UNIVERZA V LJUBLJANI

EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

NALOŽBENE STRATEGIJE »HEDGE SKLADOV« IN NJIHOVA USPEŠNOST

LJUBLJANA, JUNIJ 2004 ALENKA RECELJ

IZJAVA

Študentka Alenka Recelj izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Silve Deželan in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne: 4.6.2004 . Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD 1

2. OPREDELITEV HEDGE SKLADOV 2

3. RAZVOJ HEDGE SKLADOV 3

4. ZNAČILNOSTI HEDGE SKLADOV 6

4.1. PRAVNA UREDITEV HEDGE SKLADOV V ZDA IN EVROPI 7
4.2. VLAGATELJI IN MINIMALNA INVESTICIJA V HEDGE SKLADE 8
4.3. PROVIZIJE, LIKVIDNOST IN PREGLEDNOST POSLOVANJA HEDGE SKLADOV 10
4.4. NALOŽBENE TEHNIKE HEDGE SKLADOV 11
4.4.1. Finančni vzvod 12
4.4.2. Nekrita prodaja 12
4.4.3. Zavarovanje pozicij 13
4.4.4. Arbitraža 15
4.4.5. Izvedeni finančni instrumenti 15

5. KLASIFIKACIJA IN PREGLED ALTERNATIVNIH NALOŽBENIH STRATEGIJ HEDGE SKLADOV 16

5.1. STRATEGIJE RELATIVNE VREDNOSTI 17
5.2. DOGODKOVNE STRATEGIJE 19
5.3. OPORTUNISTIČNE STRATEGIJE 21
5.3.1. Strategije dolgih/kratkih pozicij 21
5.3.2. Sektorska strategija 22
5.3.3. Makro strategija 23
5.3.4. Strategija nekrite prodaje 24
5.3.5. Strategija investiranja na porajajoče se trge 24

6. MERJENJE USPEŠNOSTI HEDGE SKLADOV 24

6.1. POMEN »BENCHMARKA« IN TEŽAVE PRI UVELJAVITVI USTREZNEGA INDEKSA 25
6.2. IZRAČUN DONOSNOSTI IN TVEGANJA PREMOŽENJA HEDGE SKLADA 26
6.2.1. Donosnost premoženja hedge sklada 27
6.2.2. Tveganje premoženja hedge sklada 28
6.2.2.1. Spodnja polvarianca in spodnji odklon 29
6.2.2.2. Verjetnost donosnosti pod ciljno donosnostjo 30
6.2.2.3. Varianca in tveganje pod ciljno donosnostjo 31
6.2.3. Mere tveganju prilagojene donosnosti premoženja hedge sklada 31

7. ANALIZA USPEŠNOSTI NALOŽBENIH STRATEGIJ HEDGE SKLADOV 32

7.1. PODATKI IN METODOLOGIJA 33
7.1.1. Izbor alternativnih naložbenih strategij 33
7.1.2. Uporabljeni indeksi 35
7.1.3. Izračun kazalcev 35
7.2. REZULTATI ANALIZE 36

7.2.1. Donosnost naložbenih strategij 37
7.2.2. Tveganje naložbenih strategij 37
7.2.3. Tveganju prilagojena donosnost naložbenih strategij 38
7.2.4. Korelacija med hedge skladi in tradicionalnimi naložbami 39

8. HEDGE SKLADI IN SLOVENSKI TRG KAPITALA 41

8.1. NALOŽBE V TUJE INVESTICIJSKE SKLADE 42
8.2. NALOŽBE V HEDGE SKLADE 43

9. SKLEP 45

LITERATURA 47

VIRI 49

SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV I

PRILOGE III

1. UVOD

»The only hope to produce a superior record is to do something different. If you buy the same securities as other people, you will have the same results as other people.«

- John Templeton

Negativni trendi tako na ameriškem kot tudi na globalnih delniških trgih so po letu 2000 prepričali mnoge vlagatelje o pomembnosti zavarovanja finančnega premoženja pred vplivi vse večje nestanovitnosti svetovnih kapitalskih trgov. Navedene razmere so pospešile selitev kapitala v alternativne naložbene oblike, med katerimi so hedge skladi zaradi ugodnega razmerja med tveganjem in donosnostjo premoženja, relativne neodvisnosti od trendov na kapitalskih trgih ter vse večje dostopnosti, hitro pridobivali na ugledu.

Začetki hedge skladov segajo v leto 1949, ko je Alfred Winslow Jones ustanovil prvi hedge sklad, katerega premoženje je bilo sestavljeno iz dolgih in kratkih pozicij, povečanih s finančnim vzvodom. Z združitvijo dveh špekulativnih naložbenih tehnik je Jones uspešno obvladoval izpostavljenost premoženja tržnemu tveganju, njegov sklad pa je presegal donosnost številnih vzajemnih skladov. Po letu 1990 se je »panoga«, ki je v Evropi še vedno slabo razvita, močno okrepila in beleži hitro rast tako z vidika števila hedge skladov kot tudi vrednosti sredstev v njihovem upravljanju. Privlačnost hedge skladov se kaže v doseganju njihovega primarnega cilja, ki je opredeljen s težnjo po zniževanju tveganja ob ohranjanju vrednosti enote premoženja sklada ter ustvarjanju pozitivnih donosnosti ne glede na smer tržnega trenda. Alternativne naložbene strategije, ki jih pri tem uporabljajo hedge skladi, se v mnogih pogledih razlikujejo od tradicionalnih naložbenih strategij, katerih najpomembnejšo značilnost najbolje označuje angleški izraz »buy and hold« (kupi in zadrži).

Namen tega diplomskega dela je predstaviti značilnosti hedge skladov ter natančneje proučiti njihove naložbene strategije, tako s teoretičnega kot tudi s praktičnega vidika. Uvodnemu poglavju diplomskega dela sledi opredelitev in kratek pregled razvoja hedge skladov. V četrtem poglavju predstavim glavne značilnosti hedge skladov in jih primerjam z značilnostmi tradicionalnih investicijskih skladov, katerih predstavniki so vzajemni skladi. Peto poglavje je namenjeno razvrstitvi alternativnih naložbenih strategij hedge skladov v klasifikacijski sistem, za katerega je zaradi heterogenosti in hitrega razvoja proučevane »panoge« značilno, da je podvržen nenehnim spremembam in ne izkazuje želene enoznačnosti. Natančnejša predstavitev posameznih naložbenih strategij hedge skladov sledi v nadaljevanju petega poglavja diplomskega dela.

Ker želim v diplomskem delu tudi empirično preveriti uspešnost alternativnih naložbenih strategij, je šesto poglavje namenjeno pregledu posebnosti, ki se pojavljajo pri merjenju uspešnosti hedge skladov. V sedmem, verjetno najbolj pomembnem poglavju diplomskega dela, na podlagi podatkov o mesečnih vrednostih izbranih indeksov v obdobju od 31.12.1993 do 31.12.2003, pridobljenih s pomočjo informacijskega sistema Bloomberg, analiziram uspešnost dvanajstih alternativnih naložbenih strategij in povprečnega hedge sklada. Cilj

analize zbranih podatkov je proučiti uspešnost posamezne alternativne naložbene strategije, jo primerjati z ostalimi naložbenimi strategijami in z vzajemnimi skladi ter proučiti korelacijo med hedge skladi in tradicionalnimi naložbami.

V osmem poglavju diplomskega dela podam pregled aktualnosti hedge skladov za slovenskega vlagatelja in opozorim na njihovo (ne)opredeljenost v slovenski zakonodaji s področja investicijskih skladov. Sklepne misli so zbrane v devetem poglavju.

2. OPREDELITEV HEDGE SKLADOV

»If knowledge can create problems, it is not through ignorance that we can solve them.«

- Isaac Asimov

Hedge skladi (*ang. Hedge Funds*), za katere v domači literaturi ne obstaja uveljavljen slovenski izraz, spadajo v skupino netradicionalnih investicijskih skladov[1] in se glede na velikost uvrščajo med najpomembnejše predstavnike alternativnih naložbenih oblik[2]. Zanje je značilno naslednje:

- nizka korelacija s tradicionalnimi naložbenimi oblikami[3] in s tem visoka stopnja neodvisnosti od tržnih trendov,
- sposobnost upravljavcev je ključna pri povečevanju donosnosti,
- kompleksne naložbene strategije,
- nizka likvidnost,
- ohlapna regulacija,
- omejena preglednost poslovanja.

Pojem »hedging« pomeni zavarovanje oziroma zaščito, v primeru investicijskih skladov pa se nanaša tudi na upravljanje s tveganjem. Beseda »hedge« je bila v petdesetih letih prejšnjega stoletja dodana tistim investicijskim skladom, ki so z dolgimi pozicijami (*ang. Long Positions*) prevzeto tržno tveganje delno ali v celoti nevtralizirali z nekrito prodajo (*ang. Short Selling*) vrednostnih papirjev, z naložbami v izvedene finančne instrumente in z uporabo finančnega vzvoda (*ang. Financial Leverage*) (Nicholas, 1999, str. 24-30).

Zaradi njihove vse večje raznolikosti je izraz »hedge sklad« dandanes lahko zavajajoč, saj hedge skladi navedenih naložbenih tehnik ne uporabljajo zgolj za zavarovanje premoženja pred izgubo vrednosti, ampak tudi z izključnim namenom povečevanja donosnosti. Tveganost

[1] Tradicionalni investicijski skladi, ki jih v grobem delimo na odprte oziroma vzajemne sklade in na zaprte sklade oziroma na investicijske družbe, spadajo med tradicionalne naložbene oblike.

[2] K alternativnim naložbenim oblikam poleg hedge skladov uvrščamo še futures sklade (*ang. Managed Futures Funds*), sklade privatnega kapitala (*ang. Private Equity Funds*), sklade tveganega kapitala (*ang. Venture Capital Funds*) in blago (*ang. Commodities*) (Schneeweis, 2000, str. 2-3).

[3] V skupino tradicionalnih naložb poleg tradicionalnih investicijskih skladov prištevamo še delnice, obveznice, gotovino in nekatere druge vrednostne papirje.

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).

V literaturi ni moč zaslediti enoznačne definicije hedge sklada. Namesto te se uporablja opis tipičnih lastnosti, po katerih so hedge skladi vrsta investicijskih skladov in gospodarskih družb, katerih pravno-organizacijska oblika je precej raznolika, saj si izbirajo takšen pravni status, ki jim v danih pogojih omogoča čim večjo prostost pri poslovanju. Navadno neregistrirani v okviru nacionalnih institucij za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev[4], izkoriščajo slabšo regulacijo in omejujejo preglednost svojega poslovanja. Kot naložbeni produkt so redkeje dostopni širši javnosti, saj njihove delnice praviloma niso predmet javne prodaje. Omejitve pri številu in premoženjskemu statusu vlagateljev so neposredna posledica izogibanju strogemu zakonskemu okviru. Visoko usposobljeni upravljavci, ki navadno investirajo v sklad tudi del svojega premoženja, pri poslovanju niso omejeni s predpisanimi naložbenimi tehnikami in strategijami. Za dobre poslovne rezultate so le-ti nagrajeni s provizijo za uspešnost (*ang. Performance Oriented Incentive Fee*), ki predstavlja močan motivacijski faktor (McCrary, 2002, str. 7-15).

Število hedge skladov in velikost sredstev v njihovem upravljanju v zadnjem desetletju vztrajno naraščata, saj tovrstni skladi izkazujejo višjo in stabilnejšo tveganju prilagojeno donosnost kot tradicionalne oblike naložb. Glavni razlog, zaradi katerega hedge skladi zvišujejo donosnost premoženja, ne da bi se pri tem izpostavljali večjemu tveganju, predstavlja njihova fleksibilnost pri izbiri naložb, trgov, naložbenih tehnik in strategij, ki jih bom predstavila v nadaljevanju.

3. RAZVOJ HEDGE SKLADOV

»A good hedge keeps the dogs off the yard.«

- Chicago FED Letter, november 1989

Prvi hedge sklad, po značilnostih podoben današnjim, je leta 1949 v obliki komanditne družbe (*ang. Limited Partnership*) ustanovil Američan Alfred Winslow Jones. Naložbe sklada so bile zavarovane s kratkimi pozicijami (*ang. Short Positions*), s katerimi je Jones kot upravljavec prvotno 100.000 USD vrednega premoženja zmanjševal izpostavljenost sklada spremembam na finančnih trgih in ustvarjal donos ne glede na smer tržnega trenda. Za povečanje donosnosti je uporabljal tudi finančni vzvod in si obračunaval 20-odstotno na uspešnost vezano provizijo. Donosnost sklada je že ob zaključku prvega leta poslovanja znašala 17,3%.

[4] V Sloveniji je to Agencija za trg vrednostnih papirjev, v ZDA pa Securities and Exchange Commission.

Veliko pozornost javnosti je sklad Jonesa pritegnil leta 1966 po objavi članka v reviji *Fortune* z naslovom »*The Jones Nobody Keeps Up With*«, v katerem je bila prvič uporabljena besedna zveza »hedge sklad«. V obdobju med leti 1960 in 1966 je bila povprečna letna donosnost sklada višja od donosnosti obeh najuspešnejših ameriških vzajemnih skladov, in sicer *Fidelity Trend Fund* ter *Dreyfuss Fund*. Uspešnost Jonesovega hedge sklada je povzročila hiter razvoj »panoge«. Konec leta 1968 je bilo ustanovljenih že približno 200 hedge skladov.

Leto 1969 je za razvoj hedge skladov pomembno predvsem zaradi prvega sklada hedge skladov[5], *Leveraged Capital Holdings*, ki ga je v Ženevi ustanovil Georges Karlweis. V ZDA je bil prvi sklad hedge skladov, *Grosvenor Partners*, ustanovljen dve leti kasneje, to je leta 1971.

V obdobju med leti 1986[6] in 1990 postanejo hedge skladi znani predvsem zaradi izjemne uspešnosti globalnih makro skladov (*ang. Global Macro Funds*). Skladi najvplivnejših upravljavcev tedanjega časa, kamor se nedvomno uvrščajo George Soros, Michael Steinhardt in Julian Robertson, so beležili več kot 30-odstotno povprečno letno donosnost ne glede na smer tržnega trenda (Ineichen, 2003, str. 15-19).

Največjo rast tako z vidika vrednosti sredstev v upravljanju kot tudi z vidika števila hedge skladov so slednji zabeležili v devetdesetih letih prejšnjega stoletja. Hedge skladi so po letu 1990 postali izredno heterogeni predvsem zaradi razvoja novih in kombinacije obstoječih naložbenih strategij, kar jim je omogočilo dobičkonosno izkoriščanje tržnih neučinkovitosti[7].

To obdobje je nedvomno zaznamoval sklad *Long Term Capital Management* (od tu dalje LTCM), ki ga je leta 1994 ustanovil John Meriwether. Sklad LTCM je zaradi uporabljene naložbene strategije[8] hitro postal izredno zadolžen. Z upoštevanjem izvenbilančnih aktivnosti je razmerje med celotnim investiranim kapitalom in čisto vrednostjo premoženja sklada znašalo 500:1. Po uspešnem obdobju v prvih nekaj letih delovanja se je sklad leta 1998 znašel v težavah, saj je ameriška centralna banka (The Federal Reserve) zvišala obrestne mere in negativno vplivala na zadolžene hedge sklade, razmere pa je še poslabšal vpliv finančne krize v Rusiji. Rast zadolženosti sklada, katerega vrednost je bila v tistem obdobju ocenjena na 3,6 mlrd USD, je zaradi potencialne nevarnosti globalne krize na finančnih trgih zahtevala posredovanje ameriške države, katero je predstavljalo tudi 14 bank (Brennan, 1999, str. 1).

[5] Skladi hedge skladov so vrsta krovnih skladov, katerih cilj naložbene politike je vlaganje sredstev pretežno v enote premoženja oziroma delnice drugih (navadno petnajstih) hedge skladov.

[6] Leta 1986 *Institutional Investor* objavi članek o 43-odstotni povprečni letni donosnosti hedge sklada *Tiger Fund* Juliana Robertsona v obdobju med leti 1980 in 1986, ki je močno presegala donosnost nekaterih delniških indeksov.

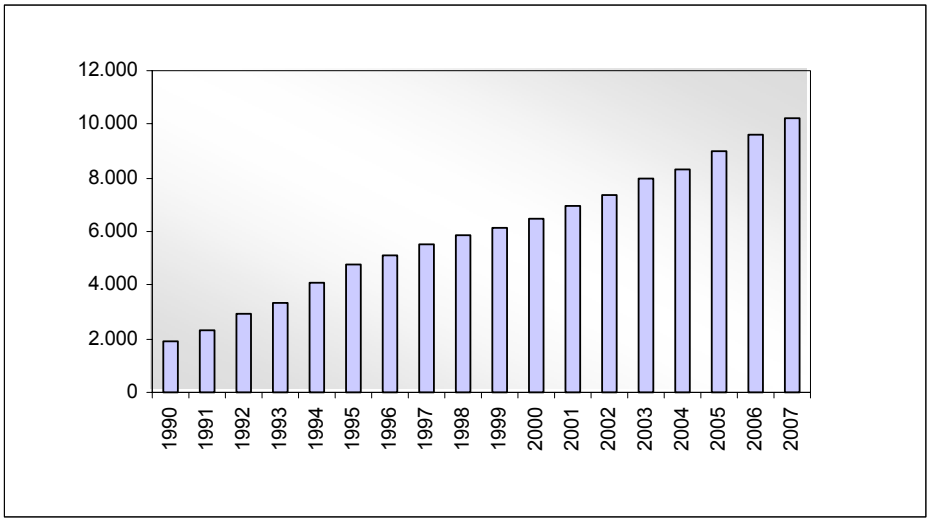
[7] George Soros je leta 1992 z nekrito prodajo po njegovih ocenah precenjenega angleškega funta izkoristil nestabilne menjalniške tečaje, prisilil Veliko Britanijo k izstopu iz sistema fiksnega deviznega tečaja in zaslužil 1 mlrd USD.

[8] Prevladujoča naložbena strategija LTCM je bila arbitraža s finančnimi instrumenti s stalnim donosom, ki je dobičkonosna v razmerah, ko je na kapitalskem trgu moč odkriti kratkoročna relativna cenovna nesorazmerja medsebojno koreliranih dolžniških vrednostnih papirjev (npr. državne obveznice, hipotekarni vrednostni papirji, zakladne menice).

Kljub medijsko izredno odmevnemu propadu sklada LTCM so v letu 1998 ameriški hedge skladi, predvsem zaradi zelo uspešnega zadnjega četrtletja, realizirali nekaj več kot 10-odstotno povprečno letno donosnost (Klipšteter, 1999, str. 28). V letu 1999 so se hedge skladi ponovno izkazali kot izredno donosna naložba.

Po podatkih Tremont Capital Management[9] (Teitelbaum, 2003, str. 32) se je v obdobju od leta 1990 do leta 2003 število hedge skladov povečalo za 4-krat, velikost sredstev v njihovem upravljanju pa je porasla za skoraj 10-krat. Konec leta 2003 je okoli 8.000 hedge skladov upravljalo premoženje v višini 750 mlrd USD (glej tudi Slika 1). Čeprav so po številu in velikosti hedge skladi relativno majhni v primerjavi z vzajemnimi skladi, pa njihova rast kaže na vse večji pomen hedge skladov kot alternativne naložbene kategorije tako za institucionalne investitorje kot tudi za bogate posameznike, v zadnjem času pa ob nižjem minimalnem vplačilu tudi za povprečne vlagatelje.

Slika 1: ***Gibanje števila vseh hedge skladov v obdobju od leta 1990 do leta 2003, vključno s projekcijo rasti do leta 2007***

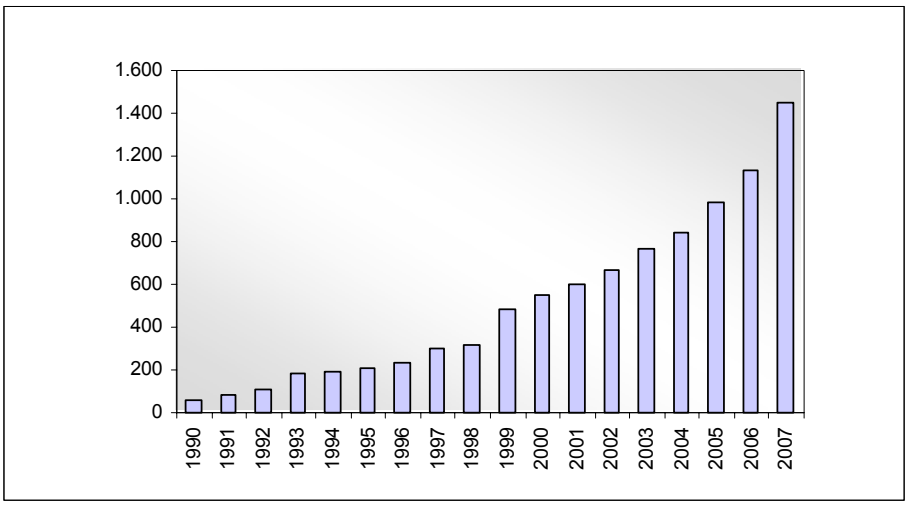


Vir: Van Hedge Fund Advisors, 2004.

Po podatkih VAN (Van Hedge Fund Advisors, 2004), ki je eden izmed največjih ponudnikov podatkovnih baz o hedge skladih na svetovni ravni, je v zadnjih desetih letih število vseh hedge skladov naraščalo po 20-odstotni povprečni letni stopnji rasti, rast premoženja v njihovem upravljanju pa je bila še hitrejša (glej tudi Slika 2), saj so za obdobje značilni visoki vložki denarnih sredstev institucionalnih investitorjev.

[9] Tremont Capital Management s sedežem v New York-u zbira in analitično obdeluje najrazličnejše podatke o hedge skladih ter v njih tudi investira.

Slika 2: ***Gibanje vrednosti sredstev v upravljanju vseh hedge skladov (v mlrd USD) v obdobju od leta 1990 do 2003, vključno s projekcijo rasti do leta 2007***



Vir: Van Hedge Fund Advisors, 2004.

Zdrs delniških tečajev na razvitih kapitalskih trgih v letu 2000 je povzročil izgube številnim investitorjem, ki niso zavarovali svojega premoženja pred spremembami pogojev na trgih. Zaradi nestanovitnosti finančnih trgov se naložba, katere uspešnost se ne giblje v isti smeri kot trgi v povprečju (kar je značilnost hedge skladov), zdi nepogrešljiva pri sestavi učinkovitega premoženja. Tržne raziskave kažejo na vedno večjo popularnost hedge skladov med investitorji in zato se tudi v prihodnje pričakuje nadaljevanje rasti tako števila hedge skladov, kot tudi obsega premoženja v njihovem upravljanju (Van Hedge Fund Advisors, 2004).

4. ZNAČILNOSTI HEDGE SKLADOV

»During the French Revolution such speculators were known as agitateurs, and they were beheaded.«

- Michel Sapin

V tem poglavju bom predstavila glavne značilnosti hedge skladov in jih primerjala z značilnostmi tradicionalnih kolektivnih naložbenih oblik, katerih predstavniki so vzajemni skladi. Osredotočili se bomo na pravno ureditev in nadzor, vrste vlagateljev in minimalno investicijo, preglednost in likvidnost poslovanja, predvsem pa na razlike pri naložbenih tehnikah skladov.

Hedge skladi se izogibajo tradicionalnemu zakonskemu okviru z izborom takšne pravno-organizacijske oblike, ki je najmanj regulirana in s katero uživajo največ svobode pri poslovanju. Večinoma so hedge skladi organizirani kot privatne investicijske strukture, ki ponujajo svoje vrednostne papirje le omejenemu krogu investitorjev in posledično ostajajo neregistrirani pri ustreznih nadzornih institucijah. V nasprotju s hedge, pa so vzajemni skladi

pri svojem poslovanju omejeni s strogimi zakonskimi zahtevami in nadzorovani s strani ustreznih nacionalnih institucij za nadzor nad trgom vrednostnih papirjev, saj se s tem skuša zaščititi njihove investitorje.

V primeru registriranega hedge sklada velja, da je le-ta navadno registriran na način, ki državnim institucijam omejuje nadzor nad njegovim delovanjem. Hedge skladi imajo svoj sedež najpogosteje v državi, v kateri so predpisi v zvezi z njihovim delovanjem kar se da ohlapni. Posledica tega je, da o svojem delovanju državnim organom in institucijam poročajo redko ali pa jim sploh ne.

Po podatkih TASS[10] (TASS Management & Tremont Advisors, 2004) je bilo v letu 2003 54% hedge skladov ustanovljenih v »off-shore« območjih, za katera veljajo ohlapnejše zakonske omejitve in kjer so hedge skladi namenjeni predvsem tujim vlagateljem. 33% hedge skladov je bilo ustanovljenih v ZDA, preostalih 17% pa v Evropi. Poglejmo si omenjena geografska področja podrobneje.

V »off-shore« območjih, med katere sodijo Bahamski otoki, Britanski deviški otoki, Kajmanski otoki, Nizozemski Antili, Bermudski otoki, Irska in Luksemburg, so hedge skladi večinoma organizirani kot družbe z omejeno odgovornostjo (*ang. Limited Liability Company*). Med najpomembnejše razloge, zaradi katerih je v navedenih območjih moč najti številne, predvsem tuje hedge sklade, sodijo: ugodna davčna zakonodaja, ohlapni predpisi v zvezi z naložbeno politiko in nizki ustanovitveni ter administrativni stroški.

4.1. PRAVNA UREDITEV HEDGE SKLADOV V ZDA IN EVROPI

V ZDA so hedge skladi navadno organizirani kot komanditne družbe, v zadnjih letih pa se vse pogosteje ustanavljajo skladi, katerih pravno-organizacijska oblika je družba z omejeno odgovornostjo. Securities and Exchange Commission (od tu dalje SEC), ki sicer natančno predpisuje poslovanje investicijskih skladov, zelo omejeno posega v delovanje hedge skladov. Zaradi izkoriščanja posebnih določb v zakonih, kot so:

- *Securities Act* iz leta 1933,
- *Securities Exchange Act* iz leta 1934,
- *Investment Company Act* iz leta 1940,
- *Investment Advisors Act* iz leta 1940,

ki opredeljujejo pristojnosti in naloge SEC, so hedge skladi izvzeti iz njenega strogega nadzora. Ne glede na to, ali je posamezni hedge sklad registriran ali ne, ostaja predmet regulacije v naslednjih ozirih:

[10] TASS se poleg VAN in nekaterih drugih uvršča med največje ponudnike podatkovnih baz o hedge skladih.

- Po 11.9.2001, ko so ZDA močno prizadeli teroristični napadi, morajo vsi hedge skladi ustanovljeni v ZDA upoštevati določbe v zvezi s preprečevanjem pranja denarja, kot jih opredeljuje *USA Patriot Act*, ki je stopil v veljavo 26.10.2001.
- Hedge skladi se ne morejo izogniti določbam *Securities Act* iz leta 1933, *Securities Act* iz leta 1933 in *Investment Advisors Act* iz leta 1940, ki opredeljujejo prevare in njim pripadajoče kazni v zvezi z nakupom ali prodajo vrednostnih papirjev, v zvezi z investicijskim svetovanjem in trgovanjem na osnovi notranjih informacij.
- Če več kot 25% vseh sredstev hedge sklada predstavljajo sredstva, kot jih opredeljuje *Employee Retirement Income Security Act* iz leta 1974 (od tu dalje ERISA), je sklad zavezan upoštevati vse omejitve in prepovedi v skladu z ERISA.
- Hedge skladi so dolžni spoštovati tudi zakonodajo posamezne zvezne ameriške države, saj ima prav vsaka razvit sistem regulacije za hedge sklade, ki ponujajo svoje vrednostne papirje znotraj državnih meja (Phillips, Surz, 2003, str. 5-9).

V Evropi je situacija precej drugačna. Razen Irske in Luksemburga, ki sta pomembni »off-shore« območji v Evropi, predstavljajo države članice Evropske unije neugodno okolje za poslovanje hedge skladov, saj morajo le-ti spoštovati stroga določila evropskih direktiv o investicijskih skladih (poimenovanih *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities,* od tu dalje UCITS), ki natančno opredeljujejo in omejujejo delovanje investicijskih skladov. Posledično je v Evropi precej manj registriranih hedge skladov kot v ZDA. V skladu s poročilom EuroHedge (HedgeWorld, 2004) je premoženje evropskih hedge skladov v letu 2001 predstavljalo 11% (64 mlrd USD) vseh sredstev v upravljanju hedge skladov, stopnja rasti le-teh pa je znašala 40%, pri čemer so največji delež k hitri rasti prispevali individualni investitorji.

4.2. VLAGATELJI IN MINIMALNA INVESTICIJA V HEDGE SKLADE

Najpomembnejše vlagatelje v hedge sklade predstavljajo institucionalni investitorji in relativno premožni posamezniki. Leta 2000 so vložki individualnih investitorjev predstavljali kar 83,45% (287,50 mlrd USD) vseh sredstev v upravljanju ameriških hedge skladov, medtem ko so univerze, pokojninski skladi, združenja in dobrodelne organizacije prispevali vsak le po 4% (13,78 mlrd USD) (McCrary, 2002, str. 50).

Ameriški hedge skladi, ki niso oziroma ne želijo biti registrirani pri SEC, lahko v skladu s *Securities Act* iz leta 1933 prodajajo svoje vrednostne papirje le dvema skupinama potencialnih investitorjev, ki so tako upravičeni do informacij o skladu in njegovi naložbeni politiki:

1) Pooblaščeni investitorji (*ang. Accredited Investors*) so vlagatelji, ki izpolnjujejo naslednje pogoje:

- neto premoženje posameznega individualnega investitorja ali skupno premoženje z zakonskim partnerjem znaša več kot 1 mio USD (institucionalni investitorji morajo razpolagati z neto premoženjem namenjenim za investicije v višini 5 mio USD);
- posamezni individualni investitor beleži letni prihodek v zadnjih dveh letih v višini 200.000 USD;
- posamezni individualni investitor beleži letni prihodek skupaj z zakonskim partnerjem v zadnjih dveh letih v višini 300.000 USD.

2) Dobro poučeni investitorji[11] (*ang. Qualified Investors*) so vlagatelji, ki izpolnjujejo pogoje za pooblaščene investitorje, a so vrednosti navedene v le-teh v primeru dobro poučenih investitorjev povečane za 5-krat.

Po drugi strani so vlagatelji v vzajemne sklade zaradi stroge in obsežne regulative, ki zadeva tovrstne sklade, dobro zaščiteni in jim zato ni potrebno izpolnjevati pogojev, kakršni veljajo v primeru neregistriranih ameriških in drugih hedge skladov.

Zaradi administrativnih razlogov in pravnih predpisov je v nekaterih državah za hedge sklade značilen visok minimalni znesek investicije v sklad, kar pa ni lastnost vzajemnih skladov. Ameriški Zakon o investicijskih družbah (*ang. Investment Company Act*) iz leta 1940 na primer določa, da mora imeti ameriška komanditna družba, ki je najpogostejša pravno-organizacijska oblika ameriških hedge skladov, manj kot 100 pooblaščenih ali maksimalno 499 dobro poučenih investitorjev, da sklad glede naložbene politike ni omejen s pravili, ki jih določa SEC, saj se na ta način sklad izogne registraciji pri SEC. Visoki minimalni vložki v hedge sklad so torej neposredna posledica izogibanja institucionaliziranemu nadzoru (Cottier, 1997, str. 40).

Vse do konca devetdesetih let prejšnjega stoletja je veljalo, da so v hedge sklade lahko investirali le tisti individualni investitorji, ki so imeli več kot 1 milijon USD neto premoženja, torej le pooblaščeni investitorji. V zadnjih letih pa se vse bolj uveljavljajo skladi, ki so dostopni tudi povprečnim vlagateljem. Pri tem gre predvsem za sklade hedge skladov[12], ki v povprečju zahtevajo le 2.000 USD minimalnega vložka (Jesenek, 2003, str. 6). Kljub navedenemu je po podatkih VAN (Van Hedge Fund Advisors, 2004) aritmetična sredina

[11] Slovenski Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (ZISDU-1, 2002) definira dobro poučenega vlagatelja v 18. odstavku 3. člena, in sicer zanj pravi, da je to vsaka fizična ali pravna oseba, ki nalaga svoje premoženje z namenom ohranjanja vrednosti le-tega in doseganja donosov iz takih naložb, in ima ustrezna strokovna znanja ter izkušnje potrebne za presojo tveganj, povezanih z vlaganjem v vrednostne papirje in druge finančne instrumente. Dobro poučen vlagatelj zna pridobiti dodatne informacije ali strokovno svetovanje, kadar to zahteva posamezna vrsta naložb.

[12] Glavne prednosti naložbe investitorja v sklad hedge skladov pred naložbo v posamezni hedge sklad so nižja minimalna investicija (posledica je večja dostopnost hedge skladov za povprečnega vlagatelja), boljša razpršenost premoženja in s tem nižje tveganje (posamezni hedge sklad naj ne bi predstavljal več kot 5% premoženja sklada skladov; premoženje sklada skladov pa sestavljajo hedge skladi, ki beležijo nizko medsebojno korelacijo), kvalitetnejši nadzor nad naložbami in hitrejši dostop do informacij (upravljavci sklada skladov so specializirani za nadzor nad naložbami v posamezni hedge sklad, imajo dostop do številnih informacij, izvajajo analize, se odločajo o primernosti posameznega hedge sklada v premoženju sklada skladov; sklad skladov redno izvaja »due diligence« vseh hedge skladov v premoženju sklada skladov, pri čemer gre za analizo faktorjev, ki bi lahko vplivali na manjšo uspešnost sklada skladov) ter večja likvidnost naložbe, saj so »lock-up« obdobja kratka ali pa jih celo ni (McCrary, 2002, str. 44-47).

minimalne investicije v sklad v letu 2003 znašala 630.414 USD. Z nižanjem minimalnega zneska investicije postajajo predvsem skladi hedge skladov vse bolj dostopni številnim vlagateljem in v tem oziru tudi podobni vzajemnim skladom.

4.3. PROVIZIJE, LIKVIDNOST IN PREGLEDNOST POSLOVANJA HEDGE SKLADOV

Hedge skladi v nasprotju z vzajemnimi skladi svobodno določajo vrste in stopnje provizij ter osnovo, od katere bodo le-te obračunane. Posledica navedenega so navadno višji stroški lastništva enote premoženja hedge sklada kot to velja za vzajemni sklad, za katerega so značilne tri vrste provizij, in sicer: vstopna, upravljavska ter izstopna provizija.

Tipična struktura provizij ameriškega neregistriranega hedge sklada je naslednja:

- *Vstopna in izstopna provizija*. Tako kot vzajemni tudi hedge skladi vlagatelju zaračunavajo vstopno in izstopno provizijo. Zaradi večjega tveganja, ki se pojavlja zaradi povprečno manjše likvidnosti naložb v premoženju hedge skladov, kot je to značilno za vzajemne sklade, le-ti večjo težo pripisujejo izstopni proviziji. Izstopna provizija je v funkciji kompenzacije za transakcijske stroške, ki nastanejo z likvidacijo določenih naložb v primeru zmanjšanja sredstev v upravljanju sklada. Tovrstna provizija je vir dodatnega dohodka za upravljavce in prispeva k večji zavezanosti vlagateljev skladu (McCrary, 2002, str.14).
- *»One-and-twenty« provizija*. To provizijo sestavlja upravljavska provizija (*ang. Management Fee*) v višini 1% vrednosti vseh sredstev v upravljanju sklada in provizija za uspešnost v višini 20% realiziranega dobička sklada.[13] Upravljavska provizija je vlagateljem zaračunana četrtletno (po četrtinah), provizijo za uspešnost pa vlagatelji plačajo enkrat letno[14].
- *Dodatne provizije*. Če so provizije vlagatelju predstavljene vnaprej in se le-ta z njimi strinja, lahko hedge sklad zaračunava številne dodatne provizije, ki jih prosto določi glede na značilnosti naložbene strategije. Med dodatne provizije se na primer uvršča provizija za

[13] Pri upravljavski proviziji vzajemnih in hedge skladov je opaziti približevanje k višini 1% celotnega premoženja sklada. Tudi način obračunavanja upravljavske provizije je pri obeh vrstah skladov podoben. Posebnost hedge skladov predstavlja na uspešnost poslovanja sklada vezana provizija, ki jo v obliki spodbujevalnega honorarja za uspešno delo prejmejo upravljavci sklada (Hills, 1996, str. 3). Dejstvo, da so upravljavci večine hedge skladov sovlagatelji v sklad, pomeni dodatno vzpodbudo pri iskanju dobičkonosnih investicijskih priložnosti in pri zmanjševanju tveganja hedge skladov.

[14] V zvezi s provizijo za uspešnost sta se uveljavila dva varnostna ukrepa, ki vlagateljem služita za zaščito, saj je tovrstna provizija navadno relativno visoka in tako predstavlja pomemben strošek lastništva enote premoženja sklada. »High water mark« je najpogosteje uporabljen ukrep, ki upravljavcem sklada preprečuje, da bi vlagateljem obračunali provizijo za uspešnost, dokler vrednost enote premoženja sklada ne preseže zadnje najvišje zgodovinske vrednosti (*ang. High Water Mark*). Pri drugem ukrepu, imenovanem »hurdle rate«, gre za vnaprej določeno ciljno donosnost, ki jo mora sklad v nekem obdobju preseči, da bi bili upravljavci upravičeni do provizije za uspešnost. Ciljna donosnost je navadno fiksno določena na ravni donosnosti državnih dolžniških vrednostnih papirjev (npr. zakladnih menic, državnih obveznic).

finančni vzvod oziroma provizija za financiranje z izposojenimi sredstvi povečanih pozicij (*ang. Financing Fee*).

Naložbene strategije hedge skladov zahtevajo, da so sredstva sklada stalno investirana in to v čim večjem možnem obsegu. Za hedge sklade so v nasprotju vzajemnimi skladi značilne manj likvidne in tudi netržne naložbe, ki sestavljajo premoženje sklada. V primeru vzajemnih skladov lahko vlagatelji dnevno vplačujejo v sklad ali dvigujejo investirana sredstva, kar pa ne velja za hedge sklade. Časovno obdobje med napovedjo vlagatelja, da bo umaknil svoj kapital iz hedge sklada in trenutkom, ko ga dejansko prejme (gre za »lock-up« obdobje), je bistveno daljše kot pri tradicionalnih investicijskih skladih. Praviloma postopek traja tri mesece, pri nekaterih skladih pa je na denarna sredstva potrebno počakati tudi več kot eno leto (Kao, 2002, str. 17). Eno leto je tudi povprečno minimalno obdobje investiranja v hedge sklad. Posledica navedenega so natančno določeni termini vstopa in izstopa novih investitorjev iz sklada. Po podatkih VAN (Van Hedge Fund Advisors, 2004) je imel povprečni hedge sklad v letu 2003 na svetovni ravni v povprečju 27 vstopnih in 22 izstopnih dni.

Na osnovi povedanega lahko tudi trdimo, da je za hedge sklade značilna omejena preglednost poslovanja, ki je seveda v funkciji ohranjanja konkurenčne prednosti pred drugimi (hedge) skladi. Vzajemni skladi zagotavljajo javno dostopne podatke o vrsti in velikosti posameznih naložb, ki sestavljajo premoženje sklada, na četrtletni ravni, medtem ko hedge skladi do tako natančnih podatkov omogočajo priti le izbranim vlagateljem[15]. Hedge skladom ni potrebno dnevno vrednotiti svojih naložb po tržnih cenah, vendar so kljub temu številni skladi takšna pravila že sprejeli. V nasprotju s hedge skladi morajo vzajemni skladi javnosti dnevno posredovati podatke o neto vrednosti premoženja sklada. Ker je večina hedge skladov organiziranih kot zaprti investicijski sklad (*ang. Closed-End Investment Company/Trust/Fund*) in je osnovni kapital takšne pravno-organizacijsko oblike sklada fiksno določen, so podatki o neto vrednosti premoženja sklada dostopni le enkrat mesečno ali četrtletno[16].

4.4. NALOŽBENE TEHNIKE HEDGE SKLADOV

Ohlapnejša zakonska ureditev in manjši nadzor hedge skladom ponujata priložnost za uporabo raznolikih naložbenih tehnik, ki kot elementi investiranja tvorijo posamezno alternativno naložbeno strategijo. Ker je poznavanje naložbenih tehnik ključnega pomena pri razumevanju množice alternativnih naložbenih strategij hedge skladov, bom v nadaljevanju

[15] HedgeCo.Net je ena izmed spletnih strani, ki nudi najrazličnejše podatke o hedge skladih le pooblaščenim in dobro poučenim investitorjem. Za dostop do baze podatkov o hedge skladih le-ti na osnovi dokazila o vrsti investitorja prejmejo uporabniško ime in geslo (HedgeCo.Net, 2004).

[16] *Securities Exchange Act* iz leta 1934 hedge skladom omogoča, da se lahko le-ti izognejo dolžnosti poročanja SEC, če upravljavec trguje preko lastnega računa in ne v imenu vlagateljev v sklad.

poglavja razložila tiste, ki jih tovrstni skladi najpogosteje uporabljajo, in sicer: finančni vzvod, nekrita prodaja, zavarovanje pozicij, arbitraža ter naložbe v izvedene finančne instrumente.

4.4.1. Finančni vzvod

Definicija finančnega vzvoda se nanaša na investitorja, ki si za nakup finančnih naložb izposoja denarna sredstva ali vrednostne papirje, z namenom potencialnega povečanja donosnosti investicije. Investitor uporabi finančni vzvod v primeru, ko je prepričan, da bo donos investicije presegel stroške izposoje sredstev v obdobju trajanja investicije. Z uporabo finančnega vzvoda investitor povečuje vrednost svoje naložbene pozicije, saj ne investira le lastnega denarja, ampak tudi izposojena sredstva, s tem pa se poveča tveganje njegovega premoženja. Iz tega sledi, da bo tveganju nenaklonjen investitor uporabil izposojena sredstva le v primeru, če je investicija nizko tvegana.

V nasprotju s hedge skladi za mnoge finančne institucije (na primer za banke, zavarovalnice in vzajemne sklade) velja, da je uporaba finančnega vzvoda, zaradi povečanja izpostavljenosti premoženja tveganju, strogo nadzorovana ali celo prepovedana s strani ustreznih nadzornih organov (McCrary, 2002, str. 115). Stopnja uporabe finančnega vzvoda v primeru vzajemnih skladov redko preseže dvakratnik čiste vrednosti premoženja sklada. Nasprotno pa so hedge skladi, ki ne uporabljajo finančnega vzvoda, redki. Višina uporabe finančnega vzvoda je v veliki meri odvisna od izbrane naložbene strategije sklada. Nekrita prodaja, najemanje kreditov in uporaba izvedenih finančnih instrumentov, kot so opcije, terminski posli, zamenjave in repo posli, že sami po sebi vodijo k izkoriščanju finančnega vzvoda (Pichl, 2001, str. 45).

V skladu s poročilom Van Money Manager Research (Van Hedge Fund Advisors, 2004) je konec leta 2002 kar 73% hedge skladov uporabljalo finančni vzvod, toda le 27,9% od njih je imelo razmerje med celotnim investiranim kapitalom in čisto vrednostjo premoženja sklada večje od 2:1. Čeprav bi iz primera sklada LTCM lahko sklepali, da hedge skladi prekomerno uporabljajo finančni vzvod, je to prej izjema kot pravilo. Povprečna stopnja uporabe finančnega vzvoda se giblje okoli dvakratnika, a doseže tudi 150-kratnik čiste vrednosti premoženja sklada. Pri bankah je to razmerje lahko tudi 15:1 (Basso, 2000, str. 1-3).

4.4.2. Nekrita prodaja

Nekrita prodaja, katere rezultat so kratke pozicije, navadno služi kot zavarovalna naložbena tehnika (*ang. Hedging Technique*), pri čemer gre za zavarovanje dolgih pozicij v primeru

negativnega cenovnega trenda na trgu. Uporablja se tudi kot tehnika trgovanja[17] (*ang. Trading Technique*), in sicer pri izkoriščanju investicijskih priložnosti, ki nastanejo zaradi kratkoročne neučinkovitosti finančnih trgov, katere posledica so neravnotežne cene. Nekrita prodaja kot samostojna alternativna naložbena strategija najpogosteje predstavlja eno izmed komponent večine strategij hedge skladov.

Pri nekriti prodaji gre najpogosteje za prodajo vrednostnih papirjev izposojenih od pomembnejših borzno posredniških družb, za katere upravljavec sklada ocenjuje, da so precenjeni glede na njihovo pošteno tržno vrednost (Klein, Lederman, 1995, str. 240). Upravljavec realizira donos, ko cene vrednostnih papirjev na trgu padejo in se tržne razmere približajo ravnotežnim. Takrat kupi izposojeno količino vrednostnih papirjev, jih vrne in realizira donos, ki je enak razliki med prvotno prodajno ter trenutno nakupno ceno, pomnoženo s številom izposojenih vrednostnih papirjev (glej Pril. 1, str. iv) (Nicholas, 1999, str. 224).

Zakonodaja številnih držav vzajemnim skladom prepoveduje uporabo nekrite prodaje precenjenih vrednostnih papirjev. Vzajemni sklad mora vrednostni papir najprej kupiti, da ga lahko čez čas proda in ustvari dobiček le, če ga kupi po nižji ceni, kar pa onemogoča ustvarjanje dobička v obdobju padanja tečajev na trgu.

4.4.3. Zavarovanje pozicij

V nasprotju z vzajemnimi skladi, ki redko dosegajo pozitivne donosnosti v razmerah splošnega padanja tečajev vrednostnih papirjev, hedge skladi le-te ustvarjajo iz naslova zavarovanih pozicij[18]. Zavarovanje se pri hedge skladih pojavlja v različnih oblikah, ki so odvisne od uporabljene naložbene strategije. Nekatere zavarovane pozicije ustvarjajo pozitivne donosnosti ne glede na smer tržnega trenda, spet druge so namenjene izključno zavarovanju pred negativnimi gibanji na finančnih trgih (Jacobs, Levy, 1997, str. 77). Pri zavarovanju pozicij gre za zavzemanje sekundarnih pozicij, katerih namen je zmanjševanje ali celo izničevanje tveganj, nastalih s primarnimi oziroma glavnimi pozicijami (*ang. Core Positions*). Pred tržnim in ostalimi tveganji se lahko hedge skladi učinkovito zavarujejo s kombinacijo nekrite prodaje, uporabe finančnega vzvoda in izvedenih finančnih instrumentov.

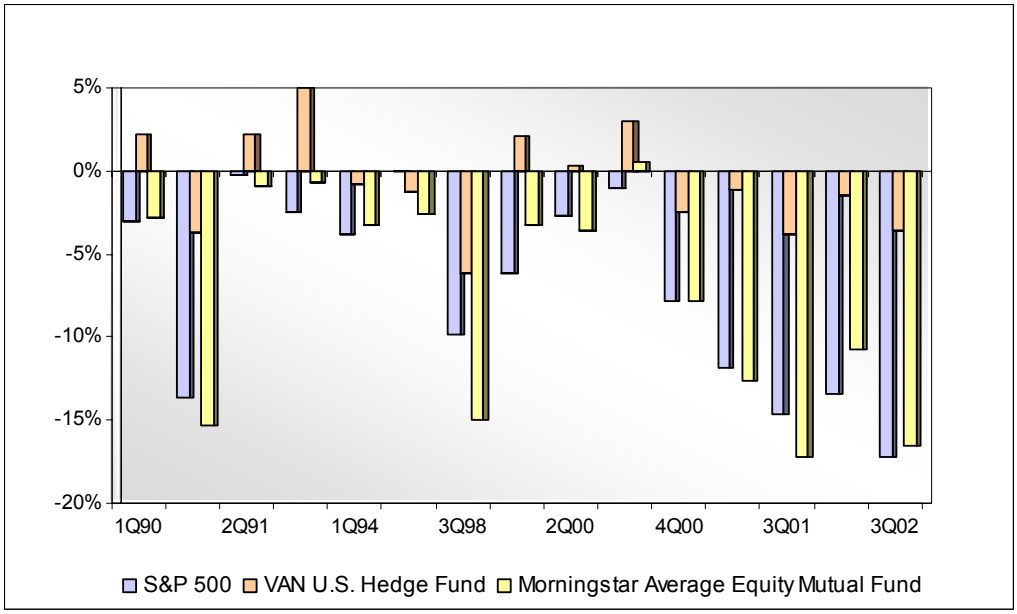
---

[17] Trgovalne pozicije (*ang. Trading Positions*), ki nastanejo z uporabo trgovalne tehnike, predstavljajo dobičkonosne pozicije, njihov namen pa je izrabljanje investicijskih priložnosti, ki nastanejo zaradi kratkoročne neučinkovitosti finančnih trgov. Trgovalne pozicije niso v funkciji zavarovanja premoženja pred padajočim trendom na kapitalskem trgu. Ciljna agregatna izpostavljenost premoženja sklada tržnemu tveganju je v primeru zavzemanja trgovalnih pozicij odvisna od ocene upravljavca, katera vrsta pozicij (dolge ali kratke) omogoča več dobičkonosnih priložnosti (Nicholas, 1999, str. 290).

[18] Vzajemni skladi ne morejo dovolj učinkovito zavarovati svojega premoženja pred padajočimi cenami naložb, saj imajo v ta namen navadno na razpolago le dve možnosti: ali obdržijo del premoženja v denarju ali nekrito prodajo omejeno količino standardiziranih terminskih pogodb, ki se glasijo na indeks (*ang. Stock Index Futures*), kar pa je že zelo redko (Ineichen, 2003, str. 112).

Osnovna tehnika zavarovanja je sestavljena iz dolge, t.j. primarne pozicije in iz kratke pozicije v vrednostne papirje s podobnimi lastnostmi, ki kot sekundarna pozicija služi zavarovanju pred vplivom sprememb, do katerih pride v podjetjih ali pred spremembami pogojev na finančnih trgih. Zavarovanje je način, s katerim lahko upravljavec celo izniči vplive sprememb v tržnih pogojih na vrednost premoženja sklada. Upravljavci lahko s pomočjo kombinacije naložbenih tehnik premoženje hedge sklada oblikujejo tako, da je le-to načrtno izpostavljeno določeni stopnji tržnega tveganja, pri čemer gre za ciljno izpostavljenost tržnemu tveganju zaradi predvidevanj o bodočemu gibanju tržnih indeksov (Nicholas, 1999, str. 65).

Slika 3: ***Primerjava donosnosti hedge skladov, povprečnega delniškega vzajemnega sklada in tržnega indeksa S&P 500 v najslabših četrtletjih glede na razmere na delniških trgih v obdobju od leta 1990 do leta 2002 (v %)***



Vir: Van Hedge Fund Advisors, 2004.

Slika 3 potrjuje trditev, da je zaščita premoženja hedge sklada pred izgubami z uporabo alternativnih naložbenih strategij uspešna in prispeva k znižanju tveganja premoženja. V prikazanem obdobju je bil trend indeksa S&P 500 negativen v trinajstih četrtletjih, pri čemer je kumulativna izguba tržnega indeksa v 13-letnem obdobju znašala 108%. Kumulativna izguba v primeru vzajemnih skladov je bila večja in je znašla 112%, kar je posledica štirinajstih negativnih četrtletij indeksa Morningstar Average Equity Mutual Fund za obravnavano obdobje. V istem obdobju so hedge skladi realizirali le 9-odstotno kumulativno izgubo (merjeno z indeksom VAN U.S. Hedge Fund), z njo pa so se soočili v devetih četrtletjih (glej Pril. 2, Tab. 1, str. v). Primerjava gibanja donosnosti hedge in vzajemnih skladov v najslabših četrtletjih glede na razmere na delniških trgih pokaže, da je v obdobjih negativnih trendov na delniških trgih vrednost hedge skladov občutno bolje zavarovana kot pa vrednost vzajemnih skladov.

4.4.4. Arbitraža

Arbitraža pomeni simultani nakup in prodajo določene naložbe na različnih trgih. Arbitražnik realizira zaslužek na osnovi razlike v ceni. Končni rezultat arbitraže je, da razlika v ceni izgine. V primeru hedge skladov se arbitraža uporablja, ko upravljavec s pomočjo analiz odkrije cenovno nesorazmerje navadno pri dveh finančnih instrumentih s podobnimi značilnostmi. Upravljavcu identifikacija tržne neučinkovitosti pomeni znak, da na trgu obstajajo donosne investicijske priložnosti. Upravljavec zaščiti naložbe v povezane finančne instrumente pred spremembo tržnega trenda z zavzemanjem dolgih in kratkih pozicij in tako realizira dobiček iz naslova arbitraže kljub spremenjenim tržnim pogojem. Možnosti za arbitražo izginejo, ko se cene finančnih instrumentov povrnejo v ravnotežje (Nicholas, 1999, str. 90).

Odstopanja od cenovnih ravnotežij finančnih instrumentov so izredno majhna. Razponi (*ang. Spreads*) se navadno gibljejo med tremi in dvajsetimi bazičnimi točkami in prav zato imajo skladi, ki izvajajo arbitražo, najvišjo stopnjo uporabe finančnega vzvoda. Ta se giblje od 10 pa tudi do 150-kratnika neto vrednosti premoženja sklada (Brennan, 1999, str. 3). Upravljavec torej uporabi izposojena finančna sredstva, da bi s tem povečal vpliv majhnih razlik v odnosih med finančnimi instrumenti na dobiček. Ker arbitraža s povezanimi naložbami predvideva uporabo finančnega vzvoda in zavarovanje dolgih s kratkimi pozicijami, je v primeru vzajemnih skladov uporabljena le redko.

4.4.5. Izvedeni finančni instrumenti

Raznolikost finančnih instrumentov v premoženju vzajemnih skladov je v nasprotju s hedge skladi skromna in se v času le malo spreminja. Za hedge sklade velja, da je njihovo premoženje med drugim sestavljeno tudi iz naložb v izvedene finančne instrumente, med katerimi se najpogosteje pojavljajo opcije in standardizirane terminske pogodbe (*ang. Futures*), ki so uvrščene na organiziran trg izvedenih finančnih instrumentov. Izvedeni finančni instrumenti opredeljujejo pogoje nakupa ali prodaje neke osnovne naložbe v prihodnosti po vnaprej določeni ceni. Kot osnovna naložba se pojavljajo vrednostni papirji, devizni tečaji, obrestne mere, tržni indeksi itd. (Nicholas, 1999, str. 222).

Vzajemni skladi so navadno precej omejeni pri naložbah v izvedene finančne instrumente, saj ustrezne nadzorne institucije pri odobritvi njihove naložbene politike zahtevajo natančen opis lastnosti izvedenih finančnih instrumentov, v katere nameravajo skladi investirati, saj morajo biti le-te v skladu z veljavno zakonodajo, ki ureja investicijske sklade določene države.

5. KLASIFIKACIJA IN PREGLED ALTERNATIVNIH NALOŽBENIH STRATEGIJ HEDGE SKLADOV

V primerjavi z vzajemnimi skladi, ki jih običajno razvrščamo glede na sektorsko in geografsko alokacijo sredstev ter glede na različne oblike naložb (delniški, obvezniški in kombinirani skladi), je klasifikacija hedge skladov bolj zapletena. Za hedge sklade je namreč najpomembnejše, da sestavijo premoženje, ki jim z izkoriščanjem tržnih neučinkovitosti omogoča doseganje ciljne donosnosti in izpostavljenosti tržnemu tveganju, pri tem pa lahko uporabljajo najrazličnejše naložbene tehnike.

Klasifikacijskih sistemov hedge skladov glede na uporabljene strategije je mnogo, a zaradi dinamičnosti razvoja in njihove heterogenosti enoznačna kategorizacija le-teh še ne obstaja. Možnost uporabe številnih naložbenih strategij hkrati in hiter razvoj novih finančnih instrumentov povečuje dvoumnost pri razvrstitvi posameznega sklada, s tem pa težje ločevanje med »čistimi« strategijami.

Najpogosteje avtorji delijo strategije hedge skladov v tri kategorije, te pa so dalje razčlenjene na številne posamezne strategije in podstrategije:

1) Strategije relativne vrednosti (*ang. Relative Value Strategies*): zanje je v literaturi moč zaslediti tudi izraz arbitražne strategije (*ang. Arbitrage Strategies*) (Lhabitant, 2002, str. 60).
2) Dogodkovne strategije (*ang. Event-Driven Strategies*).
3) Strategije dolgih/kratkih pozicij (*ang. Long/Short Strategies*).

Opisano razvrstitev upoštevajo tudi organizacije, ki sodijo med največje ponudnike podatkov o hedge skladih: VAN, TASS, Hedge Funds Research (od tu dalje HFR) in Managed Account Reports. Lhabitant (2002, str. 60) in nekateri drugi avtorji navajajo tudi četrto kategorijo, kamor naj bi se uvrščale usmeritvene strategije (*ang. Directional Strategies*), a je ponudniki podatkov ne priznavajo in preostale strategije umeščajo v kategorijo strategij dolgih/kratkih pozicij.

Odstopanje od navedenega predstavlja klasifikacija strategij hedge skladov, kot jo navaja Ineichen (2003, str. 181), ki se v svoji klasifikaciji, in sicer v prvih dveh kategorijah, od nje bistveno ne oddalji. Priznava prvi dve, tretjo kategorijo strategij pa imenuje oportunistična (*ang. Opportunistic*) in vanjo uvršča vse strategije, ki po značilnostih ne ustrezajo strategijam v prvi in drugi kategoriji, med drugim tudi strategije dolgih/kratkih pozicij.[19]

[19] Ineichen (2003, str. 287) deli naložbene strategije na prvem nivoju klasifikacijskega sistema na neusmeritvene (*ang. Nondirectional Strategies*) in usmeritvene. K neusmeritvenim strategijam prišteva vse strategije v prvi kategoriji in arbitražo združitve/tveganja (*ang. Merger/Risk Arbitrage*). Strategija investiranja v vrednostne papirje podjetij v težavah (*ang. Distressed Securities Strategy*) in oportunistične strategije pa predstavljajo usmeritvene strategije, katerih značilnost je, da temeljijo na predvidevanju gibanja trendov na finančnih trgih in ne na težnji po minimiziranju tržnega tveganja. Z uporabo usmeritvenih strategij hedge skladi realizirajo donos v primeru, ko se izbrani parametri gibljejo v predvideni smeri. Ključ za klasifikacijo, kot jo navaja Ineichen (2003,

Schneeweis in Spuring (2000, str. 34) strategije hedge skladov razvrščata drugače, in sicer z vidika investitorja. Avtorja priznavata štiri kategorije strategij, med katere uvrščata strategije relativne vrednosti, dogodkovne strategije, strategijo zavarovanja lastniškega kapitala (*ang. Equity Hedge Strategy*) in strategije globalne alokacije sredstev (*ang. Global Asset Allocation Strategies*). Kategorije se med seboj razlikujejo glede na donosnost, tveganje in korelacije med strategijami v posamezni kategoriji. Avtorja trdita, da strategije relativne vrednosti znižujejo tveganje, dogodkovne strategije in strategija zavarovanja lastniškega kapitala povišujejo donosnost, strategije globalne alokacije sredstev pa pripomorejo k ustrezni razpršitvi premoženja sklada.

Zaradi dostopnosti natančnih podatkov je klasifikacija strategij hedge skladov, ki jo predstavljam v nadaljevanju, povzeta po Ineichenu (2003, str. 199-368).

5.1. STRATEGIJE RELATIVNE VREDNOSTI

Strategije relativne vrednosti izkoriščajo kratkoročne neučinkovitosti na kapitalskih trgih, katerih posledica so relativna cenovna nesorazmerja med finančnimi instrumenti z značilno visoko stopnjo medsebojne povezanosti oziroma korelacije. Dobiček je realiziran, ko se relativno cenovno nesorazmerje ali razpon[20] povrne na ocenjeno ravnotežno raven. Med strategije relativne vrednosti sodijo:

- konvertibilna arbitraža (*ang. Convertible Arbitrage*),
- arbitraža s finančnimi instrumenti s stalnim donosom (*ang. Fixed-Income Arbitrage*),
- tržno nevtralna strategija, poimenovana tudi statistična arbitraža (*ang. Equity Market-Neutral Strategy/Statistical Arbitrage*).

Investicijsko priložnost v primeru konvertibilne arbitraže predstavlja relativno cenovno nesorazmerje med podjetniškimi zamenljivimi obveznicami[21] in delnicami, za katere se le-te lahko zamenjajo. Arbitraža s finančnimi instrumenti s stalnim donosom pa omogoča izkoriščanje nesorazmerij med cenami dolžniških vrednostnih papirjev (državne in podjetniške obveznice, hipotekarni vrednostni papirji, zakladne menice,…), ki izkazujejo visoko stopnjo soodvisnosti. Premoženje hedge skladov, ki uporabljajo prvi dve strategiji

---

str. 286), je ciljna izpostavljenost premoženja sklada tržnemu tveganju, ki narašča v smeri od prve do tretje kategorije naložbenih strategij.

[20] Zaradi večjega kreditnega tveganja imajo podjetniške obveznice s primerljivo dospelostjo in kuponsko donosnostjo navadno višjo donosnost kot državne obveznice. Donosnost podjetniških obveznic se navadno navaja kot razpon med njihovo donosnostjo in donosnostjo državnih dolžniških vrednostnih papirjev. V primeru podjetniških obveznic upravljavec hedge sklada, ki uporablja strategijo s finančnimi instrumenti s fiksnim donosom, analizira soodvisnost v gibanju razponov dveh ali več obveznic. Razpon se meri v bazičnih točkah, pri čemer ena bazična točka predstavlja stotino odstotka (Nicholas, 1999, str. 93).

[21] Podjetniške zamenljive obveznice dajejo lastniku možnost njihove zamenjave v določeno število delnic istega podjetja. Lastnik lahko zahteva zamenjavo kadarkoli v času pred njihovo zapadlostjo ali odpoklicem. Gre za hibridne vrednostne papirje, ki izkazujejo značilnosti tako dolžniških kot tudi lastniških vrednostnih papirjev.

relativne vrednosti, je le delno zavarovano pred tržnim tveganjem. Strategiji sta v razmerah medvedjega trga pretežno kratki (*ang. Bearish Hedge*), v razmerah bikovskega trga pa pretežno dolgi (*ang. Bullish Hedge*). V obeh primerih premoženje sklada ostaja izpostavljeno določeni stopnji tržnega tveganja, zato v primeru konvertibilne arbitraže in arbitraže s finančnimi instrumenti s stalnim donosom ne moremo govoriti o tržno nevtralni strategiji[22] (Nicholas, 1999, str.120-129).

Statistična arbitraža je tržno nevtralna alternativna naložbena strategija, ki izkorišča tržne neučinkovitosti na delniškem trgu oziroma relativna cenovna nesorazmerja pri delnicah, katerih donosnosti so medsebojno povezane. Strategija narekuje sestavo premoženja iz enakih vrednosti naložb v podcenjene in precenjene delnice. Z doseganjem ravnotežja med dolgimi in kratkimi pozicijami upravljavec izolira premoženje sklada pred nenadnimi preobrati v gibanju trenda na delniških trgih, posledica česar je, da donosnosti strategije izkazujejo relativno stabilnost (Ineichen, 2003, str. 236-239).

Kljub uporabi različnih naložbenih tehnik za zavarovanje premoženja sklada pred nepričakovanimi spremembami trendov na finančnih trgih, pa so hedge skladi pri opisanih naložbenih strategijah izpostavljeni naslednjim dodatnim tveganjem (Mitchell, Pulvino, 2000, str. 7-11):

- tveganje nadpovprečne zadolženosti skladov, ki uporabljajo arbitražne strategije, saj je razmerje med celotnim investiranim kapitalom in čisto vrednostjo premoženja sklada v primeru konvertibilne arbitraže v povprečju večje od 10:1, v primeru arbitraže s finančnimi instrumenti s stalnim donosom pa se omenjeno razmerje giblje v razponu med 20:1 in 30:1 (McCrary, 2002, str. 39);
- tveganje napačne ocene ravnovesnega relativnega cenovnega sorazmerja vrednostnih papirjev;
- tveganje napačno ocenjene smeri gibanja cenovnega neravnotežja;
- tveganje spremembe obrestne mere v primeru dolžniških vrednostnih papirjev;
- tveganje ustreznega izbora delnic v primeru statistične arbitraže.

Hedge skladi, ki uporabljajo navedene naložbene strategije, so primerni za investitorje, ki zasledujejo cilj zmerne in stabilne donosnosti vloženih sredstev z nizko korelacijo z gibanji na delniških trgih (Ineichen, 2003, str. 203). To je razvidno tudi iz Tabele 1.

[22] Naložbena strategija je tržno nevtralna, ko premoženje sklada omogoča doseganje konstantnih donosov tako v času padanja kot tudi v času naraščanja cen delnic. Cilj strategije predstavlja izničevanje izpostavljenosti premoženja sklada tržnemu tveganju s hkratnim zavzemanjem enakih vrednosti dolgih in kratkih pozicij.

Tabela 1: ***Nekatere lastnosti strategij relativne vrednosti***

Alternativna naložbena strategija	Donosnost	Tveganje[1]	Spodnje tveganje[2]	SHP[3]	Korelacija z delniškimi trgi	Finančni vzvod
Konvertibilna arbitraža	Srednja	Nizko	Nizko	Visok	Srednja	Visok
Arbitraža s finančnimi instrumenti s stalnim donosom	Nizka	Nizko	Srednje	Nizek	Nizka	Visok
Statistična arbitraža	Srednja	Nizko	Nizko	Visok	Nizka	Srednji

[1] Merjeno s standardnim odklonom donosnosti premoženja sklada (glej poglavje 6.2.2.).
[2] Merjeno s spodnjim odklonom donosnosti premoženja sklada (glej poglavje 6.2.2.1.).
[3] Gre za Sharpov indeks, ki ga pojasnim v poglavju 6.2.3.

Vir: Ineichen, 2003, str. 200.

5.2. DOGODKOVNE STRATEGIJE

Izredni poslovni dogodki, kot so operativne in/ali finančne težave, napovedani prevzemi, odkupi ali združitve ipd., vplivajo na povečano nestanovitnost cen finančnih instrumentov. Negotovost glede prihodnosti podjetja v težavah ali podjetja v fazi reorganizacije ustvarja investicijske priložnosti za upravljavce hedge skladov, ki znajo pravilno oceniti končni rezultat dogodkov v podjetju. Upravljavci ne določajo verjetnosti izrednega poslovnega dogodka, ampak analizirajo možne izide dogodkov v podjetju, ki že vplivajo na cene finančnih instrumentov podjetja. Ker je donosnost dogodkovnih strategij povezana ne samo z upravljavčevo sposobnostjo, da pravilno napove izid nekega izrednega poslovnega dogodka v podjetju, ampak tudi s številom le-teh, upravljavci navadno simultano uporabljajo različne komponente strategij. Upravljavec na ta način razširi nabor potencialnih investicijskih priložnosti, kar prispeva k višji donosnosti sklada. Dogodkovne strategije se delijo na več podstrategij, med katerimi sta najpogosteje uporabljeni dve:

- strategija investiranja v vrednostne papirje podjetij v težavah (*ang. Distressed Securities Strategy*),
- arbitraža združitve/tveganja (*ang. Merger/Risk Arbitrage*).

Investicijsko priložnost v primeru strategije investiranja v vrednostne papirje podjetij, ki se soočajo z operativnimi in/ali finančnimi težavami, predstavlja neravnotežje na nivoju notranje in relativne cene vrednostnih papirjev takšnega podjetja. Neravnotežje na nivoju notranje cene vrednostnih papirjev je posledica dejstva, da trg nepravilno ocenjuje notranjo vrednost podjetja. Na nivoju relativne cene pa se neravnotežje kaže v nesorazmerju med ceno določenega vrednostnega papirja podjetja v težavah glede na ceno drugih vrednostnih papirjev istega podjetja (Asness, Krail, Liew, 2001, str. 16-17).

Pri arbitraži združitve/tveganja dobičkonosno priložnost predstavljajo razlike med cenami vrednostnih papirjev potencialno prevzetega podjetja in cenami vrednostnih papirjev

prevzemnega podjetja, ki so posledica negotovosti glede rezultata pogajanj o poslu. Z vrednostnimi papirji potencialno prevzetega podjetja se v obdobju pogajanj običajno trguje z diskontom glede na vrednost, ki jo dosežejo, če prevzem uspe. Cene vrednostnih papirjev prevzemnega podjetja pa po napovedi prevzema navadno padejo. Tržno tveganje sklada upravljavci zmanjšujejo z nekrito prodajo vrednostnih papirjev, z uporabo izvedenih finančnih instrumentov in z razpršitvijo premoženja sklada znotraj in med sektorji gospodarstva ter ob upoštevanju gospodarskega cikla držav[23] (Ineichen, 2003, str. 252-275).

Nekatera dodatna tveganja, ki so specifična za dogodkovne strategije, so naslednja (Dalla-Costa, 2003, str. 118):

- tveganje negotove prihodnosti podjetja, ki se sooča z operativnimi in/ali finančnimi težavami;
- tveganje odvisnosti rezultatov strategije od števila prevzemov, združitev in odkupov na trgu (le-ti se gibljejo ciklično, saj so v odvisnosti od tržnih nihanj);
- tveganje, da prevzem, združitev ali odkup podjetja ne bo realiziran;
- tveganje pomanjkanja likvidnosti naložb zaradi dolgoročne narave strategij;
- tveganje nepravilno ocenjenega cenovnega ravnotežja vrednostnih papirjev podjetij v težavah na nivoju notranje in relativne cene;
- tveganje nepravilno ocenjene razlike med trenutno tržno ceno finančnih instrumentov potencialno prevzetega podjetja ter ceno, ki se bo oblikovala po zaključenem prevzemu.

Pomembna pozitivna lastnost dogodkovnih strategij je, da so donosnosti le-teh, kljub nekoliko višjem tveganju, relativno stabilne v različnih gospodarskih pogojih (glej tudi Tab. 2). Priložnosti za visoke, tveganju prilagojene donosnosti (*ang. Risk-Adjusted Returns*), se namreč pojavljajo tudi, ko tržni indeksi padajo, saj je v obdobju recesije več podjetij v finančnih težavah, več jih je na robu stečaja ali pa so že v stečajnem postopku.

Tabela 2: ***Nekatere lastnosti dogodkovnih strategij***

Alternativna naložbena strategija	Donosnost	Tveganje[1]	Spodnje tveganje[2]	SHP[3]	Korelacija z delniškimi trgi	Finančni vzvod
Strategija investiranja v vrednostne papirje podjetij v težavah	Visoka	Srednje	Visoko	Visok	Srednja	Nizek
Arbitraža združitve/tveganja	Srednja	Nizko	Srednje	Visok	Srednja	Srednji

[1] Merjeno s standardnim odklonom donosnosti premoženja sklada (glej poglavje 6.2.2.).
[2] Merjeno s spodnjim odklonom donosnosti premoženja sklada (glej poglavje 6.2.2.1.).
[3] Gre za Sharpov indeks, ki ga pojasnim v poglavju 6.2.3.

Vir: Ineichen, 2003, str. 252.

[23] V recesiji so pogostejši stečaji, v času ekspanzije pa prevzemi.

5.3. OPORTUNISTIČNE STRATEGIJE

»I did not play the financial markets according to a particular set of rules; I was always more interested in understanding the changes that occur in the rules of the game.«

-George Soros

Glavna značilnost oportunističnih strategij je, da na njihovi osnovi oblikovano premoženje sklada ne temelji na minimiziranju tržnega tveganja. Pri tovrstnih strategijah upravljavci sklada »stavijo« na določeno gibanje izbranih spremenljivk. Čeprav pomen oportunističnih strategij glede na celoten obseg premoženja, ki ga upravljajo hedge skladi, zaradi njihovega visokega tveganja (glej tudi Tab. 3), upada, pa imajo le-te še vedno največji tržni delež med vsemi alternativnimi naložbenimi strategijami. Ineichen (2003, str. 286-361) v zadnjo kategorijo alternativnih naložbenih strategij uvršča: strategije dolgih/kratkih pozicij, sektorsko strategijo (*ang. Sector Strategy*), makro strategijo (*ang. Macro Strategy*), strategijo nekrite prodaje (*ang. Short Selling Strategy*) in strategijo investiranja na porajajoče se trge (*ang. Emerging Markets Strategy*).

Tabela 3: ***Nekatere lastnosti oportunističnih strategij***

Alternativna naložbena strategija	Donosnost	Tveganje[1]	Spodnje tveganje[2]	SHP[3]	Korelacija z delniškimi trgi	Finančni vzvod
Strategije dolgih/kratkih pozicij	Visoka	Srednje	Visoko	Srednji	Visoka	Srednji
Sektorska strategija	Visoka	Visoko	Visoko	Nizek	Visoka	Nizek
Makro strategija	Visoka	Visoko	Srednje	Srednji	Srednja	Srednji
Strategija nekrite prodaje	Nizka	Visoko	Visoko	Nizek	Negativna	Srednji
Strategija investiranja na porajajoče se trge	Visoka	Visoko	Visoko	Nizek	Visoka	Nizek

[1] Merjeno s standardnim odklonom donosnosti premoženja sklada (glej poglavje 6.2.2.).
[2] Merjeno s spodnjim odklonom donosnosti premoženja sklada (glej poglavje 6.2.2.1.).
[3] Gre za Sharpov indeks, ki ga pojasnim v poglavju 6.2.3.

Vir: Ineichen, 2003, str. 288.

5.3.1. Strategije dolgih/kratkih pozicij

Strategija zavarovanja lastniškega kapitala in strategija brez zavarovanja lastniškega kapitala (*ang. Equity Nonhedge Strategy*) sta podstrategiji strategij dolgih/kratkih pozicij. Skladi, ki uporabljajo strategijo zavarovanja lastniškega kapitala, imajo takšno strukturo premoženja, kot je bila značilna že za sklade A. W. Jonesa. Neto izpostavljenost premoženja sklada tržnemu tveganju[24] je dolga ali kratka in je odvisna od pričakovanega tržnega trenda. V pozitivnih razmerah na trgu sklad, ki uporablja strategijo zavarovanja lastniškega kapitala, dosega donosnosti na enak način kot tradicionalni (vzajemni) sklad. V razmerah padajočih

[24] Tržno izpostavljenost premoženja sklada predstavlja razlika med dolgimi in kratkimi pozicijami izražena kot delež v kapitalu sklada (Nicholas, 1999, str. 108).

tržnih indeksov pa se od vzajemnih skladov razlikuje po tem, da z uporabo nekrite prodaje in s tem zavarovanja izkazuje določeno stopnjo neodvisnosti od tržnih gibanj in lahko tudi v takšnih razmerah realizira pozitivno donosnost. Upravljavci skladov s strategijo zavarovanja lastniškega kapitala izpostavljajo premoženje predvsem tveganju pravilnega izbora delnic. S pomočjo temeljne analize in pristopa »od spodaj navzgor«[25] (*ang. Bottom-Up*) se upravljavci želijo izogniti situaciji, v kateri bi tržna vrednost dolgih pozicij padala, medtem ko bi tržna vrednost kratkih pozicij naraščala (Schneeweis, Spuring, 1999, str. 86).

V obdobju hitrega razvoja hedge skladov v poznih 1960-ih letih in v času naraščajočih indeksov v 1990-ih letih so mnogi upravljavci opustili kratke pozicije, ki so bile značilne za originalne hedge sklade. Posledično se je razvila strategija brez zavarovanja lastniškega kapitala[26] (Ineichen, 2003, str. 294-295).

5.3.2. Sektorska strategija

Pri sektorski strategiji se upravljavci hedge sklada osredotočijo na posamezni sektor gospodarstva, s ciljem odkrivanja dobičkonosnih investicijskih priložnosti. Najpogostejše so investicije v tiste sektorje gospodarstva, ki izkazujejo dolgoročno višje stopnje rasti kot znaša splošna gospodarska rast. Z investiranjem v hitro rastoče sektorje upravljavci povišujejo verjetnost odkrivanja delnic z najvišjimi donosi[27] (*ang. Top-Performing Stocks*). V obdobjih padajočih trendov na finančnih trgih pa upravljavci ustvarjajo donos z nekrito prodajo delnic podjetij z najslabšimi rezultati v sektorju (*ang. Worst-Performing Stocks*) (Nicholas, 1999, str. 185). Slabost strategije predstavlja predvsem povečano tveganje naložb v majhne sektorje, kjer obstaja nevarnost, da bodo podjetja prizadeli podobni dogodki v istem obdobju, kar pomeni visoko stopnjo korelacije donosnosti investicij. Majhen sektor pa navadno tudi ne omogoča želene razpršitve premoženja sklada.

V zadnjih nekaj letih so sektorski hedge skladi največ vlagali v naslednje sektorje: biomedicina, zdravstvo, energija, informacijska tehnologija, mediji in finančne storitve. V Tabeli 4 predstavljam uspešnost ameriških sektorskih hedge skladov na osnovi gibanja indeksa Van U.S. Hedge Fund Index-Sector Performance v obdobju med leti 1998 in 2002.

---

[25] »Od spodaj navzgor« je eden izmed pristopov pri procesu izbire delnic v premoženje sklada. Pri tem pristopu upravljavci izberejo delnice posameznih podjetij, ki odgovarjajo vnaprej določenim zahtevam (rast prihodkov in dobičkov, usposobljenost vodstva, denarni tokovi, ipd.), ne glede na tržne in panožne razmere.

[26] Struktura premoženja skladov, ki uporabljajo strategijo brez zavarovanja lastniškega kapitala, je zelo podobna strukturi premoženja tradicionalnih (vzajemnih) skladov, le da imajo hedge skladi možnost uporabe finančnega vzvoda. Neto tržna izpostavljenost takega sklada je dolga, kratkih pozicij ni. Upravljavec sklada povečuje dobiček z izposojo denarnih sredstev in vrednostnih papirjev ter s povečevanjem dolgih pozicij. Negativna lastnost strategije brez zavarovanja lastniškega kapitala je, da je v preteklih letih nenaden in nepričakovan zasuk v tržnem trendu večkrat presenetil upravljavce, ki niso zavarovali s finančnim vzvodom povečanih dolgih pozicij.

[27] Delnice rasti (*ang. Growth Stocks*) se na trgu prodajajo z diskontom glede na notranjo vrednost podjetja, kar pomeni povečanje verjetnosti pozitivnih donosnosti tovrstnih naložb.

Tabela 4: ***Uspešnost sektorskih hedge skladov v obdobju od leta 1998 do leta 2002, merjena z odstotno spremembo vrednosti indeksa Van U.S. Hedge Fund***

	1998	1999	2000	2001	2002	Povprečna letna donosnost	Standardni odklon donosnosti	SHP[1]
Finančne storitve	12,5%	25,0%	42,0%	15,1%	0,0%	18,9%	15,7%	1,207
Zdravstvena oskrba	26,1%	51,1%	52,6%	0,4%	3,4%	26,7%	25,0%	1,069
Komunikacije/Mediji	17,6%	101.2%	-36,3%	-4,9%	-7,0%	14,1%	52,3%	0,270
Tehnologija	24,8%	65,1%	8,3%	0,6%	1,4%	20,0%	27,0%	0,742
Povprečna uspešnost sektorskih hedge skladov	20,2%	60,6%	16,6%	2,8%	-0,5%	19,9%	30,0%	0,665

[1] Gre za Sharpov indeks, ki ga pojasnim v poglavju 6.2.3.

Vir: Van Hedge Fund Advisors, 2004.

5.3.3. Makro strategija

Prvi hedge sklad z makro naložbeno strategijo, *Quantum Fund*, je leta 1980 ustanovil George Soros (Phillips, Surz, 2003, str. 83). V obdobju med leti 1980 in 1990 se je za sklade, ki so s svojimi naložbami špekulativno »stavili« na prihodnje vrednosti valut, blaga, na gibanje delniških trgov in na višino obrestnih mer po vsem svetu, uveljavilo ime globalni makro skladi. Kljub temu da se globalni makro skladi uvrščajo med hedge sklade, njihovo premoženje ni niti delno tržno nevtralno. Z velikimi, koncentriranimi naložbami »stavijo« na določen odziv finančnih in drugih trgov na makroekonomske spremembe v gospodarstvih po svetu. Uporaba finančnega vzvoda je nadpovprečna, saj se razmerje med celotnim investiranim kapitalom in neto vrednostjo premoženja sklada pri tovrstnih hedge skladih giblje med 6:1 in 10:1 (McCrary, 2002, str. 43).

Upravljavci pripisujejo manjši pomen analizam posameznih delnic in dajejo prednost makroekonomskim analizam pogojev in trendov, ki jih upoštevajo pri investicijskih pristopih. Upravljavci dosegajo dobičke, če pravilno ocenijo vpliv makroekonomskih in političnih sprememb na cenovna gibanja na globalnih trgih. Ker skladi niso specializirani, uporabljajo najrazličnejše naložbene tehnike in oblike naložb. Zaradi investicij na relativno učinkovitih[28] in likvidnih trgih, morajo izbirati med likvidnostjo in investicijskimi priložnostmi. Likvidnost je namreč visoko pozitivno korelirana z učinkovitostjo trga. Za učinkovitejše trge pa je značilna dobra obveščenost tržnih udeležencev, kar tovrstnim skladom zmanjšuje obseg investicijskih priložnosti.

[28] Gre za informacijsko učinkovite trge. Trg je informacijsko učinkovit, ko ne obstajajo informacijski stroški in ko vsi udeleženci na trgu kapitala dobivajo vse informacije sočasno (Mramor, 2000, str. 21).

5.3.4. Strategija nekrite prodaje

Premoženje hedge sklada, ki uporablja strategijo nekrite prodaje kot izključno naložbeno strategijo, sestavljajo le kratke pozicije[29] (*ang. Short-Only Portfolio*). Skladi s strategijo nekrite prodaje ali skladi kratkih pozicij dosegajo pozitivne donosnosti v času padanja vrednosti delnic na kapitalskih trgih. Upravljavci s pomočjo analitičnih metod odkrivajo precenjene delnice, ki jih nato nekrito prodajo in realizirajo pozitiven donos v primeru pravilnega vrednotenja vrednostnih papirjev.

Med pomanjkljivosti strategije nekrite prodaje se uvršča njena nizka ali celo negativna donosnost v obdobjih naraščajočih indeksov, saj premoženje sklada ni zavarovano pred spremembo tržnega trenda. Upravljavci tudi konsistentno izvajajo prezgodnjo prodajo vrednostnih papirjev in ostajajo neuspešni pri ocenjevanju časovnega trenutka padca vrednosti tržnih indeksov (Ineichen, 2003, str. 334-337).

5.3.5. Strategija investiranja na porajajoče se trge

Skladi s strategijo investiranja na porajajoče se trge usmerjajo svoja finančna sredstva na razvijajoče se finančne trge, med katere sodijo trgi Vzhodne Evrope, Azije, Afrike in Latinske Amerike. Zaradi visoke stopnje nelikvidnosti že tako majhnega nabora različnih finančnih instrumentov, slabe tržne infrastrukture, politične in gospodarske nestanovitnosti ter informacijskih omejitev, porajajoči se trgi za investitorja predstavljajo visoko tvegano, a investicijsko privlačno okolje.

Ker so informacije redke, uspešnost strategije določa dejanska prisotnost sklada na porajajočih se trgih. Upravljavci le težko ustvarijo informacijsko prednost, ki jim omogoča izkoriščanje številnih cenovnih neravnotežij. Za strategijo so predvsem značilne dolge pozicije v podcenjene lastniške vrednostne papirje. Zaradi pomanjkanja primernih finančnih instrumentov in omejitev v zvezi z izvajanjem nekrite prodaje, se skladi težko zavarujejo pred tržnim tveganjem. Tveganje upravljavci nadzirajo z razpršitvijo naložb v različna podjetja, različne panoge in tudi na različne trge (Nicholas, 1999, str. 210-215).

6. MERJENJE USPEŠNOSTI HEDGE SKLADOV

Z razvojem alternativnih naložbenih strategij se je uveljavil pojem absolutnih donosnosti (*ang. Absolute Returns*), ki so značilne za hedge sklade. Donosnosti alternativnih naložbenih

[29] Za premoženje sklada, ki ga sestavljajo le kratke pozicije, se je v literaturi uveljavilo poimenovanje alternativno premoženje (Staley, 1997, str. 5).

strategij ne izhajajo iz usmeritve trga in niso vezane na določen trg ali indeks, zato jih tudi ni smiselno primerjati s tradicionalnimi tržnimi indeksi, kot je to običajno pri ocenjevanju uspešnosti upravljavcev vzajemnih skladov. Upravljavci hedge skladov zasledujejo konstantno, navadno vnaprej določeno, absolutno donosnost in s tem cilje izogibanja izgubam ne glede na spremembe v tržnih pogojih. Zaradi proste izbire trgov, finančnih instrumentov in naložbenih tehnik ter hitrega dostopa do kvalitetnih informacij so hedge skladi izredno uspešni pri ustvarjanju dodane vrednosti z izkoriščanjem tržnih neučinkovitosti (Ineichen, 2003, 106).

Sposobnosti upravljavca so v primeru hedge skladov ključne pri doseganju dobrih rezultatov sklada. Ineichen (2000, str. 59) ugotavlja, da je v povprečju štiri petine donosnosti hedge skladov odvisne od specifičnih sposobnosti upravljavca, da investicijsko priložnost pretvori v dobiček, le ena petina pa od obvladovanja tržnega tveganja.

6.1. POMEN »BENCHMARKA« IN TEŽAVE PRI UVELJAVITVI USTREZNEGA INDEKSA

Na področju ocenjevanja uspešnosti hedge skladov je opazen trend t.i. »benchmarkinga«[30] oziroma primerjave uspešnosti posameznega hedge sklada z ustreznim indeksom (McCarthy, Spuring, 1998, str. 18). Lastnosti, ki v primeru hedge skladov govorijo v prid uporabe indeksov kot »benchmarkov«, je več:

- Indeks, ki se uporablja za »benchmark«, prikazuje uspešnost določenega segmenta trga hedge skladov ali trga hedge skladov kot celote in služi za primerjavo uspešnosti posameznega hedge sklada glede na trg.
- Primerjava uspešnosti posameznega hedge sklada s povprečnim hedge skladom je pomembna tako za institucionalne kot tudi za individualne investitorje, saj je na ta način olajšano odločanje o naložbi v hedge sklade.
- V zadnjem času je opazen trend liberalizacije oglaševanja hedge skladov, ki s primerjavo svoje uspešnosti z donosnostjo ustreznega indeksa lažje privabljajo nove investitorje (Colegate, 2003, str. 8-9).

Fung in Hsieh (2001, str. 340) menita, da je oblikovanje ustreznega indeksa, ki bi prikazoval uspešnost hedge skladov po naložbeni strategiji ali trga hedge skladov kot celote, praktično nemogoče. Indeks, ki bi lahko služil kot »benchmark«, mora namreč izpolnjevati naslednje štiri pogoje: biti mora nedvoumen, reprezentativen, izmerljiv in posnemljiv. Kljub mnogim indeksom hedge skladov, ki se v praksi dejansko uporabljajo kot »benchmark« (npr. Hedge Fund Research Index, Van Global Hedge Fund Index, CSFB/Tremont Hedge Fund Index idr.), nobeden ne izpolnjuje vseh naštetih pogojev. Poglejmo si razloge, zakaj je temu tako:

[30] S pojmom »benchmark« se v poslovnih financah navadno označuje indeks, obrestna mera ali katerikoli drug dogovorjen finančni instrument, ki služi kot osnova za primerjavo uspešnosti finančne naložbe.

Prvič, nedvoumnost indeksa, ki bi opisoval uspešnost hedge skladov v povprečju, naj bi bila v tem, da obstaja neka konsistentna, splošno priznana klasifikacija vseh hedge skladov, ne glede na uporabljene naložbene strategije. Toda »panoga« hedge skladov je izredno heterogena in dinamična, meje med uporabljenimi naložbenimi strategijami so zabrisane, hedge skladi lahko uporabljajo več strategij hkrati, slednje pa se nenehno razvijajo. Klasifikacijskih sistemov hedge skladov je mnogo, a vsi izkazujejo določeno stopnjo dvoumnosti.

Drugič, številni hedge skladi so neregistrirani, večina jih ne poroča o svoji naložbeni politiki, sestavi premoženja in uspešnosti. Nadzor hedge skladov je slab, ali pa ga celo ni. Podatkovne baze institucij, ki se ukvarjajo z zbiranjem podatkov o hedge skladih, tudi niso popolne. Vsak poskus merjenja uspešnosti posamezne alternativne naložbene strategije je ne le dvoumen, pač pa tudi nereprezentativen (McCrary, 2002, str. 171).

In nenazadnje, pomembna lastnost indeksa, ki služi kot »benchmark«, mora biti, da se ga da posnemati. To pomeni, da mora tržni indeks upravljavcu hedge sklada predstavljati pasivno alternativo alokacije sredstev. V zadnjem času pogostokrat uporabljeni indeksi hedge skladov pa to ne morejo biti iz naslednjega razloga: pasivna alternativa za alokacijo sredstev je lahko nek tržni indeks le v primeru, če je sestavljen iz tržnih naložb. Toda delnice večine hedge skladov ne kotirajo na borzah. Likvidnost takega indeksa je zato izjemno nizka in tak indeks ne more služiti kot »benchmark« (Ineichen, 2003, str. 115-120).

6.2. IZRAČUN DONOSNOSTI IN TVEGANJA PREMOŽENJA HEDGE SKLADA

Pri oblikovanju premoženja hedge sklada velja (enako kot pri oblikovanju finančnega premoženja nasploh), da sta tako z vidika upravljavca kot tudi z vidika investitorja najpomembnejši spremenljivki pričakovana donosnost ($E(r_p)$) in tveganje (σ_p^2) premoženja sklada. Racionalen upravljavec želi (enako kot racionalen investitor) maksimizirati donosnost ob danem tveganju, oziroma minimizirati tveganje ob dani stopnji donosa.

Pričakovana donosnost posameznega vrednostnega papirja je enaka vsoti produktov med njegovimi možnimi donosnostmi in verjetnostmi, da se bodo te donosnosti dejansko realizirale. V primeru premoženja, sestavljenega iz več vrednostnih papirjev, je njegova pričakovana donosnost enaka tehtanemu povprečju pričakovanih donosnosti posameznih vrednostnih papirjev, pri čemer uteži predstavljajo deleži posameznega vrednostnega papirja v vrednosti premoženja. Tveganje se meri z varianco oziroma s standardnim odklonom donosnosti, ki meri razlike med dejansko in pričakovano stopnjo donosa za posamezni vrednostni papir. Izračun tveganja premoženja ni preprosto enak tehtanemu povprečju standardnih odklonov donosnosti posameznih vrednostnih papirjev v premoženju, temveč je

potrebno pri oceni tveganja upoštevati tudi korelacijske koeficiente med donosnostmi posameznih naložb (Mramor, 2000, str. 51-69).

6.2.1. Donosnost premoženja hedge sklada

»If hedge funds were allowed to advertise performance figures, the mutual fund industry would be history.«

- Donald J. Halldin

Tako pričakovana donosnost kot tudi tveganje posameznega vrednostnega papirja sta navadno ocenjena na podlagi preteklih podatkov o njegovih cenah, kar pomeni, da se namesto pričakovane donosnosti dejansko uporabi povprečno donosnost v proučevanem obdobju. Tudi donosnost premoženja hedge sklada v nekem obdobju ($r_{p,i}$) je navadno opredeljena na osnovi preteklih donosnosti, merjenih kot relativna sprememba neto vrednosti premoženja (*ang. Net Asset Value*) sklada (McCrary, 2002, str. 155):

$$r_{p,i} = \frac{NAV_i - NAV_{i-1}}{NAV_{i-1}} = \frac{NAV_i}{NAV_{i-1}} - 1 \qquad [1]$$

Kjer je:

$r_{p,i}$ = donosnost premoženja sklada v obdobju *i*

NAV_{i-1} = neto vrednost premoženja sklada konec obdobja *i-1* oziroma na začetku obdobja *i*

NAV_i = neto vrednost premoženja sklada konec obdobja *i*

Hedge skladi zagotavljajo podatke o donosnosti svojega premoženja neusklajeno, navadno pa na mesečni ali četrtletni ravni. Organizacije, ki zbirajo podatke o hedge skladih, izračunavajo letno donosnost skladov s pomočjo geometrijske sredine posameznih donosnosti, s čimer zagotavljajo primerljivost njihove uspešnosti poslovanja.

Donosnost naložb hedge sklada se izračunava enako, ne glede na to, ali gre za dolge ali kratke pozicije. Izračun [1] implicitno predpostavlja, da gre zgolj za dolge pozicije, čeprav v primeru kratkih pozicij donosnost le-teh učinkuje na premoženje sklada ravno v nasprotni smeri[31] kot v primeru dolgih pozicij.

Zaradi izposoje finančnih sredstev finančni vzvod predstavlja povečano tveganje premoženja sklada. Velja, da upravljavci pri izračunavanju donosnosti hedge sklada v nekem obdobju

[31] Na primer, če cena navadne delnice v obdobju naraste s 100 na 105 denarnih enot, pri čemer gre za 5-odstotni porast, bo učinek na premoženje sklada v primeru, da gre za kratko pozicijo, ravno nasproten. Hedge sklad bo iz naslova kratke pozicije v obravnavnem obdobju beležil 5-odstotno izgubo.

upoštevajo dejanska sredstva sklada, med katere se uvršča tudi naložbe, ki so bile pridobljene z izposojenimi finančnimi sredstvi. Pri izračunu donosnosti tako finančni vzvod vpliva na utež posamezne naložbe v premoženju sklada, ne pa na njeno donosnost.

Upravljavci sklada morajo podobno kot pri uporabi finančnega vzvoda v izračun donosnosti vseh sredstev vključiti tudi izvenbilančne postavke (*ang. Off-Balance Sheet Assets*). Vrednost izvenbilančnih postavk mora biti dodana tako začetni kot tudi končni vrednosti sredstev sklada v nekem obdobju, za katerega se izračunava njegova donosnost.

Nekateri hedge skladi investitorjem dopuščajo naložbe z delnim kritjem (navadno najmanj polovico). Sklad investitorju preostali del finančnih sredstev posodi in mu hkrati zagotavlja donose iz naslova celotne naložbe. Hedge skladi v izračun donosnosti ne smejo vključevati donosov, ki pripadajo neplačanemu delu naložb.

6.2.2. Tveganje premoženja hedge sklada

Kljub nekaterim pomanjkljivostim se tveganje premoženja hedge sklada predvsem zaradi enostavnosti navadno meri s standardnim odklonom dejanske donosnosti premoženja sklada od povprečne[32] (McCrary, 2002, str. 167):

$$\sigma_{p,n} = \frac{\sqrt{\sum_{i=1}^{n}(r_{p,i} - \bar{r})^2}}{n-1} \qquad [2]$$

Kjer je:

$\sigma_{p,n}$ = standardni odklon donosnosti premoženja sklada v proučevanem obdobju *n*

$r_{p,i}$ = donosnost premoženja sklada v obdobju *i*

$\bar{r}$ = povprečna donosnost premoženja sklada v proučevanem obdobju *n*

Navedena enačba standardnega odklona ima dve pomanjkljivosti, zaradi katerih se pojavlja dvom v njeno ustreznost za izračun tveganja premoženja hedge sklada:

1) V skladu z enačbo [2] se standardni odklon izračuna kot tehtana aritmetična sredina, ki se najpogosteje uporablja kot mera centralne tendence. Tehtana aritmetična sredina je dobra mera centralne tendence le ob predpostavki, da se vrednosti slučajne spremenljivke porazdeljujejo vsaj približno normalno (Mramor, 2000, str. 52). Toda empirična proučevanja v financah kažejo, da porazdelitev donosnosti vrednostnih papirjev odstopa

[32] Izračun [2] predpostavlja podatke o mesečnih ali četrtletnih donosnostih premoženja sklada ($r_{p,i}$), proučevano obdobje *n* pa je navadno 1 leto.

od normalne[33] (Lowenstein, 2000, str. 71-75). Fama (1965, str. 80-134) je v eni izmed svojih raziskav, ki se je nanašala na gibanje cen 30-ih delnic, vključenih v indeks Dow Jones Industrial Average, ugotovil, da so bile v proučevanem obdobju spremembe cene vsake izmed 30-ih delnic večje in pogostejše, kot to izhaja iz normalne porazdelitve. Cene delnic naj bi se razporejale v obliki zožene zvonaste krivulje z odebeljenimi »repi« ali konci (*ang. Curve With Fat Tails*), kar pomeni večjo verjetnost ekstremnih vrednosti delnic, kot to velja za normalno porazdelitev. McCrary (2002, str. 167) trdi, da naj bi vzrok za to, da se finančni trgi gibljejo bolj ekstremno kot rezultati meta poštenega kovanca, predstavljalo dejstvo, da imajo finančni trgi do neke mere »spomin« in prav zato ne morejo doseči popolne učinkovitosti.

2) Standardni odklon slabo opisuje investitorjevo dojemanje tveganja, saj ne loči zaželenega od nezaželenega tveganja. Tveganje, ki investitorja v resnici zanima in zanj predstavlja nezaželeno oziroma »slabo« tveganje (*ang. Bad Risk*), je t.i. spodnje tveganje (*ang. Downside Risk*). Spodnje tveganje je definirano kot tveganje donosnosti pod arbitrarno določeno ciljno donosnostjo, ki jo navadno predstavlja minimalna sprejemljiva donosnost (*ang. Minimum Acceptable Return*) (Euromoney Asset Management School, 2003). Tveganju nenaklonjen investitor stremi za donosnostjo svoje naložbe nad minimalno sprejemljivo donosnostjo. Cilj hedge skladov v nekem obdobju je doseganje vnaprej določene donosnosti ob čim manjšem tveganju (za cilj si hedge skladi lahko postavijo tudi določeno raven tveganja, pri katerem skušajo doseči čim višjo donosnost). Če ciljna donosnost ni dosežena, upravljavci tudi niso nagrajeni s provizijo za uspešnost.

V nadaljevanju bom predstavila nekaj ustreznejših mer za tveganje premoženja hedge skladov, ki investitorju dajejo predvsem informacijo o spodnjem tveganju.

6.2.2.1. Spodnja polvarianca in spodnji odklon

V izračun spodnje polvariance (*ang. Downside Semivariance*, od tu dalje DSV) so vključeni le spodnji odkloni donosnosti premoženja sklada od arbitrarno določene ciljne donosnosti (r^*). Če je vrednost slednje nič, le-ta ločuje pozitivne donosnosti od izgub (McCrary, 2002, str. 168):

$$DSV_{p,n} = \frac{\sum_{i=1}^{n} \min(r_{p,i} - r^*, 0)^2}{n-1} \qquad [3a]$$

[33] Normalna porazdelitev je spremenjena tudi v primeru uporabe finančnih instrumentov z nelinearnim profilom donosnosti, med katere sodijo opcije.

Kjer je:

$DSV_{p,n}$ = spodnja polvarianca donosnosti premoženja sklada v proučevanem obdobju *n*

$r_{p,i}$ = donosnost premoženja sklada v obdobju *i*

r^* = arbitrarno določena ciljna donosnost premoženja sklada

Spodnji odklon (*ang. Downside Deviation*), σ_d, je mera tveganja, ki je podobna standardnemu odklonu, a se od njega razlikuje v dveh značilnostih:

1) Standardni odklon je merjen relativno glede na endogeno določeno aritmetično sredino porazdelitve donosnosti, medtem ko je spodnji odklon merjen glede na arbitrarno določeno ciljno donosnost, ki jo navadno predstavlja minimalna sprejemljiva donosnost.
2) Standardni odklon meri tako zgornje kot tudi spodnje odklone donosnosti od aritmetične sredine, medtem ko spodnji odklon meri le odklone pod arbitrarno določeno ciljno donosnostjo.

Spodnji odklon, σ_d, je enak kvadratnemu korenu od DSV:

$$\sigma_d = \sqrt{DSV} \qquad [3b]$$

6.2.2.2. Verjetnost donosnosti pod ciljno donosnostjo

Ena izmed pomožnih mer za merjenje tveganja premoženja sklada, ki pa za razliko od spodnje polvariance in spodnjega odklona ne predpostavlja normalne porazdelitve donosnosti premoženja sklada, je verjetnost donosnosti pod ciljno donosnostjo (*ang. Below Target Probability*, od tu dalje BTP). BTP meri verjetnost, da bo donosnost posamezne naložbe sklada oziroma neto vrednost premoženja sklada pod ciljno vrednostjo. BTP daje podatke o verjetnosti slabih rezultatov ali celo izgub, ne zagotavlja pa podatka o velikosti izgube.

BTP je pomembna pri odločitvah o uporabi finančnega vzvoda za povečanje posameznih naložb in pri odločitvah o njihovi morebitni likvidaciji. Ker enačba [4] opisuje porazdelitveno funkcijo, pri kateri $f(r)$ nima simetrične zvonaste oblike, lahko BTP pojasnjuje verjetnosti ekstremnih odstopanj posameznih od ciljne donosnosti (McCrary, 2002, str. 168):

$$BTP = \int_{-\infty}^{T} f(r)dr \qquad [4]$$

Kjer je:

$f(r)$ = verjetnost posamezne donosnosti ali verjetnost določene ravni neto vrednosti premoženja sklada

T = ciljna donosnost

6.2.2.3. Varianca in tveganje pod ciljno donosnostjo

Varianca pod ciljno donosnostjo (*ang. Below Target Variance*, od tu dalje BTV) izhaja iz BTP in meri tveganje premoženja sklada. Podatek o verjetnosti izgube je uporabljen kot utež pri izračunu variance (McCrary, 2002, str. 168-169). Enačba za izračun BTV je sledeča:

$$BTV = \int_{-\infty}^{T} (r - T)^2 f(r) dr \qquad [5a]$$

Kjer je:

$(r - T)^2$ = kvadrat razlike med posamezno in ciljno donosnostjo

$f(r)$ = verjetnost posamezne donosnosti ali verjetnost določene ravni neto vrednosti premoženja sklada

S preprosto transformacijo pridemo do mere, ki je sorodna BTV in se imenuje tveganje pod ciljno donosnostjo (*ang. Below Target Risk,* od tu dalje BTR):

$$BTR = \sqrt{BTV} \qquad [5b]$$

6.2.3. Mere tveganju prilagojene donosnosti premoženja hedge sklada

Mere tveganju prilagojene donosnosti dajejo informacijo o učinkovitosti investiranja, ki je definirana kot razmerje med donosnostjo in tveganjem naložbe ali izbranega sklada. V nadaljevanju bom predstavila dve izmed najpogosteje uporabljenih mer učinkovitosti upravljanja, ki merita donosnost na enoto tveganja:

1) Sharpov indeks (Sharpe, 1994, str. 1) meri donosnost naložbe ali premoženja sklada nad donosnostjo netvegane naložbe v razmerju s standardnim odklonom donosnosti naložbe ali premoženja sklada:

$$SHP = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \qquad [6a]$$

   Višja vrednost Sharpovega indeksa pomeni večjo učinkovitost investiranja oziroma upravljanja premoženja.

2) Sortinov indeks se od Sharpovega razlikuje po tem, da se pri njegovem izračunu v imenovalcu namesto standardnega odklona uporablja le spodnji odklon donosnosti, σ_d :

$$SRT = \frac{r_p - r_f}{\sigma_d} \qquad [6b]$$

Ker spodnji odklon meri nezaželeno oziroma »slabo« tveganje, je na ta način olajšano ločevanje med nestanovitnostjo vrednosti naložb, ki jo povzročajo izgube in nestanovitnostjo, ki jo povzročajo tudi pozitivne donosnosti. Sharpov indeks se uporablja pri merjenju učinkovitosti naložb ali upravljanja premoženja sklada tako v primeru vzajemnih kot tudi v primeru hedge skladov, medtem ko je Sortinov indeks značilen predvsem za hedge sklade (Caparrelli, 1998, str. 337-350).

Med merami tveganju prilagojene donosnosti naj omenim še Treynorjev indeks. Tako kot Sharpov in Sortinov, tudi Treynorjev indeks meri donosnost premoženja nad donosnostjo netvegane naložbe v razmerju s tveganjem premoženja, vendar pa Treynorjev indeks tveganje predstavi s koeficientom beta (β)[34], kar pomeni, da obravnava le sistematično tveganje premoženja, medtem ko Sharpov indeks tveganje predstavi s σ_p, kar pomeni, da obravnava celotno tveganje (t.j. sistematično in nesistematično). Posledično je premoženje pri Treynorjevem indeksu lahko ocenjeno kot učinkovito, kljub temu da nosi veliko nesistematičnega tveganja, ki ga indeks ne meri (Eng, Lees, Mauer, 1995, str. 663-664).

7. ANALIZA USPEŠNOSTI NALOŽBENIH STRATEGIJ HEDGE SKLADOV

V tem poglavju diplomskega dela bom s pomočjo zbranih podatkov analizirala uspešnost alternativnih naložbenih strategij hedge skladov. Rezultate bom primerjala z uspešnostjo tradicionalnih naložb, ki jih najbolje predstavljajo vzajemni skladi. V analizi bom predpostavila, da donosnost indeksov delniških trgov dobro predstavlja donosnost pasivno upravljanih tradicionalnih vzajemnih skladov.

Cilji moje analize so naslednji:

- proučiti najnovejše podatke o donosnosti, tveganju in učinkovitosti investiranja hedge skladov;
- proučiti uspešnost posamezne alternativne naložbene strategije in jo primerjati z ostalimi strategijami;

[34] Koeficient beta (β), ki odraža sistematično tveganje, meri usklajenost gibanja donosnosti posamezne naložbe z donosnostjo tržnega premoženja in izhaja iz CAPM modela (*ang. Capital Asset Pricing Model*), ki so ga razvili Treynor, Sharpe, Lintner in Mossin (Brigham, 1998, str. 180).

- primerjava donosnosti, tveganja in učinkovitosti investiranja hedge skladov s tradicionalnimi naložbami oziroma z vzajemnimi skladi;
- proučiti korelacijo uspešnosti posameznih alternativnih naložbenih strategij in celotne »panoge« hedge skladov s trendi na delniških trgih.

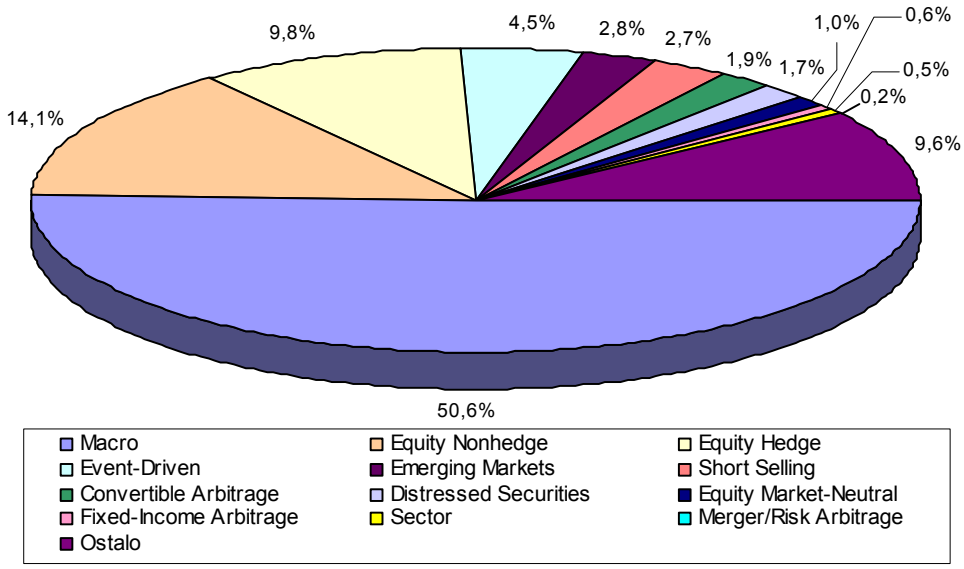
7.1. PODATKI IN METODOLOGIJA

V analizi je zajeto desetletno obdobje med 31.12.1993 in 31.12.2003, za katero bom na osnovi podatkov o gibanju vrednosti izbranih indeksov izračunala ustrezne kazalce uspešnosti naložbenih strategij in jih komentirala. Vse uporabljene podatke sem pridobila s pomočjo informacijskega sistema Bloomberg in jih nadalje obdelala s programom Excel.

7.1.1. Izbor alternativnih naložbenih strategij

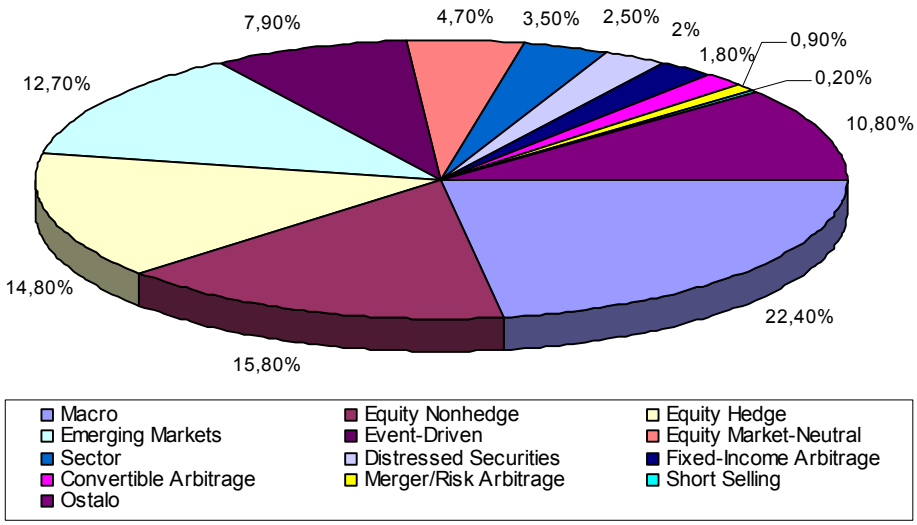
Kot kriterij za izbor naložbenih strategij v analizo sem izbrala obseg sredstev v upravljanju hedge sklada s posamezno strategijo. V obdobju med leti 1991 in 2000 je bilo kljub naraščajočemu številu novih naložbenih strategij 12 strategij takšnih, ki predstavljajo kar 90% celotnega premoženja v upravljanju hedge skladov.

Slika 4: ***Deleži posameznih alternativnih naložbenih strategij glede na velikost sredstev v upravljanju hedge skladov konec leta 1991***



Vir: Bloomberg in lastni izračuni, 2004.

Slika 5: ***Deleži posameznih alternativnih naložbenih strategij glede na velikost sredstev v upravljanju hedge skladov konec leta 2000***



Vir: Bloomberg in lastni izračuni, 2004.

Slika 4 in Slika 5 kažeta deleže sredstev v upravljanju hedge skladov, ki pripadajo posamezni izmed dvanajstih naložbenih strategij, v letu 1991 in v letu 2000. Natančnejši pogled v oba grafikona daje dodatno informacijo o razvoju in pomenu posamezne alternativne naložbene strategije hedge skladov. Strategija nekrite prodaje je edina izmed dvanajstih alternativnih naložbenih strategij, za katero velja, da so se v desetletnem obdobju sredstva v upravljanju hedge skladov z nekrito prodajo kot izključno naložbeno strategijo zmanjševala. Za vse ostale strategije je značilna rast sredstev v upravljanju hedge skladov, njihova stopnja rasti pa je različna in odvisna od posamezne strategije. Tako je za makro strategijo v desetletnem obdobju značilna rast sredstev v upravljanju hedge skladov in hkrati padec tržnega deleža z ene polovice na dobro petino. Skladi s sektorsko strategijo, s strategijo investiranja na porajajoče se trge, z uporabo statistične arbitraže in arbitraže s finančnim instrumenti s stalnim donosom ter skladi, ki uporabljajo dogodkovne strategije, so v tem obdobju najbolj povečali svoj tržni delež.

Spremembe v tržnih deležih posameznih naložbenih strategij odsevajo predvsem trend specializacije hedge skladov in težnjo k manj agresivnemu ustvarjanju donosnosti, saj si zaradi nepredvidljivosti finančnih trgov vse več investitorjev želi manj tveganja kljub nižji pričakovani donosnosti.

7.1.2. Uporabljeni indeksi

Zaradi dostopnosti podatkov sem se pri analizi posameznih naložbenih strategij odločila za uporabo indeksov HFRI, Hedge Fund Research Performance Indices[35], ki jih zagotavlja že prej omenjeni ponudnik HFR.[36] 27 indeksov, ki prikazujejo uspešnost več kot 2000 hedge skladov, je razvrščenih glede na prevladujočo naložbeno strategijo. V indekse HFRI so vključeni skladi, ki upravljajo sredstva v vrednosti vsaj 5 milijonov USD.

V analizi sem uporabila tudi podatke o vrednosti CSFB[37]/Tremont Hedge Fund indeksa (od tu dalje HEDGNAV), ki ga zagotavlja TASS[38]. Indeks HEDGNAV je sestavljeni indeks, saj meri uspešnost okoli 3000 hedge skladov, ne glede na njihovo naložbeno strategijo. Za hedge sklade, ki so vključeni v indeks, velja, da znaša minimalna vrednost sredstev v upravljanju posameznega sklada 10 milijonov USD. Po podatkih TASS naj bi indeks zajemal najmanj 85% vseh sredstev v upravljanju hedge skladov, zato menim, da je indeks HEDGNAV dober pokazatelj uspešnosti celotne »panoge« in tudi dober približek uspešnosti povprečnega hedge sklada.

Gibanje delniških trgov v proučevanem obdobju bo predstavljalo gibanje dveh indeksov, in sicer indeksa S&P 500 (od tu dalje SPX), ki meri uspešnost delnic 500 največjih ameriških podjetij in globalnega indeksa MSCI World (od tu dalje MXWD). Za indeksa SPX in MXWD predpostavljam, da dobro predstavljata donosnost povprečnega vzajemnega sklada, in sicer naj bi SPX predstavljal vzajemne sklade, ki vlagajo le na ameriški trg kapitala, MXWD pa vzajemne sklade, ki svoje premoženje razpršijo globalno.

7.1.3. Izračun kazalcev

Na osnovi mesečnih podatkih o vrednostih omenjenih indeksov v obdobju od 31.12.1993 do 31.12.2003, kar predstavlja časovno serijo 121-ih podatkov za posamezni indeks, bom najprej izračunala povprečne mesečne donosnosti izbranih naložbenih strategij. Tem sledi izračun standardnih odklonov donosnosti posameznih naložbenih strategij, ki služijo kot kazalci njihovega tveganja. Z omejitvijo na negativne mesečne donosnosti v proučevanem desetletnem obdobju bom nato izračunala še spodnji odklon posamezne naložbene strategije (arbitrarno določena ciljna donosnost je 0%), ki daje informacijo o »slabem« tveganju oziroma meri tveganje izgube.

Kljub številnim možnim kazalcem učinkovitosti naložb, ki se v praksi uporabljajo, se v analizi osredotočim na najpogosteje uporabljena, in sicer na že opisani Sharpov indeks (od tu

[35] Analizirane naložbene strategije hedge skladov in njim pripadajoči indeksi HFRI našteti v Pril. 3, str. vi.
[36] Glej tudi stran 16.
[37] Credit Suisse First Boston.
[38] Glej tudi opombo 10.

dalje SHP) in Sortinov indeks (od tu dalje SRT). Izračuni kazalcev SHP in SRT temeljijo na podatkih o mesečnih donosnostih. Predpostavila sem, da je netvegana donosnost enaka 0%, saj so njene mesečne vrednosti zanemarljivo majhne, njeno neupoštevanje pa tudi ne spremeni relativnih razmerij med vrednostmi kazalcev.

S pomočjo korelacijskih koeficientov med delniškima indeksoma (SPX in MXWD) in alternativnimi naložbenimi strategijami bom v nadaljevanju analizirala še korelacijo med hedge skladi (po strategijah in za povprečni hedge sklad) in tradicionalnimi naložbami.

7.2. REZULTATI ANALIZE

V Tabeli 5 so predstavljene povprečne mesečne donosnosti in standardni odkloni mesečnih donosnosti naložbenih strategij hedge skladov ter vrednosti izbranih kazalcev učinkovitosti investiranja hedge skladov v proučevanem desetletju.[39] V nadaljevanju bom ločeno komentirala dobljene rezultate, in sicer po naslednjih sklopih: donosnost, tveganje, tveganju prilagojena donosnost alternativnih naložbenih strategij in korelacija med hedge skladi ter tradicionalnimi naložbami.

Tabela 5: ***Uspešnost hedge skladov po posamezni alternativni naložbeni strategiji in v povprečju ter primerjava z uspešnostjo tradicionalnih naložb v obdobju od 31.12.1993 do 31.12. 2003***

	Povprečna mesečna donosnost	Standardni odklon mesečne donosnosti	Spodnji odklon mesečne donosnosti	SHP	SRT
HFRIEHI Index – Strategija zavarovanja lastniškega kapitala	1,27%	2,73%	1,56%	0,466	0,814
HFRIS Index – Sektorska strategija	1,26%	4,46%	2,69%	0,283	0,469
HFRIENHI Index – Strategija brez zavarovanja lastniškega kapitala	1,22%	4,27%	2,88%	0,286	0,424
HFRIEDI Index – Dogodkovne strategije	1,12%	1,93%	1,84%	0,579	0,608
HFRIDSI Index – Strategija investiranja v vrednostne papirje podjetij v težavah	0,97%	1,64%	1,66%	0,592	0,585
HFRIMI Index – Makro strategija	0,97%	2,30%	1,36%	0,419	0,709
HEDGNAV Index	0,90%	2,44%	1,68%	0,370	0,539
HFRIEM Index – Strategija investiranja na porajajoče se trge	0,88%	4,52%	3,43%	0,194	0,256
HFRICAI Index – Konvertibilna arbitraža	0,88%	1,02%	0,94%	0,859	0,927
HFRIMAI Index – Arbitraža združitve/tveganja	0,87%	1,07%	1,34%	0,814	0,648
SPX Index	0,82%	4,55%	3,05%	0,181	0,270
HFRIEMNI Index – Tržno nevtralna strategija/Statistična arbitraža	0,69%	0,94%	0,48%	0,734	1,441
MXWD Index	0,51%	4,28%	3,07%	0,120	0,167
HFRIFIAR Index – Arbitraža s finančnimi instrumenti s stalnim donosom	0,50%	1,22%	1,66%	0,414	0,302
HFRISHSE Index – Strategija nekrite prodaje	0,30%	6,67%	4,05%	0,045	0,074

Vir: Bloomberg in lastni izračuni, 2004.

[39] Ker pri analizi nisem upoštevala inflacije, so vse mesečne donosnosti nominalne, izračuni standardnih odklonov in kazalcev učinkovitosti investiranja pa posledično temeljijo na nominalnih donosnostih.

7.2.1. Donosnost naložbenih strategij

V proučevanem desetletnem obdobju so le tri alternativne naložbene strategije beležile nižjo povprečno mesečno donosnost od povprečne mesečne donosnosti vzajemnega sklada, ki vlaga na ameriški trg (0,82%). To so statistična arbitraža (0,69%), arbitraža s finančnimi instrumenti s stalnim donosom (0,50%) in strategija nekrite prodaje (0,30%). Od vzajemnega sklada, ki investira globalno (0,51%), sta bili manj donosni arbitraža s finančnimi instrumenti s stalnim donosom in strategija nekrite prodaje. Za najdonosnejši sta se v proučevanem obdobju izkazali obe podstrategiji strategij dolgih/kratkih pozicij, t.j. strategija zavarovanja lastniškega kapitala (1,27%) in strategija brez zavarovanja lastniškega kapitala (1,22%), njima pa je tesno sledila sektorska strategija (1,26%). Vse tri so predstavnice oportunističnih naložbenih strategij. Povprečna mesečna donosnost celotne »panoge« oziroma povprečnega hedge sklada je v desetletnem obdobju znašala 0,90%.

Omenjeni rezultati analize se ujemajo z ocenami Ineichena (glej Tabele 1, 2, 3), saj so strategije v prvi kategoriji klasifikacijskega sistema po Ineichenu najmanj donosne. Med vsemi tremi z najslabšim rezultatom izstopa arbitraža s finančnimi instrumenti s stalnim donosom. Med dogodkovnimi strategijami je strategija investiranja v vrednostne papirje v težavah beležila višjo donosnost kot arbitraža združitve/tveganja. Med najdonosnejše pa se uvrščajo oportunistične strategije, z izjemo strategije nekrite prodaje, ki beleži relativno nizko donosnost.

7.2.2. Tveganje naložbenih strategij

Merjeno s standardnim odklonom mesečne donosnosti, sta se po pričakovanjih kot najmanj tvegani naložbeni strategiji izkazali statistična (0,94%) in konvertibilna arbitraža (1,02%). Vse proučevane dogodkovne strategije so beležile manjšo variabilnost donosnosti kot celotna »panoga« oziroma povprečni hedge sklad (2,44%). Nadpovprečno nestanovitnost so beležile oportunistične strategije, med katerimi se sektorska strategija (4,46%), strategija investiranja na porajajoče se trge (4,52%) in strategija nekrite prodaje (6,67%) uvrščajo med bolj tvegane od tradicionalnih naložb (SPX=4,55%, MXWD=4,28%). Slednje prav tako spadajo med nadpovprečno tvegane naložbene strategije.

Izračun spodnjega tveganja za proučevano obdobje pokaže, da ima najmanjše »slabo« tveganje statistična arbitraža (0,48%), največjo verjetnost izgub pa je pričakovati pri strategiji investiranja na porajajoče se trge (3,43%) in strategiji nekrite prodaje (4,05%). Spodnje tveganje tradicionalnih naložb je bilo v obravnavanem obdobju za približno 1,4 odstotne točke višje od spodnjega tveganja povprečnega hedge sklada, ki znaša 1,68%.

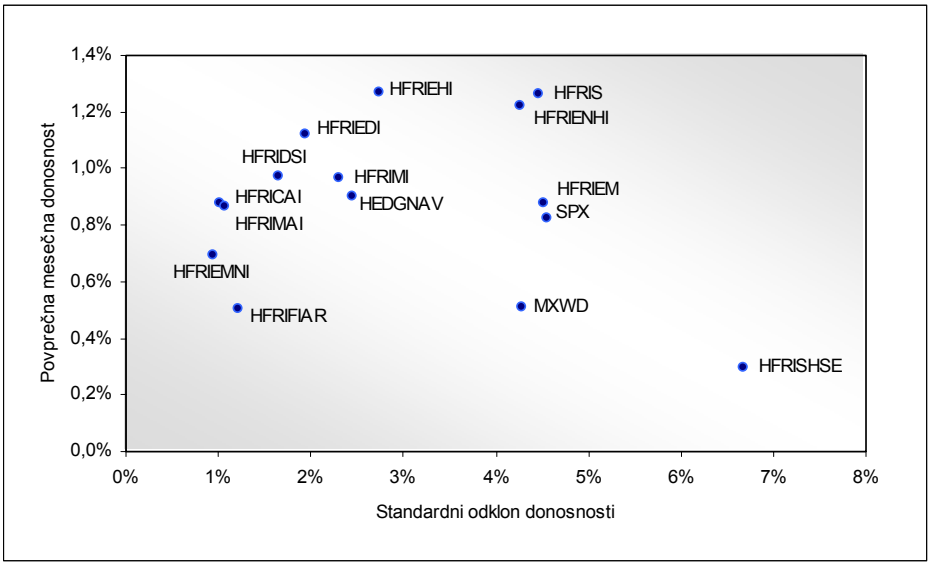
Razvrstitev alternativnih naložbenih strategij glede na tveganje v obravnavanem obdobju pokaže, da med najbolj tvegane spadajo oportunistične strategije, med najmanj tvegane pa se

v povprečju uvrščajo strategije relativne vrednosti, kar je v skladu s trditvami Ineichena (glej Tab. 1, 2, 3). Izračuni kažejo tudi na pomembne razlike med tveganjem povprečnega hedge sklada v primerjavi z relativno visokim tveganjem tradicionalnih naložb, kar zavrača pogost očitek na račun hedge skladov, da ti veljajo za visoko tvegano naložbo. V proučevanem obdobju se to namreč ni pokazalo.

7.2.3. Tveganju prilagojena donosnost naložbenih strategij

V proučevanem desetletnem obdobju so se kot najdonosnejše, tako glede na vrednost SHP kot tudi glede na vrednost SRT, izkazale strategije iz prve kategorije klasifikacijskega sistema alternativnih naložbenih strategij (po Ineichenu). Čeprav so bile v proučevanem obdobju najdonosnejše strategije dolgih/kratkih pozicij in sektorska strategija, ki se uvrščajo med oportunistične strategije, pa je najboljše razmerje med donosnostjo in tveganjem (0,86) beležila konvertibilna arbitraža. Kljub rahlo podpovprečni mesečni donosnosti (0,88%) je leta v ločeni analizi izstopala, zaradi izredno nizkega tveganja (1,02%), saj je nižje tveganje beležila le še statistična arbitraža.

Slika 6: ***Uspešnost hedge skladov po posamezni alternativni naložbeni strategiji in v povprečju ter primerjava z uspešnostjo tradicionalnih naložb v obdobju od 31.12.1993 do 31.12. 2003***



Vir: Bloomberg in lastni izračuni, 2004.

V primerjavi s povprečnim hedge skladom, katerega SHP=0,37 in SRT=0,54, so nadpovprečne rezultate dosegale dogodkovne strategije, medtem ko sta bili med oportunističnimi strategijami nadpovprečno učinkoviti le strategija zavarovanja lastniškega kapitala (SHP=0,47, SRT=0,81) in makro strategija (SHP=0,42, SRT=0,71). Najslabše razmerje med donosnostjo in tveganjem (0,05) ter donosnostjo in spodnjim tveganjem (0,07) je poleg tradicionalnih naložb izkazovala strategija nekrite prodaje. Strategija nekrite prodaje

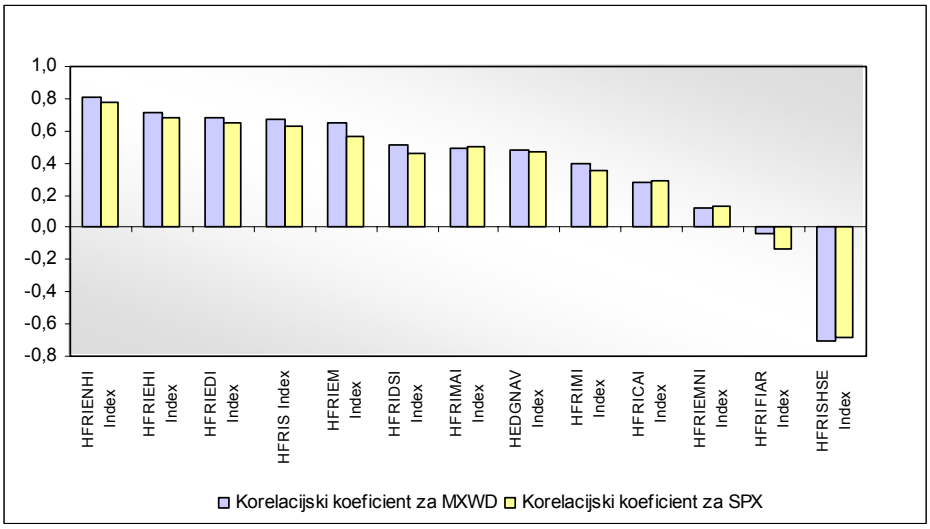
je tudi edina alternativna naložbena strategija, ki je v proučevanem obdobju hkrati bolj tvegana in manj donosna od tradicionalnih naložb.

Naložba v delniški vzajemni sklad, ki je vlagal na ameriški kapitalski trg (SHP=0,18, SRT=0,27) ali pa investiral globalno (SHP=0,12, SRT=0,17), se je v obravnavanem obdobju v primerjavi z naložbo v hedge sklad izkazala kot manj donosna, kar ponovno potrjuje privlačnost hedge skladov kot alternativne oblike investiranja.

7.2.4. Korelacija med hedge skladi in tradicionalnimi naložbami

Donosnost večine hedge skladov kaže relativno nizko korelacijo z donosnostjo delnic, kar je tudi eno izmed glavnih vodil pri sestavi premoženja hedge sklada. Neodvisnost donosnosti naložb hedge skladov od razmer na tradicionalnih trgih le-tem omogoča ustvarjanje pozitivnih donosnosti tudi v obdobjih padanja borznih indeksov. V Sliki 7 primerjam gibanje donosnosti hedge skladov (za 12 alternativnih naložbenih strategij in za povprečni hedge sklad) z gibanjem indeksov SPX in MXWD (glej Pril. 4, Tab. 2, str. vii).

Slika 7: ***Korelacijski koeficienti donosnosti alternativnih naložbenih strategij hedge skladov in donosnosti izbranih delniških indeksov MXWD in SPX v obdobju od 31.12.1993 do 31.12.2003***



Vir: Bloomberg in lastni izračuni, 2004.

V obdobju od 31.12.1993 do 31.12.2003 so bile donosnosti hedge skladov bolj povezane z gibanjem indeksa MXWD kot pa z gibanjem indeksa SPX in zatorej bolj odvisne od trendov na globalnem, kot pa izključno na ameriškem trgu kapitala.

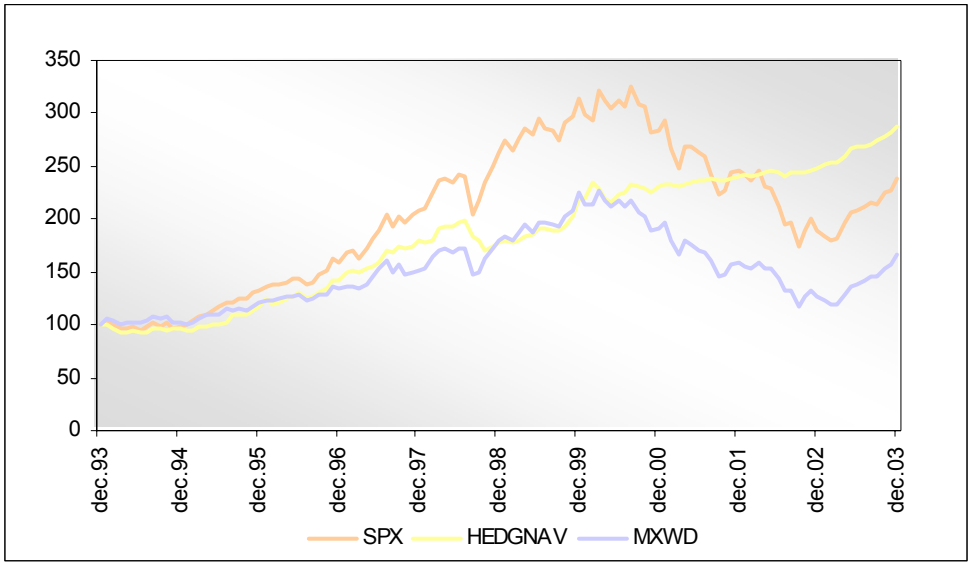
Obe podstrategiji strategij dolgih/kratkih pozicij sta bili v obravnavanem obdobju najbolj pozitivno povezani z donosnostmi na delniških trgih. Nadpovprečno pozitivno povezanost s

tradicionalnimi naložbami izkazujejo tudi vse obravnavane dogodkovne strategije. Celotna »panoga« hedge skladov je v proučevanem obdobju beležila srednje močno pozitivno korelacijo z globalnim trgom (korelacijski koeficient=0,48) in nekoliko nižjo pozitivno korelacijo z ameriškim trgom kapitala (korelacijski koeficient=0,47). Strategije relativne vrednosti so v obravnavanem obdobju beležile najnižje korelacijske koeficiente, kar pomeni, da so njihove donosnosti najmanj povezane s trendi na tradicionalnih trgih.

Arbitraža s finančnimi instrumenti s stalnim donosom in strategija nekrite prodaje sta edini alternativni naložbeni strategiji, ki sta bili v obravnavanem obdobju negativno povezani z delniškimi trgi. Njuno gibanje donosnosti je bilo zrcalno glede na delniške trge: ko je donosnost tradicionalnih naložb/vzajemnih skladov rasla, so se hedge skladi z navedenimi strategijami soočali z izgubo in obratno. Donosnosti hedge skladov, ki uporabljajo arbitražo s finančnimi instrumenti s stalnim donosom kot svojo vodilno naložbeno strategijo, so se v proučevanem obdobju le slabo odzivale na spremembe trendov na finančnih trgih. Strategija nekrite prodaje je v nasprotju z arbitražo s finančnimi instrumenti s stalnim donosom močno negativno povezana z donosnostmi na delniških trgih, kar je glede na sestavo premoženja tovrstnih skladov pričakovano.

Tudi na podlagi Slike 8, ki prikazuje gibanje treh izbranih indeksov (HEDGNAV, MXWD, SPX) v obdobju desetih let (bazo za izračun bazičnih indeksov predstavlja dan 31.12.1993) lahko sklepam, da je bila v proučevanem obdobju donosnost hedge skladov v povprečju stabilna in relativno neodvisna od gibanja delniških indeksov. Kljub padanju vrednosti delniških indeksov od začetka leta 2000 pa do začetka leta 2003, so bile donosnosti povprečnega hedge sklada pozitivne.

Slika 8: ***Gibanje indeksa hedge skladov v primerjavi z gibanjem nekaterih delniških indeksov (SPX in MXWD) v obdobju od 31.12.1993 do 31.12.2003***



Vir: Bloomberg in lastni izračuni, 2004.

Ker vzajemni skladi izkazujejo močno pozitivno korelacijo z gibanji delniških trgov in zaradi zakonskih omejitev nimajo dovolj vzvodov, ki bi jim omogočili zavarovanje premoženja pred izgubo, je triletno obdobje medvedjega trenda prisililo mnoge investitorje, da so svoj denar preusmerili v hedge sklade, saj so se v obravnavanem obdobju le-ti izkazali za donosnejšo naložbo. Kljub korekciji delniških indeksov v drugi polovici leta 2003 ostajajo tržni udeleženci previdni in bolj dojemljivi za zavarovanje premoženja pred negativnimi trendi na trgu, kar omogočajo predvsem hedge skladi (Teitelbaum, 2003, str. 34).

8. HEDGE SKLADI IN SLOVENSKI TRG KAPITALA

Slovenski trg kapitala je pravno urejen z Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (od tu dalje ZISDU-1, 2002), Zakonom o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1, 1999) in Zakonom o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ZNVP, 1999). Agencija za trg vrednostnih papirjev (od tu dalje ATVP) skrbi za izpolnjevanje zakonskih omejitev, določenih z naštetimi zakoni. Pogoje za ustanovitev investicijskih skladov in družb za upravljanje določa ZISDU-1, ki ureja tudi način ter nadzor njihovega poslovanja.

Zaradi zakonskih omejitev, razvijajočega se kapitalskega trga in dajanja prednosti tradicionalnim oblikam naložb, hedge skladov v Sloveniji ni. Omejitve ZISDU-1, ki onemogočajo registracijo hedge skladov pri ATVP in dosledno izvajanje alternativnih naložbenih strategij, so naslednje:

1) Investicijski sklad, kot ga definira ZISDU-1, se lahko oblikuje kot vzajemni sklad oziroma se ustanovi kot investicijska družba[40] (organizirana kot delniška družba s sedežem v Republiki Sloveniji).
2) V skladu z zakonom ne sme nihče drug razen investicijskih skladov javno zbirati denarnih sredstev z namenom nalaganja le-teh v vrednostne papirje in druge likvidne finančne naložbe, katerih značilnost je, da se jih lahko v vsakem trenutku proda proti denarnemu plačilu.
3) Zakon v 64. členu določa, da lahko investicijski sklad pri svoji naložbeni politiki, ki jo odobri ATVP, uporablja izvedene finančne instrumente le, če se z njimi trguje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, če ti služijo izključno za zavarovanje pred tveganji in če naložbena politika sklada vnaprej določa nalaganje v posamezne vrste izvedenih finančnih instrumentov.
4) Uporaba finančnega vzvoda je omejena, saj 78. člen zakona pravi, da družba za upravljanje ne sme najemati kreditov oziroma se zadolževati, investicijski sklad pa se lahko pod določenimi pogoji zadolži le do 10%.

[40] Komanditna družba, kot najpogostejša pravno-organizacijska oblika hedge skladov, je urejena v Zakonu o gospodarskih družbah (ZGD). Gospodarske družbe se po ZGD delijo v kapitalske in osebne. Komanditna družba spada med osebne družbe, za katere je značilno, da za obveznosti družbe jamčijo družbeniki neomejeno z vsem svojim premoženjem.

5) Nekrita prodaja vrednostnih papirjev v skladu z 80. členom zakona ni dovoljena.
6) Termina »hedge sklad« zakon ne omenja. Najbliže panožnim hedge skladom so namenski investicijski skladi. Zakon v 75. členu namenske investicijske sklade namreč opiše kot investicijske sklade, katerih naložbena politika je usmerjena v nalaganje sredstev v določeno gospodarsko dejavnost, panogo, geografsko področje in v določeno vrsto vrednostnih papirjev. Toda za namenske investicijske sklade se uporabljajo vse določbe ZISDU-1, vključno z odobritvijo naložbene politike sklada v okviru ATVP.

8.1. NALOŽBE V TUJE INVESTICIJSKE SKLADE

Vse več slovenskih vlagateljev se v zadnjem času odloča za naložbe na tujih kapitalskih trgih, saj so s 1.2.2003 prenehale veljati določbe 27. člena Zakona o deviznem poslovanju (1999), kar je omogočilo rezidentom RS trgovanje s tujimi vrednostnimi papirji (tudi z delnicami tujih investicijskih skladov) ne le preko slovenske borznoposredniške družbe, ampak tudi neposredno v tujini (Vzajemci.com, 2004). Naložba v skrbno izbran investicijski sklad v tujini je nedvomno priporočljiva, saj vpliva na znižanje tveganja in s tem povečanje učinkovitosti premoženja tako z vidika razpršenosti oblik naložb kot tudi z vidika mednarodne razpršitve premoženja.

Evropa ponuja domačim investitorjem številne nove naložbene možnosti, ki jih le-ti doslej niso poznali (skladi denarnega trga, ETF skladi[41] (Exchange-Traded Funds), nepremičninski skladi, futures skladi[42], medijski skladi, energetski skladi idr.), med drugim tudi hedge sklade. S 1.5.2004, ko je RS postala polnopravna članica EU, so evropski ponudniki investicijskih skladov pridobili lažji dostop do slovenskega kapitalskega trga, s tem pa se domačim vlagateljem ponuja enostavnejše vlaganje v pisano paleto naložbenih produktov.

Do 1.5.2004 je bilo neposredno trženje enot tujih investicijskih skladov brez dovoljenja ATVP na področju RS prepovedano, a je bilo vlaganje vanje dopustno in brez omejitev. Do vstopa Slovenije v EU je bilo namreč v skladu z ZISDU-1 dovoljeno neposredno trženje le tistih tujih investicijskih skladov, katerih matične družbe za upravljanje so v obdobju do 1.5.2004 na področju RS ustanovile podružnico[43]. Po vstopu Slovenije v EU za evropske ponudnike investicijskih skladov podružnica ni več obvezna, a morajo le-ti upoštevati slovenske predpise o trženju (vsa potrebna dokumentacija, ki jo ATVP skrbno pregleda in

[41] ETF skladi so indeksni investicijski skladi, katerih cilj naložbene politike je natančno posnemanje sestave določenega indeksa in ki imajo večino sredstev naloženih v vrednostne papirje oziroma finančne instrumente, ki sestavljajo navedeni indeks.
[42] Futures skladi so po lastnostih naložbenih strategij izredno podobni hedge skladom, s katerimi se jih pogosto zamenjuje. Zaradi koncentriranih, direktnih stav na gibanje izbranega finančnega instrumenta ali naložbe močno spominjajo na makro sklade, pri čemer uporabljajo le izvedene finančne instrumente. Značilnost naložb futures skladov je visoka stopnja neodvisnosti od tržnih trendov.
[43] Tuji investicijski skladi do 1.5.2004 na področju RS niso ustanavljali podružnic. Nekateri tuji investicijski skladi, med njimi skladi finančne skupine BNP Paribas, so svoje storitve tržili brez dovoljenja ATVP, na organiziranih shodih.

odobri, mora biti v slovenskem jeziku; tuji investicijski skladi morajo izpolnjevati pravila, ki se nanašajo na njihovo oglaševanje; osebe, ki bodo tržile tuje investicijske sklade, morajo izpolnjevati določene pogoje, ki jih postavlja ATVP idr.).

Neposredno trženje tujih - tudi evropskih - hedge skladov na območju RS po vstopu Slovenije v EU ni mogoče, saj je to dovoljeno le investicijskim skladom, ki so ustanovljeni in poslujejo v skladu z evropskimi smernicami UCITS in s slovensko zakonodajo[44], ki ureja področje investicijskih skladov. Ker UCITS ne urejajo hedge skladov, ti v državah članicah EU ne morejo neposredno tržit svojih storitev.

V tuj investicijski sklad lahko slovenski vlagatelj vplača:

- preko podružnice tuje banke v Sloveniji[45] ali banke v tujini[46], saj ima večina tujih bank ustanovljene lastne investicijske sklade, ki jih ponujajo svojim komitentom;
- preko tujega borznega posrednika;
- z neposrednim vplačilom v izbrani tuji sklad na račun tuje družbe za upravljanje;
- preko tujih pogodbenih investicijskih svetovalcev[47], saj veliko število tujih družb za upravljanje ne dovoljuje neposrednih vplačil v sklad s strani individualnih vlagateljev in jih zato napotijo na investicijske svetovalce (Jesenek, 2004, str. 25-26).

8.2. NALOŽBE V HEDGE SKLADE

Domačim institucionalnim in individualnim investitorjem se ponuja vse več možnosti vlaganja v tuje hedge sklade. V nadaljevanju poglavja predstavljam tri načine vplačila denarnih sredstev v hedge sklade:

1) *Neposredno vplačilo*
   Neposredni nakup enot premoženja hedge skladov avstrijskega podjetja Quadriga AG[48], ki ponuja hedge sklade tako institucionalnim kot tudi individualnim investitorjem in se po številu individualnih vlagateljev, ki jih je skupno kar 40.000, uvršča v sam svetovni vrh

[44] Po ZISDU-1 lahko družba za upravljanje, ki je v državi članici EU upravičena upravljati posamezne investicijske sklade, bodisi preko podružnice ali neposredno opravlja storitve za investicijske sklade tudi na področju RS, a mora biti poslovanje investicijskih skladov, ki jih upravlja, v skladu z direktivami UCITS.
[45] Nastop na slovenskem trgu kapitala sta po vstopu Slovenije v EU napovedali banki Hypo Alpe Adria in Raiffeisen Krekova banka, ki nameravata agresivno tržiti tako svoje kot tudi druge tuje investicijske sklade (Zorman, 16.3.2004).
[46] Državljani Slovenije so pri odpiranju osebnega računa v tujini prosti in se ne srečujejo z morebitnimi omejitvami.
[47] Investicijski svetovalec je strokovno usposobljena oseba, ki je opravila preizkus znanja in ima licenco regulativnega organa, ki mu dovoljuje opravljanje storitve svetovanja o finančnih naložbah.
[48] Poslovalnice Quadrige AG so vlagateljem na voljo v Monaku, Insbrucku, Frankfurtu, Zürichu, Chicagu, New Yorku, Hong Kongu, Grenadi in na Dunaju. Vsi hedge skladi Quadrige AG so registrirani v evropskih in drugih »off-shore« območjih. Premoženje, ki ga upravlja družba je vredno več kot milijardo evrov, minimalna investicija v katerikoli hedge sklad pa znaša 2.000 EUR (Inkret, 2004, str. 24-25).

družb za upravljanje hedge skladov, je povezan z izpolnjevanjem zahtev med katere sodijo:

- otvoritev skrbniškega računa pri ustrezni finančni instituciji (navadno banki), katerega namen je mednarodno poravnavanje denarnih sredstev in vrednostnih papirjev;
- izpolnitev ustreznega prijavnega formularja in podpis pogodbe o obveznostih in pravicah obeh strank, vključenih v poslovni odnos, ki ju vlagatelj dobi na sedežu družbe za upravljanje, v njenih podružnicah ali na internetnih straneh družbe;
- zaradi izpolnjevanja zakonskih zahtev s področja preprečevanja in odkrivanja pranja denarja, je potrebna ustrezna identifikacija vlagatelja, ki jo le-ta zagotovi s posredovanjem številnih osebnih podatkov, med katere sodi fotokopija veljavnega osebnega dokumenta s sliko v primeru fizične osebe ali izpis podatkov o pravni osebi iz sodnega registra;
- navadno mora biti banka, preko katere vlagatelj vplača v sklad, rezident države, ki se uvršča na seznam kooperativnih držav organizacije FATF (Financial Action Task Force), ki oblikuje standarde na področju preprečevanja in odkrivanja pranja denarja (Finanicial Action Task Force on Money Laundering, 2004).

2) *Vplačilo preko tuje banke*

Nekatere tuje banke, med njimi belgijska banka KBC, ponujajo svoje hedge sklade, katerih družba za upravljanje oziroma upravljavci spadajo v finančno skupino banke. KBC kot prednost investicije v hedge sklade banke navaja manjše tveganje naložbe, saj gre za upravljavce z bogatimi delovnimi izkušnjami v okviru investicijskega bančništva, nad delom in rezultati katerih bdi banka (KBC Investment Funds, 2003, str. 38).

3) *Vplačilo preko domačih in tujih borznih posrednikov*

Posredovanje pri nakupu vrednostnih papirjev (delnic, obveznic), katerih značilnost je, da so vezani na določeni indeks hedge skladov in kotirajo na evropskih borzah[49], ponujajo nekatere slovenske borznoposredniške hiše. Storitev le-te izvajajo brez predhodne odobritve ATVP, v zagovor pa navajajo pomanjkljivost slovenske zakonodaje, ki dejansko ne ureja hedge skladov. Vlagatelji lahko investirajo v hedge sklade tudi neposredno v tujini preko tujih borznoposredniških hiš.

[49] Leta 1996 so v Švici z namenom lažjega dostopa do hedge skladov tudi manjšim vlagateljem prvi začeli ustanavljati podjetja, investicijske družbe (*ang. Investment Company*), ki jih ureja delniško pravo in predstavljajo neke vrste sklade hedge skladov. Podjetja so 100-odstotni lastniki hedge skladov, ki so registrirani v davčno ugodnejših »off-shore« območjih. Delnice podjetij kotirajo na švicarski borzi, kjer jih investitorji kupujejo in prodajajo brez omejitev, ki se nanašajo na minimalni vložek v sklad ali na likvidnost naložbe. Primer takega podjetja je Absolute Invest banke Credit Suisse (Graf, Gruber, Gruenblicher, 2001, str. 327). Na nemški borzi pa lahko vlagatelji prosto kupujejo indeksne obveznice, katerih značilnost je, da so vezane na izbrani indeks hedge skladov.

9. SKLEP

Z vstopom Slovenije v EU se slovenskim vlagateljem ponujajo številne nove naložbene možnosti, med katere sodijo tudi hedge skladi. Hedge skladi so kot ena izmed najbolj razširjenih alternativnih naložbenih oblik, evropskim, predvsem pa slovenskim vlagateljem še vedno precej neznani, a predstavljajo dobro alternativo tradicionalnim naložbam. Hitra rast tako števila hedge skladov kot tudi sredstev v njihovem upravljanju po letu 1990 kaže na vse večje zaupanje vlagateljev v tovrstne investicijske strukture.

Hedge skladi se z izborom takšne pravno-organizacijske oblike, ki je najmanj regulirana in s katero uživajo največ svobode pri poslovanju, izogibajo tradicionalnemu zakonskemu okviru, kar jim omogoča številne priložnosti za izkoriščanje trgu inherentnih kratkoročnih tržnih neučinkovitosti. S kombinacijo najrazličnejših naložbenih tehnik širijo nabor vedno novih alternativnih naložbenih strategij, s pomočjo katerih dosegajo ciljno donosnost oziroma tveganje. Nekatere naložbene strategije omogočajo učinkovito zavarovanje premoženja hedge sklada pred tržnim tveganjem, spet druge pa upravljavcem dopuščajo načrtno izpostavljenost premoženja tržnim nihanjem. Kljub svojemu jasnemu poimenovanju, tovrstni skladi vlagatelju vedno ne zagotavljajo povrnitev glavnice vloženih finančnih sredstev. Termin »hedge« v njihovem imenu dandanes predstavlja predvsem oznako za takšne investicijske strukture, ki se izogibajo pravni ureditvi vzajemnih skladov in zatorej niso omejeni pri svoji naložbeni politiki.

Hedge skladi se v povprečju odlikujejo z dobro zaščito premoženja pred izgubami zaradi negativnih trendov na delniških trgih. Kot samostojna naložba so nedvomno privlačna naložbena oblika, saj beležijo občutno večjo učinkovitost investiranja, kot to velja za tradicionalne naložbe. V nasprotju z vzajemnimi skladi, alternativne naložbene strategije hedge skladom omogočajo - kljub teoretično predpostavljeni nesmiselnosti trditve - doseganje višje donosnosti ob nižjem tveganju. Zaradi navedenega in relativno nizke korelacije z gibanji na trgih tradicionalnih naložb, so hedge skladi za povprečnega vlagatelja primerni predvsem za razpršitev premoženja.

Tudi analiza uspešnosti poslovanja hedge skladov, predstavljena v diplomskem delu, potrjuje privlačnost in aktualnost hedge skladov kot naložbene oblike. Večina analiziranih alternativnih naložbenih strategij izkazuje boljše rezultate kot tradicionalne naložbe, tako glede na njihovo donosnost in tveganje, kot tudi glede na tveganju prilagojeno donosnost oziroma učinkovitost investiranja. Strategija nekrite prodaje je edina alternativna naložbena strategija, ki je bila v proučevanem desetletnem obdobju od 31.12.1993 do 31.12.2003 hkrati bolj tvegana in manj donosna od tradicionalnih naložb.

Vse večja dostopnost hedge skladov, zaradi zniževanja tako minimalnega vložka kot tudi provizij, večja preglednost poslovanja, boljši nadzor, kljub njihovemu navadno

neregistriranemu statusu in nenazadnje nestanovitnost finančnih trgov po svetu, napovedujejo nadaljnji razvoj in hitro rast »skrivnostnih hedge skladov«.

LITERATURA

1. Asness Clifford, Krail Robert, Liew John: Do Hedge Funds Hedge? [URL:https://www1.columbia.edu/sec/bboard/033/math4073-001/msg00059.html], 20.1.2004.
2. Basso Thomas: Some Leverage is Good, Too Much is Dangerous. [URL: http://www.aima.org/aimasite/indexfrm.html], 20.1.2004.
3. Brennan Deirdre: Long-Term Capital Management: Technical Note on a Global Hedge Fund. Thunderbird : The American Graduate School of International Management, 1999, 7 str.
4. Brigham Eugene F., Houston Joel F.: Fundamentals of Financial Management. 8.ed. For Worth : Dryden Press, 1998. 898 str.
5. Caparrelli Franco: Economia dei Mercati Finanziari, Il Mercato Azionario. 1ª Edizione. Milano : McGraw-Hill Libri Italia Srl, 1998. 564 str.
6. Colegate Mark: Demand and Supply of Alternative Investments. Multi Manager – Funds of Hedge Funds, London, 2003, 4, str. 8-9.
7. Cottier Phillip: Hedge Funds And Managed Futures. Bern : Paul Haupt, 1997. 292 str.
8. Dalla-Costa Julie: Orn Capital Hedges on Diversity. Euromoney, 34(2003), 410, str. 116-119.
9. Eng Maximo V., Lees Francis A., Mauer Laurence J.: Global Finance. New York : HarperCollins College Publishers, 1995. 689 str.
10. Fama Eugene F.: The Behavior of Stock-Market Prices. The Journal of Business of the University of Chicago, 38(1965), 1, str. 80-134.
11. Fung William, Hsieh David A.: Benchmarks of Hedge Fund Performance: Information Content and Measurement Biases. Financial Analyst Journal, 14(2001), 2, str. 313-341. [URL: http://faculty.fuqua.duke.edu/~dah7/index.htm], 20.1.2004.
12. Graf Steffen, Gruber Alfred, Gruenblicher Andreas: PrivateEquity und Hedge Funds. Frankfurt am Main : Frankfurter Allgemeines Buch, 2001. 349 str.
13. Hills Richard: Hedge Funds – an Introduction to Skill Based Investment Strategies. Bedfordshire : Rushmere Wynne, 1996. 213 str.
14. Ineichen Alexander M.: Absolute Returns: The Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing. New Jersey : John Wiley&Sons, Inc., 2003. 513 str.
15. Ineichen Alexander M.: In Search of Alpha – Investing in Hedge Funds. London : UBS Warbung, 2000. 182 str.
16. Inkret Primož: Visoki donosi z visoko stopnjo varnosti. Kapital, Maribor, 14(2004), 332, str. 24-25.
17. Jacobs Bruce I., Levy Kenneth N.: The Long and Short on Long-Short. Journal of Investing, 6(1997), 1, str. 73-86.
18. Jesenek Mateja: Alternativne oblike investiranja: skladi hedge skladov. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 1-2, str. 2-7.
19. Jesenek Mateja: Tuji vzajemni skladi – kako jih najti in kupiti točke. Moje finance, Ljubljana, 4(2004), 4, str. 25-26.

20. Kao Duen-Li: Battle for Alphas: Hedge Funds Versus Long-Only Portfolios. Financial Analysts Journal, 58(2002), 2, str.16-36.
21. Klein Robert A., Lederman Jess: Hedge Funds – Investment And Portfolio Strategies For The Institutional Investor. New York : Irwin Proffessional Publishing, 1995. 312 str.
22. Klipšteter Tomaž: Skrivnostni hedge skladi. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999), 11 str. 26-30.
23. Lhabitant Francois-Serge: Hedge Funds – Myths and Limits. London : John Wiley & Sons Ltd, 2002. 268 str.
24. Lowenstein Roger: When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management. 1. ed. New York : Random House, Inc., 2000. 264 str.
25. McCarthy David, Spuring Richard: A Review of Hedge Fund Performance Benchmarks. Journal of Alternative Investments, 1(1998), 1, str. 18-28.
26. McCrary Stuart A.: How to Create and Manage a Hedge Fund: A Professional's Guide. New Jersey : John Wiley&Sons, Inc., 2002. 364 str.
27. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 191 str.
28. Nicholas Joseph G.: Investing in Hedge Funds: Strategies for the New Marketplace. Princeton : Bloomberg Press, 1999. 303 str.
29. Phillips Kenneth S., Surz Ronald J.: Hedge Funds: Definitive Strategies and Techniques. New Jersey : John Wiley & Sons, Inc., 2003. 194 str.
30. Pichl Andrea: Hedge Funds – Eine Praxisorientierte Einfuehrung. Stuttgart : Schäffer – Poeschel, 2001. 102 str.
31. Schneeweis Thomas: Alternative Investments in the Institutional Portfolio. [URL: http://www.aima.org/aimasite/indexfrm.htm], 17.4.2004.
32. Schneeweis Thomas, Spuring Richard: Alpha, Alpha…Who's Got the Alpha?. Journal of Alternative Investments, 2(1999), 3, str. 83-87.
33. Sharpe William F.: Sharpe Ratio. [URL:http://www.stanford.edu/~wfsharpe/art/sr/sr.htm], 20.3.2004.
34. Staley Katharyn F.: The Art of Short Selling. New York : John Wiley & Sons, 1997. 279 str.
35. Teitelbaum Richard: Wall Street Refugees. Bloomberg Markets, New York, 2003, 11, str. 31-42.
36. Zorman Gašper: Dileme o tujini. [URL: http://www.vzajemci.com/text.php?id=1867], 16.3.2004.

VIRI

1. Bloomberg - informacijski sistem, 2004.
2. Euromoney Asset Management School (delovno gradivo - prosojnice) : Ljubljana, 13.-16. oktober 2003. 20 str.
3. Finanicial Action Task Force on Money Laundering. [URL: http://www1.oecd.org/fatf/AboutFATF_en.htm], 20.4.2004.
4. Finanicial Action Task Force on Money Laundering. [URL: http://www1.oecd.org/fatf/Members_en.htm], 20.4.2004.
5. Finanicial Action Task Force on Money Laundering. [URL: http://www1.oecd.org/fatf/], 20.4.2004.
6. HedgeCo.Net. [URL: http://www.hedgeco.net/index.php], 20.4.2004.
7. HedgeWorld. [URL: http://www.hedgeworld.com/news], 25.5.2004.
8. KBC Investment Funds. Bruselj : KBC Bank, 2003. 43 str.
9. Mitchell Mark, Pulvino Todd: Characteristics of Risk and Return in Risk Arbitrage. Working paper, Harvard Business School and Northwestern University, 2000, 23 str.
10. Quadriga – The Future of Investing. [URL: http://www.quadrigafund.com], 16.3.2004.
11. Schneeweis Thomas, Spuring Richard: Hedge Funds: Portfolio Risk Diversifiers, Return Enhancers or Both?. CISDM Working Paper, 31.7.2000, 104 str.
12. TASS Management & Tremont Advisors. [URL: http://www.tassresearch.com/overview.html], 20.1.2004.
13. TASS Management & Tremont Advisors. [URL: https://www.tassresearch.com/indexS.cfm], 27.1.2004.
14. Van Hedge Fund Advisors. [URL: http://www.hedgefund.com/abouthfs/attributes/Leverage/leverage.htm], 27.01.2004.
15. Van Hedge Fund Advisors. [URL: http://hedgefund.com/abouthfs/marketsector/marketsector.htm], 20.4.2004.
16. Van Hedge Fund Advisors. [URL: http://hedgefund.com/abouthfs/why/Down_Quarters/down_quarters.htm], 20.4.2004.
17. Van Hedge Fund Advisors. [URL: http://www.hedgefund.com/abouthfs/universe/universe.htm], 20.4.2004.
18. Van Hedge Fund Advisors. [URL:http://www.hedgefund.com/abouthfs/attributes/Characteristics/characteristics.htm], 20.1.2004.
19. Zakon o deviznem poslovanju (Uradni list RS, št. 23/99).
20. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 30/93).
21. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 110/02).
22. Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (Uradni list RS, št. 23/99).
23. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99).

SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

Absolute Returns (ang.) - absolutne donosnosti
Accredited Investor (ang.) - pooblaščeni investitor
Arbitrage Strategy (ang.) - arbitražna strategija
Bad Risk (ang.) - »slabo« tveganje
Bearish Hedge (ang.) - pretežno kratka naložbena strategija oziroma neto kratka izpostavljenost premoženja sklada tržnemu tveganju
Below Target Probability (ang.) - verjetnost donosnosti pod ciljno donosnostjo
Below Target Risk (ang.) - tveganje pod ciljno donosnostjo
Below Target Variance (ang.) - varianca pod ciljno donosnostjo
Bottom-Up (ang.) - pristop pri procesu izbire delnic v premoženje sklada, imenovan tudi »od spodaj navzgor«
Bullish Hedge (ang.) - pretežno dolga naložbena strategija oziroma neto dolga izpostavljenost premoženja sklada tržnemu tveganju
Capital Asset Pricing Model (ang.) - CAPM model
Closed-End Investment Company/Trust/Fund (ang.) - zaprti investicijski sklad
Commodities (ang.) - blago
Convertible Arbitrage (ang.) - konvertibilna arbitraža
Core Position (ang.) - primarna ali glavna pozicija
Curve With Fat Tails (ang.) - zožena zvonasta krivulja z odebeljenimi »repi« ali konci
Directional Strategy (ang.) - usmeritvena strategija
Distressed Securities Strategy (ang.) - strategija investiranja v vrednostne papirje podjetij v težavah
Downside Deviation (ang.) - spodnji odklon
Downside Risk (ang.) - spodnje tveganje
Downside Semivariance (ang.) - spodnja polvarianca
Emerging Markets Strategy (ang.) - strategija investiranja na porajajoče se trge
Equity Hedge Strategy (ang.) - strategija zavarovanja lastniškega kapitala
Equity Market-Neutral Strategy/Statistical Arbitrage (ang.) - tržno nevtralna strategija/statistična arbitraža
Equity Nonhedge Strategy (ang.) - strategija brez zavarovanja lastniškega kapitala
Event-Driven Strategies (ang.) - dogodkovne strategije
Financial Leverage (ang.) - finančni vzvod
Financing Fee (ang.) - provizija za financiranje z izposojenimi sredstvi povečanih pozicij
Fixed-Income Arbitrage (ang.) - arbitraža s finančnimi instrumenti s stalnim donosom
Futures (ang.) - standardizirane terminske pogodbe
Global Asset Allocation Strategy (ang.) - strategija globalne alokacije sredstev
Global Macro Fund (ang.) - globalni makro sklad
Growth Stocks (ang.) - delnice rasti
Hedge Fund (ang.) - hedge sklad

Hedging (ang.) - zavarovanje
Hedging Technique (ang.) - zavarovalna naložbena tehnika
High Water Mark (ang.) - vrednost enote premoženja sklada, ki jo mora sklad preseči, da je upravljavcu izplačana provizija za uspešnost
Hurdle Rate (ang.) - v naprej določena ciljna donosnost, ki jo mora sklad v nekem obdobju preseči, da bi bili upravljavci upravičeni do provizije za uspešnost
Investment Company Act (ang.) - ameriški Zakon o investicijskih družbah
Limited Liability Company (ang.) - družba z omejeno odgovornostjo
Limited Partnership (ang.) - komanditna družba
Long Position (ang.) - dolga pozicija
Long/Short Strategies (ang.) - strategije dolgih/kratkih pozicij
Macro Strategy (ang.) - makro strategija
Managed Futures Fund (ang.) - futures sklad
Management Fee (ang.) - upravljavska provizija
Merger/Risk Arbitrage (ang.) - arbitraža združitve/tveganja
Minimum Acceptable Return (ang.) - minimalna sprejemljiva donosnost
Net Asset Value (ang.) - neto vrednost premoženja
Nondirectional Strategy (ang.) - neusmeritvena strategija
Off-Balance Sheet Assets (ang.) - izvenbilančne postavke
Opportunistic Strategy (ang.) - oportunistična strategija
Performance Oriented Incentive Fee (ang.) - provizija za uspešno delo upravljavca sklada
Private Equity Fund (ang.) - sklad privatnega kapitala
Qualified Investor (ang.) - dobro poučeni investitor
Relative Value Strategies (ang.) - strategije relativne vrednosti
Restricted Credit (ang.) - omejeni kredit
Risk-Adjusted Returns (ang.) - tveganju prilagojene donosnosti
Sector Strategy (ang.) - sektorska strategija
Short Interest Rebate (ang.) - donos na denarna sredstva, ki služijo kot jamstvo za izposojene vrednostne papirje pri nekriti prodaji in se obrestujejo po minimalni obrestni meri
Short Position (ang.) - kratka pozicija, ki je rezultat nekrite prodaje
Short Selling (ang.) - nekrita prodaja
Short Selling Strategy (ang.) - strategija nekrite prodaje
Short-Only Portfolio (ang.) - premoženje sestavljeno le iz kratkih pozicij
Small-Cap Stocks (ang.) - delnice z nizko tržno kapitalizacijo
Spread (ang.) - razpon
Stock Index Futures (ang.) - standardizirane terminske pogodbe, ki se glasijo na indeks
Top-Performing Stocks (ang.) - delnice z najvišjimi donosi
Trading Position (ang.) - trgovalna pozicija
Trading Technique (ang.) - tehnika trgovanja
Venture Capital Fund (ang.) - sklad tveganega kapitala
Worst-Performing Stocks (ang.) - najmanj donosne delnice

PRILOGE

.

PRILOGA 1

NEKRITA PRODAJA

V primeru nekrite prodaje mora hedge sklad pri borzno posredniški družbi kot jamstvo zastaviti druge vrednostne papirje (navadno likvidne, nizko tvegane zakladne menice), pogosteje pa denarna sredstva, in sicer v vrednosti, ki ustreza trenutni tržni ceni izposojenih vrednostnih papirjev. Sklad je zavezan izplačati tudi vse dividende, ki zapadejo v času izposoje delnic, iz česar lahko sklepamo, da je nekrita prodaja vrednostnih papirjev z visoko dividendno donosnostjo stroškovno precej neučinkovita.

Z nekrito prodajo pridobljena denarna sredstva navadno ostanejo na računu pri borzno posredniški družbi kot omejeni kredit (*ang. Restricted Credit*) in so v funkciji jamstva za izposojene vrednostne papirje. Sklad realizira donos na tako vezana denarna sredstva (*ang. Short Interest Rebate*), saj se le-ta obrestujejo po minimalni obrestni meri. Sredstva na računu pri borzno posredniški hiši se dnevno vrednotijo in prilagajajo glede na razmere na trgu. V primeru, da tržna cena izposojenih vrednostnih papirjev pade, upravljavec realizira pozitiven donos, denarna sredstva sklada na računu pri borzno posredniški hiši postanejo prosta in lahko dosežejo višjo donosnost. Če tržna cena nekrito prodanih vrednostnih papirjev poraste, upravljavec realizira izgubo. V tem primeru mora sklad denarna sredstva dodati na račun. Denarna sredstva si lahko izposodi, kar pomeni dodatno izgubo, saj mora na izposojen kredit sklad plačevati obresti, ali pa mora predčasno prodati neko naložbo (Nicholas, 1999, str. 225).

Značilnost nekrite prodaje je nadpovprečno visok donos v razmerah padajočih tržnih indeksov in podpovprečna izguba v razmerah rastočih tržnih indeksov. Dolge pozicije v razmerah medvedjega trga[1] še dodatno povečujejo donos dosežen z nekrito prodajo, saj so vir stalnih donosov. V razmerah bikovskega trga[2] pa dolge pozicije zmanjšujejo izgubo in so v vlogi zavarovanja.

Pomembna negativna lastnost obravnavane investicijske tehnike je potencialna nelikvidnost določenih delnic, ki se posledično ne morejo nekrito prodajati. Predvsem gre pri tem za delnice z nizko tržno kapitalizacijo (*ang. Small-Cap Stocks*), kar pa zmanjšuje možnosti izbire vrednostnih papirjev v premoženje sklada. Pomanjkljivost te tehnike predstavlja tudi lastnost, da je potencialni zaslužek nekrite prodaje omejen, medtem ko je potencialna izguba te strategije neomejena. Ker lahko cena delnice teoretično pade samo do 0, je maksimalen dobiček na delnico pri nekriti prodaji celotna cena delnice v trenutku nekrite prodaje (najvišja možna donosnost je 100%). Po drugi strani, pa lahko cena delnice neomejeno poraste in prav tako lahko tudi izguba. Posledično je večina držav, predvsem pa tistih, katerih kapitalski trgi še niso dodobra razviti, omejila ali pa celo prepovedala uporabo nekrite prodaje.

[1] Gre za obdobja padanja tržnih indeksov na kapitalskih trgih.
[2] Gre za obdobja naraščanja tržnih indeksov na kapitalskih trgih.

PRILOGA 2

Tabela 1: ***Primerjava donosnosti hedge skladov, povprečnega delniškega vzajemnega sklada in tržnega indeksa S&P 500 v najslabših četrtletjih glede na razmere na delniških trgih v obdobju od leta 1990 do leta 2002***

	S&P 500	VAN U.S. Hedge Fund	Morningstar Average Equity Mutual Fund
1Q90	-3%	2%	-3%
3Q90	-14%	-4%	-15%
2Q91	0%	2%	-1%
1Q92	-3%	5%	-1%
1Q94	-4%	-1%	-3%
4Q94	0%	-1%	-3%
3Q98	-10%	-6%	-15%
3Q99	-6%	2%	-3%
2Q00	-3%	0%	-4%
3Q00	-1%	3%	1%
4Q00	-8%	-2%	-8%
1Q01	-12%	-1%	-13%
3Q01	-15%	-4%	-17%
2Q02	-13%	-1%	-11%
3Q02	-17%	-4%	-17%
Skupaj	-108%	-9%	-112%

Vir: Van Hedge Fund Advisors, 2004,
http://hedgefund.com/abouthfs/why/Down_Quarters/down_quarters.htm.

PRILOGA 3

Analizirane alternativne naložbene strategije hedge skladov in njim pripadajoči indeksi HFRI so:

- konvertibilna arbitraža (*ang. Convertible Arbitrage*): HFRICAI Index;
- tržno nevtralna strategija/statistična arbitraža (*ang. Equity Market-Neutral Strategy/Statistical Arbitrage*): HFRIEMNI Index;
- arbitraža s finančnimi instrumenti s stalnim donosom (*ang. Fixed-Income Arbitrage*): HFRIFIAR Index;
- arbitraža združitve/tveganja (*ang. Merger/Risk Arbitrage*): HFRIMAI Index;
- dogodkovne strategije (*ang. Event-Driven Strategies*): HFRIEDI Index;
- strategija investiranja v vrednostne papirje podjetij v težavah (*ang. Distressed Securities Strategy*): HFRIDSI Index;
- strategija investiranja na porajajoče se trge (*ang. Emerging Markets Strategy*): HFRIEM Index;
- strategija zavarovanja lastniškega kapitala (*ang. Equity Hedge Strategy*): HFRIEHI Index;
- strategija brez zavarovanja lastniškega kapitala (*ang. Equity Non-Hedge Strategy*): HFRIENHI Index;
- makro strategija (*ang. Macro Strategy*): HFRIMI Index;
- sektorska strategija (*ang. Sector Strategy*): HFRIS Index;
- strategija nekrite prodaje (*ang. Short Selling Strategy*): HFRISHSE Index.

PRILOGA 4

Tabela 2: ***Korelacijski koeficienti donosnosti alternativnih naložbenih strategij hedge skladov in donosnosti izbranih delniških indeksov MXWD in SPX v obdobju od 31.12.1993 do 31.12.2003***

	Korelacijski koeficient za MXWD	**Korelacijski koeficient za SPX**
HFRIENHI Index – Strategija brez zavarovanja lastniškega kapitala	0,809	0,779
HFRIEHI Index – Strategija zavarovanja lastniškega kapitala	0,716	0,680
HFRIEDI Index – Dogodkovne strategije	0,685	0,656
HFRIS Index – Sektorska strategija	0,670	0,625
HFRIEM Index – Strategija investiranja na porajajoče se trge	0,655	0,571
HFRIDSI Index – Strategija investiranja v vrednostne papirje podjetij v težavah	0,518	0,460
HFRIMAI Index – Arbitraža združitve/tveganja	0,489	0,498
HEDGNAV Index	0,482	0,473
HFRIMI Index – Makro strategija	0,393	0,359
HFRICAI Index – Konvertibilna arbitraža	0,276	0,294
HFRIEMNI Index – Statistična arbitraža	0,123	0,130
HFRIFIAR Index – Arbitraža s finančnimi instrumenti s stalnim donosom	-0,035	-0,130
HFRISHSE Index – Strategija nekrite prodaje	-0,710	-0,684

Vir: Bloomberg in lastni izračuni, 2004.