapitalskih trgih prisoten padajoči trend rasti tečajev.

Tabela 10: Povprečna letna donosnost različnih investicijskih skladov v obdobju: januar 1988 – junij 2004

	Letna donosnost	Standardni odklon donosnosti
Van Global Hedge Fund Index	15,6%	8,6%
MSCI World Equity	6,2%	16,2%
S&P 500	12,3%	15,3%
Morningstar Average Equity Mutual Fund	9,8%	15,8%
Lehman Brothers Aggregate Bond Index	8,1%	4,4%

Vir: Van Hedge Fund Advisors, 2005.

Tabela 10 nam prikazuje različne naložbene možnosti in z njimi povezano donosnost. V izbranem obdobju je najvišjo donosnost dosegel indeks *Van Global Hedge Fund Index*, kjer se je vrednost povečala za 15,6 odstotka. Ravno nasprotno se je odrezal indeks *MSCI World Equity*, ki je dosegel le 6,2-odstotno donosnost. Več kot očitno je, da so se direktne naložbe v obveznice izkazale za najslabše, saj če pogledamo indeks *Lehman Brothers Aggregate Bond Index*, ki meri spremembo vrednosti obveznic v prikazanem obdobju, je ta naložbe v delnice prekosil kar za 1,9-odstotne točke, kar je glede na vrsto naložb izjemno veliko.

5.5. Zaščita pred padajočim trendom

Vzajemni skladi niso sposobni učinkovitega zavarovanja pred padajočim trendom, odločajo se lahko le za to, da večino svojih sredstev dajo v denarne oblike ali pa da del sredstev naložijo v terminske pogodbe. Ko se večina svetovnih indeksov oz. večina naložb, v katere vlagajo, izkaže s padci cen, se vzajemni skladi ne morejo pozitivno odzvati. Obstaja le nekaj osnovnih vodil, kako se obnašati v primerih splošnega padca (npr. povečanje nakupov in posledično zniževanje povprečne nakupne cene določenega vrednostnega papirja), zagotovo pa nimajo nekih realnih inštrumentov, s katerimi bi lahko uspešno kljubovali padajočemu trendu.

Včasih pa hedge skladi dosežejo pozitivne donose tudi takrat, ko je na trgih prisoten medvedji oziroma padajoči trend vrednosti naložb, kar nam prikazuje tudi tabela 4. V tabeli 4 je jasno razvidno, da je indeks *VAN US Hedge fund* v prikazanih četrtletjih izgubil le 10,4 odstotka svoje vrednosti, medtem ko se je vrednost vzajemnega sklada *Morningstar Average Equity Mutual fund* znižala kar za 113,5 odstotka. Do tako velikih padcev ne bi prišlo, če bi imeli upravljalci vzajemnih skladov pri svojih naložbah bolj odprte roke. Če primerjamo še indeks *S&P 500*, ki vsebuje delnice 500 največjih ameriških podjetij, je le-ta v izbranih četrtletjih obravnavanega obdobja dosegel 110,42-odstotni padec vrednosti premoženja.

Sicer za vse hedge upravitelje obstaja na razpolago več tehnik zavarovanja, ki pa so odvisne od izhodiščne naložbene strategije in tipa hedge sklada. Vsako naložbo lahko zavarujejo s prodajnimi oz. nakupnimi opcijami, ali na primer s sklepanjem terminskih pogodb.

Nabor inštrumentov, s katerimi hedge skladi vsaj deloma izničijo vpliv padajočega trenda, je tako precej širok, medtem ko lahko vzajemni skladi uporabljajo le nekaj zgoraj naštetih instrumentov (brez kratkih prodaj).

Tabela 11: Primerjava četrtletne donosnosti hedge skladov in vzajemnih skladov v tistih četrtletjih v obdobju 1990-2004, ko je prevladoval medvedji trend na ameriškem trgu

	S&P 500	VAN U.S. Hedge Fund Index	Morningstar Average Equity Mutual Fund
1Q 90	-3,00%	2,20%	-2,80%
3Q 90	-13,70%	-3,70%	-15,40%
2Q 91	-0,20%	2,30%	-0,90%
1Q 92	-2,50%	5,00%	-0,70%
1Q 94	-3,80%	-0,80%	-3,20%
4Q 94	-0,02%	-1,20%	-2,60%
3Q 98	-9,90%	-6,10%	-15,00%
3Q 99	-6,20%	2,10%	-3,20%
2Q 00	-2,70%	0,30%	-3,60%
3Q 00	-1,00%	3,00%	0,60%
4Q 00	-7,80%	-2,40%	-7,80%
1Q 01	-11,90%	-1,10%	-12,70%
3Q 01	-14,70%	-3,80%	-17,20%
2Q 02	-13,40%	-1,40%	-10,70%
3Q 02	-17,30%	-3,60%	-16,60%
3Q 04	-2,30%	1,40%	-1,70%
Skupaj	-110,42%	-10,40%	-113,50%

Vir: Bloomberg, 2005.

5.6. Prihodnja donosnost

Prihodnji donosi vzajemnih skladov so tesno povezani s prihodnjimi trendi na kapitalnih trgih. V kolikor pričujemo kapitalni trg rasti, torej se cena delnic in obveznic začne povečevati, se posledično povečujejo tudi donosi vzajemnim skladom. Ne moremo torej zanesljivo predvideti, ali bo donos pozitiven ali pa se bo donos sklada zmanjšal oz. postal celo negativen. Na podlagi tehnične analize kapitalnih trgov je možno narediti nekatere ocene tudi za prihodnost, toda to niso zagotovila, da se bo predvidevanje tudi dejansko uresničilo.

Različne makroekonomske analize, tehnična analiza gibanja kapitalnih trgov in delnic, ki jih ima v premoženju vzajemni sklad, pretekli donosi sklada ter ostale napovedi so sicer lahko neko zagotovilo za prihodnost, toda to vseeno ostajajo le domneve.

Za hedge skladov pa zgornje ne velja; prihodnja uspešnost je nekoliko bolj predvidljiva, saj gibanju kapitalnih trgov ne sledi popolnoma. Še bolj nazorno bi to lahko opisali tako, da si hedge sklad predstavljamo kot podmornico, ki se skoraj v ravni črti giblje naravnost, pri čemer jo valovi na površju, ki predstavljajo kapitalne trge, skorajda ne motijo. Hedge sklad se namreč lahko v vsakem trenutku odloči za spremembo naložbene strategije t.j. za veliko bolj špekulativne načine vlaganja na kratek rok (nakup terminskih pogodb, opcije ipd.) ter tako bolj neposredno vpliva na prihodnjo donosnost kot pa vzajemni sklad, ki je omejen s prospektom sklada.

6. KRITERIJI ODLOČANJA PRI IZBIRI NALOŽBE

Poglavje o odločitvenih pravilih je eno izmed najpomembnejših, saj ravno odločitvena pravila razločijo posamezne profile vlagateljev in z njimi povezane zahteve. Vlagatelj se ob presežku svojih sredstev odloči, koliko bo tvegat, kakšen donos bo za to zahteval oziroma pričakoval, prav tako pa ga zanima značilnost naložbe in njena učinkovitost. Šele ko pridobi vse potrebne podatke o naložbi, se odloči, ali bo v njo vlagal ali ne. Glede na to, da se naložbe v hedge sklade precej razlikujejo od naložb v vzajemne sklade, so tudi odločitvena pravila ustrezno drugačna. Spodaj so predstavljena temeljna odločitvena pravila pri naložbah v hedge sklade in naložbah v vzajemne sklade.

6.1. Naložbene možnosti vlaganja sredstev

Pomembno vprašanje, ki smo ga nekoliko opisali že v poglavju o razlikah med hedge in vzajemnimi skladi, je prav gotovo tudi način vlaganja sredstev. Vlagatelj zanima, kam so bila naložena njegova sredstva, zelo pomembno je, da zna razbrati tudi tveganje izbrano s posamezno naložbo sklada. Vlagatelja mora vedeti, v katere naložbe lahko izbran sklad vlaga, kako tvegane so in kakšne donose se lahko pričakuje. Oblike vlaganja so pri vzajemnih skladih zagotovo bolj pregledne, lažje merljive in vlagateljem precej bolj poznane kot v večini primerov naložb hedge skladov. Obe vrsti skladov lahko uporabljata širok spekter naložbenih strategij, medtem ko je od oblike sklada in naložbene politike dejansko odvisno, za katero obliko se bo sklad odločil. Hedge skladi se praviloma poslužujejo večinoma alternativnih oblik naložb, medtem ko vzajemni skladi praviloma uporabljajo zgolj tradicionalne oblike naložb.

6.2. Donosnost

Donosnost je ena izmed najpomembnejših postavk pri različnih oblikah vlaganja. Donos na vloženi kapital je mera, ki nam pove, koliko smo glede na vloženi kapital zaslužili. Marsikdo se odloča zgolj na osnovi pretekle donosnosti in glede na rezultate predvideva prihodnje donose. Takšno izhodišče je napačno, saj nihče z bolj poglobljenim znanjem o delovanju kapitalskih trgov ne more zanesljivo napovedati prihodnjega dogajanja.

Donos seveda ne pomeni zgolj pozitivne razlike med trenutnim stanjem vloženi sredstev in stanjem sredstev ob vstopu na kapitalne trge, ali drugače: nespametno bi bilo trditi, da je donos zgolj pozitivna sprememba vloženi sredstev. Nema lokrat lahko donos pomeni tudi zmanjšanje sredstev glede na druge oblike investiranja.

Za primer vzemimo, da danes vložimo milijon tolarjev sredstev v izbrane delnice. Pričakujemo, da se bo trg gibal v pozitivno smer, toda na žalost je globalna makroekonomska slika takšna, da se je cena večini vrednostnih papirje, ki jih ima v premoženju vzajemni sklad, znižala.

To pomeni, da ste v tem obdobju zabeležili padec vrednosti premoženja, kar lahko enačimo z negativno donosnostjo. Če pa ste za razliko npr. svoja sredstva naložili tudi v hedge sklade, je rezultat lahko ravno nasproten. Upravljavci izbranega hedge sklada se navadno ustrezno zavarujejo pred padci cen delnic z uporabo alternativnih vrst naložb (prodajne opcije, kratkoročne prodaje ipd.), kar je pri vzajemnih skladih prej izjema kot pravilo. S tem se trend zniževanja vrednosti vloženih sredstev bistveno zmanjša in velikokrat poskrbi celo za pozitivne donose. Hedge sklad, ki je torej izkoristil možnost vlaganja v izvedene finančne inštrumente, je poskrbel za precej nižje negativne donosnosti in v primerjavi z vzajemnim skladom recimo dosegel zgolj 5-odstotni padec vrednosti enote premoženja v skladu.

6.3. Tveganje

Tveganje je nemalokrat zapostavljen pojem, saj se za potencialno višjimi donosi skriva tudi potencialno višje tveganje. In prav ta razlika med seboj diferencira vlagatelje na tiste, ki se tega dejstva zavedajo in na tiste, ki tega ne bodo prepoznali. Marsikdo večino svojih sredstev naloži v vzajemni sklad na podlagi njegovega preteklega dobrega letnega donosa. Običajno so takšni skladi usmerjeni v pretežno delniške naložbe, saj praviloma prinašajo boljše donose kot pa obveznice. S tem pa je povezanih več vrst tveganj:

- likvidnostno tveganje,
- obrestno tveganje,
- valutno tveganje,
- kreditno tveganje in
- tržno tveganje.

6.3.1. Likvidnostno tveganje

Likvidnostno tveganje predstavlja finančno tveganje zaradi nezanesljive in nepredvidljive likvidnosti na kapitalskih trgih. Dejansko nam prikazuje, kako hitro lahko kupimo oziroma prodamo izbran papir. V kolikor trg ni likviden, to pomeni, da se lahko zgodi, da določenega papirja, ki ga imamo v svojem premoženju, ne moremo prodati, saj na drugi strani ni povpraševanja. Na splošno lahko rečemo tako: v kolikor ni v vsakem trenutku dovolj ponudbe ali povpraševanja po določenem papirju, je na takem trgu prisotno relativno visoko likvidnostno tveganje. To pomeni, da lahko upravitelj premoženja sklada naleti na težavo, saj ne more v vsakem trenutku prodati ali pa kupiti določenih vrednostnih papirjev.

Likvidnostno tveganje je pri vzajemnih skladih zelo pomemben dejavnik. Vzajemni skladi morajo namreč izredno paziti na likvidnost, saj lahko vlagatelji kadarkoli dvignejo svoja sredstva, medtem ko so možni termini sredstev pri hedge skladih točno določeni, zato lahko hedge skladi vlagajo v vrednostne papirje, s katerimi ni veliko poslov, a ponujajo potencialno velike donose.

6.3.2. Obrestno tveganje

Pri obveznicah, ki jih kupi sklad, vedno nastopa tudi obrestno tveganje. Obrestno tveganje predstavlja tveganje zaradi padca vrednosti obveznice, katerega sproži zviševanje obrestnih mer. Ko se obrestne mere dvignejo, postanejo naložbe v obveznice manj privlačne, saj se lahko medbančne obrestne mere močno približajo kuponski obrestni meri obveznice.

Proti obrestnemu tveganju se lahko upravitelj sklada zaščiti tako, da nakupe obveznic razprši na obveznice z različno dospelostjo, kar še zlasti velja za vzajemne sklade, medtem ko se lahko hedge skladi pred obrestnim tveganjem zavarujejo tako, da kupijo prodajno ali nakupno opcijo na recimo dolgoročno državno obveznico.

6.3.3. Valutno tveganje

Do valutnega tveganja pride takrat, ko je posamezna naložba občutljiva tudi na spremembo medvalutnih razmerij. Predvidevamo, da se evropski upravitelj nekega sklada odloči, da bo kupil izbrano ameriško delnico: najprej bo moral zamenjati evre v dolarje, saj lahko le z dolarji kupi izbrano ameriško delnico. Po določenem času se odloči to delnico prodati. Ko delnico proda, dobi zanjo vsoto denarja v dolarjih, ki jih mora ponovno menjati po trenutnem tečaju evra. Predvidevamo, da je z nakupom in prodajo ustvaril dobiček, vrednost dolarja proti evru pa se je znižala. To v končni fazi pomeni, da je padec vrednosti dolarja proti evru deloma znižal ustvarjeni dobiček, saj upravitelj ob prodaji delnice dobi za dolar manj evrov kot pa ob nakupu. Hedge skladi se lahko proti valutnemu tveganju zavarujejo tako, da za določene valute sklepajo termenske posle.

6.3.4. Kreditno tveganje

Kreditno tveganje se pojavi ob nakupu predvsem podjetniških obveznic in kot takšno predstavlja tveganje, da izdajatelj določene obveznice ne bo mogel izplačati glavnice oziroma pripadajočih obresti. To se zgodi, kadar gre podjetje v stečaj. Tudi pri državnih obveznicah se lahko pojavlja kreditno tveganje, vendar s to razliko, da lahko država na novo natisne denar in tako poplača svoje obveznosti.

6.3.5. Tržno in netržno tveganje

Pri tradicionalnih in alternativnih oblikah naložb smo večinoma izpostavljeni dvema vrstama tveganja. Tržnemu ali sistematičnemu tveganju (koeficient β) in nesistematičnemu tveganju (koeficient α). Beta nam pove, kako je določena naložba odvisna od trenutnih tržnih razmer, medtem ko alfa pove, kako je naložba odvisna od samega upravljavca, ki jo upravlja.

Kazalnik beta uporablja regresijsko analizo. Vrednost bete 1 pomeni, da se bo cena izbranega vrednostnega papirja v povprečju gibala v enako smer kot trg.

V primeru, da je vrednost koeficienta beta večje od 1, je cena izbranega vrednostnega papirja veliko bolj spremenljiva kot trg in obratno.

Zgornjo razlago lahko ponazorimo tudi s primerom. Predvidevamo, da ima delnica nekega podjetja koeficient beta 2. To pomeni, da je cena delnice dvakrat bolj spremenljiva kot trg, na katerem delnica kotira. Sedaj predpostavimo tudi, da je predvidena donosnost trga 10-odstotna. Cena delnice bi v takem primeru imela 20-odstotno donosnost, po drugi strani pa bi ob 6-odstotnem padcu donosnosti trga delnica podjetja zabeležila 12-odstotni padec donosnosti. V primeru, da bi imela neka druga delnica koeficient beta 0,5, pa bi ob enakem porastu donosnosti trga (10 odstotkov), delnica dosegla 5-odstotno donosnost, ob padcu donosnosti trga (6 odstotkov) pa le 3-odstotni padec donosnosti.

Pri tradicionalnih oblikah naložb, torej pri naložbah v delnice in obveznice, smo izpostavljeni predvsem tržnemu tveganju β . Kdor se tega zaveda, ve, da je tveganje pri delniških skladih večje kot pa tveganje pri obvezniških skladih. Pri delniškem skladu je vidik hitre spremenljivosti in možnih napak veliko večji.

Vsa tveganja lahko povzročijo, da vrednosti enote premoženja sklada močno zanihajo. V primeru obvezniških skladov pa je to tveganje nekoliko nižje, saj imajo skladi med svojimi naložbami praviloma obveznice dobro stoječih družb in, kar je še pomembneje: držav. Tveganje nelikvidnosti oziroma izplačila glavnice obveznice je tako precej manjše, saj v kolikor izdajatelj ne more ob dospelju obveznice izplačati glavnico, lahko razglasi le še stečaj, kar velja tudi za državo. V kolikor pa upravljavci vlagajo sredstva tudi v tako imenovane "junk bonds", potem je tveganje neizplačila kupona ali glavnice precej večje. Zaradi večjega tveganja so donosnosti takšnih naložb precej višje, kot pa so naložbe v manj tveganje obveznice.

Na začetku so hedge skladi skrbeli predvsem za to, da se je tveganje sklada zmanjšalo. To so storili tako, da so premoženje sklada razdelili med več naložb, ki so jih na različne načine zavarovali. Z velikim naborom alternativnih oblik naložb so upravitelji na vsak način hoteli zmanjšati sistematično tveganje sklada β . Čez nekaj časa hedge skladi niso več skrbeli zgolj za zavarovanje naložb, temveč so začeli čedalje več vloženih sredstev nalagati z visoko špekulativnimi nameni. In prav to je ena izmed tistih razlik, ki tako očitno loči vzajemne sklade od hedge skladov. Tveganje alfa ima pri hedge skladih tak vpliv na donosnost sklada, kot ga ima tveganje beta pri donosih vzajemnih skladov.

Če pogledamo Tabelo 12 (str. 38), lahko prav nenavadno vidimo, da so upravljavci hedge skladov v prikazanem obdobju glede na vzajemne sklade uspeli zmanjšati sistematično tveganje za skoraj polovico: vrednost sklada se je spremenila za 0,48-odstotne točke, če se je trg povzpел za eno odstotno točko. V primeru vzajemnega sklada je to seveda precej drugače. Vrednost enote premoženja se je pri vzajemnih skladih gibala skoraj tako, kot se je gibal celoten kapitalski trg.

Tabela 12: Primerjava kazalcev α in β za hedge in vzajemne sklade v obdobju januar 1988 – januar 2005.

	β	α
indeks Van U.S. hedge fund	0,48	10,2%
indeks Equity mutual fund	0,96	-3,3%

Vir: Bloomberg, 2005.

Zanimiva je tudi primerjava vpliva upraviteljev skladov na samo donosnost sklada. Če so hedge skladi v povprečju zabeležili pozitivno presežno donosnost na ravni 10,3 odstotka, pa so odločitve upraviteljev pri vzajemnih skladih v povprečju znižale donosnosti sklada kar za 3,3%. Donos hedge sklada je tako v veliki meri temeljil na sposobnosti upravljavcev, medtem ko je donos vzajemnih skladov v veliki večini temeljil na gibanju samega trga kapitala.

6.4. Učinkovitost vlaganja

Učinkovitost vlaganja je zagotovo ena izmed najbolj pomembnih kategorij, o katerih se odloča posamezen upravitelj in vlagatelj. To je mera, ki nam kaže, kako sta med seboj povezana donosnost in tveganje posamezne naložbe. Z učinkovitostjo vlaganja poizkušamo najti skupno točko med tveganjem in donosnostjo z namenom, da vsaki naložbi pripišemo določeno uspešnost, na podlagi katere lahko določimo, kako uspešen je sklad kot celota.

Na voljo imamo več kazalnikov učinkovitosti, ki merijo donosnost na enoto tveganja. Nobelov nagrajenec William F. Sharpe (1966) je razvil merilo učinkovitosti vlaganja skladov, t.i. Sharpov koeficient, ki primerja presežno donosnost premoženja z variabilnostjo njegove donosnosti v proučevanem obdobju. Kaže nam torej realizirano presežno donosnost na enoto celotnega tveganja, kjer je celotno tveganje merjeno s standardnim odklonom donosnosti premoženja. Sharpov koeficient odraža nagrado za prevzeto enoto tveganja. Izračunamo ga po naslednji formuli (Strong, 2003, str. 474):

$$SHP = \frac{(r_p - r_f)}{\sigma_p} \quad (3)$$

kjer r_p in r_f označujeta donosnost premoženja in netvegano donosnost v proučevanem obdobju, σ_p pa standardni odklon donosnosti premoženja v istem časovnem obdobju. Vrednost Sharpovega koeficienta nam sama po sebi ne pove kaj dosti, le negativni predznak koeficienta kaže na slabo, pozitiven pa na dobro učinkovitost sklada. Med skladi s podobno opredeljeno naložbeno politiko je uspešnejši tisti sklad, ki ima za posamezne naložbene strategije višji Sharpov koeficient.

Tabela 13: Uspešnost hedge skladov v primerjavi z izbranimi tržnimi indeksi naložb v obdobju januar 1994– december 2004

Strategija hedge sklada oz. indeks	Letni donos v %	Standardni odklon v %	Sharpov koeficient
Arbitraža z zamenljivimi papirji	10,9	2,6	2,2
Prezemna arbitraža	12,7	3,5	2,1
Stalni donos	9,9	5,2	0,9
Makro	9,4	8,9	0,5
Razvijajoči se trgi	7,5	23,0	0,1
Kratka prodaja	-1,1	18,3	-0,3
Delnice podjetij v finančni stiski	12,7	6,9	1,1
Z dogodkom pogojene strategije	13,0	8,2	0,9
Benchmarki			
MSCI World Equity	6,60	16,10	0,3
S&P 500	12,40	15,20	0,7
Povprečna donosnost Equity Mutual Fund	10,00	15,70	0,6
Lehman Brothers Aggregate Bond Index	8,10	4,40	1,3

Vir: Rahl, 2003, str. 205.

Če primerjamo povprečno donosnost delniškega vzajemnega sklada in obvezniškega indeksa *Lehman Brothers Aggregate Bond Index*, potem lahko vidimo, da je bil obvezniški indeks, glede na tveganje, ki ga predstavlja, bolj uspešen kot pa povprečni delniški vzajemni sklad.

Zanimiva je tudi primerjava med posameznimi strategijami, ki jih uporabljajo hedge skladi, in povprečnim vzajemnim skladom ali pa med strategijami samimi. Izjemno tvegani strategiji delnic v finančni stiski je v obravnavanem obdobju uspelo doseči ob današnjem tveganju višjo donosnost kot pa povprečnemu delniškemu vzajemnemu skladu oziroma nižjo donosnost glede na arbitražo z zamenljivimi vrednostnimi papirji, ki je precej manj tvegana kot pa strategija delnic podjetij v finančni stiski. Vidimo lahko torej povezavo med tveganostjo in pričakovano donosnostjo.

7. ZNAČILNOSTI INVESTITORJEV V POSAMEZNE FINANČNE OBLIKE - PROFIL VLAGATELJA

Na splošno lahko rečemo, da se da vse vlagatelje razdeliti na tri skupine glede na to, koliko želijo tvegati in kolikšne donose pričakujejo.

Med drugim poznamo (Van Hedge Fund Advisors, 2004):

- konzervativnega,
- umirjenega,
- ambicioznega oziroma agresivnega vlagatelja.

Konzervativni vlagatelj verjame, da je sam vrednostni papir najpomembnejše orodje; želi si predvsem čim manjše korenite dvige ali padce cen svojega kapitala. Kot eden izmed najpomembnejših dejavnikov pri odločanju o nakupu vrednostih papirjev ostaja spremenljivost cen izbranega papirja. Ko se trgi obrnejo navzdol oziroma, ko začne cena delnice močno padati, konzervativni vlagatelji ponavadi takšne padce spremljajo izjemno negativno in z velikim razočaranjem.

Običajno želijo imeti stalno komunikacijo s svojim skladom ter prejemati stalni donos v obliki izplačila dividend ali pa obresti. Veliko raje se bo odločil za vrednostne papirje z nizko stopnjo tveganja, med katere zagotovo spadajo obvezniški skladi in skladi denarnega trga. Omenjene oblike naložb prinašajo zanesljiv in predvidljiv donos, toda le-ta je glede na ostale oblike investiranja tudi najnižji.

Umirjenega vlagatelja z drugimi besedami lahko označimo tudi kot t.i. uravnoteženega vlagatelja. Vlagatelji imajo na spremembo cene izbrane naložbe ponavadi manj burne reakcije, kljub temu pa seveda ne ostajajo neopredeljeni ali zadržani, kadar pride do padca vrednosti naložbe. V primerjavi s konzervativnim vlagateljem je ta tip vlagatelja pripravljen sprejeti določeno tveganje z namenom ustvarjanja višjega dolgoročnega donosa. Med takšne naložbe spadajo predvsem naložbe v investicijske sklade, ki so sestavljeni predvsem iz delnic in določenega dela obveznic.

Ambiciozni oziroma agresivni vlagatelji imajo rajši tržno rast sredstev (ang. *capital growth*), kot pa tekoči dohodek (dividende, obresti). Odzivi na padce vrednosti sredstev so obvladani, pogled v prihodnje dolgoročne kapitalske donose in stanje kapitalskih trgov pa na primer kljub velikim korekcijam tečajev ostane nespremenjen. Iščejo takšne naložbene priložnosti, ki bodo na srednjeročni oziroma dolgoročni ravni prinesle nadpovprečni donos. Zaradi tega se veliko rajši odločajo za vlaganje v čiste delniške sklade, sklade razvijajočih se trgov (ang. *emerging markets*), sektorske ali hedge sklade.

Z zgornjim okvirnim orisom vsakega posameznega tipa vlagatelja bi bilo smiselno predvideti tudi, kateri vlagatelj se bo na podlagi svojih osebnih lastnosti in zahtev odločil za vzajemni oziroma hedge sklad.

Zelo pomembno je poudariti tudi, da vlagatelji na splošno tveganju ostajajo nenaklonjeni. Tveganje predstavlja za vlagatelja možnost, da svoja vložena sredstva izgubi, kar pa je v popolnem nasprotju z bistvom vlaganja sredstev. Vsak vlagatelj je pripravljen sprejeti določeno mero tveganja, seveda pa za to pričakuje določeno nagrado, ki je v primeru kapitalskega trga realiziran dobiček. Zgornja delitev vlagateljev pa nam pove še nekaj: ne samo, da je vsak vlagatelj pripravljen sprejeti večje tveganje za večji pričakovan donos; vlagatelji se razlikujejo tudi po tem, koliko tveganja so na splošno pripravljeni sprejeti. Konzervativni vlagatelj se po določeni stopnji donosa obnaša popolnoma neelastično in ni dejansko v nobenem primeru pripravljen sprejeti dodatnega tveganja, za kar bi sicer moral biti dodatno poplačan z visoko dodatno donosnostjo, medtem ko je dobro poučen vlagatelj za razliko pripravljen sprejeti precej večje tveganje. Ravno razlika med vlagatelji, do katere mere so sploh še pripravljeni sprejeti tveganje, predstavlja delitev na tiste, ki so tveganju bolj naklonjeni in tistim, ki se temu izogibajo.

7.1. Vlagatelji v vzajemne sklade

Vlaganje v vzajemne sklade je namenjeno predvsem vlagateljem, ki želijo imeti svoja sredstva naložena v vrednostne papirje in druge finančne instrumente, nimajo pa posebnih izkušenj pri vlaganju na kapitalske trge oziroma nimajo posebnih znanj o vrstah in lastnostih naložb, v katere bodo naložena sredstva vzajemnega sklada. Prvotno so torej naložbe v vzajemne sklade namenjene predvsem malim fizičnim vlagateljem, ki lahko že z nizkimi denarnimi vložki dosežejo učinkovito razpršenost svojega premoženja. Vzajemni skladi po drugi strani niso najbolj primerni za kratkoročne in špekulativne vlagatelje, saj stroški in davki na kapitalski dobiček dodobra oklestijo donos vloženi sredstev.

Naložbena politika sklada, pri katerem pride do prerazporeditve naložb vzajemnega sklada v časih neugodnih razmer na posameznih kapitalskih trgih na druge kapitalske trge, načeloma zmanjšuje stopnjo tveganja vzajemnega sklada, vendar morajo biti vlagatelji kljub temu pripravljeni prevzeti zmerna do srednje velika tveganja ob pričakovanih zmernih do višjih donosih naložbe v investicijski kupon vzajemnega sklada.

Vlagatelji morajo kljub temu, da je naložbena politika sklada namenjena ohranitvi vrednosti premoženja vzajemnega sklada, upoštevati možnost potencialnih začasnih izgub zaradi zmanjšanja vrednosti enote premoženja vzajemnega sklada. Zaradi tega je priporočljivo, da imajo vlagatelji sredstva naložena v investicijske kupone vzajemnega sklada v obdobju, ki je daljše od treh let (tudi zaradi davčnih razlogov), saj ostaja osnovni naložbeni cilj vzajemnega sklada, ob hkratnem upoštevanju varnosti naloženih sredstev, kapitalska rast.

Vzajemni sklad je v manjšem delu namenjen tudi vlagateljem z boljšim poznavanjem finančnih instrumentov in razmer na kapitalskih trgih, ki v investicijske kupone vzajemnega sklada nalagajo z namenom enostavne in učinkovite razpršitve naložb v različne finančne instrumente. Vsekakor pa ostaja prvotna lastnost vlagatelja v vzajemne sklade relativno slabo spremljanje finančnih trgov in želja po predvsem donosnem dolgoročnem varčevanju ob relativno nizkem tveganju.

Seveda pa niso vsi vlagatelji v vzajemne sklade pripravljeni prevzeti enakega tveganja vzajemnega sklada. Na trgu se pojavlja pester nabor možnih oblik vzajemnih skladov (VS), ki za povečevanje vrednosti enot premoženja sklada uporabljajo različne naložbene politike.

Naložbena politika vzajemnih skladov se razlikuje od sklada do sklada, na splošno pa lahko razvrstimo vzajemne sklade po naslednjih naložbenih politikah:

- VS, ki vlagajo pretežno v lastniške vrednostne papirje (delnice),
- VS, ki vlagajo pretežno v dolžniške vrednostne papirje (obveznice),
- VS, ki imajo mešano naložbeno politiko (delnice in obveznice),
- VS, ki vlagajo v instrumente denarnega trga (zakladne menice, ipd),
- VS, ki vlagajo samo na domačem trgu,
- VS, ki vlagajo na razvite (zahodne) trge,
- VS, ki vlagajo na razvijajoče se trge, ipd.

Vsak vzajemni sklad je torej različno tvegan. Nekdo, ki si želi predvsem varno naložbo in je tveganju nenaklonjen, bo izbral tisti vzajemni sklad, katerega naložbena politika bo temeljila predvsem na naložbah v dolžniške vrednostne papirje in instrumente denarnega trga. Ravno nasprotno, pa si bo vlagatelj, ki je tveganju precej bolj naklonjen izbral takšen vzajemni sklad, ki večino svojih sredstev vloži v lastniške vrednostne papirje in po možnosti še na razvijajoče se trge. To sta dva ekstrema, med katerima pa je še mnogo ostalih naložbenih politik, med katerimi se odločajo vlagatelji.

7.2. Vlagatelji v hedge sklade

Praviloma v hedge sklade vlagajo predvsem institucionalni vlagatelji, o kapitalskih trgih dobro poučeni vlagatelji, bogati posamezniki ter ostali vlagatelji, ki resnično poznajo delovanje svetovnih finančnih trgov. Tukaj ne gre zgolj za poznavanje možnih oblik vlaganja, temveč je pomembno tudi predvidevanje gibanja trga, dobro poznavanje makroekonomije, poznavanje tveganj ipd.

Delež izjemno bogatih posameznikov med vsemi vlagatelji, za katere predvidevamo, da so bolj usposobljeni in poučeni o delovanju finančnih trgov, se giblje okrog 44 odstotkov (Rahl, 2003, str. 185).

Dober primer razdelitve vlagateljev ponuja tudi ameriška komisija SEC. Vsi tisti ameriški hedge skladi, ki si ne želijo biti registrirani pri komisiji, lahko na podlagi *Securities Act* iz leta 1933 prodajajo vse svoje vrednostne papirje zgolj dvema skupinama potencialnih vlagateljev:

- pooblaščenim vlagateljem (ang. *Accredited Investors*),
- dobro poučenim vlagateljem (ang. *Qualified Investors*).

V skupino pooblaščenih vlagateljev spadajo vsi tisti, ki izpolnjujejo naslednje pogoje⁴:

- neto premoženje vlagatelja ali skupno premoženje, ki ga ima s svojim zakonskim partnerjem, znaša več kot 1 milijon USD,
- posamezni individualni vlagatelj, ki je v zadnjih dveh letih beležil letni dohodek v višini 200.000 USD,
- posamezni individualni vlagatelj, ki je z zakonskim partnerjem v zadnjih dveh letih skupaj na letni ravni zaslužil 300.000 USD.

Dobro poučeni vlagatelji pa so vsi tisti vlagatelji, ki izpolnjujejo vse tri zgoraj naštetje omejitve, pri tem so vse vrednosti 5-kratniki zgoraj omenjenih dejstev.

Med institucionalne vlagatelje štejemo pokojninske sklade, univerze, življenjske zavarovalnice, banke, zavarovalnice, ipd. Njihovo premoženje se meri v milijonih ameriških dolarjev (USD), minimalno pa morajo razpolagati z vsaj 5 milijoni USD neto premoženja, da jih lahko kvalificiramo med institucionalne investitorje.

Tu kot prva omejitev pri vstopu v hedge sklade zagotovo velja zelo visoko določen minimalni znesek vloženih sredstev.

Tabela 14: Minimalni vložki (v mio USD) pri posameznih skladih

Oblika sklada	Minimalni vložek	Zakonodajni nadzor (regulativa)
Vzajemni sklad	0,01 – 0,5	močan
VS podoben hedge skladu	0,5 - 1	srednje močan
Običajni hedge sklad	1 - 5	srednje šibek
Privatni hedge skladi	4 - 6	delni ⁵

Vir: Van Hedge Fund Advisors, 2004.

Tako visoka razmejitvena vrednost sledi svoji logiki. V kolikor bi se minimalna velikost vloženih sredstev zmanjšala, bi se število vlagateljev, ki se odločajo za posamezno naložbo izključno na podlagi preteklih donosov, zagotovo povečalo. V trenutkih, ko donosi ne bi izpolnili pričakovanja manj poučenih vlagateljev, bi to pomenilo veliko število odlivov oziroma izstopov iz skladov ter posledično problem nelikvidnosti hedge sklada.

⁴ Pojem t.i. poučenega vlagatelja opisuje tudi slovenski Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1, 2002). Poučeni vlagatelj je vsaka fizična ali pravna oseba, ki vlaga svoje premoženje z namenom ohranjanja vrednosti letega in doseganje donosov iz takih naložb. Imeti mora ustrezna znanja ter izkušnje potrebne za presojo tveganj, povezanih z vlaganjem v vrednostne papirje in druge finančne instrumente. Dobro poučen vlagatelj pa zna tudi pridobiti dodatne informacije ali strokovno svetovanje, kadar to zahteva katerakoli naložba.

⁵ Glej poglavje 4.2.5 Institucionalni nadzor.

Seveda ne smemo pozabiti niti na ameriški zakon o investicijskih družbah (ang. *Investment Company Act*) iz leta 1940, ki jasno določa, da mora imeti družba, ki upravlja hedge sklad, manj kot 100 pooblaščenih oziroma največ 499 dobro poučenih vlagateljev, da sklad ni omejen s pravili, ki jih določa komisija SEC. Visoki minimalni vložki v hedge skladi torej na nek način delujejo tudi kot želja upravitelja hedge sklada, da se izogne institucionalnemu nadzoru (Cottier, 1997, str. 41).

Pri določanju vseh potencialnih vlagateljev v hedge sklade lahko dodatno vpeljemo še eno klasifikacijo in sicer klasifikacijo tipov vlagateljev na podlagi tveganja vsake strategije, ki jo hedge sklad uporablja pri svojem naložbenem procesu. Nekatere naložbene strategije so same po sebi precej bolj tvegane kot druge in na tej podlagi lahko še dodatno razvrstimo vlagatelje v hedge sklade po posameznih strategijah hedge skladov.

Tabela 15: Prikaz tveganosti posameznih strategij

Visoko tveganje	Srednje tveganje	Nizko tveganje
Tržni trenutek	Delnice podjetij v težavah	Strategija relativne vrednosti
Razvijajoči se trgi	Oportunistična str.	Arbitraže z zamenljivimi fin. instrumen
Agresivna rast	Multipla strategija	Stalni donos
Kratka prodaja	Sklad skladov	

Vir: Rahl, 2003, str. 200.

Zgornja tabela nam prikazuje, katere strategije so tiste, pri katerih je tveganje večje in obratno, kar je v skladu z definicijo vsake strategije. Vlaganje sredstev v nakup obveznic je že po sami naravi oblike instrumenta manj tvegano in špekulativno, kot pa vlaganje sredstev v nakup izvedenih finančnih instrumentov ali delnic.

Ne glede na to, da so naložbe v hedge sklade prvenstveno res namenjene vlagateljem, ki se bolje razumejo na svetovne finančne trge, pa lahko tudi te vlagatelje razdelimo med takšne, ki so tveganju bolj naklonjeni in obratno, kar nam prikazuje tudi tabela deležev posameznih tipov vlagateljev po posameznih strategijah hedge skladov.

Tabela 16: Delež posameznih tipov vlagateljev glede na izbrano strategijo hedge sklada

	Arbitraža z zamen. finan. instr.	Stalni donos	Delniški trg	Arbitraža združitve	Podjetja v fin. stiski	Makro	Razvijajoči se trgi
Posamezniki	47%	64%	35%	45%	42%	69%	40%
Korporacije	24%	5%	19%	6%	18%	2%	8%
Skladi skladov	18%	21%	24%	37%	32%	12%	22%
Pokoj. skladi	9%	3%	11%	5%	4%	11%	12%
Univerze	2%	7%	11%	6%	4%	6%	19%

Vir: Rahl, str. 219-453

Kot vidimo v tabeli 16, deleži vlagateljev po strategijah niso povsem enaki. Strategija hedge sklada, ki temelji predvsem na naložbah na razvijajoče se trge, je ena izmed najbolj tveganih.

Iz tabele je jasno razvidno, da so tveganju razvijajočih se trgov najbolj naklonjeni bogati posamezniki, najmanj pa korporacije.

Zgornja tabela nam omogoča tudi vpogled nad tem, kateri vlagatelji so tveganju najbolj ali najmanj naklonjeni. Bogati posamezniki vlagajo večinoma samo še za lastno zadovoljstvo, so nadzorniki samim sebi in ravno zaradi tega jim je vlaganje v bistvu samo še neka strast ali potreba, po kateri hrepenijo. Sledijo jim skladi skladov, ki so prav tako relativno bolj naklonjeni tveganju, kar nam prikazuje tudi tabela 15.

Tveganju so najmanj naklonjeni pokojninski skladi in deloma tudi korporacije. Oboji skrbijo za povečevanje dobičkov in vrednosti naložb, zato si kakšne prevelike špekulativnosti niti ne morejo privoščiti. Za razliko od njih si bogati posamezniki in skladi skladov kaj takšnega lahko privoščijo, saj gre pri njih za presežno premoženje, ki ne vpliva na njihov življenjski obstoj.

Za vlagatelje v hedge sklade bi lahko v grobem rekli, da so glede na vlagatelje v vzajemne sklade tveganju nekoliko bolj naklonjeni. Toda podrobnejša analiza vlagateljev v hedge sklade je pokazala, da se nekateri izmed vlagateljev v hedge sklade (pokojninski skladi, korporacije) obnašajo precej podobno kot tisti vlagatelji v vzajemne sklade, ki si želijo predvsem relativne varnosti naložb in nizkega tveganja. Vlagatelj se mora, preden kamor koli vloži svoja sredstva, dobro podučiti o naložbenih strategijah in politikah vlaganja hedge oziroma vzajemnih skladov, ter se zavedati vseh potencialnih tveganj, ki jih posamezna strategija prinaša. Svoje naložbene cilje mora povezati s svojimi osebnimi cilji in na koncu presoditi, če je tveganje za izbrano donosnost premajhno ali preveliko.

8. IZBIRA SKLADA GLEDE NA TIP VLAGATELJA

Po predstavljenih podobnostih in različnostih vzajemnih in hedge skladov ter podrobnem opisu pravil in oblike vlaganja v hedge sklade je jasno naslednje dejstvo: hedge skladi so v večini primerov primerni le za dobro poučene vlagatelje, ki iščejo produkt, s katerim bodo na kapitalskih trgih večinoma dosegali maksimalni možni donos oziroma kar se da zmanjšali tveganje svojega premoženja. Prve tehnike zavarovanja so se z leti sprevrgle v čedalje večjo špekulativnost in tveganje vloženi sredstev, toda to ne velja za vse strategije, ki jih imajo hedge skladi na voljo. Ob začetku poslovanja hedge skladov so tehnike zavarovanja služile predvsem samemu zavarovanju premoženja sklada, toda sčasoma so nekatere izmed njih prerasle v orodje za hitro povečevanje donosnosti sklada ob hkratnem višjem tveganju.

Če med seboj primerjamo hedge in vzajemne sklade, lahko hitro vidimo, da obe obliki skladov stremita za istim skupnim ciljem, torej večanjem vrednosti (donosnosti) vloženi sredstev, pri tem pa se razlikujejo strategije vlaganja, tveganja in tipi vlagateljev.

Vsaka oblika sklada ima svojo prevladujočo ciljno skupino vlagateljev, ki se med seboj ločujejo po zelo jasno izraženih preferencah.

V kolikor se tveganje sklada le rahlo poveča (oziroma se zmanjša donosnost sklada), vlagatelji niso več tako trdno prepričani, da bodo svoja vložena sredstva pustili v takšnem skladu.

V ospredju so predvsem želje po rasti vrednosti enote premoženja sklada ter po zavarovanju vloženih sredstev, medtem ko je tveganje odvisno predvsem od izbrane naložbene strategije sklada. Naložbe v vzajemne sklade za posameznike ali pravne osebe največkrat predstavljajo obliko varčevanja za dobo nekaj let. Naložbe v vzajemne sklade so praviloma varne in upravljane s strani strokovnjakov, ki se na kapitalske trge spoznajo precej bolje, kot pa se povprečni vlagatelj. Višji donosi, kot jih dosegajo ostale oblike varčevanja (bančni depoziti in vezave, hranilne vloge, varčevalne sheme), naredijo vzajemne sklade zaradi tega samo še bolj privlačne.

Vseeno pa ne smemo metati vseh vlagateljev v vzajemne sklade v isti koš. V poglavju 7.1 so bile na kratko predstavljene najpomembnejše vrste vzajemnih skladov, ki so trenutno prisotne na trgu. Vsaka oblika vzajemnega sklada, pa naj si bo to sklad, ki večino svojih sredstev vlaga v lastniške oziroma dolžniške vrednostne papirje, predstavlja določeno stopnjo donosnosti in tveganja za vlagatelja. Naložbe v delniške vzajemne sklade so zato zagotovo bolj tvegane, kot pa so naložbe v obvezniške ali mešane vzajemne sklade. Skladno s temi tveganji, pa se med seboj razlikujejo tudi vlagatelji. Nekaj podobnega smo opazili tudi pri vlagateljih v hedge sklade.

Vlagatelji v hedge sklade, za razliko od povprečnega vlagatelja v vzajemne sklade dobro poznajo tržne zakonitosti finančnih trgov, saj so prisotni na kapitalskem trgu že dalj časa. Pri vlagateljih v hedge sklade je zagotovo v ospredju deloma tudi špekulativni interes, ki pa je od vlagatelja do vlagatelja različen. Pokojninski sklad, kot institucionalni investitor, zagotovo ni tveganju tako naklonjen, kot bogat posameznik z velikimi izkušnjami na finančnih trgih, saj se močno razlikujeta v svojih preferencah.

Bogati posamezniki zasledujejo predvsem špekulativni vidik vlaganja sredstev, medtem ko pokojninski skladi zasledujejo predvsem vidik zavarovanja svojega premoženja. Zaradi tega moramo tudi vlagatelje v hedge sklade ločiti na tiste, ki so tveganju bolj naklonjeni in tiste, ki so tveganju manj naklonjeni. V kolikor torej primerjamo tip vlagatelja v hedge in vzajemne sklade, potem lahko vlagatelje pri obeh vrstah skladov razdelimo na tri skupine: vlagatelje v sklade, ki so tveganju naklonjeni, ki so tveganju delno naklonjeni in vlagatelje, ki so tveganju nenaklonjeni. To porazdelitev prikazuje tudi Tabela 17.

Tabela 17: Primerjava različnih oblik hedge in vzajemnih skladov glede na tveganje

	Visoko tveganje	Srednje tveganje	Nizko tveganje
Hedge skladi	Tržni trenutek, razvijajoči se trgi, kratka prodaja	Delniški trgi, podjetja v finančni stiski, oportunistične strategije, sklad skladov...	Strategija stalnega donosa, arbitraža z zamenljivimi fin. Instrumenti, strategija relativne vrednosti
Vzajemni skladi	Delniški skladi	Mešani skladi	Obvezniški skladi

Vir: Rahl, 2003, str. 200, Fredman, 1993, str. 23-54.

Vlagatelji, ki vlagajo v obvezniške sklade so torej podobni institucionalnim vlagateljem, ki svoje premoženje vlagajo v tiste hedge sklade, ki uporabljajo strategijo stalnega donosa ali pa strategijo relativne vrednosti. Oboji so si podobni glede pričakovanih donosov in maksimalnega tveganja, ki ga še sprejmejo. Za razliko od takšnih vlagateljev pa poznamo še vlagatelje, ki so tveganju bolj naklonjeni. Med slednje štejemo vlagatelje v delniške vzajemne sklade in vlagatelje v tiste hedge sklade, ki uporabljajo strategijo kratke prodaje, oziroma ki vlagajo v razvijajoče se trge.

Očitno obstaja neka povezanost med vlagatelji v hedge in vzajemne sklade. Toda po čem se vlagatelji med seboj sploh ločijo? Vlagatelji v hedge in vzajemne sklade se med seboj ločijo po velikosti razpoložljivega premoženja za vlaganje. Kot je bilo prikazano v tabeli 14, so minimalni vložki v hedge sklade praviloma zelo visoki, česar pri zajemnih skladih ne poznamo. V vzajemne sklade lahko praktično vlaga vsak, ki ima vsaj toliko privarčevanih sredstev, kolikor stane enota premoženja vzajemnega sklada. Vrednost enote premoženja vzajemnega sklada pa se niti približno ne more primerjati z minimalno vrednostjo, ki jo mora vlagatelj vložiti v hedge sklad.

Očitna razlika med vlagatelji nastopi tudi pri želji po nadzoru delovanja skladov in preglednosti. Kot smo videli v poglavju 5.1, je nadzor nad delovanje vzajemnih skladov oster, saj se regulator oziroma državne institucije, ki skrbijo za red in disciplin na finančnih trgih zavedajo, da večina prebivalcev oziroma malih vlagateljev nima ustreznih ekonomskih znanj, da bi se lahko do potankosti zavedali tveganj, ki so prisotni na finančnih trgih. Ravno zaradi tega je potreben dober nadzor, da se male vlagatelje kar se da dobro pouči o tveganjih in se jih s tem tudi delno zaščiti.

Možnost vlaganja na kapitalske trge, doseganja nadpovprečnega donosa (glede na bančne obresti), pri tem pa ohranjanje nizke stopnje tveganja in istočasno zagotovljena profesionalnost upravljanja sredstev ter dostopnosti vloženi sredstev, kadarkoli jih vlagatelj potrebuje, so ene izmed glavnih zahtev vlagateljev v vzajemne sklade. Gre torej za ljudi, ki se ne spoznajo preveč na kapitalske trge, vseeno pa vedo ravno toliko, da jim je jasno, da so vlaganja v vzajemne sklade relativno dobro donosna in ne preveč tvegana.

9. SKLEP

Profili vlagateljev v hedge in vzajemne sklade se širše gledano precej razlikujejo že zaradi same oblike naložbe sklada. Vzajemni skladi imajo v svojem premoženju večinoma tradicionalne naložbe, kot so delnice, obveznice, depoziti, ipd. Hedge skladi pa spadajo med alternativne oblike naložb, saj imajo v svojem premoženju tako klasične kot tudi alternativne. oblike naložb Med slednje štejemo izvedene finančne instrumente, terminske pogodbe, kratke prodaje, ipd. Razlika med, recimo temu, dovoljenimi in nedovoljenimi oblikami naložb, dajejo vsaki vrsti sklada določeno posebnost, kar podrobno opisuje 5. poglavje.

Vlagatelji praviloma vlagajo v takšne oblike naložb, ki so jim dobro poznane, katerim zaupajo ter imajo pri tem ustrezno stopnjo tveganja. V poglavju 7.1 je podrobno predstavljen profil vlagatelja v vzajemni sklad. Gre večinoma za male vlagatelje, ki so v preteklosti le redko sodelovali na kapitalskem trgu, vseeno pa premorejo toliko znanja, da so se odločili vložiti del svojih sredstev v vzajemni sklad ter se s tem izpostaviti določenemu tveganju.

Prav tako se tveganju izpostavljajo tudi vlagatelji v hedge sklade. Hedge skladi se glede na vzajemne sklade razlikujejo v več lastnostih, toda nekaj jih je vseeno skupnih. Obe obliki skladov imata med drugim to skupno lastnost, da lahko s svojimi strategijami oziroma naložbenimi politikami sklad bolj ali manj kontrolirano izpostavljata različnim tveganjem, kar je tema poglavja 6.2..

Tisto, kar najbolj loči med seboj vlagatelje v hedge ali vzajemne sklade, je dejstvo, da so vlagatelji v hedge sklade praviloma dosti premožnejši ter da imajo precej več izkušenj s kapitalskimi trgi. Največkrat gre za velike institucionalne vlagatelje, ki razpolagajo s precej večjim premoženjem. Svoja sredstva vložijo v takšno obliko hedge sklada, ki jim ob želeni stopnji tveganja prinaša maksimalno donosnost vloženih sredstev.

V uvodu je bilo postavljeno izhodišče, da se profil vlagatelja v hedge sklad precej razlikuje od profila vlagatelja v vzajemni sklad. Toda 8. poglavje postavi izhodišče na dokaj trhle temelje. Če pri primerjavi upoštevamo samo tisto razliko, da so vlagatelji v hedge sklade praviloma večji institucionalni investitorji, ki se za doseganje maksimalnega donosa poslužujejo predvsem alternativnih naložbenih oblik, potem bi izhodišče obveljalo, toda, ker smo v analizi obeh oblik skladov dodatno vnesli še tveganje posamezne strategije hedge sklada in tveganje posamezne oblike vzajemnega sklada, izhodišče iz uvoda ni več tako lahko dokazljivo. Smotno bi bilo še enkrat opozoriti na razlikovanje med strategijami. Poglavje 3.2 je prikazalo možno razdelitev strategij na dva dela in sicer na usmeritvene in neusmeritvene strategije. Slednja razmejitev je jasno pokazala, katere strategije spadajo med bolj tvegane (usmeritvene) in manj tvegane (neusmeritvene).

S podrobnim pripisovanjem stopnje tveganja različnim strategijam hedge skladov v poglavju 3.2 in 7.2 smo lahko zasledili, da niso vsi vlagatelji v hedge sklade enako dovzetni za tveganje. Vlagatelji sprejemajo tveganje na različne načine: pokojninski skladi npr. zasledujejo drugačen cilj svojih naložb (gre predvsem za zavarovanje premoženja) kot pa, recimo, bogati posamezniki (v veliki meri so to lahko špekulativne vrste naložb). Vidimo torej, da nekateri vlagatelji niso preveč naklonjeni tveganju in naložbe v hedge sklade uporabljajo predvsem kot tehniko zavarovanja premoženja, medtem ko so drugi tveganju bolj naklonjeni, zato se odločajo za bolj tvegane strategije vlaganja (kratka prodaja, ipd.) v hedge sklade. Dokaj podobno se dogaja pri vlagateljih v vzajemne sklade. Tudi ti niso vsi enako naklonjeni tveganju. Vlagatelj, ki svoje premoženje vloži v delniški vzajemni sklad je tveganju bolj naklonjen kot pa vlagatelj v vzajemni sklad denarnega trga.

Zagotovo predstavljajo naložbe v hedge sklade neko določno prednost pred naložbami v vzajemne sklade. Vlagatelj se lahko odloči, da bo svoje premoženje z vlaganjem v hedge sklad predvsem zavaroval oziroma bo tveganju zelo nenaklonjen (strategije relativne vrednosti) ali pa se bo odločil za bolj špekulativne, usmeritvene strategije, pri katerih lahko pričakuje višji donos. Prednost je torej zagotovo ta, da ima vsaj pri usmeritvenih strategijah višji pričakovani donos na vložena sredstva kot pa pri recimo delniških vzajemnih skladih. Seveda pa lahko izbere tudi tak hedge sklad, ki uporablja strategijo arbitraže s finančnimi instrumenti stalnega donosa. Pri tej strategiji se sicer ne more nadejati takšnih donosov kot pri usmeritvenih strategijah, vseeno pa so tveganju prilagojeni pričakovani donosi višji kot pri vzajemnemu skladu denarnega trga ali obvezniškem skladu, saj navadno ti skladi s finančnim zadolževanjem dosežejo učinek finančnega vzvoda.

Slabosti vlaganja v hedge sklade so zagotovo manjša likvidnost kot pri vzajemnih skladih, stroški upravljanja so glede na vzajemne sklade prav tako višji, problem predstavlja tudi institucionalni nadzor. V zadnjem času smo sicer priča sprejemanju novih pravil in zakonov, ki bodo trg vzajemnih skladov naredili bolj transparenten in predvsem varen za vlagatelje, toda do sedaj temu ni bilo tako. Nenazadnje obstaja pri vlaganju v hedge sklade velika nevarnost zlorabe zaupanja vlagateljev s strani upravljavcev ter nevarnost, da se bodo upravljavci pri bolj tveganih strategijah (usmeritvenih) ušteli in naredili velike izgube.

Kot je razvidno iz diplomskega dela, so si vlagatelji v hedge in vzajemne sklade kar precej podobni. Obe skupini bi znotraj lahko razdelili na tiste, ki so tveganju ob višji donosnosti bolj naklonjeni in na tiste, ki tveganju niso preveč naklonjeni. Večja razlika med njimi tako ostaja le pri obsegu premoženja, s katerim razpolagajo, in boljšim poznavanjem same oblike hedge skladov ter kapitalskih trgov, kar jim omogoči da svoje premoženje precej bolje razpršijo oziroma zavarujejo.

LITERATURA

1. Gaurav S. Amin, Harry M. Kat: Diversification And Yield Enhancement With Hedge Funds., 20 str. [URL: <http://www.cass.city.ac.uk/airc/pdf/WP0008.pdf>], 2002
2. Asness Clifford, Krail Robert, Liew John: Do hedge funds hedge? [URL: <https://www1.colombia.edu/sec/bboard/033/math4073-001/msg00059.html>], 20.1.2004
3. Brennan Deirdre: Long term capital management: Technical note on global hedge fund. Thunderbird, The american graduate school of international management, 1999. 7 str.
4. Blum Catherine: Intergration nicht traditioneler Asset classes in die Vermoegenverwaltung von High Net Individuals. Bern : Paul Haupt, 1997. 380 str.
5. Chandler Beverly: Investing With The Hedge Fund Giants. London : Financial Times, 1998. 208 str.
6. Cottier Phillip: Hedge Funds And managed Futures. Bern : Paul Haupt, 1977. 292 str.
7. Crerend William J.: Fundamentals Of Hedge Fund Investing – A Professional Investor's Guide. New York : McGraw-Hill, 1998. 183 str.
8. David Dietz: Hedge funds for the masses. 6 str. (Sistem Bloomberg), marec 2003,
9. Goetzmann, William N., Ingersoll Jr., Jonathan E. Ross, Stephen A. :High Water Marks. NBER Working Paper No. W6413. Februar 1998. 9 str.
10. Graf Steffen, Gruber Alfred, Gruenblicher Andreas: Private Equity und Hedge Funds. Frankfurt am Main : Frankfurtes Allgemeines Buch, 2001. 349 str.
11. Ineichen Alexander M., Investing in Hedge Funds. London : UBS Werbung, 2000. 182 str.
12. Esipov Sergei, Igor Vaysburd: On The Profit And Loss Distribution Of Dynamic Hedging Strategies. Columbia University, 1998. 24 str.
13. Frances Denmark. A change in the menu. Sistem Bloomberg . November 2001. 5 str.
14. Fredman Albert J., Wiles Russ: How Mutual Fund Work. New York : Institute of Finance, 1993. 334 str.
15. Hills Richards: Hedge funds – an introduction to skill based investment strategies. Bedfordshire : Rushmere Wynne, 1996. 213 str.
16. James Picerno: The happy world of hedge funds. Sistem Bloomberg, November 2001. 7 str.
17. Michael Peltz: Hedge funds grow up. Sistem Bloomberg, Februar 2005. 9 str.
18. Mitchell Markl, Pulvino Todd: Characteristics of Risk and Return in Risk Arbitrage. Journal of Finance 56 (2001), 6, str. 2135-2175

19. Nicholas Joseph G.: Investing in Hedge Funds: Strategiiess for the new marketplace. Princeton : Bloomberg press, 1999. 303 str.
20. Pichl Andrea: Hedge funds – eine praxisorientierte einfuehrung. Stuttgart : Schaeffer-Poeschel, 2001. 102 str.
21. Rahl Leslie: Hedge fund risk transparency. Risk books, 2003. 700 str
22. Borla Simone, Masetti Denis: Hedge funds: Resource for investors. New York : Wiley, 2003. 111 str.
23. Vickers Marcia: The most powerfu trader. Business week, New York, 21.7.2003, str. 66-71.

VIRI

1. Bloomberg, 2005
2. 10. Federal register: Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers, Washington, Vol. 60., No. 144. julij 2004. , 14.11.2005
3. Hedge Fund Center.
[URL: <http://www.hedgefundcenter.com>] , 15.9.2005
4. Hedge Fund Research.
[URL: http://europa.eu.int/comm/index_en.htm] , 15.9.2005
5. Komisija evropske skupnosti: Bulletin EU 1/2-2004 Internal market (5/21).
[URL: <http://europa.eu.int/abc/doc/off/bull/en/200401/p103049.htm>] , 14.11.2005
6. Lipper Hedge World.
[URL: <http://www.hedgeworld.com>] , 15.9.2005
7. Tremont Capital Management, Inc.
[URL: <http://www.tremont.com>] , 1.11.2005
8. US Securities And Exchange Commission, 2004.
[URL: <http://www.sec.gov/rules/final/ia-2333.htm>] , 14.11.2005
9. Van Hedge Fund Advisors.
[URL: <http://www.hedgefund.com>], 13.9.2005