

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

SMISELNOST PRAVNE UREDITVE ALTERNATIVNIH
NALOŽBENIH STRATEGIJ GLEDE NA NJIHOV
POMEN V GLOBALNEM FINANČNEM SISTEMU

IZJAVA

Študent PETER BOŽIČ 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 19.10.2006

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 OPREDELITVE	2
1.1 Opredelitev alternativnih naložb	2
1.2 Opredelitev hedge skladov	3
1.3 Uporaba naložbenih strategij pri hedge skladih	5
2 POMEN ZASLEDOVANJA ALTERNATIVNIH NALOŽBENIH STRATEGIJ ZA SVETOVNE FINANČNE TRGE	9
2.1 Pozitivni vplivi	9
2.2 Negativni vplivi	10
2.2.1 Finančni vzvod in likvidnostno tveganje	11
2.2.2 Vpliv na finančne institucije	13
2.2.3 Vpliv na finančne trge	14
2.3 Obvladovanje tveganja	15
2.4 Ublažitev tveganja	16
3 PRAVNA UREDITEV HEDGE SKLADOV NA SVETOVNIH FINANČNIH TRGIH	18
3.1 ZDA	21
3.1.1 Securities Act iz leta 1933	21
3.1.2 Securities Exchange Act iz leta 1934	22
3.1.3 Investment Company Act iz leta 1940	22
3.1.4 Investment Advisers Act iz leta 1940	22
3.1.5 Ukrepi v sklopu nadzora hedge skladov	23
3.1.6 Novi predpisi SEC-a v ZDA	24
3.2 Evropa	24
3.2.1 Velika Britanija	26
3.2.2 Nemčija	27
3.2.3 Francija	28
3.2.4 Italija	31
3.2.5 Irska	31
3.2.6 Luksemburg	32
3.2.7 Švica	33
3.3 »Off-shore« območja	34
3.4 Azija	34
3.5 Povzetek	36
4 ALTERNATIVE DANAŠNJI PRAVNI UREDITVI IN HEDGE SKLADI V PRIHODNOSTI	37
4.1 Predlog ureditve in harmonizacija hedge skladov v EU	37
4.2 Prodaja hedge skladov na drobno	39
4.3 Alternativne možnosti pravne ureditve hedge skladov	40
4.3.1 Omejevanje vlagateljev	41
4.3.2 Omejitve portfelja	41
4.3.3 Vpogled v poslovanje	42
4.3.4 Borzni posredniki	42
SKLEP	42
LITERATURA	46
VIRI	47

UVOD

Hedge skladi (*ang. Hedge funds*) imajo lahko za trg pozitivne učinke in koristi, npr.: povečujejo likvidnost, prispevajo k procesu oblikovanja cene in integracije trgov, razvijajo boljše tehnike upravljanja s tveganjem, razporejajo tveganja med udeležence trga ter povečujejo likvidnost trgov preko okenc. Poleg pozitivnih učinkov pa imajo tudi svoje slabosti, saj z uporabo finančnega vzvoda (*ang. financial leverage*) in nekritične prodaje (*ang. short selling*), svoja sredstva povečujejo prek mej, ki jih lahko krijejo.

Diplomsko delo torej preučuje: ali je sploh smiselno pravno urejati dejavnost alternativnih naložbenih strategij in če, do kakšne mere. Za večji nadzor sta dva razloga. Prvi razlog je, da dandanes vse več ljudi kupuje točke hedge skladov. Premožnejši jih kupujejo neposredno, manj premožni pa preko pokojninskih skladov. Drugi razlog je, da lahko propad velikega hedge sklada ogrozi finančni sistem.

V prvem poglavju so definirane alternativne naložbe in v tem okviru hedge skladi kot najpomembnejši predstavniki le-teh. V nadaljevanju so na kratko predstavljene strategije, ki jih le-ti uporabljajo.

V drugem poglavju je opisan vpliv hedge skladov na finančne trge: ali so vplivi tako veliki, da lahko ob krizah zamajejo svetovno ekonomijo (problematika je predstavljena na primeru Long Term Capital Management (*v nadaljevanju LTCM*)); kakšna so sploh tveganja, ki jih prinaša dejavnost hedge skladov?

V tretjem poglavju sta predstavljena nadzor in dejavnost hedge skladov po državah. Na tem mestu obravnavamo zlasti ZDA, kjer je zgodovina le-teh najdaljša. Tam jih nadzoruje Securities and Exchange Commission (*v nadaljevanju SEC*). Do februarja 2006 so bili hedge skladi večinoma izključeni iz nadzora (ni se jim bilo treba registrirati pri SEC), od februarja 2006 do nedavnega pa so se morali upravljalci hedge skladov pri SEC registrirati, kot svetovalci za vlaganja (*ang. investment advisers*) in s tem so zapadli neposredno pod njihov nadzor. Hedge skladi so vse bolj prisotni tudi v Evropi in Aziji. Ko govorimo o hedge skladih pa ne moremo mimo »offshore« območij, kot so Bahamski in Kajmanski otoki, kjer se registrira ogromno hedge skladov z namenom, da se izognejo nadzoru in plačilu visokih davkov.

Zadnje četrto poglavje je namenjeno razvoju dejavnosti hedge skladov v prihodnosti in kako bi bilo smotrno urediti nadzor nad to dejavnostjo. V Evropi naj bi kmalu dobili zakonodajo, ki bo podpirala in usklajevala hedge sklade, kar bi zelo koristilo dejavnosti.

1 OPREDELITVE

1.1 Opredelitev alternativnih naložb

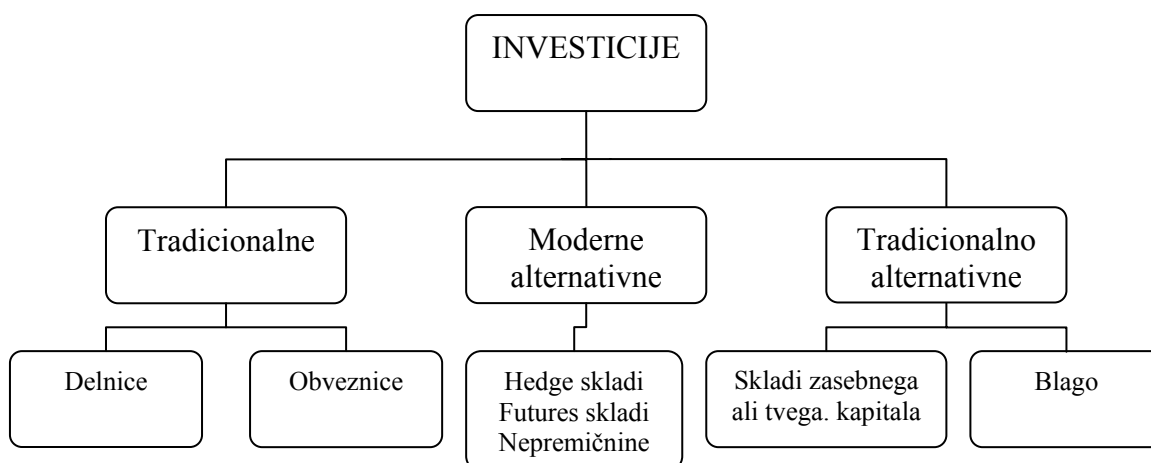
Pojem tradicionalnih naložb zajema naložbe v delnice, obveznice, ostale vrednostne papirje, gotovino, tradicionalne vzajemne investicijske sklade in nekatere druge oblike. Za tradicionalne naložbe je značilna vsaj 90 % korelacija s splošnimi borznimi indeksi, kot so S&P 500, MSCI World Index in številnimi drugimi (Jesenek, 2003, str. 2).

Alternativne naložbe se od tradicionalnih razlikujejo v številnih vidikih. Razlike so: v udeležbi upravljavcev z lastnim premoženjem, v uporabi dinamičnih strategij trgovanja ter uporabi širokega nabora naložbenih tehnik in inštrumentov (Liang, 2004, str. 1). Sposobnost alternativnih naložb, da presežejo rezultate tradicionalnih oz. zmanjšujejo tveganje, je glavni razlog za njihovo priljubljenost, medtem ko nepoznavanje in nelikvidnost od njih odvrata (Healey, Hardy, 1997, str. 58).

K alternativnim naložbam prištevamo naložbe v zasebni ali tvegani kapital (*private equity*)¹ in blagovne dobrine. Poleg teh, pa so kot del alternativnih naložb pomembne še naložbe v hedge sklade, upravljane terminske pogodbe (*ang. managed futures*) in v nepremičnine (*ang. real estate*). Slednje Schneeweis (2002, str. 2) uvršča med moderne alternativne naložbe. Učinki naložb v hedge sklade ter upravljane terminske pogodbe so svojevrstni in se jih ne da primerjati z učinki razpršitve med različnimi oblikami tradicionalnih naložb (npr. delnic in obveznic), kot tudi ne z naložbami v t.i. tradicionalne alternativne naložbe, kamor Schneeweis uvršča sklade zasebnega kapitala ter sklade tveganega kapitala.

¹ Zasebni ali tvegani kapital se deli na: kapital za ustanavljanje podjetij (venture capital), mezzanine, naložbe v vrednostne papirje družb v finančni stiski (distressed debt) in odkup vzvodenih naložb (leveraged buyouts).

Slika 1: Razčlenitev oblik investiranja



Vir: Schneeweis, 2002, str.2.

Če odmislimo pogostost vlaganja kot kriterij alternativnih naložb, lahko rečemo, da so alternativne naložbe tiste, ki obstoječe premoženje razpršijo in omogočajo doseganje pozitivnih donosov tudi v primeru, ko ostale naložbe prinašajo negativne donose (Opiela, 2002, str. 59). Značilnost alternativnih naložb je torej v tem, da je njihova donosnost s tradicionalnimi naložbami šibko oz. celo negativno povezana.

Uspešnost alternativnih oblik investiranja je odvisna predvsem od sposobnosti upravljavcev skladov in manj od samih tržnih gibanj naložb. Za celotno skupino so značilne tudi kompleksne strategije investiranja, nizka likvidnost, omejena transparentnost, njihova poglavitna značilnost pa je nizka korelacija s tradicionalnimi oblikami naložb, zaradi česar so posebno uporabne za razpršitev premoženja (Blum, 1997, str.11). Zato in zaradi sorazmerno visoke donosnosti teh skladov v zadnjih desetletjih, se znesek denarja, ki se steka v alternativne sklade, povečuje. Hedge skladi zajemajo najširši spekter različnih strategij investiranja in so po velikosti najpomembnejši predstavnik znotraj skupine (Graf, Gruber, Gruenblicher, 2001, str. 15.).

1.2 Opredelitev hedge skladov

Hedge skladi, sodijo v skupino netradicionalnih investicijskih skladov in se glede na velikost uvrščajo med najpomembnejše predstavnike alternativnih naložbenih oblik. Zanje je značilno naslednje (Ineichen, 2003, str. 34-37):

- nizka korelacija s tradicionalnimi naložbenimi oblikami in s tem visoka stopnja neodvisnosti od tržnih trendov,

- sposobnost upravljalcev je ključna pri povečevanju donosnosti,
- kompleksne naložbene strategije,
- nizka likvidnost,
- ohlapni pravni okvir,
- omejena preglednost poslovanja.

Sam pojem »hedging« pomeni zavarovanje, v primeru hedge skladov pa pojem izraža nevtralizacijo tržnega tveganja z nasprotnimi izpostavljenostmi. Investicijske tehnike, ki se uporabljajo v namen imunizacije vrednosti premoženja so nekrita prodaja, uporaba izvedenih finančnih instrumentov ter finančnega vzvoda. Prvotni hedge skladi so bili v 60-ih letih, dejansko usmerjeni v takšno investicijsko politiko. Vendar je dandanes zaradi njihove vse večje raznolikosti izraz »hedge sklad« lahko zavajajoč, saj hedge skladi navedenih naložbenih tehnik ne uporabljajo samo za zavarovanje premoženja pred izgubo vrednosti, ampak tudi z izključnim namenom povečanja donosnosti. Tveganost naložbe v takšen hedge sklad navadno presega tveganost tradicionalnih naložbenih oblik. Toda cilj tako prvotnih kot tudi današnjih hedge skladov predstavlja doseganje pozitivne in čimbolj konstantne donosnosti ne glede na tržne trende in s tem ohranjanje vrednosti kapitala s pomočjo uporabe alternativnih naložbenih strategij (Ineichen, 2003, str. 34-37).

Ravno zaradi raznolikosti celotne dejavnosti še vedno ne obstaja zakonska opredelitev hedge skladov. Poglejmo si določene opredelitve različnih avtorjev.

Bekier (1996, str. 121) se osredotoči na njihovo izvzetost iz zakonskih omejitev glede investiranja. Definira jih kot šibko regulirane investicijske sklade brez ali z malo omejitvami glede uporabe naložbenih oblik, investicijskih tehnik in uporabe finančnega vzvoda. Credend (1998, str. 24-25) pa hedge sklad definira iz vidika upravljalca sklada. Opredeljuje ga kot osebno družbo, kjer upravljavec sklada kot komandist tudi sam nastopa v vlogi investitorja in pri operiranju na različnih trgih ni omejen glede uporabljenih tehnik in strategij investiranja. McCrackenova in Sheedyjeva (1997, str.109) definicija pa pravi, da hedge skladi zasledujejo nekonvencionalni in agresivni stil investiranja z malo omejitvami.

Ponudnik podatkovnih baz o hedge skladih *Van Hedge Fund Advisors* deli sklade na ameriške sklade in sklade v »offshore« območjih. Prve opisuje kot osebne družbe, ki investirajo predvsem v tradicionalne naložbe in izvedene finančne instrumente. Komandist običajno prejema poleg fiksne (navadno 1%) tudi 20-odstotno provizijo, vezano na uspešnost. Večina hedge skladov uporablja tehnike zavarovanja tveganja – nekrito prodajo delnic, prodajne opcije ali druge oblike naložb. Drugo skupino opisuje kot vzajemne

sklade, registrirane v enem od »off-shore« območij (Bermudski, Kajmanski otoki itd.), kar jim omogoča neomejeno uporabo tehnik za zavarovanje tveganja.

Mark J. P. Anson (2002, str. 11) poudari pet značilnosti, ki hedge sklade razlikujejo od vzajemnih skladov, in sicer:

- Izločeni so iz nadzora vladnih agencij, vendar jim je prepovedano javno prodajanje svojih produktov širši javnosti. Prav tako jih ne smejo oglaševati. Njihove tržne poti za zbiranje sredstev v sklade so usmerjene v ozko nišo zelo bogatih posameznikov in institucionalnih investitorjev. Zato so njihovi glavni vlagatelji družinska podjetja, fundacije (*ang. endowments funds*), življenjske zavarovalnice in, v manjši meri, pokojninski skladi;
- Hedge skladi so bolj koncentrirani od vzajemnih skladov, uporabljajo ozko usmerjene strategije. Vzajemni skladi so uspešni, če presegajo »benchmark«, kar je lahko določen razred sredstev ali indeks. Uporabljajo strategijo relativnega donosa. V nasprotju z njimi hedge skladi uporabljajo strategijo absolutnega donosa. Le-ta je uspešna, če je dobičkonosna tako na rastočih kot padajočih trgih. Če ne prinašajo dobička, so neuspešni;
- Uporabljajo strategije z izvedenimi finančnimi inštrumenti;
- Za razliko od vzajemnih skladov, ki uporabljajo le dolge pozicije, hedge skladi uporabljajo tudi kratke (nekrite) pozicije;
- Uporabljajo lahko finančni vzvod. Vzajemni skladi ga lahko uporabijo do 33% vrednosti njihovih neto sredstev. Hedge skladi te omejitve nimajo. Včasih je njihov vzvod celo deset-ali večkratnik njihovih sredstev.

1.3 Uporaba naložbenih strategij pri hedge skladih

Ena od posebnosti hedge skladov so tudi strategije, ki jih uporabljajo. Nekateri skladi pri upravljanju s premoženjem uporabljajo veliko različnih strategij, drugi pa se zanašajo zgolj na eno. V nadaljevanju je podan pregled trenutno najbolj uporabljenih strategij (Implications of the growth..., 2003):

Konvertibilna arbitraža (*ang. Covertible arbitrage*): Pri tej strategiji hedge skladi vlagajo v zamenljive obveznice podjetij. Običajno so to dolge pozicije v zamenljivih obveznicah določenega podjetja in obenem kratke pozicije v delnicah istega podjetja. Pozicije so ustvarjene z namenom ustvarjanja dobička, tako z obveznicami z nespremenjenim donosom, kot tudi z nekrito prodajo delnic, in hkrati varovanja pred tržnim gibanjem.

Nekrita prodaja (ang. *Short equity*): Preden je dolgoročna rast trgov povzročila, da je postala zelo težko izvedljiva, je bila to zelo močna strategija. Cilj strategije je, da vzdržuje neto kratke, proti zelo kratkim izpostavam. Uporabljajo se kratke pozicije, predvsem v delnicah in izvedenih finančnih inštrumentih.

Nastajajoči trgi (ang. *Emerging markets*): Strategija vsebuje delnice in obveznice z nespremenljivim donosom in investicije v nastajajoče trge po svetu. Ker veliko nastajajočih trgov ne omogoča kratke prodaje, terminskih pogodb in uporabe finančnih inštrumentov, so investicije na te trge predvsem v obliki dolgih pozicij.

Nevtralni delniški trgi (ang. *Equity market neutral*): Ta strategija je namenjena odkrivanju tržnih neučinkovitosti. Portfelj sestavljajo kratke in dolge pozicije istih velikosti znotraj določenih držav. Portfelji nevtralnih trgov so oblikovani tako, da sta beta in valuta ali obe nevtralni. Običajno se uporablja finančni vzvod za povečanje dobičkov.

Strategije izrednih dogodkov (ang. *Event driven*): Ta strategija je oblikovana tako, da izkorišča »posebne situacije« in ujame spremembe cen, ki nastanejo ob korporacijskih dogodkih kot so: združitve, korporacijska rekonstrukcija, likvidacija, bankrot ali reorganizacija. Podskupine te strategije so: združitvene arbitraže in obveznosti z visokim donosom.

Arbitraža z obveznicami s fiksnim donosom (ang. *Fixed income arbitrage*): Arbitražnik z obveznicami s fiksnim donosom meri na dobiček iz cenovnih anomalij med obrestnimi merami obveznic. Večina upravljavcev trguje globalno, s ciljem ustvarjati stalne dohodke z nizko volatilnostjo. Ta strategija vključuje arbitražo obrestno-merskih zamenjav, arbitražo ameriških in ne-ameriških državnih obveznic, arbitražo krivulje prihodnjih donosov in arbitražo zastavljenih obveznic. Trg zastavljenih obveznic je primarno ameriški, poteka preko okenc in je kompleksen.

Globalni makro (ang. *Global macro*): Globalni makro upravljavci poslujejo z dolgimi in kratkimi pozicijami na vseh večjih svetovnih kapitalskih trgih in trgih izvedenih finančnih inštrumentov. Portfelj teh skladov vključuje delnice, obveznice, valute, blago v obliki denarja ali izvedenih finančnih inštrumentov. Večino skladov vlaga globalno v razvite in razvijajoče se trge.

Strategija dolgo/kratko (ang. *Long/Short strategy*): Ta strategija vsebuje delniško usmerjene investicije v dolge in kratke pozicije. Upravljavci imajo možnost preskakovanja

iz dolgih na kratke pozicije in iz delnic z majhno kapitalizacijo, na tiste s srednjo ter veliko. Upravljavci uporabljajo termenske pogodbe in izvedene finančne inštrumente za zavarovanje. Dolgo/kratki skladi gradijo in držijo pozicije, ki so bolj koncentrirane od tradicionalnih delniških skladov.

Upravljane termenske pogodbe (*ang. Managed Futures*): Ta strategija vlaga na finančne, blagovne in valutne trge po vsem svetu. Upravljavci se imenujejo Commodity Trading Advisers (CTA)². Trgovalne discipline so sistematične ali diskretne. Sistematični trgovci uporabljajo specifične cenovne in tržne informacije (ponavadi tehnične) za sprejemanje trgovalnih odločitev.

Multi-strategija (*ang. Multi-strategy*): Skladi v tej kategoriji so opredeljeni po svoji sposobnosti, da dinamično razporejajo kapital med strategijami. Uporaba več strategij in možnost premika kapitala med njimi, lahko odgovori na tržne priložnosti. Ta kategorija uporablja tudi unikatne strategije, ki jih prej nismo opisali.

Strategije se vseskozi spreminjajo. Bolj inovativni upravljavci hedge skladov se domišljajo novih in novih strategij, ki jim bodo prinašale večje donose in manjša tveganja pri zagotavljanju le-teh. Prav tako določene strategije zamirajo in namesto teh postanejo popularnejše druge. Spodnji graf nam pokaže, katere strategije so v zadnjih letih najbolj uporabljene in kako bodo uporabljene v prihodnosti (Hedge funds ..., 2005).

² Upravljavci premoženja, ki trgujejo predvsem z upravljanimi termenskimi pogodbami (futures).

Slika 2: Strategije hedge skladov, ki so bile najbolj uporabljene v zadnjih treh letih in katere bodo v prihodnjih treh.



Vir: Hedge funds..., 2005

Na uspešnost sklada vpliva sposobnost upravljavca. Njegova kvaliteta se odraža v dveh točkah. Ena je sposobnost pravih odločitev v pravem času. Strategije so spremenljive. V nekem obdobju so dobičkonosne, v drugem ne. Arbitraža konvertibilnih obveznic je dober primer za to. Po mnenju CREATE in KPMG International je to v zadnjih letih ena najbolj uporabljenih strategij, ki pa bo v prihodnjih letih skoraj zanemarljiva. Prevladovale bodo dolge/kratke delniške pozicije, multi-strategije, makro trgovanje (Hedge funds..., 2005).

Druga sposobnost je inovativnost. Ugotavljamo, da je področje hedge skladov neskončno. Nekatere izmed njihovih strategij vlagajo na trg z izvedenimi finančnimi instrumenti (npr. opcijami). Dandanes je možno kupiti opcijo, ki napoveduje kakšno vreme bo jutri. Prihodnost hedge skladov so kreativni ljudje z velikim občutkom za zaznavanje priložnosti in s sposobnostjo prodati le-te z dobičkom (Hedge funds..., 2005).

2 POMEN ZASLEDOVANJA ALTERNATIVNIH NALOŽBENIH STRATEGIJ ZA SVETOVNE FINANČNE TRGE

Hedge skladi vplivajo tako pozitivno kot tudi negativno na svetovne finančne trge in njihovo stabilnost. V nadaljevanju so izpostavljeni pomembnejši med njimi.

2.1 Pozitivni vplivi

Celotna velikost hedge skladov je še vedno relativno majhna, vendar je bolj kot velikost pomembna njihova vloga na trgih. Vsak udeleženec na trgu prinaša trgu dodatno likvidnost. Hedge skladi postajajo zelo pomembni ustvarjalci likvidnosti na finančnih trgih. Čeprav je ocenjeno, da hedge skladi predstavljajo le 5% vseh sredstev v upravljanju po svetu, pa istočasno predstavljajo tretjino do polovice dnevnih aktivnosti na New York Stock Exchange (NYSE) and the London Stock Exchange (LSE) (Hedge funds..., 2005a).

Hedge skladi gledajo na trg bolj alternativno in lahko s pomočjo finančnega vzvoda povečujejo svoja sredstva in spreminjajo sestavo portfelja bistveno pogosteje kot tradicionalni skladi. Hedge skladi izkazujejo majhno korelacijo s tradicionalnimi naložbami, zato so institucionalni vlagatelji uporabljali hedge sklade za razpršitev svojih naložb stran od aktivnosti ostalega trga. Pogosto uporabljajo izvedene finančne inštrumente in tehnike, kot je nekrita prodaja, da se zavarujejo pred tržnim tveganjem in ustvarijo varen portfelj.

Z arbitražo cenovnih razlik med trgi hedge skladi iščejo neučinkovitosti. V tem smislu hedge skladi prispevajo k procesu oblikovanja cene. Lahko bi celo rekli, da prispevajo k nadaljnji integraciji finančnih trgov.

Bolj regulirane finančne institucije se ponavadi niso pripravljene izpostavljati tveganju, zato navzočnost hedge skladov, kot aktivnih članov trga prispeva k razvoju in likvidnosti novih trgov preko okenc, vodi v razvoj boljših tehnik obvladovanja tveganja in povečuje razporeditev tveganja med člane trga. Hedge skladi lahko vlagateljem služijo kot pomembno orodje pri obvladovanju tveganja, tako da jim zagotavljajo dragoceno razpršitev portfelja. Naložbene strategije hedge skladov imajo zaradi nizke korelacije s

tradicionalnimi naložbami velik potencial za zmanjševanje tveganja premoženja (Hedge funds..., 2005a).

2.2 Negativni vplivi

Leta 1998 je dejavnost hedge skladov prizadela velika tragedija. Sklad Long Term Capital Management (LTCM) je zaradi nesolventnosti zašel na rob stečaja, iz česar ga je moral rešiti konzorcij bank in borznih hiš. Do tedaj je LTCM veljal za največjega in domnevno najboljšega upravljavca hedge skladov.

Sklad je leta 1994 ustanovilo nekaj šefov Salomon Brothers Inc. in akademikov s področja financ, kot sta Merton in Scholes, ki sta tudi Nobelova nagrajenca. Ustanovljen je bil na Kajmanskih otokih. Zaradi slovesa ustanoviteljev je sklad hitro postal zelo popularen. Sklad je uporabljal sofisticirane arbitražne strategije na globalnih obvezniških in delniških trgih. Zanašal se je na povezave med svetovnimi trgi in količinske modele.

V letih 1995 in 1996 je dosegel 40% dobiček in v 1997 20%. Na dan 31. avgust 1998 je kapital sklada LTCM znašal 4,8 milijarde dolarjev, vrednost sredstev pa je bila 125 milijard, kar je pomenilo, da je LTCM uporabljal finančni vzvod 25:1. Poleg tega je imel sklad za 500 milijard dolarjev standardiziranih terminskih pogodb, za 750 milijard dolarjev zamenljivih pozicij in opcij ter za 150 milijard dolarjev podobnih izvedenih finančnih instrumentov. Tako je bil finančni vzvod pri izvedenih finančnih instrumentih 290:1.

Zaradi krize obveznic na ruskem trgu obveznic avgusta 1998, so LTCM-jeve pozicije postale nestabilne. Začele so izgubljati vrednost, saj povezave med trgi, kamor je LTCM vlagal niso več veljale. Na teh povezavah so temeljile njihove naložbene strategije. Rusija ni bila sposobna izplačati svojih obveznic, kar je povzročilo likvidnostno krizo in povečanje najemanja posojil na svetovnih finančnih trgih. Federal reserve bank (FED) je hotela rešiti nastalo situacijo s trikratnim znižanjem obrestnih mer v pol leta, vendar tudi to ni moglo rešiti LTCM.

Finančne institucije so se zdale, da bi sklad v primeru propada, moral zapreti svoje pozicije, kar bi privedlo do negativnega vpliva na finančne trge. 23. septembra se je zato sestalo 14 bank in borznih hiš in se dogovorilo, da priskrbi skladu 3,6 milijard dolarjev v zameno za 90% lastništvo LTCM.

Propad LTCM je jasen, ampak ostaja vprašanje, kako je LTCM lahko dobil tako visoka posojila, da je financiral tako velik finančni vzvod? LTCM ni razkrival svojih trgovalnih pozicij svojim partnerjem. Nobena banka ni vedela za zadolženosti LTCM-ja do drugih bank. Tako si je LTCM nakopičil veliko denarno maso in bi lahko povzročila veliko krizo na finančnih trgih (Anson, 2002).

Hedge skladi lahko negativno vplivajo na finančno stabilnost preko treh kanalov (Hedge funds..., 2005a):

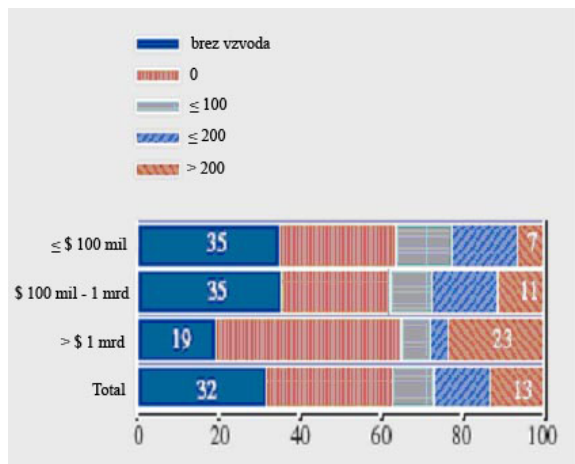
- preko finančnega vzvoda in likvidnostnega tveganja,
- preko vpliva na finančne institucije, in
- preko vpliva na finančne trge.

2.2.1 Finančni vzvod in likvidnostno tveganje

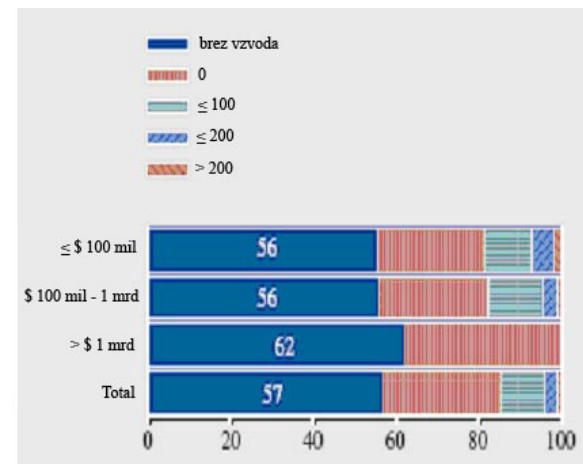
Pri arbitražnih strategijah upravljavci uporabljajo največje finančne vzvode. Prav tako v velikem obsegu uporabljajo terminske pogodbe, globalne makro in multi strategije. Uporaba finančnih vzvodov se spreminja glede na velikost hedge skladov. Na Sliki 3 vidimo, kako velik finančni vzvod uporabljajo hedge skladi in skladi hedge skladov (v nadaljevanju SHS).

Slika 3: Uporaba finančnega vzvoda pri hedge skladih in SHS

Hedge skladi



Skladi hedge skladov



(x-os: razdelitev po odstotkih, kakšna je višina finančnega vzvoda; y-os: razdelitev skladov glede na velikost sredstev v upravljanju; december 2004)

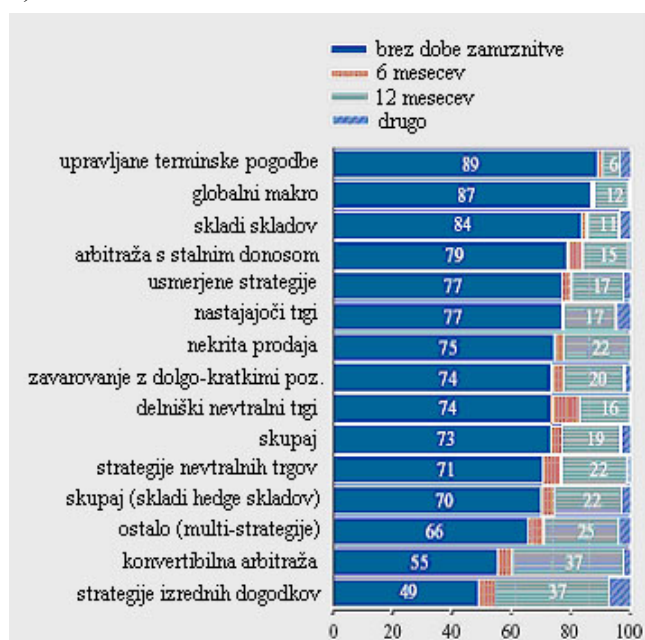
Vir: Garbaravicius, Dierick, 2005

Izmed največjih 51 hedge skladov, ki imajo v upravljanju preko milijarde dolarjev sredstev je 23% takšnih, ki uporabljajo finančni vzvod nad 200%. V manjših skladih je vzvod

manjši. Od skorajšnjega propada LTCM se je uporaba finančnega vzvoda bistveno zmanjšala. Zato je manjši potencial zapiranja pozicij v času stresa. Če pa so pozicije pod finančnim vzvodom, lahko že nihaj cene povzroči zapiranje pozicij, kar lahko vpliva tudi na ostale trge. Večina bančnih posojil je kratkoročnih. Kar pomeni, da če imajo skladi svoja sredstva visoko finančno vzvodenjena, ne morejo čakati, da se cena ponovno vrne na staro raven, saj morajo vrniti posojila in zato zapirajo svoje pozicije. Poleg tega mora analiza možnih vplivov na trge vsebovati tudi finančni vzvod in pozicije primarnih vlagateljev, kot so banke in zavarovalnice, ker se tudi te lahko poslužujejo podobnih strategij kot so hedge skladi. Težko je dobiti podatke o kazalcih likvidnosti hedge skladov, vendar lahko določene podatke pridobimo tako, da preverimo tveganje lastnega financiranja ali drugače rečeno, tveganje nenadnega velikega dviga sredstev iz sklada. V primerjavi s hedge skladi imajo banke in zavarovalnice bistveno bolj razpršene in redne vire prihodkov in financiranja, kar jim omogoča večjo likvidnost.

Slika 4: a) Dobe zamrznitve sredstev po strategijah in b) razvoj dob zamrznitev med leti 1994-2004

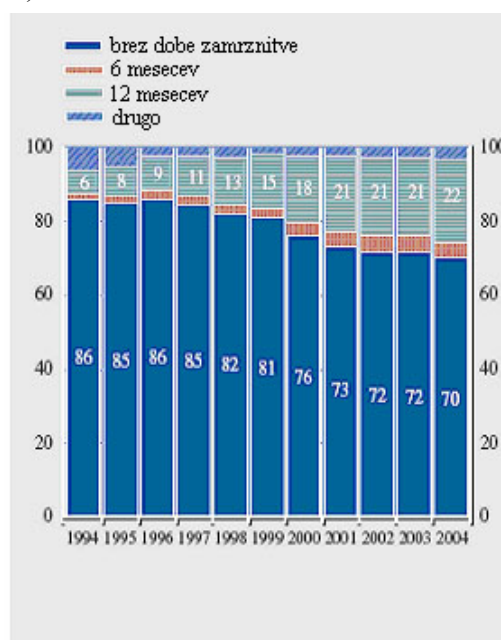
a)



(v % sredstev v upravljanju)

Vir: Garbaravicius, Dierick, 2005

b)



Na podlagi podatkov TASS-a o dobah zamrznitve (lock-up periods), lahko rečemo, da so terminske pogodbe in globalni-makro skladi občutljivejši na paniko vlagateljev, čeprav njihovo premoženje sestavljajo likvidnejša sredstva. Skladi z manj likvidnimi sredstvi bi ravnali razsodno, če bi uporabljali varnostne ukrepe. Le-ti so: daljša doba zamrznitve, manj pogosta unovčenja (ang. redemption frequency), daljša doba čakanja na unovčitev (ang.

redemption periods) in večje likvidnostne rezerve. Trend pri hedge skladih kaže, da se to res dogaja. Dobe zamrznitev³ in tudi dobe čakanja na unovčitev se daljšajo. Obenem pa se večja pogostost unovčitev, v povezavi z daljšo trimesečno dobo čakanja na izplačilo.

Tržno tveganje, likvidnostno tveganje in tveganje finančnega vzvoda se medsebojno prepletajo, zato mora analiza občutljivosti preverjati kombinacije in koncentracije visoke nestanovitnosti, visokega finančnega vzvoda, visokega tveganja financiranja in večje velikosti skladov.

Skladi hedge skladov in institucionalni vlagatelji trenutno predstavljajo polovico sredstev dejavnosti hedge skladov. Ti najpomembnejši investitorji v hedge sklade ne podpirajo dob zamrznitve in zahtevajo, da so njihova sredstva likvidna. Na podlagi ankete (Deutsche Bank, 2005) okoli 80% bank, korporacij, svetovalcev in zavarovalnic zahteva, da so dobe zamrznitve dolge največ eno leto. Družinska podjetja, bogati posamezniki, pokojninski skladi in razne fundacije so do teh dob le nekoliko prizanesljivejši. Zaradi tega hedge skladom grozi, da bodo izgubili eno od svojih varoval (Garbaravicius, Dierick, 2005).

2.2.2 Vpliv na finančne institucije

Neposredno tveganje

Neposredno kreditno izpostavljanje (posojanje sredstev) finančnih institucij in borznih posrednikov do hedge skladov je glavni kanal, preko katerega se lahko vpliva na finančne trge. Ostali kanali tveganj so: prihodki iz borznega posredništva, druge storitve povezane s hedge skladi in bančne naložbe v hedge sklad.

Zelo malo je podatkov o izpostavljenosti borznih posrednikov do hedge skladov. Zato je transparentnost še vedno glavni instrument, ki lahko izboljša tržno disciplino. TASS-ova podatkovna baza nam ponuja izpostavljenost borznih posrednikov (ang. prime brokers)⁴. Nekateri izmed njih so skoncentrirani v nekaj strategij hedge skladov in so tako zelo občutljivi na tržne nihaje. Posel borznega posredništva je zelo koncentriran. Dve podjetji, Morgan Stanley in Goldman Sachs, kontrolirata več kot 40% evropskega in globalnega premoženja strank hedge skladov. V zadnjem času največji borzni posredniki postajajo vse bolj odvisni od prihodkov povezanih s storitvami hedge skladov. V nekaterih primerih prihaja četrtnina trgovalnih in provizijskih prihodkov iz te dejavnosti. Tudi banke

³ Daljše dobe zamrznitve tudi zagotavljajo, da bodo upravljaljske provizije prinesle več dohodka in dovoljuje upravljavcem hedge skladov, da svojim strankam zagotavljajo boljše plačilne pakete.

⁴ Govorimo o borznih posrednikih, ki za hedge sklade opravljajo celovite storitve.

povečujejo svoje trgovalne aktivnosti, kar je razvidno iz večjih vrednosti kazalnika tveganja VaR (value-at-risk), ki so ga izkazali v zadnjih poročilih. Appetit po sprejemanju večjega tveganja je predvsem v tem, da so pogoji na trgu manj nestanovitni (volatile) in prihodki iz tradicionalnih naložb majhni.

Kapital je v zadnjem času postal vse dostopnejši in hedge skladi si lahko zagotovijo boljši dostop do kapitala, tako za redno poslovanje, kot tudi za nepričakovane likvidnostne primanjkljaje.

Hedge skladi, predvsem večji, raje uporabljajo več borznih posrednikov, da razpršijo bazo strank, zagotovijo cenovno učinkovitost in zavarujejo svoje lastne trgovalne strategije. Poslovanje bi bilo preglednejše, če bi bil samo en borzni posrednik, ki bi lahko posredoval naprej informacije o poslovanju hedge sklada. Tudi posojilodajalci nimajo celotne slike o pozicijah in tveganju, ki ga sprejema hedge sklad. Vse skupaj nam pove, da je potrebna aktivnejša izmenjava informacij med nazornimi organi (Garbaravicius, Dierick, 2005).

Posredno tveganje

Poleg neposrednega tveganja se finančne institucije in borzno posredništvo spopadajo tudi s posrednimi tveganji, ki prihajajo iz aktivnosti hedge skladov. Do takšnega tveganja pride, kadar se pojavijo finančne težave med strankami, ki so izpostavljene hedge skladom. Že nezmožnost plačila večjega borznega posrednika, lahko vpliva na stabilnost globalnega finančnega sistema (Garbaravicius, Dierick, 2005).

2.2.3 Vpliv na finančne trge

Hedge skladi uporabljajo aktivne, oportunistične in včasih s finančnim vzvodom povečane trgovalne strategije. Svoja sredstva obračajo hitreje kot tradicionalni skladi, zato je lahko njihov kratkoročni vpliv na trge večji, kot kaže sama količina sredstev v upravljanju. Hedge skladi imajo najraje likvidne in »neznane« trge v katere lahko vstopijo z nizkimi stroški.

Pod normalnimi pogoji hedge skladi prispevajo k likvidnosti in k učinkovitemu delovanju na finančnih trgih, vendar v določenih primerih, predvsem na majhnih in srednjih trgih, je lahko njihovo delovanje destabilizacijsko.

Poznamo dve vrsti trgovanja: s pozitivnim in z negativnim odzivom. S pozitivnim odzivom je takrat, kadar kupujemo finančne instrumente, ko cena že začne rasti in jih prodajati, ko cena že začne padati. Ta praksa lahko še okrepi nihaj cene in vodi v napihovanje »mehurčka«. Z negativnim odzivom, pa je nasprotno trgovanje, ki ima lahko stabilizacijski učinek na trge. Vprašanje je, če hedge skladi stabilizirajo ali destabilizirajo finančne trge.

Hedge skladi naj bi bolj uporabljali nasprotno trgovanje (nasprotno tistemu kar dela množica). Vendar to ne moremo trditi, ker je to bolj odvisno od strategij, ki jih hedge sklad uporablja. Upravljanje terminske pogodbene strategije bolj sledijo trendom. Ostale smerne strategije: globalni-makro, nastajajoči trgi, dolge/kratke pozicije, so lahko na obeh straneh, tako trendovske, kot nasprotne. Nekrita prodaja pa je bolj nasprotna, prav tako tudi strategiji izrednih dogodkov in nevtralnih trgov.

Konvencionalna modrost misli, da hedge skladi pridobijo na podlagi tržne nestanovitnosti, vendar za to ni dokazov, ravno nasprotno so pokazale kalkulacije zadnjih 11-ih let hedge skladov. V povprečju so poslovali bolje, ko so bili delniški trgi manj nestanovitni. Korelacijski koeficienti med mesečno nestanovitnostjo indeksov S&P 500, Dow Jones EURO STOXX in mesečnimi donosi CSFB/Tremont Hedge fund, so bili negativni. Torej z drugimi besedami višja nestanovitnost se je odražala z nižjimi donosi. Samo strategiji nekrita prodaja in upravljanje terminske pogodbe, ki skupaj predstavljata le 5% sredstev v upravljanju, sta poslovali bolje takrat, ko je bil trg nestanoviten.

Druga razlaga zakaj hedge skladi ne pridobijo, ko je trg nestanoviten je v tem, da uporabljajo finančni vzvod. Če so njihove pozicije petkratno povečane z vzvodom, je pri 5% padcu cene njihova izguba kar 25%. Zato bi ob večjih padcih cene skladi morali zapirati padajoče vzvodene pozicije pogosteje, predvsem zaradi omejitev tveganja ali provizij borznih posrednikov. Poleg tega pa bi s prodajo v padajočih trgih še povečali nestanovitnost, zlasti, če so njihove pozicije na teh trgih dovolj velike (Garbaravicius, Dierick, 2005).

2.3 Obvladovanje tveganja

Upravljanje s tveganjem ni odstranjevanje tveganja, ampak zagotavljanje, da nekdo razume tveganje, ki ga drugi sprejme in da se zagotavlja ravnotežje med tveganjem in nagrado. Cilj upravljanja s tveganjem bi naj bilo minimiziranje nepričakovanih in nekompenziranih tveganj. Upravljaivec sklada mora razumeti tveganje, ki ga sklad prinaša, razumeti mora

kako se bo premoženje sklada odzvalo na nepredvidljive razmere in znati uporabiti sprožilce in tehnike, če tveganje preveč naraste.

Veliko upravljavcev hedge skladov in investicijskih bank uporablja različne modele za določanje tveganja (npr. VaR), vendar obstajajo dogodki, ki nikakor niso predvidljivi, to so redki enkratni dogodki (ang. long-tail events). Do njih prihaja ob nepričakovanih dogodkih, ob »poku tržnega mehurčka« ali ko pričakovane korelacije »zatajijo«. Takšen »long-tail event« je bila npr. ruska kriza obveznic leta 1998. Najbolj je tem rezultatom izpostavljena strategija arbitraže z obveznicami, tudi zaradi tega, ker uporablja finančni vzvod (Hedge funds..., 2005a).

Standardi obvladovanja tveganja so se v zadnjem času izboljšali, tako v odnosu do večjih hedge skladov (takšnih, ki imajo lahko vpliv na finančno stabilnost), kako upravljajo s premoženjem, kot tudi do bank, kako nadzirajo tveganje do njihovih strank. To pomeni, da se zavedajo potreb po merjenju tudi teh tveganj, ki jih ne zajamejo konvencionalni VAR modeli. Ta tveganja so likvidnostno tveganje, kreditno tveganje in, nad vsemi, tveganje redkih enkratnih dogodkov. Ena od metod, ki poskuša zajeti takšna tveganja, je »stress testing« metoda.

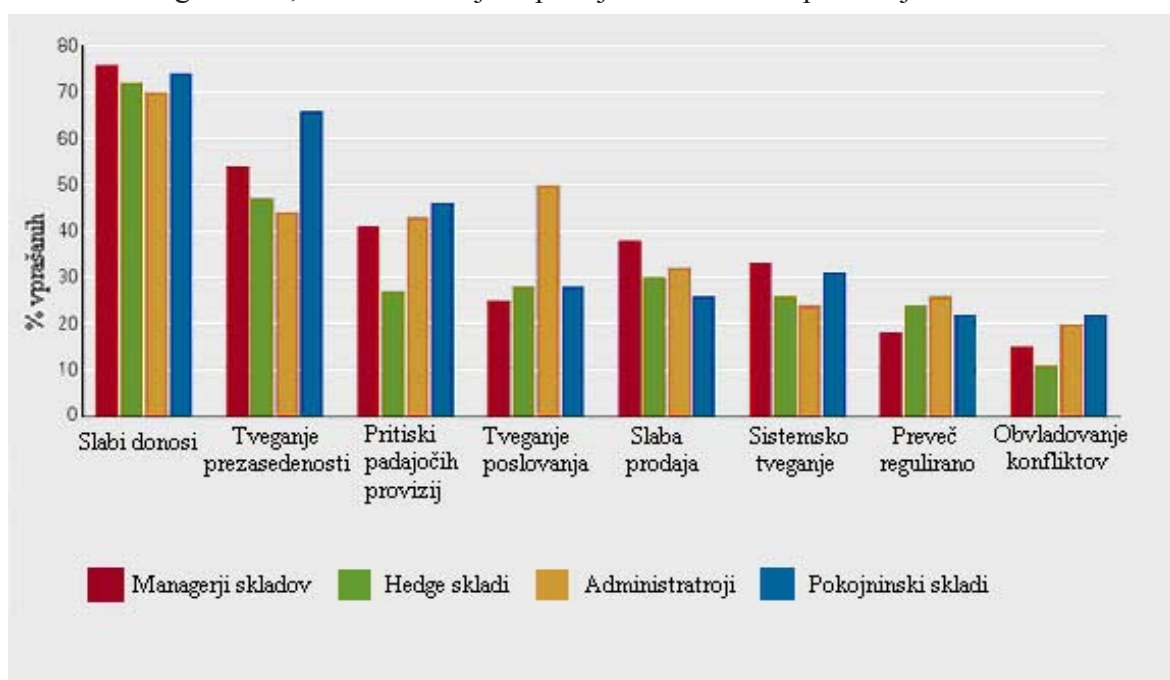
Število tehnik, ki merijo tržno tveganje, narašča. Vendar je najboljša možnost nekakšna kombinacija VaR, »stress testing« metode in »analize scenarijev«. Sam VaR je dober za merjenje tržnega tveganja za določene portfelje, toda za merjenje večine arbitražnih strategij, so boljši pokazatelji stres testi in analize scenarijev. Stres test naj bi bil odvisen od osnove portfelja in naj bi vključeval velike tržne šoke ter spremembe v korelaciji, likvidnosti, obliki krivulje donosa, stopnji nestanovitnosti in obliki krivulje nestanovitnosti. Analize scenarijev se naredijo tako, da se stresno zgodovinsko obdobje obnašanja na trgu (zlom leta 1987, zategovanje FEDa 1994, Tequila kriza, Ruska/LTCM kriza,) uporabi na zdajšnjih portfeljih in da se ugotovi vpliv nanje (Phillips, Surz, 2003, str. 139-158).

2.4 Ublažitev tveganja

Čeprav trenutno ni nobenega izredno izpostavljenega hedge sklada (kot je bil LTCM), regulatorji vseeno ne morajo biti prepričani, da ni nikakršnih tveganj, saj nimajo jasnega pogleda v njihovo delovanje. Trenutno ni izredno velikega hedge sklada, narašča pa število srednje velikih skladov. TASS predpostavlja, da trenutno obstaja 50 evropskih hedge skladov s sredstvi v upravljanju višjimi od 1 milijarde dolarjev in nekaj izmed teh z okoli

20 milijardami dolarjev. Finančna stabilnost je lahko ogrožena, če se skupina srednje velikih skladov istočasno znajde v težavah. Ogrožena je lahko, če skladi uporabljajo iste strategije ali če pride do izgube zaupanja vanje. Naraščajoča tveganja za finančno stabilnost pri hedge skladih z enim upravljavcem ali pri skupinah hedge skladov, postavljajo vprašanje, če je natančnejši nadzor sploh zaželen in tudi možen (Hedge funds...,2005a).

Slika 5: Glavna tveganja in problemi s katerimi se bodo soočali upravljavci skladov, hedge skladi, administratorji in pokojninski skladi v prihodnjih treh letih?



Vir: Hedge funds..., 2005

Iz grafa lahko vidimo, da bodo glavne težave hedge skladov v prihodnjih treh letih slabi donosi, prevelika tveganja in napačna prodaja.

Tveganje finančne stabilnosti običajno vpliva na podjetja in trge iz več delov sveta. Ta tveganja se lahko zato najlažje ublaži, skozi nadzor, ki je voden globalno. Na površje pa pridejo skozi lokalne dimenzije, zato jih kontrolirajo lokalni nadzorniki, ki lahko svoja spoznanja delijo med seboj preko Foruma za finančno stabilnost (ang. Financial Stability Forum).

Ta forum je ustanovil delovno skupino za preučevanje institucij z visokim vzvodom (ang. Highly Leveraged Institutions, v nadaljevanju HLI). Ta skupina je marca 2000 predlagala koordiniran paket predlogov za ublažitev tveganja (Hedge funds...,2005a):

- boljše upravljanje s tveganjem strank hedge skladov;
- boljše upravljanje s tveganjem s strani hedge skladov;
- povečan nadzorni pregled HLI vlagateljev;
- grajenje močnejše tržne infrastrukture; in
- povečano javno razkritje HLI-jev.

Prvi štirje predlogi so namenjeni izboljšanju na državni ravni. Na tem področju je bil narejen precejšnji napredek. Na forumih za finančno stabilnost se srečujejo državni nadzorniki. Le-ti so že pričeli z ocenjevanjem vpletenosti podjetij v hedge sklade, tako neposredno kot tudi posredno. Na podlagi podatkov in spoznanj, ki si jih nadzorniki med seboj delijo, se lahko bistveno izboljša delovanje nadzora in zmanjša tveganje.

Na področju večje preglednosti dejavnosti, pa so bili doseženi manjši napredki. Preglednost panoge bi okrepila tržno disciplino in zmanjšala sistemsko tveganje, vendar se je napredek v tej smeri ustavil, zlasti zaradi nastanitve večine HLI-jev v offshore področjih. Določen napredek je bil vendarle ustvarjen v pretoku podatkov med hedge skladi, njihovimi investitorji in strankami. Preglednost pa še vedno ostaja daleč od uresničitve. Če bi se izboljšal pretok tudi teh informacij in preglednost za nadzornike bi se zmanjšala potreba po javni preglednosti. Kot pa vemo so hedge skladi izredno občutljivi do široke tržne preglednosti (Hedge funds...,2005a).

Za vsak produkt, ki se trži v finančnem svetu so potrebna določena pravila, torej pravna ureditev, ki ureja kako sme potekati poslovanje s temi produkti. Tako tudi hedge skladi potrebujejo pravno ureditev, da ne pride do zlorab ali nezakonitih okoriščanj. V najslabšem primeru se lahko ponovi zgodba sklada LTCM, ki je skoraj pripeljal do zloma globalnih finančnih trgov. Glede na to, da so hedge skladi vse pomembnejši finančni produkt v svetu, je tudi vse bolj potrebna dobra pravna ureditev. Le-ta je opisana v naslednjem poglavju.

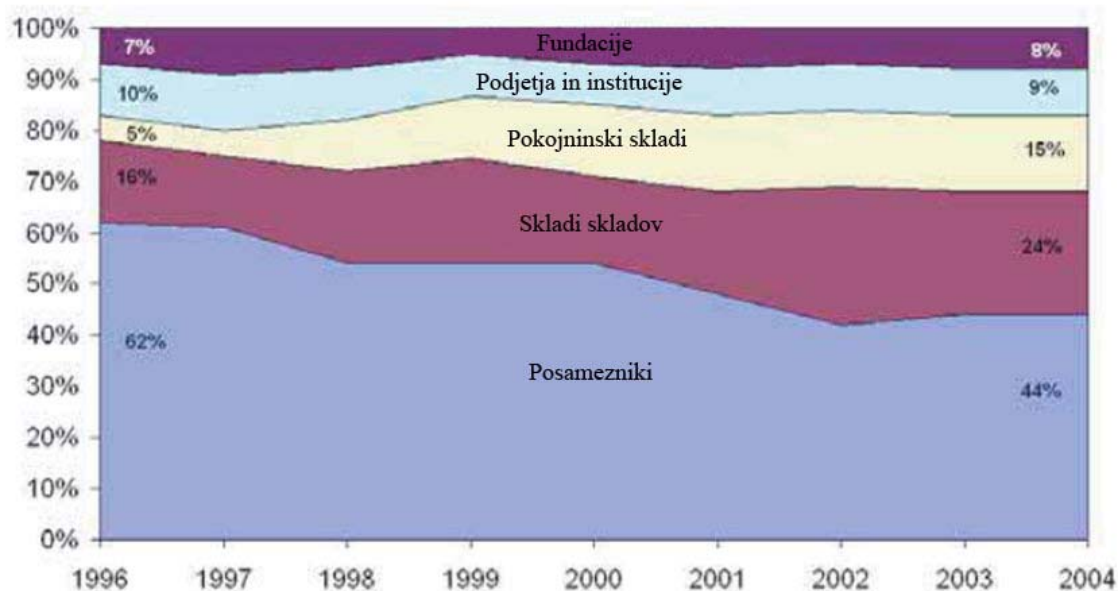
3 PRAVNA UREDITEV HEDGE SKLADOV NA SVETOVNIH FINANČNIH TRGIH

Na največjih svetovnih trgih hedge skladov so izključeni iz vlaganja v hedge sklade vsi, razen premožnih in sofisticiranih vlagateljev. Nekatero državo pa so do določene mere že liberalizirane ali pa razmišljajo o liberalizaciji distribucije svojih produktov tudi majhnim vlagateljem. UCITS III sicer ni orodje, ki bi urejalo širšo distribucijo hedge skladov ali skladov hedge skladov, temveč razširja seznam dovoljenih načinov upravljanja z

vključevanjem določenih izvedenih finančnih instrumentov, ki bodo omogočili določenim strategijam hedge skladov, da se vključijo v UCITS III maloprodajne sklade (Hedge funds..., 2005).

Upravljalci hedge skladov ne smejo misliti, da njihov neregistriran status pomeni, da niso nadzorovani. Nadzor zagotavlja, da mora sklad poslovati v določenih omejitvah, če želi biti neregistriran. Zakoni natančno določajo, kdo mora in komu ni potrebno biti registriran. Ta izbira ni prostovoljna. Kritiki hedge skladov bi morali razumeti, da nenadzorovani hedge skladi ne obstajajo. Seveda, skladi in njihovi upravljalci veliko pridobijo, če niso registrirani. To jim da veliko možnost za vodenje sklada v učinkovitejši in produktivnejši smeri. Navsezadnje pa imajo vsi hedge skladi restrikcije in omejitve (Phillips, Surz, 2003, str. 5-9).

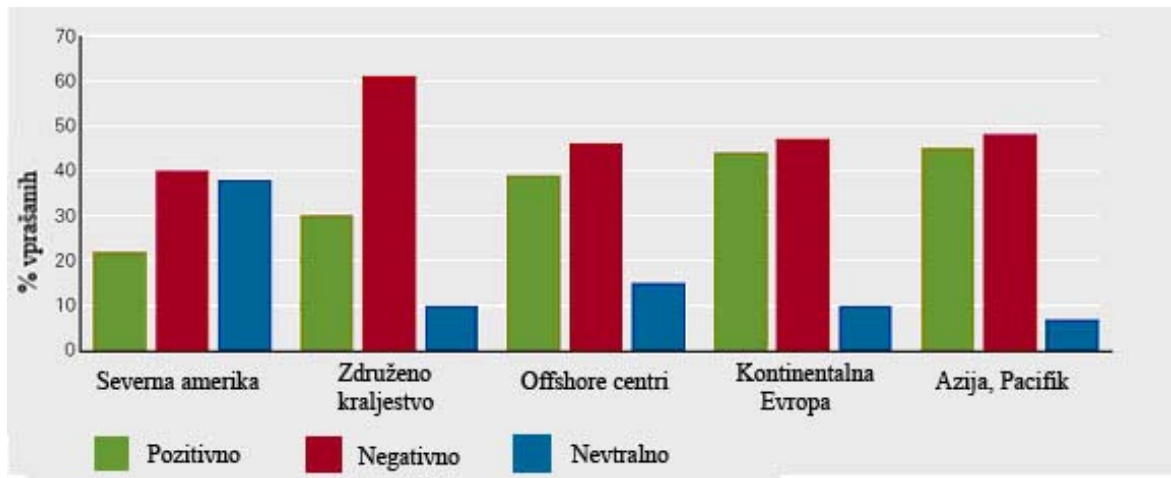
Slika 6: Struktura vlagateljev v hedge sklade v odstotkih sredstev med leti 1996-2004.



Vir: Hedge funds..., 2005

Slika 6 nam prikazuje, kako se je v zadnjih letih spremenila sestava virov sredstev v dejavnosti hedge skladov. Opazimo lahko, kako so relativno upadle investicije posameznikov, vendar tu velja opozoriti, da so upadle samo v primerjavi z drugimi viri financiranja, vrednostno pa so močno narasle. Relativno se je močno povečal delež pokojninskih skladov in skladov hedge skladov kot virov sredstev (Hedge funds..., 2005a).

Slika 7: Mnenje upravljalcev hedge skladov po svetu o tem, kakšen bo vpliv novega načina regulacije na nadaljnjo rast te dejavnosti



Vir: Hedge funds..., 2005

Po podatkih raziskave KPMG, dva od treh upravljalcev hedge skladov ali SHS izven Severne Amerike verjamejo, da bo vpliv teh sprememb koristen ali v najslabšem primeru nevtralen za dejavnost. V Severni Ameriki pa manjšina meni, da bo to škodilo in sicer, da bo zmanjšalo delež novoustanovljenih hedge skladov in s tem zavrlo inovacije, kar je slabo za dejavnost, saj nujno potrebuje svež kapital (Hedge funds..., 2005).

Upravljalci ne nasprotujejo novi regulaciji, ampak izražajo dvoje skrbi (Hedge funds..., 2005):

- Menijo, da so instrumenti, ki jih uporabljajo hedge skladi zelo kompleksni in jih nadzorniki ne bodo razumeli, zato bodo potrebovali veliko časa, da se bodo z njimi spoznali in bodo imeli tako manj časa za samo inšpekcijo;
- Nadzor je zaželen, če se misli dejavnost profesionalizirati. Tranzicija v nov režim je zelo tvegana. V stabilnem stanju ni problematična, vendar lahko postane, če nadzorniki na novo interpretirajo pravila ali celo oblikujejo nova.

Pravno ureditev hedge skladov lahko razvrstimo v pet kategorij: protigoljufijski ukrepi (*ang. Antifraud provisions*), ukrepi proti pranju denarja (*ang. Antimoney-loudering requirements*), Regulacije CFTC⁵, Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA) in ostale legalne dogovore. Podrobnejši opis teh pravnih ureditev najdemo v poglavju 3.1.5.

⁵ CFTC (Commodity Futures Trading Commission) je skupaj z NFA (National Futures Association) nadzorni organ ameriškega trga z upravljanimi terminskimi pogodbami. CTA-ji zapadejo pod njihovo kontrolo.

3.1 ZDA

Hedge skladi so navadno ustanovljeni v obliki komanditne družbe. Upravljaec sklada prevzame vlogo komandista, kar pomeni, da za poslovanje jamči z vsem svojim premoženjem⁶, ostali partnerji pa le v višini vloženega zneska. V zadnjih letih se ustanavljajo tudi hedge skladi, organizirani v obliki družbe z omejeno odgovornostjo (ang. Limited Liability Company), kjer upravljaec za poslovanje sklada ne odgovarja neomejeno (Lake, 1999, str. 17).

Hedge skladi so organizirani tako, da se jim ni potrebno ozirati na restriktivne zahteve nadzorne institucije Security and Exchange Commission (SEC), ki nadzoruje trgovanje z vrednostnimi papirji v ZDA. Natančneje gre za štiri zakone, ki pravno urejajo delovanje hedge skladov (Klingersperger, 2000, str. 103-106)

3.1.1 Securities Act iz leta 1933

Securities Act 1933 regulira informiranje vlagateljev o potencialni udeležbi v lastništvu posamezne gospodarske družbe, ter samo izdajo in prodajo vrednostnih papirjev. Zakon dovoljuje prodajo vrednostnih papirjev skladov, ki niso registrirani pri SEC, vendar imajo le-ti prepoved kakršnegakoli oglaševanja svojih finančnih produktov. Hedge skladom je prepovedano javno predstavljanje sklada (npr.: na seminarjih, javna ponudba reklamnega materiala, v tiskanih medijih). Ni jim dovoljeno oglaševanje ter dajanje intervjujev, na njihovih internetnih straneh pa najpogosteje najdemo le ime družbe. Svoje produkte smejo prodajati le pooblaščenim vlagateljem (ang. Accredited Investors) ali v določenem primeru dobro poučenim vlagateljem (ang. Qualified Investors). Obstajata namreč dve obliki skladov. Prva skupina sprejema le pooblašcene investitorje, ki so opredeljeni kot fizične osebe s premoženjem vsaj 1 milijon dolarjev oz. vsaj 200.000 dolarjev letnih prihodkov v zadnjih dveh letih (ali 300.000 dolarjev skupaj s partnerjem). V primeru institucionalnih investitorjev mora premoženje, namenjeno za investicije, dosegati vsaj 5 mio dolarjev. Druga skupina skladov pa sprejema le dobro poučene investitorje, ki morajo razpolagati s petkratnikom prej naštetih vsot. Šele ko interesent ustreza naštetim pogojem, dobi dostop do informacij o skladu (največkrat geslo za vstop na internetno stran). Vse poteka torej le nejavno v krogu potencialnih investitorjev.

⁶ Najpogosteje je komandist organiziran, kot družba z omejeno odgovornostjo, da ne odgovarja za poslovanje z osebnim premoženjem.

3.1.2 Securities Exchange Act iz leta 1934

Securities Exchange Act iz leta 1934 zavezuje vse finančne posrednike k poročanju SEC-u o svojem poslovanju. Hedge skladi pa se skušajo izogniti določbam tega zakona. Za finančne posrednike je značilno trgovanje z vrednostnimi papirji v imenu strank, kar pomeni, da se lahko hedge skladi izognejo tej obveznosti, če upravljavec ne trguje v imenu vlagateljev, ampak le preko lastnega trgovalnega računa. Ta zakon prav tako določa, da se mora sklad registrirati, če ima več kot 500 vlagateljev.

3.1.3 Investment Company Act iz leta 1940

Naslednji pomemben zakon je Investment Company Act, 1940, ki določa, da je sklad izvzet iz omejitev SEC-a v dveh možnih primerih. Po zakonskem poglavju 3(c)(1) in poglavju 3(c)(7). Po prvem poglavju mora biti število pooblaščenih investorjev manjše od 100, upravljavec pa ne sme izvajati javnih ponudb delnic sklada, saj lahko hedge sklad prodaja svoje delnice zgolj pooblaščenim investorjem, ne sme sodelovati pri javnih dražbah in ne sme oglaševati. Po drugem poglavju, pa so izključeni tudi skladi, katerih lastniki so dobro poučeni investitorji. Ti so v poglavju 2(a)(51) istega zakonika označeni kot osebe, ki imajo v lasti vsaj 5 milijonov dolarjev sredstev. Prav tako so to osebe, ki delajo za svoj račun ali račun drugih dobro poučenih vlagateljev, ki imajo v lasti ali naložbah 25 milijonov dolarjev sredstev.

3.1.4 Investment Advisers Act iz leta 1940

Registracija upravljavca sklada pri SEC-u pomeni omejitev glede zaračunavanja variabilne, na uspešnost vezane provizije. Zadnji izmed štirih zakonov Investment Advisers Act 1940, oprošča registracijo v primeru, da upravljavec v zadnjih 12-ih mesecih ni upravljal premoženja več kot 14-ih skladov. Ker je to praktično nemogoče, so skoraj vsi upravljavci hedge skladov neregistrirani (Cottier, 1997, str. 81).

Strokovnjaki so upravičenost izvzetosti dejavnosti iz regulacije SEC-a v preteklosti omejevali z dejstvom, da v hedge sklade investirajo izključno premožnejši posamezniki in institucije, ki so zmožni oceniti s tem prevzeto tveganje. V zadnjih letih pa se zaradi večanja števila skladov, ki so dostopni tudi manjšim investorjem, pojavlja problem nezadostnega nadzora. Z namenom zaščite posameznih investorjev pripravlja SEC nove predpise, ki naj bi poostrili nadzor nad hedge skladi (The wilder side..., 2006).

3.1.5 Ukrepi v sklopu nadzora hedge skladov

Kot pravita Phillips in Surz (2003, str. 5-9), bi pravno ureditev hedge skladov lahko razvrstili v pet kategorij: protigoljufijski ukrepi (ang. Antifraud provisions), ukrepi proti pranju denarja (ang. Antimoney-loudering requirements), Regulacije CFTC, Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA) in ostalih legalnih dogovorov.

Predpisi proti goljufijam (Antifraud Provisions)

Hedge skladi in upravljalci le-teh, tako registrirani kot tudi neregistrirani, so predmet obsežnih protigoljufijskih predpisov v Securities Act-u, Exchange Act-u in Avisors Act-u. V teh zakonih so zapisane kazni za goljufije pri ponudbi, prodaji ali nakupu vrednostnih papirjev. Hedge skladi ne smejo manipulirati s trgom in izrabljati notranjih informacij.

Ukrepi proti pranju denarja (Antimoney-loudering requirements)

V USA PATRIOT Act, ki je bil sprejet 26. oktobra 2001, v ZDA, je zapisano, da morajo vse finančne institucije sprejeti program proti pranju denarja do 24. aprila 2002. Pod nazivom finančne institucije so mišljena vsa investicijska podjetja in prav tako CTA in CPO (commodity pool operator).⁷ Prav tako naj bi bili sem vključeni tudi hedge skladi.

Commodity Futures Trading Commission (CFTC) regulation

Regulacija hedge skladov v Commodity Exchange Act-u (CEA) se nanaša na upravljalce hedge skladov in ne na sklade same. Zato ga morata upoštevati samo CPO in CTA.

Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA)

Če je več kot 25% sredstev sklada sestavljeno iz sredstev, ki jih opredeljuje ERISA, je predmet številnih prepovedi s strani ERISA. Ta sredstva so predvsem naložbe za pokojnino. Večina hedge skladov zato zagotavlja, da so njihova ERISA sredstva pod mejo 25%.

Ostali legalni dogovori

- **State Securities Law:**

Poleg zveznih so, v Združenih državah, tudi državni zakoni. Vsaka država ima tako tudi lastno pravno ureditev za hedge sklade.

⁷ Podobno kot CTA je tudi CPO upravljevec denarja, ki trguje z upravljanimi terminskimi pogodbami.

- **Davki:**

Ker so hedge skladi običajno registrirani kot komanditne družbe, niso obdavčeni. Vendar pa so družabniki (njihovi ustanovitelji) davčni zavezanci za vse prihodke, odhodke, dobičke in izgube. Zato se številni skladi ustanavljajo v »off-shore« državah, kjer je davčna ureditev prijaznejša (Phillips, Surz, 2003, str. 5-9).

3.1.6 Novi predpisi SEC-a v ZDA

SEC se je odločil sprejeti sklep, da se morajo upravljavci hedge skladov pri njih registrirati, kot svetovalci za vlaganja (ang. investment advisers) do 1.2.2006. Tako zapadejo neposredno pod njihov nadzor. Svetovalci, ki upravljajo s premoženjem manj kot 15-ih strank, so bili vedno izvzeti iz registracije, vendar se je pravilo za računanje števila strank spremenilo in šteje vsak vlagatelj v skladu, in ne samo vsak sklad. To velja tudi za »offshore« svetovalce, če imajo stranke v ZDA. Po registraciji morajo svetovalci voditi računovodske knjige in zapise poslovanja in so tako izpostavljeni rutinskim preiskavam. Sprememba v štetju investorjev je stopila v veljavo 1. februarja 2006. To je sicer majhna sprememba, ki pa ima lahko velike posledice, saj se je do februarja 2006, pri SEC-u registriralo zelo malo upravljavcev hedge skladov, sedaj pa bo to potrebno, tako za tiste, ki so nastanjeni v ZDA kot za tiste, ki niso.

Gledano z davčne plati, vlagatelji v ZDA investirajo preko domačih skladov, ki so večinoma organizirani fiskalno transparentno, zato so obdavčeni preko dobička, ki ga ustvari sklad. Če pa investirajo v sklad, ki je prav tako fiskalno transparenten, vendar nastanjen izven ZDA, so obdavčeni ne glede, če je njihov dobiček razdeljen ali ne.

23. junija 2006, je Zvezno sodišče za pritožbe (Federal appeal-court) zavrnilo poziv SEC-a, da bi spremenili pravila za hedge sklade. SEC je želel popoln nadzor nad dejavnostjo. Sodišče jim tega ni odobrilo. 28. junija je na to temo razglabljal celo ameriški Kongres, natančneje Senate Judiciary Committee (Still Free, 2006).

3.2 Evropa

V zadnjih letih so različne članice EU, glede na to, da se hedge skladi vse bolj pojavljajo tudi v premoženjih domačih investorjev, predstavile specifične pravne ureditve le-teh.

Na to temo so nastali:

- Purvisovo poročilo Evropskega parlamenta;

- Po-FSAP⁸ poročilo o upravljanju s sredstvi;
- CESR-jev⁹ mandat za The Asset Management Experts Group;
- Poročilo IOSCO-a¹⁰: "Issues Arising from the Participation of Retail Investors in Hedge Funds".

V Evropi veljajo za vzajemne sklade smernice Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (UCITS). Direktiva znana kot UCITS III je dopolnila originalno UCITS februarja 2002. Le-ta sedaj dovoljuje vlaganje v izvedene finančne instrumente, instrumente denarnega trga in ne-UCITS sklade, vendar prenos skladov hedge skladov pod okrilje UCITS ni nujno povečal dostopnosti alternativnih investicij. UCITS lahko vlagajo v ne-UCITS samo v primerih da:

- So ti skladi pod istim nadzorom, kot so ti, ki spadajo pod EU zakone;
- So vlagatelji sklada isto zavarovani kot tisti, ki vlagajo v UCITS sklade.

Skladi bi morali prav tako upoštevati nekatere omejitve, ki niso skladne s strategijami hedge skladov. To so omejitve pri kratki prodaji, finančnem vzvodu in pri potrebah likvidnosti. To naredi UCITS pravila nezdržljiva s hedge skladi, vendar pa so UCITS III pravila že bolj podobna hedge sklad ureditvam.

V večini evropskih držav je tradicionalnim upravljavcem skladov dovoljeno upravljati doma in/ali »offshore« ustanovljene hedge sklade. V Veliki Britaniji veljajo ista pravila nadzora za upravljavce hedge skladov kot za ostale upravljavce naložb. Kot rezultat konference dejavnosti hedge skladov, ki je bila v letu 2004 je Financial Service Authority (v nadaljevanju FSA)¹¹ potrdila, da nima nobenih namenov oblikovati posebnega režima nadzora upravljavcev hedge skladov. Njihovo stališče je zelo pomembno za hedge sklade v EU, saj jih je večina upravljanih ravno iz Londona. V zadnjem obdobju so se hedge skladi začeli širiti tudi v Franciji, Italiji, na Irskem ter Švedskem (Hedge funds..., 2005a).

⁸ Financial Sector Assessment Program (FSAP), je program, ki pomaga najti prednosti in slabosti finančnih trgov in preprečuje pojave kriz. Deluje pod okriljem International Monetary Fund.

⁹ The Committee of European Securities Regulators (CESR) ima nalogo, da izboljša koordinacijo med nadzorniki na trgu vrednostnih papirjev, svetuje Evropski komisiji in podpira redno oblikovanje zakonodaje v državah članicah.

¹⁰ International Organization of Securities Commissions (IOSCO) je namenjena temu, da ohranja visoke standarde pravnih ureditev, izmenjuje ugotovitve, nadzoruje trge z vrednostnimi papirji in nudi pomoč pri ohranjanju tržnih integritet.

¹¹ Financial Service Authority (FSA) je regulator finančnih trgov v Veliki Britaniji.

3.2.1 Velika Britanija

V Veliki Britaniji je največja navzočnost hedge skladov v Evropi, vendar še ni ustvarjen trg hedge skladov na drobno. Hedge skladi se sicer lahko tržijo tudi majhnim vlagateljem pod pravili sprejetimi v začetku leta 2004.

Za njih je značilno (Hedge funds...,2005):

- Upravljaivec sklada je lociran v Veliki Britaniji in nadzorovan s strani FSA;
- Zanje vršijo posle, upravljajo finance, posojajo vrednostne papirje in upravljajo raziskave borzni posredniki v Londonu;
- Skladi so navadno ustanovljeni in locirani na »offshore« področjih, kot so: Kajmanski otoki, Bermudi in Britanski deviški otoki;
- Tudi administratorji so ponavadi locirani zunaj države, kjer je registriran sklad, najpogosteje na Irskem, Kajmanskih otokih in v Luksemburgu.

Hedge skladi v Veliki Britaniji lahko, kot tehnike upravljanja s premoženjem, uporabljajo:

- nekrito prodajo,
- izvedene finančne inštrumente (IFI),
- ekonomski (dolžniški) vzvod kot tudi finančni vzvod pri IFI (pod določenimi finančnimi omejitvami).

Iz tega je razvidno, da FSA nadzira samo upravljavce skladov ter borzne posrednike. Težava bi nastopila, če bi želela FSA nadzor poostriiti. Takrat bi verjetno lahko prišlo do negativnega vpliva, saj bi se še več upravljavcev prestavilo v »offshore« področja, z namenom najti okolje z ohlapnejšim nadzornim režimom. V Veliki Britaniji naj bi bilo po nekih podatkih, okoli 8.000 individualnih hedge skladov.

Prodaja hedge skladov na drobno, majhnim vlagateljem je zelo majhna. Posamezniki lahko dostopajo do skladov preko interneta ali preko svetovalca. Produkti, ki kotirajo na EU borzah in skladi skladov, ki kotirajo v Veliki Britaniji, se lahko prodajajo s prospektom (dokumentom, ki opiše osnovne značilnosti, izpostavljenost...). Če je hedge sklad ustanovljen kot nenadzorovana investicijska družba (kar jih veliko je), se lahko prodaja le najpremožnejšemu razredu vlagateljev.

V zadnjem času se povečujejo investicije majhnih vlagateljev, saj so minimalni vložki padli tudi na samo £5.000 - 10.000 (prej £50.000 – 100.000)(Hedge funds..., 2005a).

3.2.2 Nemčija

V marcu 2003 je nemški finančni minister predstavil načrt, kako hedge skladom dovoliti, da bi se od leta 2004 dalje tržili tudi v Nemčiji. Do leta 2003 skladi na področju Nemčije niso smeli uporabljati vzvoda ali kratke prodaje, kar sta dve temeljni posebnosti hedge skladov. Zaradi tega niso mogli dosegati visokih dobičkov in učinkovito konkurirati na nemškem trgu. Poleg tega je država obdavčila dohodke pridobljene iz hedge skladov. Z željo okrepiti nemško konkurenčnost, vlada načrtuje prenovo politike investicijskih skladov ter davčne zakonodaje. Predlagana zakonodaja naj bi dovolila hedge skladom (tako domačim kot »offshore«), da bodo odprti za investicije določenih tipov nemških vlagateljev. V Nemčiji so se finančni posredniki znašli z izdajo indeksnih obveznic, vezanih na določen indeks hedge skladov. Tako lahko imetniki sodelujejo pri rasti premoženja hedge skladov, po enem letu lastništva pa so tudi oproščeni davka na kapitalski dobiček.

V Nemčiji so sprejeli Investment Modernisation Act 2004, ki pokriva tako sklade skladov kot tudi sklade z enim upravljavcem. Če se registrirajo pri Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), se lahko javno tržijo, tako domači, kot tudi »offshore« skladi. BaFin odobri registracijo tujim skladom, ko vidi, da je domač nadzor dovolj uspešen. Po novih nemških Investment Act in Investment Tax Act, ki sta stopila v veljavo s 1.1.2004, lahko tudi tuji vlagatelji prodajajo hedge sklade v Nemčiji, saj nova zakonodaja ne diskriminira tujih skladov.

Tuj SHS se lahko prodaja javno, tj. širokemu krogu ljudi v Nemčiji, pod pogojem, da je pod nadzorom regulatorja iz dežele od koder prihaja in da je ta regulator pripravljen sodelovati z nemškim regulatorjem BaFin. Prav tako mora izpolnjevati naslednje pogoje (Putz, 2004):

- Tuj SHS ne more začeti z javno distribucijo v Nemčiji, preden obvesti BaFin (po tem, ko SHS obvesti BaFin, ima le ta tri mesece časa, da jo zavrne);
- Obvestilu morajo biti priložene natančne informacije o podjetju, o njihovih naložbah in o njihovem domačem nadzoru.

Poleg teh formalnih pogojev pa morajo tuji SHS izpolnjevati tudi pogoje, ki jih izpolnjujejo domači SHS in to so (Putz, 2004):

- tuj SHS lahko vlaga v hedge sklade, v likvidna sredstva (bančne depozite in inštrumente denarnega trga) do 49% svoje čiste vrednosti sredstev in sodeluje v poslih z valutnim tveganjem;

- Na ravni SHS je prepovedana uporaba izvedenih finančnih inštrumentov, nekrite prodaje in uporabe finančnega vzvoda. Seveda je skladom, kamor SHS vlagajo to dovoljeno;
- SHS-om je dovoljeno vlagati v nenadzorovane hedge sklade, vendar ne v sklade, ki ne sodelujejo v mednarodnih prizadevanjih v boju proti pranju denarja;
- Samo 20% čiste vrednosti sredstev SHS je lahko vloženi v en sklad;
- Samo dva sklada kamor vlaga SHS, sta lahko sklada istega upravljavca.

SHS mora prav tako izdajati polletne izkaze poslovanja, med drugim tudi, kako so razporejena njihova sredstva.

Samostojen hedge sklad pa v Nemčiji ne more biti prodajan širokim množicam vlagateljev, ampak zgolj zaprtemu krog vlagateljev ali izkušenim vlagateljem, kot so pokojninski skladi, zavarovalnice, premožni vlagatelji in skladi skladov. Kljub tej prepovedi, pa lahko mali vlagatelji vstopajo v hedge sklade preko določenih instrumentov, kot je strukturiran zapis povezan z določenim skladom. To velja tako za domače kot tuje hedge sklade. Ti skladi torej ne sodijo pod okrilje Investment Acta, prav tako jim ni potrebno izdajati prospekta za nemške vlagatelje. Prodaja lahko poteka samo preko kreditnih institucij ali podjetij, ki nudijo finančne storitve. Meja med prodajo širokemu ter ozko zaprtemu krogu ljudi je še vedno tema debate.

Tuji upravljavci samostojnega hedge sklada, mora nemškemu SHS-u zagotavljati naslednje informacije, da lahko SHS vanje vlaga (Putz, 2004):

- letno ali polletno poročilo,
- pogodbene pogoje in prospekt sklada,
- informacije o organiziranosti sklada, njihovem upravljanju, politiki vlaganja, upravljanju s tveganjem in o njeni skrbniški banki,
- informacije o omejitvah vlaganja, likvidnosti, velikosti uporabe finančnega vzvoda in nekritih prodaj.

3.2.3 Francija

Francija ima sorazmerno dolgo zgodovino upravljanja hedge skladov ter vlaganja vanje. Leta 1988 je bil namreč ustanovljen FCIMT »Fonds Communs d'intervention sur les marches a terme«. To je sklad, ki se ukvarja s standardiziranimi terminskimi pogodbami. Tako imajo nekateri institucionalni investitorji že več kot desetletje dolge izkušnje s hedge skladi. V Franciji institucionalne vlagatelje v glavnem predstavljajo korporacije, pokojninski skladi in zavarovalniška podjetja. V zadnjih letih so se zmanjšali donosi na vrednostne papirje z nespremenljivim donosom, zato so nekaj teh sredstev preusmerili v

sklade hedge skladov. Institucionalna raziskava French Treasurers Association »AF2I« je pokazala, da 90% institucionalnih investitorjev vlaga v produkte hedge skladov in 95% letih je zadovoljnih s temi naložbami. Ti investitorji običajno cenijo dve značilnosti hedge skladov: razpršitev tveganja na donos, ki jim ga ti prinašajo; in produkte, ki jim prinašajo izboljšane denarne donose. Zato od leta 2000 dalje intenzivno vlagajo v produkte hedge skladov, predvsem v sklade hedge skladov. Izoblikovali so novi obliki skladov, imenovani OPCVM de fonds alternatifs in ARIA-single managers, v katera lahko vložijo 10% svojih sredstev, pokazala pa se je želja, da bi vanju vlagali celo večji odstotek svojih sredstev (van Straelen, 2004).

Gledano na zadnjo tržno raziskavo podjetja Asterias je kar 64% produktov hedge skladov, ki so upravljeni v Franciji, tudi registriranih v Franciji. Ta situacija je odziv velikega povpraševanja po registriranih skladih. Prepovedano je oglaševati »offshore« hedge sklade in upravljalci so dolžni upoštevati voljo investitorjev (van Straelen, 2004).

Tabela 1: Kje so registrirani SHS in hedge skladi upravljeni v Franciji, junij 2004

Država, kjer so registrirani	Število	% skladov registriranih v dani državi	Sredstva v upravljanju v mio. €
Francija	196	64,37%	31.355,15
Irska	50	12,22%	5.951,91
Luksemburg	28	9,75%	4.748,66
Kajmanski otoki	24	8,21%	3.999,40
Britanski Deviški otoki	5	3,09%	1.504,00
Bermudi	11	1,59%	772,10
Guersney	2	0,78%	381,20
Skupaj	316		48.712,44

Vir: van Straelen, 2004, str. 3.

Marca 2003 je regulator francoskega trga, Commission des Operations de Bourse (COB), objavil svoj pogled na to pod katerimi pogoji lahko francoski upravljalci vlagajo v alternativni naložbeni razred (npr. v hedge sklade), in sicer lahko investirajo pod dogovorom o investicijskem upravljanju ali skozi nove kategorije OPCVM, ki pomenijo sklade hedge skladov.

V letu 2004 se je COB povezal z ostalimi regulatorji in postal AMF. AMF je potem organiziral nekaj krogov pogovorov o upravljanju z alternativni sredstvi. Pogovori v katerih je poleg tržnih strokovnjakov in združenj sodelovala tudi AIMA, so potekali o novih OPCVM strukturah in o vpeljavi borznega posredništva kot dejavnosti v Francijo.

Na podlagi teh razprav je AMF novembra 2004 izdal nova pravila, ki so dopolnila stara in obenem so predstavila nove oblike OPCVM. Sedaj temelji regulacija alternativnega upravljanja na dveh nizih pravil, ki nadzorujejo tako neposredno kot posredno upravljanje in veljajo tako za nove oblike naložb kot za upravljavce.

Te nove oblike OPCVM so t.i. Contractual Funds in OPCVM RIA. Contractual Funds so produkti namenjeni za investicije v vse vrste finančnih instrumentov ali bančnih depozitov. Njihov ustanovitven dokument določa njihovo politiko in omejitve pri vlaganju, njihova posebnost pa je, da niso predmet nikakršnih pravil razpršitve sredstev. Kot posledica imajo ti skladi možnost investirati v tuje sklade ne, da bi morali izpolnjevati določbe, ki jih določa OPCVM. Prav tako so brez omejitev za finančni vzvod. Constructural Funds tudi pridobijo iz zmanjšanja pomena pravil za standardne sklade in OPCVM RIA, in sicer: četrtletne NAV kalkulacije, tri mesečni rok za vnovčenje, možna »zaklenitev« sredstev do dveh let in minimalna investicija 250.000 evrov.

OPCVM RIA so francoski skladi z ohlapnejšimi pravili investiranja kot francoski standardni skladi. Delimo jih v tri kategorije: standardni OPCVM RIA, ARIAEL, OPCVM FA. Standardni OPCVM RIA je zelo podoben francoskim standardnim skladom. Dovoljeno jim je vlaganje v tuje sklade tudi do 100%. Dovoljena jim je uporaba finančnega vzvoda do 100% njihovih sredstev.

ARIAEL ali Leveraged RIA, je podoben standardnemu RIA, vendar mu je dovoljena uporaba tudi borznega posrednika. Dovoljena jim je uporaba finančnega vzvoda do 400% sredstev. OPCVM FA lahko 90% sredstev investirajo v sklade, v katerih ljudje načrtno varčujejo za določeno dobo, to so tako imenovani »target funds«, ki pa morajo biti prijavljeni na regulirani borzi (Sutour, 2005).

Francoska skupnost upravljavcev je pripravljena razviti kredibilnost hedge skladov in vzpostaviti protiutež Veliki Britaniji, kot evropskemu centeru za upravljavce hedge skladov. Težava je v tem, ker se bo francoska skupnost osredotočila le na lokalne probleme in ne bo ustanavljala produktov, ki so primerni za široko evropsko distribucijo. Drugi trgi, kot sta italijanski ali nemški, se soočajo z istimi problemi, zaradi česar razvoj lastnih trgov še bolj razdeljuje Evropo (van Straelen, 2004).

3.2.4 Italija

Želja in povpraševanje po hedge skladih sta v zadnjih letih pravi fenomen v Italiji. Leta 1999 predstavljeni vzajemni sklad posebne vrste (fondi speculativi) je vtrl pot hedge skladom na italijanskih tleh. Špekulativni sklad ima določena pravila:

- ne sme imeti več kot 100 vlagateljev,
- minimalni vložek je 500 tisoč evrov,
- sklad je lahko upravljan samo preko domačega upravljavca.

Ti produkti so namenjeni kot dodatek portfeljem z visoko neto vrednostjo, ki želijo razpršiti tveganje. Pričakovano je, da si bodo institucionalni vlagatelji ravno tako želeli takšen produkt, pri tem bi pomagali nekateri določeni olajšani pogoji vlaganj ter zmanjšan minimalni vložek.

Italijanska panoga hedge skladov nadaljuje z rastjo. 31. decembra 2005 je dosegla 17 milijard evrov. Kar pomeni, da je samo v letu 2005 zrasel kar za 44%. Trenutno deluje 34 špekulativnih SGR¹², ki upravljajo s 161 skladi. Najmanjši sklad ima komaj nekaj nad 10 vplačnikov, največji nad 2000, povprečno število vplačnikov znaša 490 na alternativnega upravljavca.

V Italiji je sektor hedge skladov večinoma sestavljen iz SHS. Trenutno 134 SHS predstavlja 96% tržni delež. Investicije v hedge sklade so 31. decembra 2004 predstavljale 3,4% celotnega investicijskega sektorja v Italiji, kar je še vedno majhno število. V letu 2006 so štartali t.i. »Open-ended non-UCITS funds«. To so skladi, ki lahko 20% svojih sredstev naložijo v domače in tuje hedge sklade, seveda če zadostijo določene pogoje. Prav tako tudi nimajo določenega minimalnega vložka (Calderoni, 2006).

3.2.5 Irska

Irska je postala najbolj priljubljena evropska država za ustanovitev reguliranega evropskega hedge sklada in mednarodnega sklada. Velja za najpomembnejšo »off-shore« območje v Evropi. Od leta 2000 irski trg nadzira Irish Financial Regulatory Authority (v nadaljevanju IFSRA), ki se je bila v sodelovanju z lokalnimi ponudniki pripravljena prilagoditi zahtevam trga in razviti nove produkte.

Največji dosežek za regulirane hedge sklade je bilo ratificiranje procesa pridobitve dovoljenja za poslovanje, ki ga je izvedla IFSRA julija 2004. IFSRA je ugotovila, da je

¹² Societa di Gestione del Risparmio (SGR) je italijanski naziv za hedge sklade ali podjetja, ki se ukvarjajo s to dejavnostjo.

glavna razlika med irskim in kajmanskim sistemom hedge skladov ta, da je dolžina in težavnost procesa pridobitve dovoljenja za poslovanje veliko večja na Irskem. Zato ga je IFSRA želela to poenostaviti. Sedaj ne bo več pregledovala dogovorov vodenja, administracije, svetovanja, distribucije in borznih posrednikov pred izdajo dovoljenja za začetek poslovanja sklada. Zagotavljanje teh dogovorov jim bodo omogočili zakonski svetovalci skladov. IFSRA bo tako zmanjšala delovno obremenitev in pridobila čas za natančnejši in učinkovitejši pregled prošenj za ustanovitev skladov. Kaže, da jim bo uspelo pospešiti ta proces.

V letu 2004 so velike bančne skupine in svetovni skladi prevzeli ali se združili s specializiranimi ponudniki storitev, ki imajo izkušnje z administracijo hedge skladov. To je doprineslo k povečanju sredstev, ki se stekajo v to področje. Zato je administracija in upravljanje s hedge skladi najbolj rastoče območje zaposlitve na Irskem. Ocenjeno je, da je 25 do 30 % svetovnih sredstev hedge skladov v administriranih v Dublinu (O' Leary, McDermonntt, 2004).

Hedge skladi so najpogosteje ustanovljeni v obliki komanditne družbe, omejitve pri registraciji sklada pa se razlikujejo glede na ciljno skupino investitorjev. Za evropske razmere ugodna zakonodaja privablja predvsem tuje hedge sklade. V primeru, da so vsi vlagatelji takšnega sklada tujci, je sklad celo neobdavčen s strani Irske (Klingersperger, 2000, str. 112). Tako je 38% hedge skladov, ki kotirajo na borzi v Dublinu irskih, volumen premoženja tujih investitorjev, pa že za nekajkrat presega domače investicije v hedge sklade (Lhabitant, 2002, str. 38).

ISFRA je junija 2004 izdala pravila (NU25), ki urejajo sklade nereguliranih skladov. Po originalnih pravilih je sklad lahko imel le 5% sredstev drugega sklada in ne več kot 10% skladov, ki jih upravlja skupina povezanih upravljavcev. Danes pa lahko ima SHS 20% vrednosti enega sklada in ni več omejitve v vrednosti skladov iste skupine upravljavcev. Prav tako je bil umaknjen minimalni vložek 12.500 evrov (Giffey, 2004).

3.2.6 Luksemburg

Tudi v Luksemburgu je že dolgo dovoljeno ustanavljanje hedge skladov, vendar zaradi nejasnosti omejitev naložbene politike do januarja 2000 le-teh skoraj ni bilo. V primerjavi z ostalimi državami EU je nova zakonodaja glede hedge skladov napredna, vendar Luksemburg še vedno ni protiutež investicijskemu centru v Dublinu. Predvsem za tuje hedge sklade je težava v tem, da mora celotno upravljanje sklada in njegov nadzor potekati v skladu z luksemburško zakonodajo (Cottier, 1997, str. 92).

Z zakonom imenovanim »Arrete ministeriel«, sprejetim 5. julija 2004, ki ureja nadzor nad kotiranjem tujih skladov na luksemburški borzi, se je Luksemburg pridružil Irski kot center za distribucijo in administracijo »offshore« skladov v Evropi (Prime, 2004).

Če hoče tuj sklad kotirati na Luksemburški borzi (LSE) mora izpolnjevati naslednje pogoje (Prime, 2004):

- Ponudnik hedge skladov mora imeti dober sloves, primerne izkušnje in zadostne finančne vire;
- Ponudniki finančnih storitev morajo imeti primerne finančne izkušnje;
- Ponudniki storitev morajo biti nadzorovani v svoji matični državi;
- Funkcije upravljavca premoženja, upravljavsko podjetje, skrbniška banka, administracijski agentje morajo biti zagotovljeni s strani različnih entitet;
- Sklad mora biti ustanovljen v državi, ki spoštuje mednarodne standarde v boju proti pranju denarja;
- Sklad mora izdajati letna in polletna poročila. Le-ta morajo biti pregledana s strani nadzornika, ki ga odobri država iz katere prihaja sklad;
- Sklad mora poročati o finančnih podatkih, kot so prospekt poslovanja in bilance stanj, CCLux-u (Centrale de Communications Luxemburg S.A.).

3.2.7 Švica

V Švici so leta 1996 razvili inovativni koncept, s katerim so omogočili dostop do hedge skladov manjšim vlagateljem in pripomogli k boljši transparentnosti panoge. Ustanovili so investicijske družbe (ang. Investment Company), neke vrste krovne sklade, ki pa niso omejeni z zakonodajo o investicijskih skladih, ampak morajo upoštevati le delniško pravo. Podjetja kotirajo na švicarski borzi, hkrati pa so 100-odstotni lastniki hedge skladov, registriranih v »off-shore« območjih. Investitorji enostavno kupujejo in prodajajo delnice teh podjetij na borzi in tako niso omejeni z minimalnim vložkom v sklad. Trženje »posrednih« hedge skladov ni dovoljeno, ampak so podjetja po zakonu celo obvezana redno obveščati javnost o svojem poslovanju. Prednost je tudi v visoki likvidnosti, ki sicer ni značilna za hedge sklade (Graf, Gruber, Gruenblicher, 2001, str. 327).

3.3 »Off-shore« območja

»Offshore« finančni centri (OFC) so veliki centri za ustanavljanje in administracijo tako vzajemnih kot hedge skladov. Britanski Deviški otoki in Kajmanski otoki sta najpriljubljenejši lokaciji. Upravljanje se vodi iz največjih mednarodnih finančnih centrov, kot sta New York in London, ampak sam sklad je registriran v OFC-jih. Prednosti OFC-jev so v tem, da nudijo nizke stroške ustanovitve podjetja in davčno ugodno okolje. Prav tako offshore skladi ne sodijo pod nadzor SEC-a, kar jim omogoča veliko svobode pri poslovanju. Po oceni naj bi veljalo, da je polovica svetovnih mednarodnih poslovnih korporacij ustanovljenih na Britanskih Deviških otokih (Funds types & offerings ..., 2006)

Glede na stopnjo nadzora deli Beike (2001, str. 55) »off-shore« območja v tri skupine. Najbolj svobodni pri poslovanju so skladi na Bahamskih otokih, Kajmanskih otokih, Britanskih deviških otokih in Nizozemskih Antilih. Njihova prednost so nizki stroški ter zelo ohlapne omejitve glede tehnik investiranja in uporabljenih finančnih instrumentov. Bermudski otoki, Jersey in Guernsey morajo kot del britanskega teritorija uporabljati strožjo zakonodajo. Najmanj liberalna je zakonodaja v evropskih »off-shore« območjih, Irski in Luksemburgu.

Nekatere evropske države kot so Francija, Irska, Italija, Luksemburg in Švedska so prav tako želele privabiti hedge sklade z gibljivejšim režimom. Irski in Luksemburgu je to dobro uspelo, saj je približno 70% evropskih hedge skladov nastanjenih v državah EU ustanovljenih v Luksemburgu in Irski (v razmerju približno 40% proti 30%). Ta dva centra sta predvsem popularna med hedge skladi, ki so upravljani iz Velike Britanije, saj hedge skladi v teh dveh centrih lahko kotirajo na borzi in so tako atraktivni za vlagatelje, ki ne smejo investirati izven EU ali v nekotirajoče obveznice. Zadnje čase pa se pojavlja veliko mednarodnih pobud proti »offshore« centrom, katere jih obtožujejo, da se poslužujejo škodljive davčne konkurence ali ne spoštujejo mednarodnih standardov v boju proti pranju denarja.

3.4 Azija

V Aziji je bil v zadnjih letih premik v smeri, da bi se hedge skladi prodajali na drobno. Dandanes se lahko tržijo na široko v Avstraliji, Hong Kongu, Japonski in Singapurju.

28. novembra 2002 je regulator trga v Hong Kongu, Securities and Futures Commission (SFC) dal »zeleno luč« prvim trem hedge skladom, to so bili en SHS in dva sklada z eno

strategijo. Od tedaj je bilo ustanovljenih še 10 novih hedge skladov: trije z eno strategijo, en povezan z garancijskim skladom in sedem SHS. Nadzorni organ v Singapurju, Monetary Authority of Singapore (MAS), pa je izdal pravila za poslovanje hedge skladov 5. decembra 2002. V Hong Kongu morajo upravljalci, če želijo, da njihov sklad dobi dovoljenje za delovanje, izpolnjevati naslednja pogoja SFC-ja (Gallaher, Kaur, 2006):

- upravljavec in skrbnik sklada morata biti primerna,
- SFC prav tako preveri primernost sklada samega, njihovo ponudbo in ustanovitvene dokumente.

Podobna je tudi ureditev v Singapurju. Tam se sicer hedge skladi delijo v tri skupine: sklad z enim upravljavcem, SHS in garantirani ali kapitalno varovan sklad. Vsaka od teh skupin ima različna pravila.

Primernost upravljavca

SFC meni, da pristojnosti na Kajmanski otokih, Britanskih deviških otokih, Bermudih, Kanalskih otokih, Singapurju, Japonski in Švici nimajo primernih režimov nadzora, zato je za ustanovitev hedge sklada v Hong Kongu lahko velika težava, če je upravljavec hedge sklada nastanjen v eni od teh držav.

Novi kriteriji, katerim morajo zadostiti upravljalci skladov, ki so registrirani v Hong Kongu (Gallaher, Kaur, 2006):

- Upravljavec mora imeti v upravljanju vsaj 100 milijonov ameriških dolarjev sredstev hedge sklada (v Singapurju ni takšnih določitev);
- Upravljavec mora imeti vsaj dva sodelavca z zadostnimi izkušnjami. To pomeni, da mora upravljavec sklada z enim upravljavcem imeti vsaj 5 let izkušenj s strategijami hedge skladov na splošno in dve leti izkušenj s strategijo vezano na sam sklad. Za SHS pa to pomeni 5 let splošnih upravljavskih izkušenj s hedge skladi in 2 leti izkušenj s SHS (podobno ureditev imajo tudi v Singapurju);
- Vzpostavljena morata biti primerna sistema upravljanja s tveganjem in notranje kontrole. Pri SHS pa mora biti zagotovljen skrben pregled poslovanja pri izbiri in nadzoru teh skladov (podobno v Singapurju).

SFC te določitve ostro izvaja in zahteva njihovo dosledno spoštovanje.

Primernost sklada samega

V Hong Kongu in Singapurju so izdali pravila, ki jih mora spoštovati sklad sam. Sklad lahko precej prosto izbira uporabo strategij, vendar mora zagotavljati primeren vpogled.

SHS-i še vedno ne smejo vlagati v upravljane račune. Agenti, ki oglašujejo sklad javnosti, igrajo pomembno vlogo v izobraževanju in varovanju vlagateljev. Upravljaivec mora biti zato zelo pozoren pri izbiri le-teh, zagotavljanju potrebnih informacij in izobraževanju.

V Hong Kongu in Singapurju imajo nizke minimalne zneske vložkov v SHS-e, za sklad enega upravljavca pa so le-ti nekoliko višji. Sklad je lažje ustanoviti v Singapurju kot v Hong Kongu. V Avstraliji in na Japonskem morajo biti hedge skladi registrirani pod določeno zakonodajo, preden se lahko javno tržijo. Na Japonskem hedge sklade obravnavajo kot obveznice in so urejeni s Securities & Exchange Law, kar pomeni, da se jih registrira in vodi kot obveznice. Skladi morajo biti licencirani in njihove ponudbe morajo biti urejene pod določenimi pogoji. Dostopni pa so vsem razredom vlagateljev. Davčna zakonodaja azijskih hedge skladov se razlikuje med državami (Gallaher, Kaur, 2006).

3.5 Povzetek

Produkt hedge skladi je zelo razširjen po svetu. Najstarejšo zgodovino ima v ZDA, vendar dobiva protiutež v evropskih hedge skladih. Hedge skladi so v Evropi najbolj razširjeni v Veliki Britaniji. V Londonu je locirana večina upravljavcev skladov, medtem ko so skladi sami ustanovljeni in locirani večinoma na »offshore« območjih, saj je tam ugodnejša davčna zakonodaja ter manjši nadzor. Za administracijo skladov sta najpomembnejši območji v Evropi Irska in Luksemburg. Ameriški trg hedge skladov ima prednost pred evropskim tudi v tem, da je pravna ureditev jasno določena in uzakonjena (Securities Act 1933, Investment Company Act 1940,...). Evropi torej manjka enotna zakonodaja, ki se ne bi razlikovala po posameznih državah EU. Enoten sistem nadzora in usklajene davčne obremenitve bi evropski trg približala ameriškemu. Dejavnost ima še veliko pomanjkljivosti, zaradi tega se snujejo nove rešitve, kako bolje pravno urediti in poskrbeti za nadaljnji razvoj dejavnosti same.

4 ALTERNATIVE DANAŠNJI PRAVNI UREDITVI IN HEDGE SKLADI V PRIHODNOSTI

Čeprav se je nadzor hedge skladov v zadnjih letih zelo razvil in so bile fiskalne omejitve v nekaterih zakonodajah odpravljene, vseeno ostaja želja, da bi nadzorniki pravila in prakso še izboljšali. Potekajo številne razprave, kako nadzorovati aktivnosti upravljavcev, ki so postali zelo vplivni in veliki igralci na trgu.

Popolni pogoji za rast hedge skladov zahtevajo, da so izpolnjeni trije pogoji (Phillip, Mellor, 2005):

- nadzor usmerjen bolj na stopnje tveganja in ne na to, kako je sklad voden,
- ni davčne diskriminacije hedge skladov,
- močnejši okvirji vladanja podjetjem.

Učinkovit sistem pravne ureditve dejavnosti hedge skladov mora uskladiti ker nekaj pomembnih vprašanj (Westbrook Jr., 2003):

- Prevelike omejitve lahko povzročijo umik hedge skladov na »off-shore« območja;
- Investicije in strategije hedge skladov so tako raznovrstne (in kompleksne), da večina vlagateljev nima dovolj znanja, da bi jih lahko uspešno nadzirala;
- Institucionalni vlagatelji začenjajo več investirati v hedge sklade, kar lahko zagotovi znatno rast tega sektorja v prihodnosti.

4.1 Predlog ureditve in harmonizacija hedge skladov v EU

Idealno bi bilo, da bi Evropa imela enoten sistem nadzora in usklajene davčne obremenitve, ampak za to je zelo malo možnosti. Oktobra 2003 je John Purvis (MEP) predlagal enoten sistem nadzora za »napredne alternativne sisteme vlaganj«, ki vključuje hedge sklade v vseh državah EU. Obstaja nekaj znakov, da Evropska komisija namerava sprejeti novo zakonodajo ali pa bi lahko vsaj spremenila UCITS in MiFID direktive. S strani davkov je širok pritisk, da bi umaknili davčne obremenitve iz UCITS skladov, kar bi imelo lahko vpliv tudi na hedge sklade.

Januarja 2004 je Evropski parlament sprejel resolucijo o hedge skladih, ki je temeljil na prejšnjem poročilu Economic and Monetary Affairs Committee (EMAC). Sklep je vseboval naslednje predloge (Caffey, Overett, 2004):

- Vzpostavitev nadzornega režima za »sophisticated alternative investment vehicles« (SAIV), poleg hedge skladov bi pokrival tudi blagovne sklade, valute in lastništvo;
- Režim nadzora za SAIV naj ne bi bil preoster in bi vzpodbujal nastajanje novih skladov na domačih tleh;
- Upravljalci SAIV naj bi prosto uporabljali inovativne tehnike in instrumente, kot so kratka prodaja, finančni vzvod in izvedeni finančni instrumenti;
- Prodaja, amortizacija, prodajna okna in vrednostne frekvence so lahko izključene iz dolgoročnih investicijskih skladov;
- SAIV potni list bi veljal za usklajeno trženje po EU;
- Oglaševalci, direktorji in upravljalci SAIV bi morali biti nadzorovani, vendar bi se režim moral osredotočiti na distribucijo in metode prodaje;
- Pospešitev dostopa vlagatelja do SAIV in razširitev dostopa na majhne vlagatelje;
- Razviti samonadzor;
- SAIV naj bi izvajal dnevne kontrole tveganja;
- Komisija mora kaznovati države članice, ki diskriminirajo SAIV nastanjen v drugi državi članici, tako zaradi drugačne obdavčitve, kot zaradi drugačnih potreb nadzora ali drugo.

Resolucija spoznava, da narašča zanimanje za hedge sklade tako s strani institucionalnih vlagateljev, kot tudi privatnih. Resolucija predlaga, da bi se regulacija koncentrirala na dajanju informacij vlagateljem, da se zagotovi, da se le-ti zavedajo tveganja in razlike med SAIV in UCITS. Prav tako dela na tem, da bi omogočila in vzpodbudila vlaganje v hedge sklade tudi s strani malih vlagateljev. Kaže tudi na nek razumen korak, kako oblikovati vseevropski režim hedge skladov (Caffey, Overett, 2004). Namen te resolucije je, da bi offshore sklade predstavili na domača tla in jim priskrbeli prednosti evropskega potnega lista. Predstavniki dejavnosti so povabljeni, da ustvarijo samonadzorno politiko poslovanja.

Kot odgovor na resolucijo Evropskega parlamenta je Evropska komisija ustanovila štiri strokovne skupine tržnih poznavalcev, da ocenijo integracijo evropskih finančnih trgov. Strokovne skupine so predlagale komisiji naj pregleda EU nadzorne okvire, da bi lahko dovolila trenutno neusklajenim produktom kot so hedge skladi, vstop na EU trg, seveda pod določenimi varnostnimi ukrepi. Trenutna UCITS ureditev bi lahko bila osnova za regulacijo, vendar nadgrajena z določili, ki vključujejo specifično naravo teh produktov.

Evropska komisija in Evropski svet predsednikov vlad še nista sprejela predloga Evropskega parlamenta in priporočil strokovnih skupin. V zadnjem »Green Paper«, ki ga izdaja Evropska komisija za naslednjih pet let, še ni bilo opaženih nikakršnih namer za ureditev hedge skladov (Garbaravicius, Dierick, 2005).

European Fund and Asset Management Association (EFAMA) je prišla do zaključka, da sta dve možnosti za naslednje akcije v smeri uskladitve hedge skladov na EU ravni. Ena možnost je v dograditvi smernic UCITS. Druga možnost pa je, da se osredotočimo na določen tip investitorja, kateremu je ponujen sklad, na primer s harmonizacijo pravil vlaganja v sklad. To bi lahko bil del širših nadzornih akcij, ki lahko vključujejo distribucijo finančnih instrumentov (Towards harmonization..., 2005).

V želji oblikovati usklajen hedge sklad in temelje za distribucijo tega sklada širši množici, moramo upoštevati naslednja vprašanja (Hedge Funds Regulation..., 2005):

- Odobritev investicij skladov UCITS v hedge sklade za harmonizacijo SHS. Ta problem bi lahko rešil CESR;
- Priskrbeti ohlapnejše omejitve za naložbe in večje možnosti uporabe finančnega vzvoda, kot ga za sedaj dovoljuje UCITS;
- Vpeljava večje stopnje transparentnosti do tveganja hedge skladov in strategij, ki jih le-ti uporabljajo, v primerjavi s potrebami nesofisticiranih UCITS;
- Postaviti pravila, ki urejajo razmerje z borznimi posredniki;
- Problem t.i. "insolventnosti" hedge skladov, ki nastopi takrat ko sredstva ne morejo pokriti obveznosti do strank. To je zelo pomembno vprašanje, zlasti tedaj, ko sklad namerava uporabljati tudi finančni vzvod.

4.2 Prodaja hedge skladov na drobno

Kar nekaj držav je sledilo trendu, ki so ga postavili v Aziji (npr. Singapurju), da omogočijo distribucijo hedge skladov tudi malim vlagateljem, vendar so rezultati teh hedge skladov na drobno slabi. Uspelo jim je zbrati samo \$30 milijonov in v Hong Kongu samo \$65 milijonov. Glede na to, da je bila pravna ureditev skladov v Evropi pripravljena pred kratkim, je še prehitro govoriti o njenem uspehu ali obratno. Strokovnjaki predvidevajo zelo počasen zagon hedge skladov na drobno v Evropi, z možno izjemo v SHS-ih, kjer bo povpraševanje zelo veliko. Po podatkih FSA v Veliki Britaniji ni velike želje po prodaji hedge skladov na drobno in tudi ne velikega povpraševanja vlagateljev po njih (Ferguson, 2004).

Pravna ureditev, ki je sedaj v veljavi, zahteva, da sta upravljavec in/ali hedge sklad odobrena. To pomeni, da bodo morali hedge skladi pripravljati prospekte s poročili, kot jih pripravljajo normalni investicijski skladi. UCITS III direktiva bi morala oblikovati posebna

poenostavljena pravila glede prospekta in kapitala. Vzpostaviti bi bilo potrebno nekakšno »etično« kodo distribucije.

Trenutno pravna ureditev UCITS ne pokriva hedge skladov. Vključitev hedge skladov v nova UCITS določila in njihov evropski potni list, bosta znatno povečala distribucijo hedge skladov na drobno v Evropi, istočasno bo vključitev v te smernice prinesla ostrejši nadzor, ostrejša pravila razpršitve premoženja in manjši dovoljeni finančni vzvod. Vse to bo zmanjšalo možnost uporabe strategij, kar bo zmanjšalo tudi njihovo učinkovitost.

Če bo prihodnja smer v omejevanju hedge skladov, bo prišlo do povečanja možnosti zmanjšanja donosov in donosi hedge skladov bodo izražali vse bolj pozitivne korelacije s tradicionalnimi naložbami. Možnosti arbitraž bodo ob povečanem povpraševanju postale vse verjetnejše (Ferguson, 2004).

Evropski trg hedge skladov na drobno ima dobre možnosti, da se ugodno prilagodi povpraševanju na trgu. Pri Asterias predvidevajo da je 18% od 75 milijarde evrov sredstev skladov na drobno investiranih v produkte, ki so povezani s hedge skladi. »Severne« trge (Norveška, Švedska, Finska) Asterias ocenjuje na 5 milijard evrov. Novi produkti nastajajo tudi na italijanskem trgu hedge skladov na drobno. Vse več ponudnikov hedge skladov se odziva na povpraševanje, zaradi česa prihaja do nastanka novih produktov (Cox, 2005).

4.3 Alternativne možnosti pravne ureditve hedge skladov

Rast in inovacije v sektorju hedge skladov so nase privabile pozornost finančnega sektorja, ker naj bi uživali nedosegljivo zakonsko fleksibilnost. Dejavnost hedge skladov se spreminja iz dejavnosti, ki je imela popolno kontrolo nad viri financiranja, v dejavnost, ki se mora prilagoditi investicijskemu povpraševanju, da lahko pričakuje rast investicij. Izziv nadzornikom je, da ustvarijo ogrodje, ki se bo prilagodilo upravljavski fleksibilnosti sklada in obenem ponujalo primerno orodje za nadzor upravljavcev.

Rast institucionalnih investicij v hedge sklade ponuja pristop do regulacije, ki bi uravnotežila upravljavsko fleksibilnost in ustvarila nadzorno učinkovitost, iz katere bi pridobili vsi tipi vlagateljev. Če dejavnost priskrbi investitorjem ustrezna nadzorna orodja, Harvey Westbrook Jr. (2003) pričakuje dva možna scenarija. Prvi je porast podatkov o hedge skladih, kar bo vodilo do več raziskav na to temo. Drugi je, da bodo institucionalni vlagatelji postali reden vir investicij v dejavnost hedge skladov. Tekmovanje za ta nov vir

investicij bo imelo temeljne strukturne posledice za celotno dejavnost (Westbrook Jr., 2003).

4.3.1 Omejevanje vlagateljev

V določilih SEC-a smo videli, da obstajajo številne omejitve za vlagatelje v hedge sklade, npr.: njihovo maksimalno število in kakšno je njihovo premoženje. Pojavljajo se pobude, da bi se poostriili standardi za status poučenih vlagateljev, ki vlagatelje omejujejo glede na njihovo premoženje. Vendar je vprašanje, če je to res pravi način za obvarovanje vlagateljev. V primeru, da se omejitve poostrijo, bodo mnogi sedanji vlagatelji morali poiskati druge vrste naložb, kar bi škodilo rasti dejavnosti. In prav rast dejavnosti je pomembna za upravljavce skladov. Le-ti kot vire svoje rasti ne vidijo več toliko v poučenih vlagateljih, temveč v drugih virih. Vse več investicij v hedge sklade je s strani institucionalnih vlagateljev in ravno na njih naj bi slonel prihodnji razvoj dejavnosti (Westbrook Jr., 2003).

4.3.2 Omejitve portfelja

Drug pristop nadzora bi omejil izbor portfeljskih strategij, ki jih hedge sklad lahko uporablja. Takšen nadzor bi omejil sredstva, ki jih ima sklad ali postavil omejitve na oblike strategij, ki jih skladi uporabljajo.

Pristop izhaja iz dejstva, da dandanes nekateri hedge skladi postajajo vse bolj podobni navadnim investicijskim podjetjem, hedge skladi pa za razliko od teh niso nadzirani. Tako z dobičkom, ki ga ustvarjajo, privabljajo vedno več investicij. Potencialni vlagatelji v hedge sklade so današnji vlagatelji v vzajemne sklade, saj jih vsekakor privabljajo »zagotovljeni« donosi.

Nadzori, ki omejujejo izbor uporabe strategij, lahko povzročijo kar nekaj problemov. Prvič ne vplivajo na celotno dejavnost enako, saj so omejitve po svetu različne in zato bodo hedge skladi vedno poiskali ugodnejšo rešitev in se po potrebi tudi preselili v »off-shore« območja. Izziv nadzornikov je torej nadzorovati hedge sklade tako, da jim dovolijo dovolj fleksibilnosti, da dobičkonosno poslujejo doma. Najti morajo srednjo pot med omejitvijo izbire investicijskih možnosti in obvarovanjem vlagateljev (Westbrook Jr., 2003).

4.3.3 Vpogled v poslovanje

Vpogled v poslovanje ni primerno orodje za nadzor hedge skladov. Da bi bil vpogled v poslovanje učinkovit nadzorni postopek, bi morali vlagatelji biti sposobni spremljati in razumeti posledice upravljavčevih odločitev. Investitorjem vpogled v zapletene dolgo/kratke strategije, nelikvidne holdinge, arbitražne strategije z izvedenimi finančnimi inštrumenti in druge dinamične strategije, ki jih uporabljajo hedge skladi, ne predstavljajo bistveno koristnih informacij, poleg tega pa bi lahko bilo razkritje teh informacij konkurentom celo usodno za sklad (Westbrook Harvey, Jr., 2003).

4.3.4 Borzni posredniki

Nadzorniki ne potrebujejo novih pravil, temveč predvsem znanje. Trenutni sistem, ki zagotavlja nadzornikom, da nadzorujejo hedge sklade preko borznih posrednikov, je dobra podlaga. Borzni posredniki, ki so običajno podaljšane roke investicijskih bank, nudijo hedge skladom širok izbor storitev, posojanje obveznic, transakcije povečane z vzvodom in upravljanje z denarjem. So tudi blizu trgu in lahko nadzornike redno obveščajo. Ker tvegajo z lastnim denarjem, je v njihovem interesu, da so na tekočem o tem, kar delajo hedge skladi. Ameriški regulatorji bi naredili najboljše, če bi se zanesli na interes in dobro informiranost borznih posrednikov. Hedge skladi so ena najbolj dinamičnih sil v finančnem svetu. Mnogi zagovarjajo stališče, da bi jih bilo najboljše pustiti proste (The wilder side..., 2006).

SKLEP

Celotna velikost hedge skladov je še vedno relativno majhna, vendar je, bolj kot velikost, pomembna njihova vloga na globalnih finančnih trgih, ki pa je izredno velika. Hedge skladi imajo precej pozitivnih vplivov na finančne trge. Eden najpomembnejših je, da postajajo zelo pomembni ustvarjalci likvidnosti. Prežijo na določene neučinkovitosti trgov z arbitražo cenovnih razlik med trgi in s tem prispevajo k procesu oblikovanja cene. V tem smislu ni težko zagovarjati stališča, da prispevajo k nadaljnji integraciji finančnih trgov. Navzočnost hedge skladov prav tako vodi v razvoj boljših tehnik obvladovanja tveganja in povečuje razporeditev tveganja med člane trga.

Hedge skladi pa imajo lahko tudi negativne vplive na finančne trge. Eden glavnih problemov je uporaba finančnega vzvoda, kar diplomsko delo nazorno prikaže na primeru

skorajšnjega propada sklada LTCM. Ob težavah, v katerih se je znašel LTCM, se nevarnost še potencira, če se uporablja finančni vzvod. Njihovo delovanje na trgih je lahko destabilizacijsko, če so na njih veliki akterji in imajo vpliv na gibanje trga. Finančna stabilnost je lahko ogrožena, če se skupina srednje velikih skladov istočasno znajde v težavah. To se lahko zgodi, če so skladi uporabljali iste strategije ali če pride do padca zaupanja vanje.

Tveganje finančne stabilnosti navadno vpliva na podjetja in trge iz različnih delov sveta, zato je najlažje ublaženo skozi nadzor, ki je voden globalno. Na področju večje preglednosti dejavnosti so bili doseženi manjši napredki. Odkritost panoge bi okrepila tržno disciplino in zmanjšala sistemsko tveganje, vendar se je napredek v tej smeri ustavil. Predvsem zaradi nastanitve večine t.i. *Highly Leveraged Institutions* v »offshore«
področjih. Vendarle je bil ustvarjen določen napredek v pretoku podatkov med hedge skladi, njihovimi investitorji in strankami. Preglednost pa še vedno ostaja daleč od uresničitve. Če bi se dodatno izboljšal pretok teh informacij in odkritost do nadzornikov, bi se zmanjšala potreba po javni preglednosti (transparentnosti).

Hedge skladi so najbolj razširjeni in imajo najdaljšo zgodovino v ZDA. Novost v njihovi zakonodaji je predpis, ki ga nadzira SEC in pravi, da se morajo do 1.2.2006 upravljalci hedge skladov pri njih registrirati, kot svetovalci za vlaganja. Tako zapadejo direktno pod SEC-ov nadzor. Po registraciji morajo svetovalci voditi računovodske knjige, zapise poslovanja in so izpostavljeni rutinskim preiskavam.

23. junija 2006 je Zvezno sodišče za pritožbe (Federal appeal-court) zavrnilo poziv SEC-a, da bi spremenili pravila za hedge sklade. SEC je želel popolno nadzorovati dejavnost. Sodišče jim tega ni odobrilo. 28. junija je na to temo razglabljal celo Ameriški kongres, natančneje Senate Judiciary Committee.

V Evropi je bila februarja 2002, sprejeta nova direktiva znana kot UCITS III, ki je dopolnila originalno UCITS. Le-ta sedaj dovoljuje vlaganje v izvedene finančne inštrumente, inštrumente denarnega trga in ne-UCITS sklade. Vendar pa prenos skladov hedge skladov pod okrilje UCITS ni nujno povečalo dostopnost alternativnih investicij. UCITS lahko vlagajo v ne-UCITS samo v primerih, da: so ti skladi pod istim nadzorom, kot so ti, ki spadajo pod EU zakone in so vlagatelji sklada isto zavarovani kot tisti, ki vlagajo v UCITS sklade. Skladi UCITS III morajo prav tako upoštevati nekatere omejitve, ki niso skladne s strategijami hedge skladov. To so omejitve pri kratki prodaji, finančnem vzvodu in pri potrebah likvidnosti. To naredi UCITS pravila nezdržljiva s hedge skladi.

Pri tem so UCITS III pravila že bolj podobna hedge sklad ureditvam, kot so bila v preteklosti.

V večini evropskih držav je dovoljeno upravljati doma in/ali »offshore« ustanovljene hedge sklade. V Veliki Britaniji veljajo ista pravila nadzora za upravljavce hedge skladov kot za ostale upravljavce naložb. Kot rezultat konference dejavnosti hedge skladov, ki je bila v letu 2004, je FSA potrdila, da nima nobenih namenov oblikovati posebnega režima nadzora upravljavcev hedge skladov. Njihovo stališče je zelo pomembno za hedge sklade v EU, saj jih je večina upravljanih iz Londona. V zadnjem času so se hedge skladi začeli širiti tudi v Franciji, Luksemburgu, Italiji, na Irskem in Švedskem. Te države so hotele privabiti hedge sklade z gibljivejšim režimom. Irski in Luksemburgu je to dobro uspelo, saj je kar okoli 70% evropskih hedge skladov nastanjenih v državah EU, ustanovljenih v Luksemburgu in na Irskem (v razmerju približno 40% proti 30%). Ti dve območji sta predvsem popularni med hedge skladi, ki so upravljani iz Velike Britanije, saj hedge skladi na teh dveh območjih lahko kotirajo na borzi in so tako atraktivni za vlagatelje, ki ne smejo investirati izven EU ali v nekotirajoče obveznice. Ti dve državi sta nekakšna evropska »offshore« centra. »Offshore« finančni centri (OFC) so veliki centri za ustanavljanje in administracijo tako vzajemnih kot tudi hedge skladov. Britanski Deviški otoki in Kajmanski otoki sta najbolj popularni lokaciji. Upravljanje se vodi iz največjih mednarodnih finančnih centrov, kot sta New York in London, sam sklad pa je registriran v OFC. Prednosti OFC so v tem, da nudijo nizke stroške ustanovitve podjetja in davčno ugodno okolje. Nad »offshore« skladi je nadzor težji in zato posledično manjši, kar jim omogoča veliko svobode pri poslovanju.

V Evropi je pripravljen predlog, kako urediti in uskladiti dejavnost hedge skladov in drugih alternativnih naložbenih strategij, ki so jih imenovali »sophisticated alternative investment vehicles« (SAIV). Režim nadzora nad SAIV naj ne bi bil preoster in bi tako spodbujal nastajanje novih skladov na evropskih tleh ter bi jim priskrbeli prednosti evropskega potnega lista, kar bi jim omogočilo usklajeno trženje v EU. Razviti bi morali samonadzor. Oglaševalci, direktorji in upravljavci SAIV bi morali biti nadzorovani, vendar bi se režim moral osredotočiti na distribucijo in metode prodaje. Prodajali bi jih lahko tudi majhnim vlagateljem. Upravljavci SAIV naj bi prosto uporabljali inovativne tehnike in instrumente, kot so kratka prodaja, finančni vzvod in izvedeni finančni instrumenti.

V določilih SEC-a je vidno, da obstaja veliko omejitev za vlagatelje v hedge sklade, npr. koliko je njihovo maksimalno število in kakšno je njihovo premoženje. Vendar je vprašanje, če te omejitve res nudijo varnost vlagateljem. Če ta pravila še zaostriamo bo nekaj vlagateljev izgubilo možnost vlagati v hedge sklade, kar bo zmanjšalo njihove

možnosti razpršitve premoženja. Torej je izziv nadzornikov nadzorovanje hedge skladov na način, da jim pustijo dovolj fleksibilnosti, da dobičkonosno poslujejo doma. Najti morajo srednjo pot med omejitvijo izbire investicijskih možnosti in obvarovanjem vlagateljev. Učinkovit sistem regulacije dejavnosti hedge skladov mora paziti na prevelike omejitve, ki lahko povzročijo umik hedge skladov na »off-shore« območja. Prav tako mora nadzornik razumeti strategije hedge skladov, da jih lahko potem uspešno nadzira. Potrebno je zagotoviti možnosti institucionalnim vlagateljem, da se normalno vključijo v to dejavnost, kar bi zagotovilo znatno rast te dejavnosti tudi v bodoče.

Če nad udeleženci na trgu ni nobenega nadzora, se ustvarja možnost, da nekateri to začno izkoriščati sebi v prid in v škodu drugih, manj poučenih vlagateljev. Če hočemo trg, ki bo dobro deloval in bo učinkovit, moramo imeti pravila in ljudi, ki skrbijo, da se ta pravila spoštujejo. Ljudje se morajo zavedati, da nespoštovanje pravil prinaša posledice.

Zaključimo lahko, da je regulacija potrebna, saj dejavnost hedge skladov hitro pridobiva na pomenu in že zdaj igra zelo pomembno vlogo na globalnih finančnih trgih. Po eni strani si ne moremo privoščiti novega primera LTCM, po drugi strani pa prestrog nadzor lahko zavre razvoj dejavnosti. Nadzor je potrebno uskladiti tudi z možnostjo, da se dejavnost odpre za male vlagatelje, torej, da se razred alternativnih naložb ponudi tudi na trgu na drobno.

LITERATURA

1. Anson Mark J. P.: Handbook of Alternative Assets. New York : John Wiley & Sons, Inc. 2002. 502 str.
2. Beike Rolf, Schluetz Johannes: Finanznachrichten lesen-verstehen-nutzen. 3. Auflage. Stuttgart : Schaeffer-Poeschel, 2001. 789 str.
3. Bekier Matthias: Marketing of Hedge Funds. Bern : Lang, 1996. 559 str.
4. Blum Catherine: Integration nicht traditioneller Asset Classes in die Vermoegensverwaltung von High Net Worth Individuals. Bern : Paul Haupt, 1997. 280 str.
5. Crerend Wiliam J.: Fundamentals of Hedge Fund Investing – A Professional Investor's Guide. New York: McGraw-Hill, 1998. 183 str.
6. Cottier Philipp: Hedge Funds and Managed Futures. Bern : Paul Haupt, 1997. 292 str.
7. Edwards Franklin R., Liew Jimmy: Hedge Funds versus Managed Futures as Asset Classes. Journal of Derivatives, London, 6(1999), 4, str. 45-64.
8. Ferguson Michael: Hedge Funds entering the “Mass-Market” arena. Ernst & Young Luxemburg, februar 2004
9. Garbaravicius Thomas, Dierick Frank: Hedge funds and their implications for financial stability. Occasional paper series no. 34. European Central Bank, 2005. 76 str.
10. Graf Steffen, Gruber Alfred, Gruenblicher Andreas: Private Equity and Hedge Funds. Frankfurt am Main : Frankfurter Allgemeines Buch, 2001. 349 str.
11. Healey Thomas J., Hardy Donald J.: Growth in Alternative Investments. Financial Analysts Journal, Charlottesville, 53(1997), 4, str. 58-65.
12. Ineichen Alexander M.: The Search of Alpha – Investing in Hedge Funds. London : UBS Werbung, 2000. 182 str.
13. Jensen Gerald R., Johnson Robert R., Mercer Jeffrey M.,: Time Variation in Benefits of Managed Futures. Journal of Alternative Investments, London, 5(2004), 4, str. 41-50.
14. Jesenek Mateja: Alternativne oblike investiranja: skladi hedge skladov. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), str. 2-7.
15. Klingersperger Birgit: Hedge Fonds in den USA und ausgewaehlten Laendern der EU. Wien : Wirtschaftsuniversitaet Wien, 2000. 186 str.
16. Lake Ronald A.: Evaluating and Implementing Hedge Fund Strategies. 2. ed. London : Euromoney Books, 1999. 446 str.
17. Lhabitant Francois-Serge: Hedge Funds – Myths and Limits. London : John Wiley & Sons Ltd, 2002. 268 str.

18. Liang Bing: Alternative Investments: CTAs, Hedge Funds and Funds of Funds. Journal of Investment Management, London, 2(2004), 4, str. 1-18.
19. McCracken Sheelagh, Sheedy Elizabeth: Derivatives, The Risk that Remain. St Leonards: Allen Unwin, 1997. 218 str.
20. Ferguson Michael: Hedge Funds entering the "Mass-Market" arena. Ernst & Young Luxemburg, februar 2004
21. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana : GV založba, 2002. 682 str.
22. Opiela Nancy: Alternative Investments: Is Now the Time?. Journal of Financial Planning, Denver, 15(2002), 10, str. 58-65
23. Phillips, Surz: Hedge Funds. Hoboken, New Jersey : John Wiley & Sons, Inc. 2003. 211 str.
24. Prohaska Zdenko: Finančni trgi Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2004. 205 str.
25. Schneeweis Thomas, Georgiev Georgi: The Benefits of Managed Futures, 2002. 12 str.

VIRI

1. Caffey Joe, Overett Somnier Johnatan: The european parliament wants hedge funds to come onshore. AIMA Journal, april 2004
2. Calderoni Cristina: Hedge funds in Italy: An Industry Update. AIMA Journal, marec 2006.
3. Cox Hugo: Retail fund of funds in the U.S. and Europe.
URL: [http://www.hedgefundnews.com/news_n_info/article_detail.php?id=278], 2005.
4. Funds types & offerings: International funds. GreenTraderTax
URL: [<http://www.greencompany.com/HedgeFunds/OffDocOffshore.shtml>], 2006.
5. Gallaher Rory, Kaur Karen Retail: Hedge funds in Hong Kong and Sinapore. AIMA Journal, april 2006.
6. Giffey Hilary: Regulated hedge funds – Further Progres in Ireland. Kilroys Solicitors. AIMA Journal, september 2004
7. Hedge Funds Regulation in Europe. A comparative survey. EFAMA, November 2005
8. Hedge funds: A catalyst reshaping global investment. Študija CREATE in KPMG International, 2005.
9. Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement, Financial Services Authority, junij 2005a
10. Implications of the Growth of Hedge Funds, SEC, 2003
11. O' Leary Peter, McDermonntt Brian: Hedge funds in Ireland – a review of developments during 2004 and the outlook for 2005. AIMA Journal, december 2004

12. Phillip Graham and Mellor Robert: Regulators have duty to ensure the steady development of hedge funds. AIMA Journal, September 2005
13. Prime Didier: Luxemburg Stock Exchange is opening up to Offshore Funds. AIMA Journal, december 2004
14. Putz Achim: Hedge fund opportunities in Germany. AIMA Journal, junij 2004
15. Still Free. The Economist, London,
URL: [http://www.economist.com/opinion/displaystory.cfm?story_id=E1_STTQQQS],
junij 2006.
16. van Straelen Sophie: France: a new market place for hedge funds?. AIMA Journal, februar 2004
17. Sutour Jerome: The evolution of the regulation of alternative management in France. AIMA Journal, februar 2005
18. The wilder side of finance. The Economist, London,
URL: [http://www.economist.com/opinion/displaystory.cfm?story_id=E1_STTQQQS],
junij 2006.
19. Towards harmonization of hedge funds?, EFAMA, 2005.
20. Westbrook Harvey, Jr.: Hedge Fund Industry Structure and Regulatory Alternatives. AIMA Journal, september 2003