

**UNIVERZA V MARIBORU
EKONOMSKO-POSLOVNA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

Smotrnost investiranja v hedge sklade

Kandidat: Tomaž Žnidaršič
Študent rednega študija
Številka indeksa: 81571987
Program: univerzitetni
Študijska smer: podjetništvo
Mentor: izredni profesor, dr. Dušan Zbašnik

Maribor, avgust 2006

PREDGOVOR

Povod za raziskovanje področja hedge skladov, ki je javnosti zaradi pretirane zapletenosti investicijskih prijemov ter zakonskih določil, ki prepovedujejo oglaševanje hedge skladov, neznano in težko razumljivo, je iskati v lastni iniciativi po odkrivanju alternativnih naložbenih oblik ter splošnem prepričanju množice ljudi o nadpovprečnosti tveganja hedge skladov. Prvotni namen hedge skladov je bil v varovanju premoženja pred tržnim tveganjem, sedaj pa beseda hedge sklad zavaja javnost, saj njihova dodana vrednost izhaja iz doseganja nadpovprečnih donosov.

Smoter hedge skladov v primeru samostojne naložbe je v ustvarjanju nadpovprečnih donosov pri nizki stopnji tveganja. Zaradi nizke oziroma tudi negativne korelacije s trgi vrednostnih papirjev so hedge skladi nadvse primeren dodatek za razpršitev portfelja tradicionalnih oblik naložb. Že sam naslov smotnost investiranja v hedge sklade nam pove, da bomo poskušali raziskati ključne karakteristike hedge skladov, ki prinašajo dodano vrednost slehernemu investitorju v sklad. Preučili bomo učinke investiranja v hedge sklade, napravili primerjavo s tradicionalnimi vzajemnimi skladi, pretehtali prednosti in slabosti investiranja v hedge sklade, napravili nadrobno raziskavo strategij in tehnik hedge skladov ter se osredotočili na vrste investitorjev v hedge skladih. Manj premožnim posameznikom bomo predstavili prednosti in slabosti krovnih hedge skladov, ki ponujajo posreden vstop v panogo hedge skladov.

Prvotno je poslovanje hedge skladov temeljilo le na eni naložbeni strategiji, z razvojem hedge skladov pa prihaja do mešanice naložbenih strategij v okviru enega sklada, kar zavaja potencialne investitorje, katerim je bazni indeks strategij hedge skladov edina opora pri izboru hedge skladov. Predpostavljamo lahko, da niso vse naložbene strategije hedge skladov enako korelirane z indeksi delnic ter indeksi obveznic. Ker je v večji meri donosnost hedge skladov odvisna od specifičnih sposobnosti upravljavca, le majhen del pa od obvladovanja tržnega tveganja predpostavljamo, da je donosnost hedge skladov istih strategij premo-sorazmerna z znanjem iz izkušenostjo upravljavcev sklada. Ker je v strokovni literaturi zaznati veliko klasifikacij naložbenih strategij hedge skladov, se bomo v diplomskem delu osredotočili le na eno izmed navedenih.

Najpomembnejša lastnost, ki odlikuje upravljavce hedge skladov in jih napravi superiorne v primerjavi z upravljavci vzajemnih skladov se nanaša na miselnost o donosu. Upravljavci vzajemnih skladov poskušajo ne glede na tržne razmere doseči donose primerljive z donosi baznih indeksov ter donosi skladov primerljivih naložbeni strategij. Upravljavci hedge skladov pa napravijo korak naprej ter poskušajo doseči pozitiven donos ne glede na trend trga vrednostnih papirjev in ne oziraje se na druge primerljive naložbene strategije hedge skladov. Hedge skladi so uspešni predvsem v obdobju z majhnim nihanjem tečajev ter majhnim nihanjem tečajev navzdol. Tradicionalni vzajemni skladi jih v donosnosti prehitijo zgolj v primeru močnega bikovskega trenda delniškega trga.

Največja hiba, ki temelji le na preučevanju tveganja hedge skladov na osnovi standardnega odklona letnih donosnosti, tiči v nenormalni razporeditvi donosnosti sredstev hedge sklada okoli srednje vrednosti. Potrebno je vključiti tudi statistična kazalca, koeficient asimetrije

ter sploščenosti, ki skupaj s standardnim odklonom letnih donosnosti ustvarijo pravo sliko tveganja hedge skladov, ki pa v večini primerov ni po željah investorjev.

Hedge skladi se izogibajo zakonskim okvirom z izborom pravno-organizacijskih oblik, ki so najmanj regulirane s strani davčnih organov ter agencije za trg vrednostnih papirjev in jim nudijo največ svobode pri poslovanju, kar jim omogoča priložnosti za izkoriščanje kratkoročnih tržnih neučinkovitosti. Prav zaradi tega imajo pogosto sedež na eksteritorialnih območjih, saj je tam zakonodaja, ki ureja njihovo poslovanje bolj ohlapna.

KAZALO

1	UVOD	7
1.1	Opredeleitev področja in opis problema	7
1.2	Namen, cilji in osnovne trditve.....	7
1.3	Predpostavke in omejitve raziskave.....	8
1.4	Predvidene metode raziskovanja	8
2	OSNOVNE ZNAČILNOSTI HEDGE SKLADOV IN PRIMERJAVA S TRADICIONALNIMI VZAJEMNIMI SKLADI	10
2.1	Definicija hedge skladov	10
2.2	Nastanek in razvoj hedge skladov.....	11
2.2.1	Porast evropskih hedge skladov	13
2.2.2	Hedge skladi v Aziji	14
2.3	Primerjava hedge skladov z vzajemnimi skladi	15
2.4	Pravna podlaga hedge skladov	16
3	UČINKI INVESTIRANJA V HEDGE SKLADE	18
3.1	Povečanje donosa portfelja	18
3.2	Razpršitev donosa sredstev znotraj portfelja	20
3.3	Zmanjšanje tveganja	21
4	PREDNOSTI IN SLABOSTI INVESTIRANJA V HEDGE SKLADE.....	24
4.1	Prednosti investiranja v hedge sklade	24
4.1.1	Aktivno upravljanje sredstev	24
4.1.2	Fleksibilna investicijska politika, dostop do modernih tehnik in trgov investiranja	24
4.1.3	Nadpovprečna uspešnost	25
4.1.4	Praviloma zelo usposobljeni upravljavci.....	25
4.2	Slabosti investiranja v hedge sklade	25
4.2.1	Pomanjkanje poznavanja poslovanja hedge skladov s strani investorjev in slaba preglednost	25
4.2.2	Omejen vstop in izstop iz hedge skladov	26
4.2.3	Provizije in drugi stroški	26
4.2.4	Tvegano poslovanje hedge skladov	27
4.2.5	Poslovanje hedge skladov se ne ujema s politiko in strategijo hedge skladov	27
4.2.6	Pomanjkljiv institucionalni nadzor.....	27
5	TEHNIKE INVESTIRANJA	28
5.1	Denarne transakcije	28
5.2	Transakcije z marginalnim računom	28
5.2.1	Nakup z marginalnim računom	28
5.2.2	Nekrita prodaja	29
5.3	Izvedeni finančni instrumenti.....	29
5.3.1	Standardizirane terminske pogodbe »Futures«.....	30
5.3.2	Nestandardizirane terminske pogodbe »Forwards«	30

5.3.3	Opcije	30
5.4	Finančni vzvod	31
5.5	Varovanje pred tveganjem	31
5.6	Arbitraža	32
6	STRATEGIJE INVESTIRANJA.....	33
6.1	Strategije dolgih/kratkih pozicij	33
6.2	Strategije relativne vrednosti (arbitražne strategije).....	36
6.2.1	Arbitraža s finančnimi instrumenti stalnega donosa.....	36
6.2.2	Arbitraža z zamenljivimi finančnimi instrumenti.....	38
6.3	Z dogodkom pogojene strategije	39
6.3.1	Arbitraža združitve (tveganja).....	39
6.3.2	Strategija vrednostnih papirjev podjetij v težavah	40
6.4	Usmeritvene strategije.....	41
6.4.1	Skladi trgov v razvoju	42
6.4.2	Skladi kratkih pozicij.....	42
6.4.3	Makro skladi	43
6.4.4	Sektorski skladi	43
7	IZBOR HEDGE SKLADA/- OV.....	45
7.1	Definiranje lastnih objektivnih zahtev in potreb investiranja v hedge sklade	45
7.2	Pregled informacij in baz podatkov.....	46
7.3	Kvantitativna in kvalitativna analiza podatkov	46
7.3.1	Težave z oceno skladov	47
7.4	Vpogled v notranjost organizacije hedge skladov	47
7.5	Nadzor poslovanja	48
8	VRSTE INVESTITORJEV V HEDGE SKLADIH	49
8.1	Fizične osebe v ZDA	50
8.2	"Off-shore" fizične osebe.....	50
8.3	"Off-shore" organizacije	50
8.4	Izobraževalne ustanove/univerze	51
8.5	Fundacije	51
8.6	Zasebni pokojninski skladi	52
8.7	Državni pokojninski skladi.....	52
8.8	Podjetja.....	52
8.9	Zavarovalnice.....	53
8.10	Krovni hedge skladi.....	53
9	KROVNI HEDGE SKLADI.....	54
9.1	Prednosti investiranja v krovne hedge sklade	54
9.2	Slabosti investiranja v krovne hedge sklade	55
10	SKLEP	57
11	POVZETEK - ABSTRACT.....	59

SEZNAM LITERATURE.....61

SEZNAM VIROV.....63

SEZNAM TABEL.....64

1 UVOD

1.1 Opredelitev področja in opis problema

Osredotočili se bomo na alternativne investicijske sklade, konkretnije na hedge sklade, ki bodo predmet raziskave diplomskega dela. Z opredelitvijo inovativnega ter nadpovprečno premožnega investitorja in njegove zahteve ter želje po razpršitvi portfelja ter sledečega zmanjšanja tržnega kot tudi razpršljivega tveganja, hkrati pa povečanja donosa sredstev v portfelju, je investicija v hedge sklade najbolj primerna oblika investicije. Nadpovprečno izkušeni in izobraženi upravljavci hedge skladov, ki so tudi investitorji v sklade, ki jih upravljajo, poskušajo z aktivnim upravljanjem sredstev portfelja, v nasprotju s pasivnimi upravljavci tradicionalnih oblik naložb, kljub slabim razmeram na trgu vrednostnih papirjev in negativnim borznim indeksom povečevati vrednost hedge skladov. Zaradi pretirane zapletenosti investicijskih prijemov ter slabe preglednosti in nepoznavanja strategij hedge skladov s strani povprečno ekonomsko izobraženega posameznika, je negativna konotacija povezana z nadpovprečno tveganostjo hedge skladov še vedno prisotna v javnosti. V prejšnji povedi navedeno splošno prepričanje ter želja po raziskovanju alternativnih oblik investiranja sta bila povoda za raziskovanje obravnavane teme diplomske naloge.

1.2 Namen, cilji in osnovne trditve

Namen diplomskega dela se je osredotočiti na osnovne karakteristike hedge skladov, iz katerih izvira dodana vrednost za investitorja v hedge sklade. Prisotna pa je tudi lastna iniciativa po raziskovanju alternativnih oblik investicijskih skladov, saj je sledeče področje v Sloveniji dokaj nepoznano, vzrok pa tiči v pomanjkanju razpoložljive strokovne literature ter institucionalnih regulativah, ki onemogočajo ustanovitev ter neposredno trženje hedge skladov v Sloveniji.

Ciljev raziskovalnega dela je več, zato jih bomo navedli po pomembnosti padajoče, in sicer:

- predstavitev učinkov investiranja v hedge sklade,
- primerjava hedge skladov s tradicionalnimi vzajemnimi skladi,
- prednosti in slabosti investiranja v hedge sklade,
- raziskava strategij in tehnik hedge skladov,
- vrste investitorjev v hedge skladih in njihova presoja ter izbor le teh,
- prednosti in slabosti investiranja v krovne hedge sklade.

Zaradi aktivnega upravljanja sredstev hedge skladov, uporabe različnih tehnik investiranja, nekatere strategije hedge skladov, ki so nizko ali celo negativno korelirane z delniškimi indeksi, kljub negativnim trendom na trgu vrednostnih papirjev, povečujejo vrednost sredstev v portfelju hedge sklada.

Hedge skladi so po velikosti sredstev, ki jih upravljajo manjši od tradicionalnih vzajemnih skladov, zato se tudi hitreje odzivajo na tržne spremembe s prilagoditvijo strategij razmeram na trgu.

Zaradi nižjih minimalnih vstopnih pogojev so krovni hedge skladi dostopni tudi manj premožnim fizičnim osebam.

1.3 Predpostavke in omejitve raziskave

Predpostavljamo lahko, da niso vse strategije hedge skladov enako korelirane z delniškimi indeksi in indeksi obveznic. Bazni indeksi strategij hedge skladov so nereprezentativni za določene hedge sklade, ki uporabljajo mešanico naložbenih strategij. Predpostavljamo tudi lahko, da so različne vrste investorjev v različnih državah različno regulirane s strani davčnih in drugih institucionalnih organov. Ne nazadnje se lahko osredotočimo tudi na predpostavko o uspešnosti posameznih hedge skladov podobnih strategij in pomembni vlogi izkušenosti in znanja upravljavcev skladov.

V diplomskem delu bo poudarek na preučevanju naložbenih strategij in tehnik hedge skladov ter smotrnosti investiranja v hedge sklade. Zaradi prevelikega obsega in vsebinskega ponavljanja definicij hedge skladov različnih avtorjev, bomo v diplomskem delu opisali le najbolj primerne in vsebinsko različne definicije hedge skladov. Obstaja tudi veliko različnih klasifikacij strategij hedge skladov, zato smo se v diplomskem delu omejili le na eno izmed mnogo navedenih. Zaradi slabe dostopnosti in omejene razpoložljivosti strokovne literature v slovenskih knjižnicah, je bilo potrebno iskati vire strokovne literature na spletnih bazah podatkov ameriških univerz.

1.4 Predvidene metode raziskovanja

Diplomska naloga je osredotočena na proučevanje obnašanja in delovanja alternativnih virov investiranja, konkretnije hedge skladov, ter njihove interakcije z drugimi ekonomskimi in pravnimi subjekti. Gre torej za mikro-ekonomsko raziskavo. Ker je raziskava usmerjena k proučevanju odvisnosti med ekonomskimi pojavi v določenem trenutku, sodi med statične ekonomske raziskave.

V raziskavi bomo uporabili deskriptivni in analitični pristop raziskovanja.

Metode v okviru deskriptivnega raziskovanja so:

- metoda deskripcije, s katero bomo opisali smotrnost investiranja v hedge sklade in pri tem uporabljene strategije in tehnike,
- metoda komparacije, s katero bomo primerjali hedge sklade s tradicionalnimi vzajemnimi skladi,
- metoda klasifikacije, s katero smo definirali določene pojme v raziskovalnem delu,
- metoda kompilacije, ki je bila uporabljena za povzemanje nekaterih definicij, stališč in rezultatov mnogih avtorjev,
- zgodovinska metoda.

V okviru analitičnega pristopa pa bodo uporabljene faze induktivnega in deduktivnega sklepanja.

Pri izdelavi diplomske naloge bomo uporabili zgolj sekundarne podatke, saj do primarnih virov podatkov zaradi težke dostopnosti nismo mogli priti. Sekundarne vire smo črpali iz strokovnih tujih monografskih del, zelo malo slovenskih strokovnih publikacij, ter internetnih baz podatkov ameriških univerz.

2 OSNOVNE ZNAČILNOSTI HEDGE SKLADOV IN PRIMERJAVA S TRADICIONALNIMI VZAJEMNIMI SKLADI

Zaradi lažje predstave besedne zveze »hedge skladi«, bomo v uvodnem poglavju jedra diplomskega dela definirali hedge sklad, opisali nastanek in razvoj hedge skladov, predstavili pravno podlago ter nenazadnje napravili grobo primerjavo hedge skladov s tradicionalnimi vzajemnimi skladi.

2.1 Definicija hedge skladov

Sam pojem »hedging« pomeni zavarovanje, v primeru hedge skladov pa izraža pojem zavarovanje premoženja pred izgubo vrednosti. Investicijske tehnike, ki se uporabljajo v namen imunizacije vrednosti premoženja, so nekrita prodaja (ang. Short Selling) in uporaba izvedenih finančnih instrumentov. Prvotni hedge skladi v 60-ih letih, od koder izhaja izraz, so bili dejansko usmerjeni v takšno investicijsko politiko, danes pa ime »hedge sklad« zavaja, saj je postala panoga zelo raznolika. V to kategorijo se namreč štejejo tudi skladi, ki navedenih investicijskih tehnik ne uporabljajo le za varovanje pred tržnim tveganjem, temveč predvsem za doseganje višje donosnosti in so lahko tako celo bolj tvegani od tradicionalnih naložb (Wachberger 2000, 5; povz. po Bevčevi 2003, 2).

Zaradi raznovrstnih strategij, pravno-organizacijskih oblik, investicijskih tehnik hedge skladov, se je v znanstvenih sredinah oblikovalo mnogo različnih definicij hedge skladov. Ena izmed mnogih definicij je povzeta po McCraryu (2002, 7), ki pravi, da je hedge sklad zasebno organizirano investicijsko orodje, upravljano s strani izkušenega tima managerjev in težko dostopno javnosti. Nekateri avtorji pa se opredelijo predvsem na investicijske karakteristike hedge skladov, ki so prikazani v definiciji Ineichena (2003, 34): "Hedge sklad ima določen investicijski program, s čimer managerji iščejo absolutni donos, z izkoriščanjem investicijskih priložnosti, hkrati pa ščitijo investitorje pred morebitno izgubo."

Poleg že naštetih definicij hedge skladov jih sledi še nekaj, in sicer:

- Špekulativni skladi, ki upravljajo naložbe bogatih investitorjev (Bakier 1996; povz. po Klipštetru 1999, 26).
- Hedge skladi so privatne investicijske družbe z manj kot sto družbeniki, njihov sedež je praviloma na eksteritorialnih trgih. Opravljajo posle, ki jih vzajemni skladi in mnogi registrirani investicijski menedžerji ne smejo: so hkrati dolgi in kratki, izvajajo hedging ob pomoči izvedenih finančnih instrumentov, izposojajo si na veliko in investirajo v vse mogoče oblike premoženja (Economist, 1996; povz. po Klipštetru 1999, 26).
- Hedge skladi so vse oblike investicijskih skladov in zasebnih družb, ki investirajo v izvedene finančne instrumente, izvajajo prazno prodajo in povečujejo donosnost svojih naložb z najemanjem posojil (Cottier 1997, 17; povz. po Klipštetru 1999, 26).

- Hedge sklad je oblika vzajemnega sklada, ki povečuje svojo donosnost ob pomoči najemanja posojil in uporablja razne oblike hedginga (Soros 1994, 13; povz. po Klipštetru 1999, 26).
- Hedge skladi so privatne investicijske oblike, v katerih imajo upravljalci pomemben del sredstev sklada, ki prosto prisostvujejo na različnih trgih z različnimi strategijami in investicijskimi tehnikami, z uporabo dolge in kratke pozicije ter določene stopnje vzvoda (Crerend 1995; povz. po Ineichenu 2003, 34).

Zaradi razhajanj v definiciji hedge sklada, bomo na kratko povzeli osnovne značilnosti, ki so skozi različne definicije bolj ali manj opisane. Te so:

- privatna investicijska družba, njihov sedež je praviloma na eksteritorialnih trgih,
- investirajo v izvedene finančne instrumente, izvajajo nekrito prodajo, povečujejo donosnost svojih naložb z najemanjem posojil,
- upravljalci tudi investitorji skladov, ki jih upravljajo,
- nadpovprečno izkušeni in z znanjem podkovani upravljalci upravljajo naložbe bogatih investitorjev,
- uporaba različnih strategij in investicijskih tehnik.

2.2 Nastanek in razvoj hedge skladov

Uradni začetek hedge skladov sega v leto 1949, ko je Alfred Winslow Jones ustanovil delniški sklad, s pravno organizacijsko obliko družbe z neomejeno odgovornostjo, ki je bil tržno prilagodljiv in s strani agencije za trg z vrednostnimi papirji nenadzorovan. Sklad se je z letom 1952 preoblikoval v družbo z omejeno odgovornostjo. Jones je v vrednostnih papirjih sklada imel dolgo in kratko pozicijo z namenom povečati donosnost ter hkrati zmanjšati tržno tveganje, poleg pa je uporabljal tudi vzvod za nadaljnje izboljšanje uspešnosti sklada (Ineichen, 2003, 6). Jonesov model investiranja je temeljil na dveh predpostavkah, in sicer Jones je bil prepričan v nadpovprečno sposobnost izbiranja delnic, drugače povedano, imel je sposobnost prepoznati delnice, katerih vrednost naj bi rasla hitreje kot trg ter tudi delnice, ki naj bi rasle počasneje kot trg. Druga predpostavka pa se nanaša na njegovo prepričanje o nezmožnosti pravočasnega nakupa oz. nekrite prodaje, drugače povedano, nezmožnosti napovedi gibanj na trgu. Iz tega sledi, da je njegova strategija temeljila na kombinaciji dolge pozicije v podcenjenih delnicah in kratke pozicije v prevrednotenih delnicah (Lhabitant 2002, 7).

Poleg prej opisanega začetnika hedge skladov je v poznejših letih deloval Warren Buffett, najuspešnejši investitor vseh časov v povezavi z antitezo o tezi učinkovitega trga ter strokovnjak pri izbiri delnic. Leta 1956 je so-ustanovil komanditno družbo s sedmimi družbeniki. Med letom 1956 ter 1969 je bila letna donosnost hedge sklada 29,5 %, kljub petletnemu padcu indeksov vrednostnih papirjev. Vztrajna uspešnost hedge sklada je privabila še dodatne investitorje ter s tem še več denarnih sredstev, kar je omogočilo Buffettu ustanovitev še več družb, ki so se v nadaljnjem razvoju konsolidirale. Zaradi težkih razmer na trgu konec šestdesetih, se Buffett odloči za likvidacijo podjetja ter vračilo sredstev sklada investitorjem (Ineichen, 2003, 9).

Od leta 1969 pa do 1974 je globalni trg merjen z indeksom »Value Line Composite« utrpel 70% padec. Mnogo hedge skladov je v tem obdobju utrpelo velike izgube ter se posledično umaknilo s trga. Le nekaj upravljavcev hedge skladov je prestalo »pok balončka«, tisti, ki so se uspešno prebili skozi dolgotrajni padec tečajev vrednostnih papirjev pa so delovali v ozadju ter upali na izboljšanje tečajev (Lhabitant 2002, 8).

Iz leta 1971 je ocena o samo 31 hedge skladih, največji pa naj bi imel \$50 mio sredstev. V letih ki so sledile 1974., tržnemu dnu, so hedge skladi delovali dokaj v zatišju, saj je okolje investitorjev pozabilo na njih. Hedge skladi v sedemdesetih so bili precej drugače pravno-organizacijsko osnovani kot skladi sedaj. Bili so relativno majhni ter zato tudi hitreje prilagodljivi razmeram na trgu. Tipična sestava hedge sklada je bila osnovana iz dveh ali treh komplementarjev, tajnice ter brez analitikov in podporne pisarne. Glavna karakteristika, po kateri so se skladi v preteklosti razlikovali od skladov sedaj, pa je specializacija v eni strategiji. Mnogo upravljavcev hedge skladov se je zgledovalo po Jonesovem modelu dolgo/kratke pozicije v delnicah (Ineichen, 2003, 14).

V osemdesetih letih je bilo ustanovljeno majhno število novih hedge skladov. Večina teh skladov je povečala sredstva s pomočjo bogatih posameznikov. Skladi kot so: Julian Robertson's Jaguar Fund, George Soros Quantum Fund, Jack Nash in Michael Steinhardt Partners, so obsegali 40 % vseh sredstev hedge skladov. Donosnost skladov je bila višja od donosnosti svetovnega indeksa v bikovskem trendu kot tudi v medvedjem trendu. Zaradi osupljivih donosov hedge skladov so se v javnosti začeli pojavljati članki medijskih hiš o vsemogočnih upravljavcih in njihovih skladih. V tem obdobju mnogo upravljavcev hedge skladov ni bilo registriranih pri agenciji za trg vrednostnih papirjev Združenih držav Amerike, kar jim ni dovoljevalo oglaševanja v javnosti. Pretežni del hedge skladov je bil organiziran kot družbe z omejeno odgovornostjo, kar dovoljuje vstop v sklad le 99 investitorjem, zato so upravljavci skladov zahtevali visoke minimalne vstopne investicije v sklad. V osemdesetih letih so po vloženi sredstvih prevladovali hedge skladi z makro strategijo ter krovni hedge skladi (Ineichen, 2003, 16).

V devetdesetih so mnogi finančni uslužbenci migrirali iz velikih institucionalnih ustanov v novo nastale hedge sklade, kjer so bili tudi pretežni investitorji. Pomembna karakteristika, ki se nanaša na sklade v devetdesetih, in je hkrati tudi nekaj novega v zgodovini hedge skladov, je njihova raznovrstnost. Pretežen del hedge skladov so predstavljali skladi z makro strategijo. V tem desetletju je zaznati še en zanimiv fenomen, ki se navezuje na ustavitve sprejemanja novih sredstev ter investitorjev v sklad ali celo vračilo sredstev sklada investitorjem. S tem so upravljavci hedge skladov dosegli optimalen nivo sredstev sklada pri določeni strategiji ter posledično ohranili visok nivo donosnosti sredstev sklada. Prej opisano je vodilo upravljavce do višjih zaslužkov iz naslova provizije za uspešnost sklada, ne pa toliko do zaslužka iz naslova upravljavške provizije. Zaradi vse večjega povpraševanja investitorjev po hedge skladih, so upravljavci določili višje minimalne začetne vloške v sklad ter vse daljša investicijska obdobja, kar je preprečevalo investitorjem, da bi predčasno izstopili iz skladov (Ineichen, 2003, 16).

Kljub nadpovprečni uspešnosti hedge skladov ter njihove hitre prilagodljivosti tržnim razmeram, pa se je v zgodovini pripetilo kar nekaj polomov, ki so vrgli slabo luč na upravljavce teh skladov in še povečali nezaupanje potencialnih investitorjev v hedge sklade. V naslednjih nekaj stavkih bomo opisali nekaj primerov. Skladi Davida Askina so izgubili v letu \$ 420 mio, ko je centralna banka Združenih držav Amerike nepričakovano

dvignila obrestno mero. V 1997 letu se je zgodil stečaj treh hedge skladov Victorja Niederhoffs, zaradi napačne odločitve, nekritične prodaje prodajnih opcij na indeks S&P 500 pred nepričakovanim padcem omenjenega indeksa. V letu 1998 pa je prišlo do stečaja treh hedge skladov upravljavca Dana McGinnisa, zaradi devalvacije rublje. Glavni spodrselj v industriji hedge skladov pa je bil kolaps Long Term Capital Managementa, ki je bil voden s strani slavnih nobelovcev Roberta Mertona in Myron Scholesa ter še mnogih vplivnih osebnosti. Stečaj megalomanskega hedge sklada se je zgodil zaradi prekomerne uporabe finančnega vzvoda ter prekomerne količine sredstev.

2.2.1 Porast evropskih hedge skladov

Pred dvema oz. tremi leti je prišlo do močnega porasta hedge skladov v Evropi, zaradi vse večjega povpraševanja investitorjev po alternativnih investicijskih virih. London postaja ključno središče hedge skladov v Evropi, ki so osredotočeni na investicije po Evropi, Aziji ter trgih v razvoju. Kljub močnemu porastu hedge skladov v zadnjih treh letih v Evropi, pa le teh skladov ne moremo primerjati ne po številu kot tudi velikosti ter raznolikosti uporabe investicijskih strategij z hedge skladi v Združenih državah Amerike. Zaradi vse večjega povpraševanja evropskih investitorjev ter talentiranih upravljavcev hedge skladov se bo število hedge skladov v Evropi še povečevalo. Hedge skladi s strategijami dolgih/kratkih pozicij ter tržno nevtralnih strategij ostajajo, kljub močnemu razvoju drugih strategij¹, v prevladujoči poziciji z največjim obsegom sredstev. Hedge skladi s strategijo arbitraže finančnih instrumentov stalnega donosa ter hedge skladi z visoko donosnostjo, so porasli najbolj v primerjavi z drugimi strategijami. Makro skladi, so ohranili konstantno rast sredstev, ki jih upravljajo, medtem pa strategije z vrednostnimi papirji podjetij v težavah ter skladi kratkih pozicij ostajajo v ozadju z najmanjšim številom skladov ter sredstvi, ki jih upravljajo (Hedges IV 2005, 151).

Razlogi za rast hedge skladov v Evropi so:

- zaradi stagnirajočih globalnih delniških trgov ter povečane ekonomske negotovosti, so investitorji prišli do spoznanja, o smotru prisotnosti hedge skladov v njihovih portfeljih;
- eden glavnih alternativnih investicijskih virov, rizični kapital, je izgubil na atraktivnosti, zaradi manjših investicijskih priložnosti ter manjše uspešnosti;
- spoznanje investitorjev, da je na evropskih trgih več priložnosti za večji zaslužek, zaradi manjše učinkovitosti evropskih trgov v primerjavi s trgi Združenih držav Amerike;
- nova zakonodaja v določenih evropskih državah je napravila hedge sklade bolj zanimive iz davčne perspektive.

TABELA 1: RAST SREDSTEV EVROPSKIH HEDGE SKLADOV (2003)

območje	št. novih hedge skladov	sredstva v mlrd \$
Evropa	228	20
ZDA	400	24-27

Prirejeno po Hedges IV (2005,151).

¹Hedge skladi, s strategijami relativne vrednosti, arbitraža z zamenljivimi finančnimi instrumenti, z dogodkom pogojene strategije, statistična arbitraža ter količinske strategije, so rasli po obsegu sredstev močneje od leta 2000.

2.2.2 Hedge skladi v Aziji

Večina investorjev v hedge sklade v Aziji prihaja iz severno-ameriškega področja ter Evrope, ki iščejo koristi v spremenjeni in za vlagatelje sprejemljivi zakonodaji, ki dovoljuje trženje hedge skladov v Hong Kongu in Singapurju. Prav tako je tudi Avstralija, ki predstavlja dodatne priložnosti, aktivna na področju hedge skladov. Zaradi slabih razmer na globalnih delniških trgih in nestabilnih makroekonomskih kazalcev, so vlagatelji spoznali pomembnost prisotnosti hedge skladov v njihovih portfeljih. Manjša učinkovitost trga vrednostnih papirjev v Aziji, v primerjavi z ameriškim ter evropskim trgom, predstavlja mnogo priložnosti za talentirane fundamentalne vlagatelje ter vlagatelje s strategijo relativne vrednosti. Glavni povpraševalci po hedge skladih znotraj Azije so japonski institucionalni investitorji. Med njimi so uspešna podjetja, zavarovalnice, banke in borzno-posredniške hiše.

TABELA 2: RAST SREDSTEV HEDGE SKLADOV V AZIJI (2003)

območje	št. novih hedge skladov	sredstva v mlrd \$
Azija/Pacifik	100	3.7
ZDA	400	24-27

Prirejeno po Hedges IV (2005,167).

Več kot polovico sredstev investiranih v azijske hedge sklade je upravljano izven azijskega področja, natančneje iz Združenih držav Amerike, kar pa ne drži za hedge sklade v Avstraliji in Singapurju, ki so upravljani s strani lokalnih upravljavcev. Najpomembneje za razvoj hedge skladov v Aziji je upravljanje skladov s strani domačih upraviteljev, ki so seznanjeni z domačimi mikro ter makroekonomskimi razmerami ter poznajo navade domačih vlagateljev. Pomembno spoznanje, ki onemogoča uporabo nekrite prodaje v določenih državah Azije, ki je ključni element hedge skladov s strategijami dolgo/kratkih pozicij ter tržno nevtralnih skladov, zavira razvoj hedge skladov v Aziji. V Hong Kongu, Singapurju ter Avstraliji ni ovir za uporabo nekrite prodaje (Hedges IV 2005,167).

Nosilci donosa pri hedge skladih lociranih v Aziji:

- neučinkovitost oz. nerazvitost trga vrednostnih papirjev ter anomalije, ki povečujejo potencial v donosu;
- mnogi vrednostni papirji, ki kotirajo na azijskih borzah so po mnenju analitikov podvrednoteni;
- nizka korelacija azijskih trgov.

Nosilci tveganja pri hedge skladih lociranih v Aziji:

- slaba likvidnost azijskih trgov razen japonskega trga vrednostnih papirjev;
- velika nihanja v ceni vrednostnih papirjev;
- veliko število večinskih lastnikov ter lastniško povezanih družb;
- valutno tveganje;
- upravljavsko tveganje;
- tveganje regulatorjev trga.

Hedge skladi dolgo/kratkih pozicij so dominantni v Aziji. V porastu so hedge skladi s tržno nevtralnimi strategijami, predvsem na Japonskem, katerih namen je zmanjšati tržno tveganje, s prevladujočo dolgo pozicijo nad kratko pozicijo.

2.3 Primerjava hedge skladov z vzajemnimi skladi

Ključna razlikovalna lastnost med tradicionalnimi vzajemnimi skladi ter hedge skladi je njihova ideologija o donosu. Pri tradicionalnih skladih poskušajo upravljavci podobnih strategij investiranja v donosu sredstev sklada prekositi tekmece ter biti relativno boljši od kompatibilnih indeksov, tako v bikovskem kot medvedjem trendu. Glavni namen upravljavcev hedge skladov pa je doseči pozitiven donos ne glede na trend trga vrednostnih papirjev (Jaeger 2003, 3). V naslednji preglednici bomo navedli osnovne razlikovalne lastnosti hedge skladov od vzajemnih skladov ter jih nadalje še natančneje razložili.

TABELA 3: PRIMERJAVA HEDGE SKLADOV Z VZAJEMNIMI SKLADI

	hedge sklad	vzajemni sklad
donos	skupen donos	povprečen donos
strategije investiranja	svoboda investiranja, uporaba finančnega vzvoda, nekritične prodaje, druge strategije hedganja	omejitve pri uporabi finančnega vzvoda, nekritične prodaje, itd.
glavni viri donosa in tveganj	strategija in upravitelj	trg
organizacijska struktura ter velikost sklada	majhna in vitka	velika in okorna
likvidnost	časovne omejitve pri začetni investiciji in izstopu iz sklada	omogočen dnevni vstop in izstop iz sklada
trženje	omejitve pri oglaševanju in trženju sklada	omogočeno trženje in oglaševanje v tujini
poslovni odnosi	upravitelj ter investitor družabnika	upravitelj zastopnik vlagatelja
provizije	provizija na vložena sredstva ter provizija na uspešnost	provizija na vložena sredstva
davki	na nivoju sklada ni obdavčitve	sklad ni obdavčen v primeru izplačila dobička investitorjem

Prيرهjeno po Jaegerju (2003, 2).

Majhno število vzajemnih skladov uporablja finančni vzvod za povečanje donosa sredstev sklada, medtem ko je vzvod pri hedge skladih z različnimi strategijami od 2:1 do 10:1, in je lahko tudi večji od 100:1. Vzajemni skladi izračunavajo in poročajo čisto vrednost sredstev

(ČVS) na dnevni ravni, hedge skladi pa izračunavajo neto vrednost sredstev mesečno ali četrtno, podatki o čisti vrednosti sredstev sklada pa niso dostopni javnosti. Večina vzajemnih skladov dovoljuje vstop in izstop iz sklada v vsakem delovnem dnevu, medtem ko so sredstva hedge sklada manj likvidna, saj imajo investitorji mesečno ali četrtno omejen vstop in letno omejen izstop iz sklada (McCrary 2002, 11). Donos hedge skladov je odvisen od uporabljenih strategij ter sposobnosti, izkušenj upravljavcev, medtem pa je donos vzajemnih skladov v pretežni meri odvisen od razmer na trgih, ne pa toliko od uporabljenih strategij investiranja ter izkušenj upravljavcev. Organizacijska struktura upravljalkega podjetja hedge skladov je zelo enostavna in sploščena, saj ima zelo malo organizacijskih ravni, kar omogoča hitrejšo odzivnost na tržne spremembe ter konkurenco. Organizacijska struktura vzajemnih skladov je dosti bolj kompleksna in okorna, prav tako je tudi velikost sklada veliko večja. V večji meri upravljavci vzajemnih skladov zaračunavajo le provizijo na vložena sredstva ter upravljavsko provizijo, upravljavci hedge skladov pa zaračunavajo vlagateljem provizijo na uspešnost sklada ter provizijo na vložena sredstva, poleg pa je še veliko drugih bolj kompleksnih provizij, ki zmanjšujejo absolutno donosnost sklada. Dohodek hedge skladov ni neposredno obdavčen, saj se obdavčitev prenese na vlagatelja, na drugi strani pa so vzajemni skladi lahko neposredno obdavčeni, v primeru, da ne izplačajo vlagateljem pretežnega dela ustvarjenega dobička sklada letno (Jaeger 2003, 5). Managerji hedge skladov kot družbeniki, morajo investirati minimalno vsoto sredstev v sklade, ki jih upravljajo. Upravljavci vzajemnih skladov pa nimajo investiranih lastnih sredstev v sklade, ki jih upravljajo (Eichengreen in drugi 1998, 34).

2.4 Pravna podlaga hedge skladov

Organizacijske in pravne oblike hedge skladov se po svetu bistveno razlikujejo, saj jih ustanovitelji prilagajajo glede na zakonodajo posameznih držav. Kljub temu pa je možno predstaviti nekatere najbolj priljubljene oblike skladov:

- odprti investicijski sklad (ang. Open-end Investment Company/Trust/Fund): takšna oblika je najbolj značilna za vzajemne sklade. Oznaka odprt pomeni, da lahko investitor ob vsakem času kupi ali proda posamezne enote premoženja sklada. V odprti sklad se lahko ob vsakem času vključijo novi investitorji, velikost upravljanja aktive pa ni omejena. Ta oblika je zaradi davčnih razlogov pogosta predvsem pri eksteritorialnih hedge skladih. Skladi s takšno organizacijsko obliko imajo največ evropskih strank (Cottier 1997, 59; povz. po Klipštetru 1999, 27).
- zaprti investicijski sklad (ang. Closed-end Investment Company/Trust/Fund): v njem manager oblikuje fiksno velikost portfelja, saj je število delnic sklada omejeno (Strong 1998, 418; povz. po Klipštetru 1999, 27). Pri tej obliki investitor lahko kupi delnice sklada ob ustanovitvi te delniške družbe oz. ob primarni izdaji ali pa od drugega investitorja na sekundarnem trgu. Ta oblika je razširjena v nekaterih državah, v katerih takšni skladi uživajo večjo svobodo in so manj regulirani. Pravne oblike zaprtih hedge skladov so npr. v ZDA »public futures funds«, v Veliki Britaniji »investment trust«, na Irskem pa »closed-end unit trust« (Cottier 1997, 60; povz. po Klipštetru 1999, 27).
- komanditna družba (ang. Limited Partnership): ta oblika je najbolj razširjena med hedge skladi s pretežno ameriški investitorji. Zanje so naložbe v takšne sklade ugodne, ker

uživajo določene davčne ugodnosti, če ima sklad sedež v ZDA ali v eksteritorialnih centrih. V takem primeru so investitorji odvezani plačevanja dohodnin iz naslova teh prejemkov. Velikost kapitala v teh družbah je praviloma neomejena, omejeno pa je število družbenikov. V ameriškem pravu gospodarskih družb je število družbenikov v komanditni družbi omejeno na sto (99 družbenikov in družbenik direktor) (Cottier 1997, 60; povz. po Klipštetru 1999, 27).

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), v Sloveniji primerljiva ustanova je Agencija za trg vrednostnih papirjev, 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 (Lhabitant 2002, 24). Ne glede na to, ali je posamezni hedge sklad registriran ali ne, ostaja predmet regulacije v naslednjih ozirih:

- Hedge skladi se ne morejo izogniti določbam Securities Act iz leta 1933 ter 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 izkoriščanja notranjih informacij.
- Po terorističnih napadih v ZDA 11.9.2001, 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 so dolžni spoštovati zakonodajo posamezne zvezne ameriške države, saj ima prav vsaka razvit sistem regulacije za hedge sklade, ki ponujajo svoje vrednostne papirje znotraj državnih meja (Donaldson 2003, 28).

V Evropi je po navedbi Recljeve (2004, 8), ki povzema HedgeWorld (2004) 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.

Formalnopravna oblika je pri definiranju hedge skladov še najmanj relevantna, saj hedge skladi praviloma izberejo tako obliko, ki je najmanj regulirana in s katero lahko uživajo maksimalno svobodo pri poslovanju. Prav zaradi teh razlogov imajo pogosto sedež v eksteritorialnih centrih, saj so tam predpisi, ki urejajo njihovo poslovanje, običajno zelo liberalni.

3 UČINKI INVESTIRANJA V HEDGE SKLADE

Najpomembnejši učinki investiranja, ki odtehtajo morebitna oklevanja potencialnih investitorjev o razširitvi lastnih portfeljev tradicionalnih naložbenih oblik, v hedge sklade kot samostojno obliko investicije kot tudi implementacija v tradicionalne oblike naložb so: povečanje donosa portfelja ob hkratnem zmanjšanju tveganja in razpršitvi donosa sredstev znotraj portfelja.

3.1 Povečanje donosa portfelja

Zaradi proste izbire trga, 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, 59), ki ga je povzela Recljeva (2003, 25) ugotavlja, da je v povprečju 80% donosnosti hedge sklada odvisno od specifičnih sposobnosti upravljavca, da investicijsko priložnost pretvori v dobiček, le 20% pa od obvladovanja tržnega tveganja. Značilnost, ki je skupna skoraj vsem strategijam hedge skladov, je da svojo donosnost povečujejo z najemanjem ugodnih posojil. Angleški izraz za to je leverage, slovenski prevod bi lahko bil finančni vzvod. Uspešni hedge skladi imajo pogosto zelo visoko boniteto pri bankah ali borzno-posredniških hišah, zato prav pogosto skladi z npr. milijardo dolarjev premoženja, na trgu operirajo z 10 milijardami po zaslugi pridobljenih posojil (Klipšteter 1999, 28). Goldman Sachs in Financial Risk Management (1999), ki jih je povzel Ineichen (2003,102) menita, da vsebnost hedge skladov in tradicionalnih skladov povečuje donosnost portfelja. V študiji je navedeno, da so hedge skladi uspešni v tržnih razmerah z majhnim nihanjem tečajev vrednostnih papirjev ter v obdobju majhnega odstopanja navzdol. V tem obdobju so uspešne predvsem tržno nevtralne ter z dogodkom pogojene strategije hedge skladov.

V naslednji preglednici je primerjava letnih donosov tradicionalnih indeksov z indeksi hedge skladov v obdobju 14 let, od 1988 pa do 2001 leta. Iz slednje preglednice lahko ugotovimo, da so povprečna vrednost, srednja vrednost ter najvišja vrednost letnih donosov tradicionalnih indeksov ter indeksov hedge skladov v precejšnji meri primerljive. Razlika oz. večje odstopanje je opazno v podatkih navedenih v zadnji vrstici tabele, ki prikazuje najnižjo vrednost letnih donosov. Najnižja vrednost letnega donosa MSCI World indeksa je -16,5%, indeksa, v katerem so prisotni hedge skladi različnih strategij, HFRI indeks pa je 2,6%. Hedge skladi imajo nižjo donosnost od tradicionalnih vzajemnih skladov, le v primeru močnega bikovskega trenda delniškega trga. Leta 1994, 1995, 1997, 1998, preučevanega obdobja 1988-2001, v katerih je bil indeks Van Global Hedge Fund na letni ravni nižji od svetovnega delniškega indeksa. V obdobju močnega medvedjega trenda delniških indeksov, pa hedge skladi v donosu močno prekosijo tradicionalne sklade. Ta leta preučevanega obdobja 16-ih let so: 1990, 1992, 2000, 2001 (Ineichen 2003,106).

TABELA 4: PRIMERJAVA DONOSOV RAZLIČNIH INDEKSOV HEDGE SKLADOV Z INDEKSI VZAJEMNIH SKLADOV TER DRUGIMI INDEKSI (v %)

Tradicionalni indeksi				Indeksi hedge skladov		
	MSCI World Total Return Index ²	S&P 500 Total Return Index ³	Morningstar Average Equity Mutual Fund	Van Global Hedge fund	HFRI Fund Weighted Composit Index	CSFB/Tremont Hedge Fund Index
1988	24,0	16,6	14,9	25,0 ^a	ni podatka	ni podatka
1989	17,2	31,7	25,5	24,9	ni podatka	ni podatka
1990	-16,5	-3,1	-7,1	7,2	5,8	ni podatka
1991	19,0	30,5	31,9	29,4	32,2	ni podatka
1992	-4,7	7,7	6,5	17,0	21,2	ni podatka
1993	23,1	9,8	19,3	29,0	30,9	ni podatka
1994	5,6	1,5	-2,3	0,4	4,1	-4,4
1995	21,3	37,6	25,0	18,1	21,5	21,7
1996	14,0	22,9	17,5	18,6	21,1	22,2
1997	16,2	33,4	17,0	15,6	16,8	25,9
1998	24,8	28,6	10,1	6,0	2,6	-0,4
1999	25,3	21,0	29,5	39,5	31,3	23,4
2000	-12,9	-9,1	-6,1	8,1	5,0	4,8
2001	-16,5	-11,9	-12,5	6,1	4,8	4,4
Povprečna vrednost	10,0	15,5	12,1	17,5 ^b	16,4	12,2
Srednja vrednost	16,7	18,8	16,0	17,6	18,9	13,3
Najvišja vrednost	25,3	37,6	31,9	39,5	32,2	25,9
Najnižja vrednost	-16,5	-11,9	-12,5	0,4	2,6	-4,4

Opombe: ^a podatki donosa v % preračunani iz ameriških dolarjev,
^b čisti donosi hedge skladov.

Prirejeno po Ineichenu (2003, 105).

² MSCI World Total Return Index, oblikovan z namenom merjenja uspešnosti razvitih kapitalskih trgov, ki vključuje od leta 2005 borzne indekse 23 tržno razvitih držav, te so: Avstralija, Avstrija, Belgija, Kanada, Danska, Finska, Francija, Nemčija, Grčija, Hong Kong, Irska, Italija, Japonska, Nizozemska, Nova Zelandija, Norveška, Portugalska, Singapur, Španija, Švedska, Švica, Velika Britanija in ZDA (Pirtovšek 2003, 23).

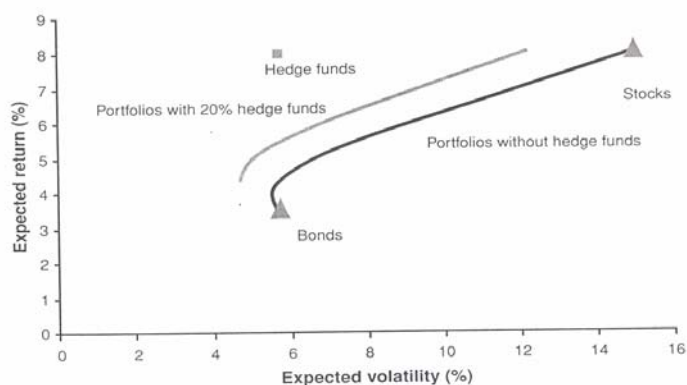
³ S&P 500 Total Return Index predstavlja indeks 500 največjih ameriških delnic, tehtanih z njihovo tržno kapitalizacijo (MSCI Equity Indices 2006).

3.2 Razpršitev donosa sredstev znotraj portfelja

Primernost hedge skladov za razpršitev donosa sredstev oz. zmanjšanje tveganja v portfelju tradicionalnih naložb je razvidna iz nizke korelacije posameznih strategij z indeksoma JPM in S&P 500, kar predstavlja najpomembnejšo prednost alternativnih oblik investiranja, v našem primeru hedge skladov. Za investitorje v hedge sklade je zelo pomembno, da vedo kako izbrani hedge skladi korelirajo z njihovim obstoječim portfeljem tradicionalnih naložb. Visoko volatilni hedge sklad z nizko korelacijo z obstoječim portfeljem je manj tvegana investicija kot hedge sklad z majhnim tveganjem in visoko korelacijo. Korelacija med različnimi strategijami hedge skladov ter primerjanimi delniškimi indeksi ni vedno konstantna, saj pogosto raste v tržnih razmerah velike koncentracije skladov istih tržnih priložnosti (Ineichen 2003, 140).

Naslednji graf⁴ prikazuje vpliv prisotnosti hedge skladov v tradicionalnih vrstah naložb na povečanje učinkovitosti portfelja. S povečanjem deleža delnic v portfelju se povečuje pozitivna komponenta pričakovanega donosa, hkrati pa raste pričakovano tveganje. Obraten učinek pa dosežemo z večanjem deleža obveznic v portfelju, saj se pri tem zmanjšuje pričakovan donos, zmanjšuje pa se tudi tveganje. Če pa portfelj vsebuje poleg delnic in obveznic tudi hedge sklade pa dosežemo dvojen učinek, in sicer povečamo pričakovan donos ter zmanjšamo pričakovano tveganje naložbe.

SLIKA⁵ 1: VPLIV HEDGE SKLADOV NA PRIČAKOVAN DONOS IN PRIČAKOVANO TVEGANJE PORTFELJA



Vir: Ineichen (2003, 140)

Z oblikovanjem prepričanja o vključitvi hedge skladov v tradicionalni portfelj, se pri investitorju poraja več vprašanj o primernem deležu hedge skladov v njihovem tradicionalnem portfelju ter uporabljenih strategijah hedge skladov. Problem, s katerim se srečamo pri oblikovanju raznolikega portfelja, je kvaliteta uporabljenih informacij pri

⁴ Najpogosteje prikazan graf, ki prikazuje posledice prisotnosti hedge skladov v tradicionalno oblikovanem portfelju delnic in obveznic, na manjšo pričakovano spremenljivost ter večji pričakovani donos.

⁵ Expected return (%) = pričakovan donos v %; Expected volatility (%) = pričakovano tveganje v %.

napovedi pričakovanih donosov, pričakovanih standardnih odklonov donosa ter pričakovanih korelacij različnih vrst naložb portfelja (Lhabitant 2002, 170).

V naslednji tabeli⁶ je prikazana korelacijska struktura različnih strategij hedge skladov ter reprezentativnega CSFB/Tremont indeksa (od tu naprej CSFB) z indeksom ameriških delnic, indeksom evropskih delnic ter indeksom mednarodnih obveznic v rastočem in padajočem trendu za obdobje od leta 1994 do 1998 leta.

TABELA 5: KORELACIJA TRADICIONALNIH INDEKSOV S STRATEGIJAMI HEDGE SKLADOV V BIKOVSKEM IN MEDVEDJEM TRENDU

	indeks ameriških delnic		indeks evropskih delnic		indeks mednarodnih obveznic	
	trend ↑	trend ↓	trend ↑	trend ↓	trend ↑	trend ↓
CSFB/Tremont index	0,18	0,53	0,23	0,31	-0,13	0,13
Arbitraža z zamenljivimi fin. inst.	0,06	0,33	-0,15	0,29	-0,17	-0,16
Skladi kratkih pozicij	-0,51	-0,6	-0,38	-0,44	-0,03	-0,29
Skladi trgov v razvoju	0,17	0,57	0,2	0,45	-0,25	0,17
Tržno nevtralne strategije	0,38	0,31	0,07	0,29	0,23	-0,16
Z dogodkom pogojene strat.	0,2	0,59	0,23	0,52	-0,21	0,17
Arbitraža s fin. inst. stalnega donosa	-0,14	0,21	-0,19	0,25	-0,29	-0,04
Makro skladi	0,07	0,34	0,08	0,11	-0,12	0,02
Strategije dolgih/kratkih pozicij	0,34	0,5	0,46	0,4	-0,01	0,32

Prirejeno po Lhabitantu (2002, 171).

Korelacija CSFB z indeksom ameriških delnic je v rastočem trendu 0,18 v padajočem trendu pa 0,53. Situacija se spremeni, če primerjamo korelacijo CSFB z indeksom evropskih delnic, saj je v rastočem trendu 0,23 ter v padajočem trendu 0,31, kar pomeni, da je indeks evropskih delnic v padajočem trendu manj koreliran z CSFB. Korelacija indeksa mednarodnih obveznic z indeksom CSFB pa je v primeru rastočega trenda -0,13 ter padajočega trenda 0,13 (Lhabitant 2002, 172).

3.3 Zmanjšanje tveganja

Tretji razlog, zakaj posamezniki in institucije investirajo v hedge sklade, poleg prej omenjenih, povečanje donosa ter razpršitve donosa sredstev znotraj portfelja, je zmanjšanje tveganja celotnega portfelja. Nalogo zmanjšanja tveganja opravi razpršitev naložb različnih korelacij ter različnih stopenj donosa. Kljub neupoštevanju učinka razpršitve naložb, z namenom zmanjšanja tveganja portfelja, ima veliko strategij hedge skladov nižje tveganje kot tradicionalne oblike naložb (McCrary 2002,4).

V tabeli 6 so predstavljene povprečne leto donosnosti in standardni odkloni letnih donosnosti naložbenih strategij hedge skladov, merjeni z HFRI indeksom, ter vrednosti

⁶ Osnovana na mesečnih podatkih od januarja 1994 do avgusta 1998.

največjih 12 mesečnih padcev donosnosti ter koeficienta asimetrije in sploščenosti hedge skladov v preučevanem 12 letnem obdobju.⁷

TABELA 6: PRIKAZ TVEGANOSTI STRATEGIJ HEDGE SKLADOV IN PRIMERJAVA Z S&P 500 TER MSCI WORLD INDEKSOMA

	Letni donos	Standardni odklon letne donosnosti	Max. 12 mesečni padec donosnosti	KA	KS
Arbitraža z zamenljivimi fin. instr.	11,88%	3,41%	-3,84%	1,44	3,56
Arbitraža s fin. instr. stalnega donosa	8,58%	4,81%	-10,40%	-1,78	9,13
Skladi trgov v razvoju	14,34%	16,31%	-42,52%	-1,12	4,91
Tržno nevtralne strategije	11,09%	3,28%	1,57%	-0,11	0,3
Skladi kratkih pozicij	1,99%	23,22%	-38,01%	-0,19	1,19
Makro skladi	17,68%	8,84%	-7,10%	0,79	2,23
Strategije dolgih/kratkih pozicij	20,32%	9,26%	-8,21%	-0,03	1,21
Arbitraža združitve (tveganja)	12,18%	4,56%	0,44%	-3,19	14,27
Strategije vred. papirjev podjetij v težavah	15,08%	6,40%	-6,41%	-0,90	6,47
S&P 500	12,85%	14,54%	-26,63%		
MSCI World	6,99%	14,59%	-27,87%		

Opombe: ^a 12 letno obdobje od 1990-2001.

^b strategije merjene z HFRI indeksom.

Simboli: KA = koeficient asimetrije

KS = koeficient sploščenosti

Prirejeno po Ineichenu (2003, 209).

Merjeno s standardnim odklonom letne donosnosti so se po pričakovanjih kot najmanj tvegani naložbeni strategiji odrezali tržno nevtralna strategija (3,28%), strategija relativne vrednosti, in sicer arbitraža z zamenljivimi finančnimi instrumenti (3,41%) ter arbitraža s finančnimi instrumenti stalnega donosa (4,81%). Z dogodkom pogojene strategije so beležile primerljivo variabilnost donosnosti s prej omenjenima strategijama relativne vrednosti ter tržno nevtralno strategijo. Nadpovprečno nestanovitnost so beležile usmeritvene strategije, med katerimi se strategija skladov trgov v razvoju (16,31%) in strategija skladov kratkih pozicij (23,22%) uvrščata med bolj tvegane od tradicionalnih naložb (S&P 500 = 14,54%, MSCI World = 14,59%).

Dober pokazatelj tveganja posamezne strategije hedge skladov je tudi kazalec, največji 12 mesečni padec donosnosti. Najmanjši padec donosnosti je beležila tržno nevtralna strategija (1,57%), ki je bila skozi 12 mesečno obdobje poleg arbitraže združitve (0,44%) pozitivno donosna strategija. Nasprotno sta največji 12 mesečni padec donosnosti utrpeli strategija skladov kratkih pozicij (-38,01%) ter strategija skladov trgi v razvoju (-42,52%). Največji 12 mesečni padec donosnosti tradicionalnih indeksov S&P 500

⁷ Ker pri analizi nismo upoštevali inflacije, so vse letne donosnosti nominalne, izračuni standardnih odklonov letnih donosnosti ter največji 12 mesečni padci donosnosti pa posledično temeljijo na nominalnih donosnostih.

(-26,63%) ter MSCI World (-27,87%) je zelo blizu najbolj tveganim strategijam hedge skladov. Iz sledečega je razvidno, da sta standardni odklon letne donosnosti ter pokazatelj največjega 12 mesečnega padca donosnosti različnih strategij hedge skladov medsebojno zelo povezana.

Če je za portfelj delnic in obveznic značilno, da je donosnost normalno razporejena okoli srednje vrednosti, tega ne moremo trditi za donosnost portfelja z vsebnostjo hedge skladov, saj statistična kazalca (prikazana v tabeli 6), koeficient asimetrije ter koeficient sploščenosti posameznih donosnosti strategij hedge skladov odražata nenormalno razporeditev donosnosti okoli srednje vrednosti. Ravno zaradi tega standardni odklon ne sme in ne more biti edini pokazatelj tveganja posamezne strategije hedge skladov. V tem primeru naj bi investitorji upoštevali tudi kazalec asimetrije, ki kaže stopnjo simetričnosti razporeditve donosnosti okoli srednje vrednosti ter kazalec sploščenosti, ki dobro odraža verjetnost ekstremnih pozitivnih in negativnih rezultatov donosnosti. Če je vrednost kazalca asimetrije enaka 0, pomeni da je donosnost v okviru normalne razporeditve, prav tako velja tudi za kazalec sploščenosti, če je njegova vrednost enaka 3. Oziraje na statistične podatke v tabeli 6, lahko razberemo, da je donosnost večine strategij hedge skladov asimetrična v levo, kar odraža veliko verjetnost velikih izgub. Prav tako je tudi kazalec sploščenosti v veliki večini strategij hedge skladov večji od 3, kar odraža relativno veliko verjetnost velikih negativnih donosov. Kljub temu, da je standardni odklon letnih donosnosti strategij hedge skladov relativno majhen v primerjavi s standardnim odklonom letnih donosnosti tradicionalnih oblik naložb, pa kazalca asimetrije in sploščenosti prikazujeta ravno nasprotno sliko kar si želijo investitorji (Kat 2003, 8).

4 PREDNOSTI IN SLABOSTI INVESTIRANJA V HEDGE SKLADE

Pri odločitvi investitorja o smotrnosti investiranja v določene hedge sklade, pomembno vlogo odigra tudi analiza prednosti in slabosti posameznega hedge sklada. Zato bomo v tem poglavju na splošno opredelili prednosti in slabosti investiranja v hedge sklade.

4.1 Prednosti investiranja v hedge sklade

V predhodnem poglavju (poglavje 3) so bili predstavljeni učinki investiranja v hedge sklade. Več ali manj so bile skoraj vse strategije hedge skladov, razen strategije skladov trgi v razvoju in skladov kratkih pozicij, uspešnejše od tradicionalnih indeksov S&P 500 in MSCI World v opazovanem obdobju. Razvidno je tudi, da dosegajo v primerjavi s tradicionalnimi naložbami boljše razmerje med donosnostjo in tveganjem, še posebej v obdobju negativnih trendov trga vrednostnih papirjev. Še bolj kot za samostojno naložbo pa so hedge skladi primerni za razpršitev portfelja, saj zaradi nizke korelacije s tradicionalnimi naložbami povečajo donosnost portfelja ob manjšem tveganju. V nadaljevanju bomo predstavili še ostale prednosti.

4.1.1 Aktivno upravljanje sredstev

Managerji hedge skladov za dodajanje vrednosti upravljanega portfelja uporabljajo aktiven upravljavski pristop ter strategije investiranja na osnovi upravljavskih znanj ter izkušenj. Zavračajo tradicionalne paradigme investiranja, kot sta npr. hipoteza o učinkovitosti trga ter teorija sodobnega portfelja. Hipoteza o učinkovitosti trga pravi, da se cena vrednostnega papirja ves čas odziva javno dostopnim informacijam. Sodobna teorija portfelja pa odraža prepričanje o popolnih trgih in rezultatih sistematičnega pasivnega indeksiranja portfeljev. Managerji hedge skladov verjamejo, da trg ne vrednoti vseh sredstev pravilno, zato so vzpostavili posamezne strategije, za izkoriščanje neučinkovitosti trga. Poskušajo vzpostaviti komparativne prednosti s hitrejšim dostopom do virov informacij, ugodnejšimi tržnimi pogoji, boljšimi analizami tržnih priložnosti ter optimalno strukturo upravljanih portfeljev (Lhabitant 2002, 14).

4.1.2 Fleksibilna investicijska politika, dostop do modernih tehnik in trgov investiranja

Z namenom vzpostavitve večje verjetnosti nadpovprečnih donosov, upravljavci hedge skladov uporabljajo razširjeno paleto investicijskih stilov, vrst sredstev in investicijskih tehnik (Lhabitant 2002, 15). Naložbe hedge skladov običajno niso omejene na kakšno določeno obliko sredstev. Le nekatere oblike hedge skladov omejujejo svojo politiko investiranja na določeno skupino finančnih instrumentov (obrestne mere, valute, blago), drugi pa uživajo večjo svobodo (t.i. makro skladi). Mnogo hedge skladov svojega poslovanja ne usmerja le na en specifičen trg, temveč oblikujejo svojo naložbeno politiko glede na obstoječe priložnosti po svetu. Nekateri hedge skladi se svojim vlagateljem pogodbeno zavežejo, da bodo uporabljali le določeno naložbeno strategijo, drugi pa

uporabljajo tisto strategijo, ki se jim zdi v določenem trenutku najbolj uporabna. Hedge skladi, v odvisnosti od strategij, običajno kombinirajo dolge in kratke pozicije v vrednostnih papirjih, imajo zelo koncentrirane naložbe le v določenih vrednostnih papirjih, raje kot razpršene. Poleg tega si izposojajo finančna sredstva z namenom uporabe finančnega vzvoda, investirajo v nelikvidna sredstva, trgujejo z derivati in svoj portfelj dopolnijo tudi z vrednostnimi papirji, ki ne kotirajo na borzah.

4.1.3 Nadpovprečna uspešnost

Kot je razvidno iz tabele 6, ki prikazuje donosnost in tveganje, merjeno s standardnim odklonom, posameznih strategij hedge skladov, lahko opazimo, da so skorajda vse strategije ob upoštevanju posameznega tveganja, uspešnejše od primerjanih indeksov S&P 500 in MSCI World v 12 letnem obdobju. Še bolj kot samostojna oblika investicije so primerni v kombinaciji z delnicami in obveznicami, saj zaradi nizke korelacije s tradicionalnimi oblikami naložb povečujejo donosnost portfelja pri manjšem tveganju.

4.1.4 Praviloma zelo usposobljeni upravljavci

Skorajda vsak hedge sklad je načeloma v večini primerov ustanovljen, organiziran in upravljan s pomočjo finančnih svetovalcev. Upravljavci hedge skladov so bili predhodno zaposleni kot borzni posredniki, analitiki vrednostnih papirjev, upravljavci premoženja ali investicijskih skladov. Le ti so predčasno zaključili z zaposlitvijo v bankah, borzno-posredniških hišah ali drugih finančnih institucijah, z namenom ustanovitve lastnega hedge sklada, kjer bi lahko uporabili predhodno pridobljene izkušnje (Donaldson 2003, 52). Zaradi kompleksnosti strategij investiranja je panoga primerna predvsem za nadpovprečno sposobne in izkušene upravljavce, saj uspešnost poslovanja skladov temelji poleg tržnih razmer predvsem na sposobnostih upravljavca.

4.2 Slabosti investiranja v hedge sklade

Poleg prej opisanih prednosti investiranja v hedge sklade so tudi slabosti. Ključno skrb investitorjem hedge skladov predstavlja tveganje, ki je zaradi zaznanega pomanjkanja poznavanja poslovanja posameznega hedge sklada s strani investorjev, ter slabe dostopnosti informacij še toliko večje.

4.2.1 Pomanjkanje poznavanja poslovanja hedge skladov s strani investorjev in slaba preglednost

Zaradi še razvijajoče se panoge hedge skladov ter neobveznega razkritja rezultatov poslovanja, so podatki o karakteristikah učinkovitosti posameznega sklada, pridobljeni v posameznem hedge skladu v precejšnji meri popačeni. Mnogo hedge skladov razkrije podatke poslovanja z namenom pridobitve novih investorjev ter ugoditvi obstoječim investitorjem. Podatke posredujejo podjetjem z bazami podatkov ter svetovalcem hedge skladov, ki so potem proti plačilu dostopni kvalificiranim vlagateljem. Zaradi velikih

stroškov pridobitve podatkov različnih kazalcev hedge skladov, se investitorji prvotno odločajo za investicijo v posamezen hedge sklad na osnovi mesečno osveženih kazalcev uspešnosti, izračunanih iz predhodno omenjenih baz podatkov, ki so prosto dostopni na spletnih straneh. Kljub temu, da posamezen hedge sklad ne uporablja le ene strategije in tehnike investiranja, pa podjetja, ki oskrbujejo obstoječe in potencialne investitorje z bazami podatkov hedge skladov, preračunavajo agregatne indekse posameznih strategij hedge skladov iz pod-indeksov, kar pa ni najboljši pokazatelj realnega stanja (Kat in Brooks 2001).

4.2.2 Omejen vstop in izstop iz hedge skladov

Zaradi administrativnih razlogov in pravnih predpisov v nekaterih državah so pri hedge skladih zelo običajne visoke stopnje minimalnih investicij. Investment Company Act iz leta 1940 zahteva, da ima ameriška komanditna družba manj kot 100 investitorjev. Ta zakon menedžerje ameriških hedge skladov prisili, da sprejemajo le zelo velike naložbe. Zaradi tega in podobnih razlogov je postal standard, da je najnižji možni znesek, ki ga je mogoče investirati v hedge sklad 250.000 USD, mnogi skladi pa zahtevajo še bistveno višjo investicijo (Klipšteter 1999, 29).

Večina hedge skladov v prospektu predpisuje od pol do pet letno minimalno obdobje investiranja, ki investitorju preprečuje predčasen izstop iz sklada. Od enega do treh mesecev pred iztekom tega obdobja, mora investitor najaviti namero o morebitnem izstopu iz hedge sklada (Kat in Palaro 2005b).

4.2.3 Provizije in drugi stroški

Hedge skladi so pri oblikovanju različnih vrst provizij nenadzorovani s strani institucionalnih regulatorjev, zato zaračunavajo investitorjem veliko višje, različne ter bolj zapletene provizije kot tradicionalni vzajemni skladi. V nadaljevanju bomo opisali podrobneje posamezne vrste provizij hedge skladov.

Najbolj običajna oblika provizije je upravljavška provizija, ki predstavlja od 1% do 2% čistih sredstev sklada letno. Poleg te provizije se največkrat pojavlja tudi provizija na uspešnost sklada, ki ponavadi predstavlja 20% letne čiste donosnosti sklada. Provizije, ki se zaračunavajo le pri določenih upravljavcih hedge skladov pa so še: izstopna provizija, »Hurdle Rate«, »High-Water Mark« in »Lookback«. Izstopna provizija, ki predstavlja določen odstotek prodajne vrednosti enote sklada, se zaračuna investitorju v primeru predčasnega izstopa iz hedge sklada. »Hurdle Rate« predstavlja mejno vrednost letne čiste donosnosti (npr. 6%), pri kateri so upravljavci sklada že upravičeni do zaračunavanja provizije na uspešnost sklada. »High-Water Mark« predstavlja kompleksno obliko provizije hedge skladov, ki se zaračunava le v primeru, da sedanja čista vrednost sklada preseže predhodne najvišje čiste vrednosti sklada. »Lookback« zopet označuje kompleksno obliko provizije hedge skladov, ki je v panogi hedge skladov redkokdaj prisotna. Upravljavci hedge skladov investitorju vrnejo predčasno zaračunano 20% provizijo na letno čisto donosnost sklada, v primeru da v kratkem obdobju, največ treh mesecev, izguba močno zmanjša čisto donosnost sklada (McCrary 2002, 13).

4.2.4 Tvegano poslovanje hedge skladov

Zaradi stalnega razvoja kompleksnih finančnih instrumentov, ki so v uporabi v panogi hedge skladov, se pojavljajo težave pri vzpostavitvi standardnega in točnega sistema evaluacije finančnih instrumentov.

Večino finančnih polomov v bližnji preteklosti hedge skladov je povezanih s prekomerno uporabo finančnega vzvoda oz. natančneje neprimerno uporabo finančnega vzvoda (za primer lahko vzamemo LTCM sklad oz. Long Term Capital Management) (Ineichen 2003, 151). Po mnenju Bevčeve (2003, 43) predstavljata nadaljnji problem tveganosti poslovanja zahtevna uporaba izvedenih finančnih instrumentov in nekonsistentna ter časovno neuskladjena uporaba nekrute prodaje. Določene strategije hedge skladov namreč sploh ne uporabljajo tehnik varovanja pred tveganjem ali pa jih uporabljajo predvsem v špekulativne namene. Podobno kot uporaba finančnega vzvoda lahko tudi to povzroči stečaj skladov.

4.2.5 Poslovanje hedge skladov se ne ujema s politiko in strategijo hedge skladov

Managerji hedge skladov včasih iz lastnih vzgibov ter potrebe po izkoriščanju neučinkovitosti trga prezrejo v prospektu hedga sklada definirano politiko in strategije poslovanja hedge sklada, kar se odraža v spremenjenih karakteristikah donosnosti in tveganja. Zaradi pogostega prikrivanja podatkov in pomanjkljive transparentnosti hedge skladov, investitorji zaznajo spremembe v poslovanju hedge skladov le posredno preko objavljenih podatkov o donosnosti na spletnih straneh podjetij, ki tržijo posamezne hedge sklade. Nadaljnji pogoj, ki še poslabša stanje preglednosti in zakasni z razkritjem sprememb poslovanja hedge skladov, je mesečno osveževanje podatkov posameznih karakteristik hedge skladov (Kat in Palaro 2005b, 6).

4.2.6 Pomanjkljiv institucionalni nadzor

Agencija za trg vrednostnih papirjev (SEC) v ZDA nima pooblastil za nadzor svetovalcev hedge skladov ter primerne sistema za ocenjevanje vpliva različnih strategij hedge skladov na finančni trg. Skrbi jim dela tudi pomanjkljivost primernega merilnega mehanizma, ki bi zagotovil investitorjem ažurno in popolno podatkovno podlago. SEC lahko pristopi k reševanju problema prevare in neprimerne upravljanja hedge sklada šele za tem, ko je obveščena s strani tretje osebe (npr. investitorja), najpogosteje pa v primeru velikih izgub, kar pa je za investitorja ter njegovo premoženje v večini primerov prepozno. Težava s katero se srečujejo pri SEC-u govori tudi o neprimernosti in neuporabnosti določenih podatkov, ki so posredovani investitorjem s strani svetovalcev in upraviteljev hedge skladov. Poleg prej omenjenih pomanjkljivosti je sledeča zelo pomembna za investitorja, saj se nanaša na pravilnost izračuna vrednosti sredstev hedge sklada, saj le ta ni revidirana s strani revizorskih služb (Donaldson 2003, 1).

5 TEHNIKE INVESTIRANJA

Ohlapnejša zakonska ureditev in manjši nadzor hedge skladom omogočata 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, bomo v nadaljevanju razložili tiste, ki so najpogosteje uporabljene, in sicer: transakcije z marginalnim računom, izvedeni finančni instrumenti, finančni vzvod, varovanje pred tveganjem in arbitražo.

5.1 Denarne transakcije

Navadna, denarna transakcija (ang. Cash Account Transactions), najpogosteje uporabljena tehnika investiranja pri tradicionalnih vzajemnih skladih temelji na preprostem načelu nakupa vrednostnega papirja po nižji ceni in upanju poznejše prodaje istega vrednostnega papirja po višji ceni (Lhabitant 2002, 61).

5.2 Transakcije z marginalnim računom

Splošno manj običajne, vendar pri hedge skladih pogosto uporabljene transakcije z marginalnim računom (ang. Margin Account Transactions), pa pomenijo nakup ali prodajo vrednostnih papirjev sposojenih od drugih finančnih posrednikov. Medtem ko v konvencionalni transakciji sodelujeta le kupec in prodajalec, pa v transakciji z marginalnim računom obstaja tudi tretji člen, in sicer ponudnik vrednostnega papirja v najem. Obstajata dve vrsti transakcij z marginalnim računom: nakup z marginalnim računom (ang. Buying on Margin) in nekrita prodaja (ang. Selling Short) (Lhabitant 2002, 61).

5.2.1 Nakup z marginalnim računom

Maržni nakup (Lhabitant 2002, 62) se izvrši tedaj, ko želi upravljavec hedge sklada kupiti vrednostni papir, za katerega se pričakuje porast cene v prihodnosti, vendar nima denarnih sredstev za nakup. Sledi izposoja denarja pri finančnem posredniku, ki za garancijo, da bo najemjemalec vrnil posojilo s pripadajočimi obrestmi zahteva poroštvo. Upravljavec hedge sklada z izposojenimi denarnimi sredstvi kupi željen vrednostni papir. Ob prodaji vrednostnega papirja, če je takrat vrednost naložbe s plačanimi obrestmi višja kot ob nakupu, realizira hedge sklad dobiček. Obstajata dva razloga zakaj se hedge skladi odločajo za tehniko nakupa z marginalnim računom:

- Omogoča upravljanje z večjim številom delnic, kar pripelje do efekta finančnega vzvoda, ki ga bomo obravnavali pozneje.
- Relativno preprosta in cenejša (nižja obrestna mera posojil kot pri drugih tipih posojil) pot do kratkoročne oblike financiranja s fleksibilnimi pogoji odplačevanja.

5.2.2 Nekrita prodaja

Nekrita prodaja (ang. Selling Short) je zrcalna funkcija nakupa z marginalnim računom. Pri nekriti prodaji gre najpogosteje za prodajo vrednostnih papirjev izposojenih od pomembnejših borzno posredniških družb, bank ali institucionalnih investitorjev, kot so vzajemni in pokojninski skladi (proti določenemu jamstvu), za katere upravljavec sklada predvideva padec njihove cene v prihodnosti. Upravljavec realizira donos, ko cene vrednostnih papirjev na trgu padejo in se tržne razmere približajo ravnotežnim. Takrat kupi izposojeno količino vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu, jih vrne in realizira donos, ki je enak razliki med prvotno prodajno ter trenutno nakupno ceno⁸ (Donaldson 2003, 39). Zaradi boljše predstave bomo še natančneje opisali postopek nekrite prodaje.

Postopek nekrite prodaje se začne s pologom gotovine (ali vrednostnega papirja) na marginalni račun. Gotovina na marginalnem računu je jamstvo za izposojeno želena vrednostnega papirja. Borzni posrednik organizira izposojeno vrednostnega papirja ter nadaljnjo prodajo le tega. Denarna sredstva, od prodaje izposojenega vrednostnega papirja, se deponirajo na posebnem računu borznega posrednika, ki pa se potem uporabijo za izplačilo provizije izposojevalcu vrednostnega papirja, za provizijo borznega posrednika, ki je organiziral transakcijo, preostanek pa pripada iniciatorju nekrite prodaje. V primeru, da cena vrednostnemu papirju pade in se približa pričakovani, upravljavec sklada sproži postopek nakupa vrednostnega papirja na sekundarnem trgu ter vračilo le tega izposojevalcu. Če pa so razmere na trgu neugodne in cena vrednostnemu papirju poraste, pa mora iniciator nekrite prodaje na poziv borznega posrednika vložiti na marginalni račun dodatna denarna sredstva, ki so namenjena trenutnemu kritju padca cene vrednostnega papirja (Jaeger 2003, 141).

Nekrita prodaja (Recelj 2004, 12), katere rezultat so kratke pozicije, navadno služi kot zavarovana 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 (ang. Trading Technique), in sicer pri izkoriščanju investicijskih priložnosti, ki nastanejo zaradi kratkoročne neučinkovitosti finančnih trgov, katere posledica so neravnotežne cene.

O višini uporabe nekrite prodaje kot investicijske tehnike obstajajo skoraj v vseh državah, kjer je dovoljeno poslovanje in trženje hedge skladov, posebna zakonska določila. V državah v razvoju z relativno manj stabilnim trgom kapitala je uporaba nekrite prodaje v celoti prepovedana, drugod pa vsaj omejena⁹ (Hedges IV 2005, 141).

5.3 Izvedeni finančni instrumenti

Hedge skladi investirajo v izvedene finančne instrumente (ang. Derivatives), najpogosteje opcije in termenske pogodbe, ki so v prosti prodaji ali kotirajo na borzi. Vrednost izvedenih finančnih instrumentov je vezana na določen vrednostni papir ali indeks. Izvedeni finančni instrumenti so pogodbe o pogojih nakupa oziroma prodaje osnovne naložbe v prihodnosti.

⁸ V kalkulacijo so vključene še odbitne provizije borznih posrednikov ter provizije za izposojeno vrednostnih papirjev.

⁹ Npr. v Koreji, Taivanu, Indiji, Maleziji, Indoneziji je zakonsko prepovedana uporaba nekrite prodaje, medtem pa je npr. na Tajskem ter na Japonskem delno omejena.

Tako omogočajo špekulacijo na prihodnja gibanja finančnih trgov, po drugi strani pa je mogoče s kombinacijo vrednostnih papirjev in izvedenih finančnih instrumentov izoblikovati tak portfelj, ki je poljubno izpostavljen tržnemu tveganju ali celo tržno nevtralen (Hull 2000, 22).

5.3.1 Standardizirane terminske pogodbe »Futures«

Standardizirana terminska pogodba je zakonsko obvezujoč dogovor o nakupu ali prodaji standardizirane vrednosti finančnega instrumenta na točno določen dan in po ceni, za katero sta se stranki dogovorili na uradnem tržišču oz. borzi. Značilnost standardiziranih terminskih pogodb je vrednotenje pozicij ob koncu vsakega dne. Tveganje neizpolnitve pogodbe je zaradi varnostnega mehanizma, vplačila začetnega kritja v višini določenega deleža vrednosti pogodbe, ki preprečuje odstop od pogodbe, zelo majhno. Tako pogodbo lahko predčasno prekinemo tako, da jo prodamo, težava je le v povpraševanju le teh (Zbašnik 2001, 129).

5.3.2 Nestandardizirane terminske pogodbe »Forwards«

Nestandardizirana terminska pogodba je finančna pogodba za današnji nakup ali prodajo vrednostnega papirja po dogovorjeni ceni in z rokom izvršitve daljšim od dveh delovnih dni. Ker ni potrebne standardizacije, trgovanje preko organiziranih trgov oz. borz ni mogoče. Torej gre za privatne, največkrat za medbančne posle neorganiziranega trga OTC. Večina nestandardiziranih terminskih pogodb zahteva fizično dostavo vrednostnih papirjev, lahko pa se stranki dogovorita, da bosta ob zapadlosti poravnali le denarno razliko med pogodbeno ceno ter ceno ob zapadlosti (Zbašnik 1999, 143).

5.3.3 Opcije

Opcija, ki jo definira Veselinovič (1998, 72), na določen osnovni instrument oziroma obliko je pravica ne pa obveznost kupiti – to je nakupna opcija (ang. Call Option), oziroma prodati – to je prodajna opcija (ang. Put Option) osnovni instrument oz. obliko po vnaprej določeni ceni na določen dan v prihodnosti (evropska različica), v določenem obdobju v prihodnosti (ameriška različica). Prodajalec opcije je dolžan na zahtevo kupca opraviti ali izvršiti nakup ali prodajo osnovnega instrumenta, na katerega se glasi opcija, pod pogoji, ki so določeni v opcijski pogodbi. Za to svojo obveznost dobi premijo, ki mu jo plača kupec opcije, ne glede na to, ali bo pravico iz opcije izkoristil ali ne oziroma ali bo opcija unovčena ali ne. Premije so različne, odvisne od mnogih parametrov, kot so: pozicija izvršilne cene opcije glede na ceno osnovnega instrumenta, volatilitnosti osnovnega instrumenta, obrestne mere ter obdobja do zapadlosti opcije. Za prodajalca opcije je torej obveznost iz opcije neodložljiva, če to zahteva kupec. Za slednjega pa opcija pomeni možnost izbire, ali nekaj izvršiti – to pomeni prodati ali kupiti ali ne izkoristiti pravice iz opcije.

5.4 Finančni vzvod

Finančni vzvod je pomembna komponenta mnogih strategij hedge skladov. Finančni vzvod lahko v splošnem definiramo kot potencial za povečevanje vrednosti naložbe ali donosa brez povečevanja sredstev investiranja. Včasih sta se za vzpostavitev finančnega vzvoda uporabljali tehniki nakupa z marginalnim računom ali nekrите prodaje, sedaj pa so v pretežni meri vir finančnega vzvoda standardizirane terminske pogodbe, opcije in drugi izvedeni finančni instrumenti. Uporaba finančnega vzvoda lahko deluje na donosnost naložbe v obe smeri, saj jo lahko v neugodnih tržnih razmerah močno zmanjšuje ob ugodnih tržnih razmerah pa močno povečuje (Donaldson 2003, 37).

Finančni vzvod (Lhabitant 2002,73) ima različne oblike, in sicer:

- Izposoja tujih virov sredstev z namenom povečanja investicije ter uporaba nekrите prodaje.
- Izposoja tujih virov sredstev z odprtjem marginalnega računa pri borzno posredniških družbah ter nakup dodatne količine določenih vrednostnih papirjev.
- Uporaba finančnih instrumentov (repo posli, standardizirane in nestandardizirane terminske pogodbe ter drugi izvedeni finančni instrumenti).

Večino hedge skladov uporablja finančni vzvod kot del njihovih investicijskih tehnik, vendar je količina finančnega vzvoda glede na čisto vrednot sklada relativno majhna. Glede na raziskavo uporabe finančnega vzvoda v hedge skladih, ki jo je opravilo podjetje Van Hedge Fund Advisors, 30% hedge skladov ne uporablja finančnega vzvoda, 54% hedge skladov pa je imelo razmerje med celotnim investiranim kapitalom in čisto vrednostjo premoženja sklada enako ali manjše 2:1. Za strategije relativne vrednosti je finančni vzvod brezpogojen, saj recimo strategija arbitraže s finančnimi instrumenti stalnega donosa uporablja finančni vzvod v višini 20-40:1, medtem ko velja na primer finančni vzvod pri strategijah dolgih/kratkih pozicij v višini 3:1 že za nadpovprečno visokega. Nadzor višine vzvoda je smiseln le v primerjavi z volatilitnostjo posamezne naložbe hedge sklada in z občutljivostjo hedge skladov na ekstremne dogodke. Nižje kot je tveganje celotnega portfelja, višji je lahko finančni vzvod in obratno (McCrary 2002, 115).

5.5 Varovanje pred tveganjem

Tveganja, katerim so izpostavljeni hedge skladi so: tveganje spremembe obrestne mere, valutno, tržno, kreditno tveganje, itd. Pred tržnimi in ostalimi tveganji se lahko hedge skladi učinkovito zavarujejo s kombinacijo nekrите prodaje, uporabe finančnega vzvoda in izvedenih finančnih instrumentov. Osnovna tehnika zavarovanja naložbe pred izgubo vrednosti je uporaba dolge, t.i. primarne pozicije in kratke pozicije vrednostnih papirjev z visoko stopnjo medsebojne korelacije. Zavarovanje je način, s katerim lahko upravljavec celo izniči vplive sprememb v tržnih pogojih na vrednost premoženja sklada.

Medtem ko so prvotni hedge skladi uporabljali tehnike varovanja izključno kot zaščito pred izpostavljenostjo tržnemu in drugim oblikam tveganj, obstajajo danes tudi skladi, katerih strategije investiranja temeljijo na predvidevanju in izkoriščanju tržnih gibanj v prihodnosti (usmeritveni skladi). Upravljavci lahko s pomočjo kombinacije naložbenih tehnik oblikujejo tak portfelj naložb, da je le ta načrtno izpostavljen določeni stopnji

tržnega tveganja, pri čemer gre za ciljno izpostavljenost tržnemu tveganju zaradi predvidevanj o bodočem gibanju tržnih indeksov (Nicholas 1999, 65).

5.6 Arbitraža

Arbitraža pomeni simultani nakup in prodajo določene naložbe na različnih trgih. Arbitražnik ustvari zaslužek na osnovi razlike v nakupni in prodajni ceni istega finančnega instrumenta na različnih trgih. Posledica arbitraže je izničenje cenovnih disparitet in vzpostavitev ravnovesja.

Pri hedge skladih se uporablja arbitraža za izkoriščanje ocenjenih nesorazmernosti cen dveh finančnih instrumentov s podobnimi značilnostmi. Ko upravljavec s pomočjo analiz odkrije cenovno nesorazmerje dveh »povezanih« naložb, lahko z določeno kombinacijo nasprotnih si naložb (uporaba dolge in kratke pozicije) izniči tržno komponento in tako ne glede na dogajanje na trgu realizira dobiček. Ker pa so odstopanja od cenovnih ravnotežij finančnih instrumentov izredno majhna, se ta tehnika uporablja izključno skupaj z naložbeno tehniko finančnega vzvoda (Nicholas 1999, 90).

6 STRATEGIJE INVESTIRANJA

Upravljalci hedge skladov uporabljajo različne naložbene strategije z namenom realizacije privlačnih donosov naložb. Kategorizacija strategij hedge skladov koristi investitorju, da na grobo presodi tveganost posameznega hedge sklada in se opredeli za primerne sklade, ki jih v naslednjih postopkih odločanja umesti v lasten portfelj naložb. Razlike med hedge skladi istih kategorij nastajajo zaradi istočasne prisotnosti različnih strategij investiranja. Kljub temu, pa se lahko opiramo na temeljne faktorje tveganja (donosnost delnic, obrestna mera, volatilitnost), ki razložijo nastale razlike med donosnostmi različnih strategij hedge skladov (McCrary 2002, 33).

Osnovni razliki med hedge skladi ter vzajemnimi skladi sta heterogenost in dejstvo, da so hedge skladi manj nadzorovani. Iz tega sledi, da je kategorizacija hedge skladov težavna, segmentacija pa subjektivna, neskladna in nepopolna (Ineichen 2003, 181).

Kljub razlikam klasifikacij hedge skladov, pa večina avtorjev priznava tri osnovne kategorije hedge skladov, in sicer strategije relativne vrednosti (ang. Relative Value Strategies), z dogodkom pogojene strategije (ang. Event Driven Strategies) in strategije dolgih/kratkih pozicij (ang. Long/Short Strategies). Pogosto priznavajo tudi četrto kategorijo s preostalimi strategijami, vendar je njeno poimenovanje neenotno, saj jo nekateri avtorji opredeljujejo kot usmeritvena, drugi pa kot oportunistična. V diplomskem delu bomo predstavili klasifikacijo strategij hedge skladov s štirimi kategorijami (Lhabitant 2002, 60).

6.1 Strategije dolgih/kratkih pozicij

Tržne strategije dolgih/kratkih pozicij v splošnem niso tržno nevtralne, saj imajo lahko dolgo in kratko pozicijo vrednostnih papirjev hkrati, lahko pa se konstitucija portfelja spreminja iz dolge pozicije na kratko in obratno. Hedge skladi, ki uporabljajo strategije dolgih/kratkih pozicij, so lahko v veliki meri izpostavljeni posameznim sektorjem ali celo posameznim gospodarskim družbam. Hedge skladi, po navedbi McCrarya (2002, 34), dolgih/kratkih pozicij¹⁰ upravljajo z več kot tretjino vseh sredstev hedge skladov. Nekatere strategije dolgih/kratkih pozicij vložijo veliko napora v nakup in nekrito prodajo pravilno izbranih delnic, medtem ko so druge strategije dolgih/kratkih pozicij osredotočene na trend posameznega trga in prosto prehajajo iz dolge na kratko pozicijo in obratno. Najbolj tipično pa upravljalci hedge skladov dolgih/kratkih pozicij preložijo tržno izpostavljenost na računalniški program, ki sam na osnovi tržnega trenda izbira primerne delnice. Zaradi pomanjkanja konsistentnosti posameznih klasifikacij strategij hedge skladov ter nepravilnih zajemanj in interpretiranj podatkov je težko pridobiti dosledne podatke o uspešnosti strategij dolgih/kratkih pozicij. Zaradi tega je potrebno v primeru morebitnega investiranja v določen hedge sklad pregledati podatke o posameznem hedge skladu dolgih/kratkih pozicij.

Za lažje razumevanje strategij dolgih/kratkih pozicij bomo v nadaljevanju predstavili primer uporabe strategije z opisom posameznih korakov.

¹⁰ Po podatkih Ineichena (2003, 43) zajemajo hedge skladi dolgih/kratkih pozicij 45% delež sredstev hedge skladov.

Hedge sklad hipotetično razpolaga z 1000 USD začetnega lastniškega kapitala, ki ga želi investirati v po mnenju upravljavcev podcenjeno delnico A ter precenjeno delnico B, zato kupi za 900 USD delnic A, nekrito proda za 900 USD delnic B, ki si jih sposodi po posredovanju borznega posrednika od finančne institucije. Kot jamstvo mora vezati 900 USD pri izposojevalcu delnice B (0,5% mesečna obrestna mera) ter mu konec obdobja plačati 1% provizijo. Pri borznem posredniku mora vezati 10% likvidnostnega vložka kot zaščito pred potencialno izgubo z nekrito prodajo (0,5% mesečna obrestna mera).

Strategija dolge/kratke pozicije avtomatično vključuje izkoriščanje finančnega vzvoda, saj je na koncu nastalo iz 1000 USD začetnega vložka 2800 USD vredna naložba (900 USD delnic A, 900 USD delnic B, 900 USD jamstva pri izposojevalcu delnice B in 100 USD likvidnostnega vložka pri borznem posredniku).

Pomembna prednost strategije dolgih/kratkih pozicij je v tem, da se lahko upravljavec delno zmoti pri izbiri precenjenih in podcenjenih vrednostnih papirjev, portfelj pa bo kljub temu profitabilen. Pomembno je le to, da ustvari z dolgo pozicijo višji dobiček kot znaša izguba iz nekrите prodaje.

V primeru, da je obdobje investiranja 1 mesec, in če cena delnice A naraste iz 10 USD na 11 USD in konec meseca vključuje tudi dividendo v vrednosti 1 USD. Cena delnice B pa naraste iz 10 USD na 10,25 USD in na koncu meseca vključuje tudi 0,25 USD dividendo.

TABELA 7: DOBIČEK PORTFELJA V PRIMERU RASTI CEN DELNICE A IN DELNICE B

	Sprememba (v %)	Dobiček/izguba (v USD)
Nakup delnice A (+ dividenda)	20	180,00
Nekrita prodaja delnice B(+ dividenda)	5	- 45,00
Obresti iz jamstva	0,5	4,50
Obresti na likvidnostni vložek	0,5	0,50
Provizija na izposojlo delnic	0,1	- 0,90
Celotni dobiček		139,10

Prirejeno po Lhabitantu (2002, 79).

V tem primeru je mesečna donosnost portfelja dolge in kratke pozicije delnic 13,91%, kar je še vedno več kot bi dosegli samo z dolgimi pozicijami, saj bi donosnost znašala 12,5%.

V drugi različici, ki bo prikazana v tabeli 8, je obdobje investiranja isto, 1 mesec, prav tako je tudi mesečna donosnost delnice A (dividenda na koncu meseca 1 USD) 20%, spremeni se le cena delnice B, saj pade iz 10 USD na 9,5 USD.

Mesečna donosnost strategije se tako iz 13,91% (prva različica) poveča na 22,91% (druga različica). V primeru enakovrednih naložb A in B dolgih pozicij (450 USD v vsaki naložbi) pa bi znašala mesečna donosnost le 7,5%.

TABELA 8: DOBIČEK PORTFELJA V PRIMERU RASTI CENE DELNICE A IN PADCA CENE DELNICE B

	Sprememba (v %)	Dobiček/izguba (v USD)
Nakup delnice A (+ dividenda)	20	180,00
Nekrita prodaja delnice B(+ dividenda)	-5	45,00
Obresti iz jamstva	0,5	4,50
Obresti na likvidnostni vložek	0,5	0,50
Provizija na izposojlo delnic	0,1	- 0,90
Celotni dobiček		229,10

Prirejeno po Lhabitantu (2002, 80).

Tveganja in slabosti strategij dolgih/kratkih pozicij so:

- povečani stroški, ki nastanejo z vzpostavitvijo efekta finančnega vzvoda,
- vrednosti dolgih in kratkih pozicij se hitro spreminjajo, kar zahteva prerazporeditev naložb, da se izognemo večjemu padcu likvidnostnega vložka,
- v splošnem so strategije dolgih/kratkih pozicij v bikovskem trendu slabše donosne od delniškega trga, saj je donosnost kratke pozicije v tem obdobju negativna,
- nekrita prodaja se lahko izvrši le v primeru, če je zadnja tržna cena delnice višja od predhodne tržne cene. Slednje predstavlja v medvedjem trendu znatno zamudo pri izvršitvi posla nekrite prodaje, ter s tem posledično nižjo donosnost (Lhabitant 2002, 80).

Različico strategije dolgih/kratkih pozicij predstavlja tržno nevtralna strategija, katere namen je vzpostaviti ravnovesje dolgih in kratkih pozicij vrednostnih papirjev, kar se odraža v ničelni oz. majhni koreliranosti s tradicionalnimi indeksi (korelacijski koeficient med 0,1 in 0,4) in posledično neodvisnosti od tržnih nihanj. Hedge sklad je lahko nevtralen oziraje se na specifično valutno razmerje, delniški indeks ali različne oblike obrestnih mer. S povečevanjem nevtralnih pozicij v portfelju se posledično zmanjšujejo priložnosti za dodajanje vrednosti sredstev hedge sklada. Donosnost tržno nevtralne strategije je malo nad donosnostjo ameriških zakladnih menic, vendar z mnogo manjšim tveganjem oziraje na pozicije brez zavarovanja premoženja in zelo nizko korelacijo z delniškim trgom. Mnogi upravljavci hedge skladov strategij dolgih/kratkih pozicij uporabljajo efekt finančnega vzvoda, ki poveča donosnost sredstev sklada (Lhabitant 2002, 82). Glavna slabost tržno nevtralne strategije oziraje do drugih strategij dolgih/kratkih pozicij je potreba po povečanem številu transakcij za vzpostavitev nevtralne pozicije. Transakcije predstavljajo velik strošek in imajo neželene posledice s strani davčnega vidika.

Tipičen primer kategorije tržno nevtralnih strategij so strategije dveh pozicij, kombinacije dolge in kratke pozicije delnic iste gospodarske družbe ali istega sektorja (Ineichen 2003, 237).

6.2 Strategije relativne vrednosti (arbitražne strategije)

Strategije relativne vrednosti oziroma arbitražne strategije izkoriščajo kratkoročna nesorazmerja na kapitalskih trgih, katerih posledica so relativna cenovna nesorazmerja med finančnimi instrumenti z visoko stopnjo medsebojne povezanosti oz. korelacije. Z vzpostavitvijo tržnega ravnotežja, ko se relativno cenovno nesorazmerje ali razpon¹¹ povrne na ravnotežno raven, se realizirajo dobički, hkrati pa izgine tudi priložnost izkoriščanja cenovnih nesorazmerij visoko koreliranih vrednostnih papirjev (Lhabitant 2002, 83).

Pri strategijah relativne vrednosti oz. arbitražnih strategijah so pomembni faktorji, ki vplivajo na uspešno izkoriščanje cenovnih disparitet med visoko koreliranimi vrednostnimi papirji, primerna programska oprema za merjenje in nadzor različnih tveganj, likvidnostno tveganje, pravočasnost izvršitve transakcij ter nadzor stroškov transakcij (Eichengreen in drugi 1998, 45).

Med strategije relativne vrednosti oz. arbitražne strategije spadata: arbitraža s finančnimi instrumenti stalnega donosa (ang. Fixed Income Arbitrage) ter arbitraža z zamenljivimi finančnimi instrumenti (ang. Convertible Arbitrage), za kateri sta značilni nizka do srednja korelacija z delniškim trgom ter nizka volatilitnost, kar je razvidno iz tabele 9.

TABELA 9: LASTNOSTI STRATEGIJ RELATIVNE VREDNOSTI

Naložbene strategije	Donosnost	Tveganje ^a	Korelacija z delniškim trgom	Finančni vzvod
Arbitraža z zamenljivimi finančnimi instrumenti	srednja	nizko	srednja	visok
Arbitraža s finančnimi instrumenti stalnega donosa	nizka	nizko	nizka	visok

Opombe: ^a merjeno s standardnim odklonom donosnosti sredstev sklada.

Prirejeno po Ineichenu (2003, 200).

6.2.1 Arbitraža s finančnimi instrumenti stalnega donosa

Upravljalci hedge skladov, s strategijo arbitraže finančnih instrumentov stalnega donosa, poskušajo vzpostaviti dolgo in kratko pozicijo v obveznicah in drugih, od obrestne mere odvisnih vrednostnih papirjih. V splošnem poskušajo upravljalci slediti tej strategiji, tako da identificirajo cenovno disparitetne vrednostne papirje, ki so si medsebojno podobni v kuponski stopnji ter dospelosti (Hedges IV 2005, 122).

¹¹ Obveznice gospodarskih družb, s primerljivo kuponsko stopnjo in dospelostjo, imajo zaradi večjega kreditnega tveganja kot državne obveznice višjo donosnost. Donosnost podjetniških obveznic se navaja kot razpon med njihovo donosnostjo ter donosnostjo državnih obveznic. Razpon se meri v bazičnih točkah (Nicholas 1999, 93).

Za primer lahko vzamemo na novo emitirano zelo likvidno 10 letno državno obveznico, katere tržna cena je malenkostno višja od predhodno emitirane, manj likvidne 10 letne državne obveznice. Upravljavec hedge sklada bo v tem primeru poskušal izkoristi relativno cenovno neravnovesje z nakupom manj likvidne 10 letne obveznice ter nekrito prodajo bolj likvidne 10 letne obveznice (Donaldson 2003, 36).

Strategija arbitraže finančnih instrumentov stalnega donosa je nizko tvegana strategija, v primerjavi z drugimi naložbenimi strategijami hedge skladov, hkrati pa tudi nizko donosna¹², oziraje na druge strategije hedge skladov. Zaradi majhnih relativnih cenovnih razlik med vrednostnimi papirji podobnih kuponskih stopenj ter dospelosti, so upravljavci za povečanje donosnosti sredstev hedge sklada prisiljeni uporabljati finančni vzvod¹³ v višini 30:1 ali več (McCrary 2002, 40).

Za slednjo strategijo je značilna nizka volatilitnost, kar predstavlja veliko verjetnost manjših dobičkov ter majhno verjetnost velikih izgub. Upravljavci hedge skladov, ki sledijo strategiji arbitraže finančnih instrumentov stalnega donosa, so uspešni v obdobju stagnirajočega trga vrednostnih papirjev ter neuspešni v hitro spreminjajočem se trgu (Fung in Hsieh 1999, 17).

Zaradi nizke koreliranosti z delniškimi indeksi (= 0,2) ter negativne korelacije z indeksi obveznic (= -0,3) je strategija primerna pri razpršitvi tveganja v tradicionalnih portfeljih vrednostnih papirjev (glej tabelo 5: Korelacija tradicionalnih indeksov s strategijami hedge skladov v bikovskem in medvedjem trendu).

Strategija arbitraže finančnih instrumentov stalnega donosa se po Lhabitantu (2002, 92) deli še na štiri podskupine, kjer bomo prvi dve podrobneje predstavili:

- arbitraža krivulje donosnosti (ang. Yield Curve Arbitrage),
- razpon donosnosti podjetniških in zakladnih obveznic (ang. Corporate versus Treasury Yield Spreads),
- razpon donosnosti državnih in zakladnih obveznic (ang. Municipal Bond versus Treasury Yield Spreads),
- gotovina/standardizirane terminske pogodbe (ang. Cash versus Futures).

Arbitraža krivulje donosnosti (ang. Yield Curve Arbitrage) pomeni vzpostavitev dolge in kratke pozicije na različnih točkah krivulje donosnosti (čas do dospelja obveznice v plačilo), kadar pričakujemo nenavadne vzorce krivulje donosnosti oz. deformiranost krivulje donosnosti. Za primer arbitraže krivulje donosnosti lahko ponazorimo situacijo na ameriškem trgu zakladnih obveznic v prvi polovici leta 2000, ko je država zaradi načrtovanega proračunskega presežka ter zmanjšanja javnega dolga, odkupila 30-letne zaklade obveznic ter tako omejila ponudbo le teh. Povpraševanje po 30-letnih zakladnih obveznicah je preseгло ponudbo, kar je povzročilo porast cene in padec donosnosti 30-letnih zakladnih obveznic pod donosnost 10-letnih zakladnih obveznic. Z nakupom podcenjene 10-letne zakladne obveznice ter nekrito prodajo precenjene 30-letne zakladne

¹² Povprečna letna donosnost strategije arbitraže finančnih instrumentov stalnega donosa v 12 letnem obdobju (1990-2001) je bila 8,58% (glej tabelo 6: Prikaz tveganosti strategij hedge skladov in primerjava z S&P 500 ter MSCI World indeksoma).

¹³ Long Term Capital Management (LTCM), hedge sklad strategije arbitraže finančnih instrumentov stalnega donosa, je doživel finančni zlom, v obdobju ruske finančne krize leta 1998 zaradi prekomerne in nekontrolirane uporabe efekta finančnega vzvoda (Ineichen 2003, 236).

obveznice smo realizirali dobiček. Po osmih mesecih se je izničila dispariteta cen zakladnih obveznic različnih ročnosti ter prešla v normalno stanje.

Razpon donosnosti podjetniških in zakladnih obveznic (ang. Corporate versus Treasury Yield Spreads) predstavlja razliko v donosnosti zakladnih in podjetniških obveznic z različno boniteto (dospelost obveznic je enaka). Razpon odraža predvsem kreditno tveganje podjetniške obveznice, vendar obstajajo tudi drugi dejavniki, kot na primer likvidnostno tveganje, za katere pa ni bilo nikoli ustreznega konsenza s strani vplivnih strokovnjakov. V primeru, da upravljavec hedge sklada predvideva povečanje razpona, bo vzpostavil dolgo pozicijo v zakladnih obveznicah ter kratko v podjetniških obveznicah, če pa predvideva zmanjšanje razpona pa bo nekrito prodal zakladne obveznice ter kupil podjetniške obveznice (Lhabitant 2002, 92).

6.2.2 Arbitraža z zamenljivimi finančnimi instrumenti

Arbitraža z zamenljivimi finančnimi instrumenti v osnovi temelji na vzpostavljeni dolgi poziciji v zamenljivi obveznici ali zamenljivi prednostni delnici ter kratki poziciji ustrezne navadne delnice, z namenom zmanjšanja tržnega tveganja opcije delniške komponente zamenljive obveznice. Zamenljive obveznice so standardne obveznice s fiksno stopnjo, ki jih izdajajo korporacije, imetniku pa nudijo možnost zamenjave za določeno število delnic izdajatelja. Zamenjava je možna do dospelosti zamenljive obveznice po pogojih navedenih ob izdaji. Zamenljiva obveznica ima karakteristike obveznice in navadne delnice, saj kot finančni instrument s fiksnim donosom ščiti vlagatelja pred padcem vrednosti, v primeru rasti cene navadne delnice pa omogoča naknadni dobiček. Vlagatelji bodo izvedli zamenjavo, če bo tržna cena delnice preseгла ceno zamenjave. Če se to ne zgodi, bodo obveznico prodali ali pa hranili do dospelosti in jo potem unovčili (Hedges IV 2005, 111). Upravljavec hedge sklada s strategijo arbitraže z zamenljivimi finančnimi instrumenti je izpostavljen trem tveganjem, in sicer tveganju rasti obrestne mere, kreditnemu tveganju podjetja, ki je izdalo zamenljivo obveznico ter tržnemu tveganju iz naslova opcije, ki omogoča imetniku zamenljive obveznice menjavo obveznice za določeno število delnic izdajatelja (Jaeger 2003, 259).

Za izničenje tržnega tveganja, se mora oblikovati portfelj nasprotnih si naložb, v katerem je razmerje med dolgo in kratko pozicijo delta nevtralno. Delta (δ), glavni parameter arbitraže z zamenljivimi finančnimi instrumenti, meri občutljivost zamenljive obveznice na spremembo cene delnice, ki jo ponazarja naslednja enačba (Lhabitant 2002, 87):

$$\delta = \frac{\text{sprememba cene zamenljive obveznice}}{\text{sprememba cene delnice} \times \text{koeficient zamenjave}}$$

Če povzamemo primer, ki ga je navedel Lhabitant (2002, 87), lahko razložimo pomen delte (δ). Če je $\delta = 0,52$ in koeficient zamenjave, zaradi poenostavitve enak 1 se v primeru zvišanja cene delnice za eno enoto, vrednost zamenljive obveznice poveča za 0,52 enote. Če nekrito prodamo 0,52 navadne delnice na enoto nakupa zamenljive obveznice vzpostavimo tržno nevtralen portfelj.

Strategija arbitraže z zamenljivimi finančnimi instrumenti je ena izmed najmanj tveganih naložbenih strategij hedge skladov¹⁴. Koreliranost strategije z delniškim trgom je srednja s trgom obveznic pa negativna¹⁵. Strategija bi utrpela največje izgube v primeru rastočih obrestnih mer (znižanje cene obveznice), rasti delniškega trga (izgube v primeru vzpostavljene kratke pozicije delnic), večanja kreditnega razpona (izguba na vrednosti obveznice) ter padca volatilitosti delniškega trga.

6.3 Z dogodkom pogojene strategije

Upravljavci z dogodkom pogojenih strategij hedge skladov se na osnovi analiz in drugih tehnik izbire vrednostnih papirjev osredotočijo na podjetja, ki so ali bodo predmet prestrukturiranja, prevzemov, povezovanj, likvidacijskih postopkov, stečajnih postopkov ali drugih posebnih situacij v rasti in razvoju podjetja. Na oblikovanje cen vrednostnih papirjev v večji meri vplivajo predhodno naštetih dogodki, malenkostno pa razmere na trgu vrednostnih papirjev (Ineichen 2003, 251). Najbolj razširjeni z dogodkom pogojeni strategiji sta: arbitraža združitve oz. arbitraža tveganja (ang. Merger Arbitrage) ter strategija vrednostnih papirjev podjetij v težavah (ang. Distressed Securities Investing).

TABELA 10: KARAKTERISTIKE DOGODKOVNIH STRATEGIJ

Naložbene strategije	Donosnost	Tveganje ^a	Korelacija z delniškim trgom	Finančni vzvod
Arbitraža združitve (tveganja)	srednja	nizko	srednja	srednji
Strategija vrednostnih papirjev podjetij v težavah	visoka	srednje	srednja	nizek

Opombe: ^a merjeno s standardnim odklonom donosnosti sredstev sklada.

Prirejeno po Ineichenu (2003, 252).

Z dogodkom pogojne strategije so glede na druge strategije hedge skladov višje korelirane z delniškim trgom ter nizko korelirane s trgom obveznic. Skladi z dogodkom pogojenih strategij ustvarjajo zmerno visoko donosnost sredstev.

6.3.1 Arbitraža združitve (tveganja)

Upravljavci hedge skladov strategije arbitraže združitve (tveganja) trgujejo z vrednostnimi papirji podjetij, ki so oz. bodo v postopku združitve ali prevzema. Najpogosteje kupujejo vrednostne papirje podjetij, ki bodo prevzeta in nekrito prodajajo vrednostne papirje prevzemnih podjetij (Kat in Brooks 2001, 3).

¹⁴ Standardni odklon letne donosnosti v obdobju od leta 1990 do 2001 je bil v povprečju 3,41% (Ineichen 2003, 209).

¹⁵ Korelacijski koeficient z delniškim trgom je bil (=0,3) in s trgom obveznic (= -0,15) v obdobju od 1990-2001 (Ineichen 2003, 209).

Prevezemno podjetje lahko prevzem ciljnega podjetja financira z denarnimi sredstvi ali pa z menjavo lastnih delnic za delnice prevzetega podjetja v določenem razmerju. V slednjem primeru ponujena prevzemna cena zavisi od ponudnikove cene delnice, ki najpogosteje po uspešnem prevzemnem postopku doživi velik padec. Pred padcem delnice prevzemnega podjetja se lahko upravitelj sklada zavaruje z nekrito prodajo delnic prevzemnega podjetja ter nakupom delnic podjetja, ki bo prevzeto. Priložnost vzpostavitve kratke pozicije v delnici prevzemnega podjetja je možna, le če je delnica prevzemnega podjetja močno likvidna (Lhabitant 2002, 108).

Pozitivna donosnost sredstev sklada je realizirana v primeru pozitivne razlike v ceni delnice, podjetja ki bo prevzeto, ob koncu uspešnega prevzema ter cene delnice ob objavi namere za prevzem podjetja. Mnogo upravljavcev skladov strategij arbitraže združitve (tveganja) zagovarja razpršene naložbe v podjetja, ki so udeležena v procesih prevzema ali združitve, s povečanim finančnim vzvodom, medtem ko drugi uporabljajo finančni vzvod v manjši meri, imajo pa toliko bolj koncentrirane naložbe v le določena prevzeta (prevzemna) podjetja (Hedges IV 2005, 95).

Glavni viri tveganja za izjalovitev prevzemov tičijo: v načelih regulatorjev trga, pomanjkljivem konsenzu uprav prevzetega in prevzemnega podjetja, nezadovoljstvu delničarjev ter drugih nepričakovanih dogodkih. Poslednji vir tveganja slednje strategije predstavlja časovna zakasnitev prevzema.

Koreliranost z delniškim trgom je srednja ($= 0,4$), s trgom obveznic pa celo negativna ($= -0,04$) (Ineichen 2003, 261).

6.3.2 Strategija vrednostnih papirjev podjetij v težavah

Hedge skladi s strategijo vrednostnih papirjev podjetij v težavah zavzamejo dolgo in/ali kratko pozicijo v vrednostnih papirjih podjetij, ki se nahajajo v finančnih ali operativnih težavah (Donaldson 2003, 35).

Neracionalno vedenje investitorjev, nenaklonjenost tveganju, zakonodajne ovire, pomanjkanje znanja ter slaba analitična podpora, ustvarjajo cenovna nesorazmerja vrednostnih papirjev podjetij v težavah, ki jih sebi v prid izkoriščajo upravljavci hedge skladov (Lhabitant 2002, 100).

Upravljalci skladov ustvarjajo profit na račun dveh tipov cenovnih nesorazmerij. Pri prvem gre za podcenjenost tržne vrednosti v primerjavi z notranjo vrednostjo vrednostnega papirja, zato upravljavci zavzamejo dolgo pozicijo v tem vrednostnem papirju v upanju rasti cene skozi proces finančnega in operativnega prestrukturiranja. V drugem primeru pa gre za izkoriščanje relativnih nesorazmerij med cenami različnih vrednostnih papirjev istega podjetja. Strategija vrednostnih papirjev podjetij v težavah je zelo heterogena naložbena strategija, saj je zelo težko najti dva upravljavca skladov z enakim investicijskim pristopom. Najbolj splošen klasifikacijski pristop deli sklade strategij vrednostnih papirjev podjetij v težavah na dve ravni, in sicer na aktivno in pasivno politiko investiranja. Pri aktivnem pristopu upravljavci skladov sodelujejo v procesu nadzora prestrukturiranja ali refinanciranja podjetja ali pa celo prevzamejo vlogo izvrševalca sprememb. V primeru pasivnega pristopa pa upravljavci na osnovi natančnih analiz kupijo vrednostni papir podjetja v težavah ter ga obdržijo do konca procesa prestrukturiranja (Ineichen 2003, 272).

Kljub relativno nizki variabilnosti letne donosnosti strategije (standardni odklon letne donosnosti v obdobju 1990-2001 enak 6,4%) ter majhni uporabi finančnega vzvoda se

upravljalci skladov soočajo z različnimi dejavniki, ki močno vplivajo na tveganost sredstev portfelja. Med njimi je najbolj pomembno specifično tveganje posameznega vrednostnega papirja podjetja v težavah poleg drugih virov tveganja kot so: likvidnostno tveganje¹⁶, tveganje uporabe modelov pri analizi in izbiri vrednostnih papirjev, kreditno tveganje, pravno-formalno tveganje, tveganje spremembe obrestne mere¹⁷ (Lhabitant 2002, 104). Povprečna letna donosnost strategije vrednostnih papirjev podjetij v težavah v obdobju 1990-2001 je bila 15,08%¹⁸. Koreliranost z delniškim trgom je srednja (= 0,4), s trgom obveznic pa celo negativna (= -0,15) (Ineichen 2003, 278).

6.4 Usmeritvene strategije

Prve tri kategorije strategij poskušajo s pomočjo sposobnih upravljalcev minimizirati tržno tveganje ter maksimirati donosnost portfelja, medtem ko usmeritvene strategije temeljijo na predvidevanju gibanja vrednostnih papirjev. Donosnost dosegajo na osnovi pravilne napovedi gibanja opazovanih spremenljivk. Lhabitantova (2002, 115) klasifikacija usmeritvenih strategij vsebuje štiri podskupine, in sicer: sklade trgov v razvoju (ang. Emerging Market Funds), sklade kratkih pozicij (ang. Short Funds), makro sklade (ang. Macro Funds) ter sektorske sklade (ang. Sector Funds).

TABELA 11: KARAKTERISTIKE USMERITVENIH STRATEGIJ

Naložbene strategije	Donosnost	Tveganje ^a	Korelacija z delniškim trgom	Finančni vzvod
Skladi trgov v razvoju	visoka	visoko	visoka	nizek
Skladi kratkih pozicij	nizka	visoko	negativna	srednji
Makro skladi	visoka	visoko	srednja	srednji
Sektorski skladi	visoka	visoko	visoka	nizek

Opombe: ^a merjeno s standardnim odklonom donosnosti sredstev sklada.

Prirejeno po Ineichenu (2003, 288).

¹⁶ Z nakupom vrednostnega papirja podjetja v težavah se soočimo z likvidnostnimi težavami, saj dotičnega vrednostnega papirja do konca postopka finančnega ali operativnega prestrukturiranja podjetja zaradi majhnega povpraševanja ne bomo mogli prodati.

¹⁷ Zaradi dolgoročnosti naložb v vrednostne papirje podjetij v težavah bo na donosnost strategije vplivala tudi sprememba v obrestni meri, saj npr. porast obrestnih mer vpliva na padec sedanje vrednosti ter upočasni postopek prestrukturiranja podjetja.

¹⁸ Povprečna letna donosnost, merjena z HFRI indeksom, je nominalna, saj nismo upoštevali inflacije.

6.4.1 Skladi trgov v razvoju

Skladi strategij trgov v razvoju investirajo predvsem v delnice in obveznice razvijajočih se trgov¹⁹ (Azija, Vzhodna Evropa, Afrika ter Latinska Amerika), ki so zaradi višje stopnje inflacije ter drugih ekonomskih in političnih faktorjev zelo volatilni. Zaradi slabše razvitosti trgov vrednostnih papirjev, manjše likvidnosti ter protekcionistične zakonodaje trga vrednostnih papirjev, je v mnogih državah v razvoju onemogočena uporaba investicijske tehnike nekrute prodaje ter standardiziranih terminskih pogodb, kar posledično onemogoča zavarovanje naložb pred različnimi oblikami tveganja (Stallman 2004).

Merjeno s standardnim odklonom letne donosnosti, ki je enaka 16,31%, se strategija trgov v razvoju uvršča med najbolj tvegane strategije hedge skladov (glej Tabelo 6 na strani 16). Tveganje povzročajo naslednji dejavniki, in sicer: težave pri iskanju konsistentnih informacij, nerazvito računovodstvo, pomanjkljiv zakonodajni sistem, neizkušeni lokalni vlagatelji, politični in ekonomski nemiri ter manj izkušeni upravitelji podjetij. Povprečna letna donosnost strategije, merjena z HFRI indeksom, v 12 letnem obdobju od leta 1990 do leta 2001 je bila 14,34%. Koreliranost z delniškim trgom, merjena v istem obdobju in z istim indeksom kot povprečna letna donosnost, je visoka (okoli 0,8), s trgom obveznic pa malenkostno negativna (= -0,06) (Ineichen 2003, 349).

6.4.2 Skladi kratkih pozicij

Skladi kratkih pozicij predstavljajo zrcalno sliko tradicionalnih vzajemnih skladov, saj ustvarjajo dodano vrednost v primeru padajočega trenda vrednostnih papirjev. Upravljavci hedge skladov s pomočjo temeljne analize podjetja ter drugih uporabnih informacij odkrivajo precenjene vrednostne papirje, jih nekruto prodajajo ter ustvarjajo pozitivno donosnost v primeru pravilnega vrednotenja vrednostnih papirjev (Lhabitant 2002, 120).

Odločilna poteza za uspeh nekrute prodaje je pravilna izbira vrednostnih papirjev, glavna pomanjkljivost upravljavcev hedge skladov kratkih pozicij pa tiči v prezgodnji izvršitvi nekrute prodaje vrednostnih papirjev. Medtem ko je maksimalna donosnost teh skladov omejena na 100%, v primeru neizkoriščenega efekta finančnega vzvoda in drugih investicijskih tehnik, ki multiplicirajo donosnost ob ugodnem padajočem trendu vrednostnih papirjev, lahko ob neugodnih razmerah na trgu izgubijo neomejene količine premoženja. V večini primerov se nekruta prodaja uporablja kot investicijska tehnika zmanjševanja tveganja portfelja, zelo poredko pa kot samostojna strategija, saj se po doseženi povprečni letni donosnosti²⁰ uvršča na rep vseh strategij hedge skladov. Tveganje strategije kratkih pozicij, merjeno s standardnim odklonom donosnosti, je bilo v primerjavi z drugimi strategijami hedge skladov največje (=23,22%). Največja in edina prednost slednje strategije je v močno negativni korelaciji (= -0,7) z delniškim trgom, medtem ko je koreliranost s trgom obveznic malenkostno negativna (= -0,03) (Ineichen 2003, 334).

¹⁹ Svetovna banka uvršča v razvijajoče se trge vse države, katerih letni BDP na prebivalca ne presega 9266 USD (Lhabitant 2002, 117).

²⁰ Povprečna letna donosnost merjena z HFRI indeksom v 12 letnem obdobju od 1990 do 2001 leta je bila 1,99%.

6.4.3 Makro skladi

Upravljalci makro skladov na osnovi preučevanja vedenjskih kretenj vlagateljev, makroekonomskih analiz ter informacij predvidevajo vpliv makroekonomskih in političnih sprememb, na medvalutna razmerja, na gibanja blagovnih tečajev, na gibanja delniških trgov in trgov obveznic ter na višino obrestnih mer po vsem svetu (Ahl 2001, 1).

Makro skladi so bili dolgo časa najuspešnejša in najbolj razširjena naložbena strategija hedge skladov. Njen sloves je bil v večini odvisen od izjemnih uspehov nekaterih upravljalcev (George Soros, Julian Robertson, itd.) ter nekaterih pomembnih posegov makro skladov na mednarodnih finančnih trgih. Glavni vir uspeha strategije makro skladov sloni na sposobnosti pravočasnega prepoznavanja globalnih trendov trga vrednostnih papirjev. V zadnjih nekaj letih je strategija makro skladov zašla v težave, ki so jih povzročili različni dejavniki. Uvedba Evra je drastično zmanjšala priložnosti za zaslužek na mnogih likvidnih trgih obveznic in trgih denarja. Makro skladi znanih upraviteljev so zaradi uspešnosti in prepoznavnosti absorbirali prevelike vsote denarnih sredstev, kar je povzročilo njihovo okornost in manjšo sposobnost na hitre odzive. Velika kapitalizacija makro skladov je prisilila upravitelje, da investirajo v bolj likvidne in analitsko bolj raziskane trge vrednostnih papirjev, s tem pa so se zmanjšale priložnosti za večje zaslužke. Donosnost na enoto tveganja sredstev makro skladov se je zaradi prej naštetih dejavnikov začela zmanjševati, kar pa so upravitelji poskušali kompenzirati s sprejemanjem večjega tveganja (prav tam, 3).

Zaradi prej naštetih dejavnikov, ki so povzročili težave v strategiji makro skladov, so bile predlagane nekatere korekcije s strani vplivnih kreatorjev hedge skladov. Upravitelji naj bi se predvsem osredotočili na ciklična nihanja v posameznih industrijskih sektorjih, ne pa toliko na ciklična nihanja gospodarstva posamezne države. Z boljšo uporabo metod tveganja, manjšo volatilitnostjo sredstev sklada, manjšimi padci donosnosti ter nižjo korelacijo donosnosti naložb v portfelju, bi se povečalo zanimanje investitorjev za makro sklade (prav tam, 5).

Indeksi, ki merijo različne kazalce donosnosti in tveganja strategij makro skladov, so zaradi heterogenosti slednje strategije popačeni in ne odražajo realnega stanja. Kljub temu pa bomo zaradi lažje predstave in primerjave z drugimi naložbenimi strategijami hedge skladov navedli nekaj kazalcev merjenih z HFRI indeksom. Po povprečni letni donosnosti (17,68%), 12 letnega obdobja (1990-2001), se strategija makro skladov uvršča v vrh vseh strategij. Koreliranost z delniškim trgom se giblje v razponu od 0,2 do 0,4, s trgom obveznic pa je malenkostno pozitivna (= 0,05) (Ineichen 2003, 327).

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, 43).

6.4.4 Sektorski skladi

Upravljalci sektorskih skladov usmerjajo denarna sredstva v dolge in kratke pozicije vrednostnih papirjev posameznih sektorjev gospodarstva, ki izkazujejo dolgoročno višje stopnje rasti kot znaša splošna gospodarska rast. Najpogosteje upravljalci sektorskih skladov izkoriščajo priložnosti za povečano rast sredstev sklada v sektorjih informacijske tehnologije, biomedicine, zdravstva, energetike, medijev ter finančnih storitev. Osredotočeni so na nadpovprečno perspektivna podjetja, povečano tržno tveganje pa lahko

delno eliminirajo z uporabo nekrute prodaje delnic podobnih podjetij istega sektorja ali s kratko pozicijo v indeksu sektorja (Bevc 2003, 28).

Velika donosnost sklada temelji na pravilni oceni dinamike posameznega sektorja in identifikaciji najbolj perspektivnih podjetij v sektorju. Slabost strategije je omejena na povečanem tveganju naložb v majhnih sektorjih, saj so pogosto podobni dogodki vzrok slabšemu poslovanju podjetij, kar predstavlja visoko stopnjo korelacije donosnosti investicij. Majhen sektor pa običajno tudi ne omogoča želene razpršitve premoženja sklada. Večina sektorskih skladov se nahaja v ZDA, medtem ko so sektorski skladi v Aziji in Evropi šele v začetnem razvojnem stadiju (Ineichen 2003, 305).

7 IZBOR HEDGE SKLADA/- OV

Začetno dejanje pri izboru hedge skladov je opravljeno takrat, ko ima investitor jasno predstavo o delovanju hedge skladov ter na osnovi predhodnega izobraževanja, sposobnost razlikovanja tradicionalnih vzajemnih skladov od zelenega objektivnega investicijskega cilja hedge skladov.

Ne dolgo nazaj je bil dostop do uspešnih hedge skladov omogočen le velikim gospodarskim ter drugim neprofitnim subjektom ter zelo premožnim posameznikom. V devetdesetih letih prejšnjega stoletja se je zaradi ugodnih ekonomskih pogojev ter dolgotrajnega rastočega trenda na trgu vrednostnih papirjev število hedge skladov močno povečalo, kar je otežilo proces izbora hedge skladov. Zaradi zakonske omejitve, oglaševanja hedge skladov v javnosti, primanjkuje potrebnih javno dostopnih informacij, kar otežuje izbor ter omejuje transparentnost. Da se izognemo nepravilni odločitvi ter posledično zgrešeni investiciji, je potrebno vzpostaviti konsistenten analitičen sistem. V primeru, da potencialni investitor nima potrebnega analitičnega znanja za izbor primernega hedge sklada mora najeti neodvisnega finančnega strokovnjaka. Proces izbora hedge skladov vsebuje naslednje faze, ki si sledijo v časovnem sosledju in so predstavljene v naslednjih podpoglavjih (Lhabitant 2002, 185).

7.1 Definiranje lastnih objektivnih zahtev in potreb investiranja v hedge sklade

Preden se potencialni investitor nameni raziskovati obširno in zapleteno področje hedge skladov in njihovih upravljavcev, mora natančno določiti zahteve in potrebe, ki jih bo s pravilnim izborom hedge skladov tudi zadovoljil. Pri definiranju zelenih karakteristik hedge skladov je v pomoč predhodno pridobljeno znanje. Pri navajanju postavk zavzame vse vidike, ki bi lahko vplivali na končen izbor hedge sklada, in sicer:

- sklad omejen na določeno strategijo, trg ali specifičen slog investiranja,
- z davčnega vidika se investitorji odločajo med skladi, ki so ustanovljeni v državah z visoko stopnjo davka na kapitalski dobiček in/ali davčnimi oazami,
- skladi, ki zahtevajo minimalno velikost začetne investicije; imajo omejitve v razkrivanju poslovnih podatkov; čas od ustanovitve sklada,
- skladi s specifično izstopno politiko (npr. izstop iz sklada omogočen po pretečenem mesecu, četrletju ali letu od podpisane pristopne izjave),
- upravitelji sklada pripravljani sprejeti vse investitorje ne glede na velikost investiranih sredstev,
- donosnost sklada zavarovana pred določenim valutnim tveganjem.

Predhodna določba postavk je osnova postopka izbora primernega hedge sklada. V primeru, da postavimo nejasne in napačne postavke lahko izločimo v procesu izbora za našo investicijsko politiko najbolj kompatibilne sklade, zato je definiranje postavk dolgotrajen, natančen in poglobljen proces nadaljnjega izbora. Napake pri definiranju objektivnih zahtev in potreb se pojavljajo pri investitorjih, ki prvič pristopajo k alternativnim naložbam, saj imajo zaradi pomanjkljivega znanja nejasno sliko o njihovih objektivnih ciljih (Lhabitant 2002, 186).

7.2 Pregled informacij in baz podatkov

Z natančno določitvijo zelenih karakteristik hedge skladov se lahko začne postopek eliminacije, ki je otežen zaradi zakonske prepovedi oglaševanja hedge skladov v javnosti. Najbolj pogosta pot selekcioniranja skladov se opira na nasvetih spletnih strani preko katerih se tržijo hedge skladi in dostopnih baz podatkov o hedge skladih. Z določitvijo natančnih kriterijev izločimo veliko število skladov, ki ne zadostijo predpisanim kriterijem, preostale sklade pa razvrstimo glede na njihovo primernost. Najbolj primerni skladi, ki jih je med 50 in 500, odvisno od selektivnosti določenih kriterijev, so namenjeni nadaljnjim postopkom izbora (Hedges IV 2005, 16).

Mnogo let so bile baze podatkov o hedge skladih dostopne le zelo premožnim posameznikom ter večjim institucijam, v sredini devetdesetih let prejšnjega stoletja sistem postane bolj liberalen, kar pomeni da postanejo baze podatkov o hedge skladih javno dostopne (Van Hedge, Tuna, MAR/Hedge, Hedge Fund Research, Altvest in TASS). Nekatere od njih so dostopne na svetovnem spletu in ponujajo potencialnim investitorjem določene iskalne filtre, analize uspešnosti hedge skladov ter druge kazalce (Lhabitant 2002, 187).

Zaradi omejitev v poročanju javnosti ter slabši kakovosti baz podatkov so viri podatkov o hedge skladih primerni le v začetnem stadiju izbora. Osnovna napaka baz podatkov je v tem, da ponujajo samo kvantitativne in zgodovinske informacije o hedge skladih, poleg tega pa primerjava vodilnih baz podatkov o hedge skladih razkrije znatna odstopanja v informacijah o uspešnosti posameznih hedge skladov. Mnogo upraviteljev hedge skladov zaradi prikrivanja poslovanja nasprotuje publikaciji podatkov o uspešnosti hedge skladov. Skladi, ki ne sprejemajo več novih sredstev ter skupine managerjev, ki prikrivajo pomembne informacije, so sistematično odstranjeni iz baz podatkov (Hedges IV 2005, 17). Z vzpostavitev baze podatkov se začne predhodno čiščenje hedge skladov, ki temelji na kvantitativnih kriterijih, kot so: donosnost, volatilitnost, koreliranost s tradicionalnimi trgi vrednostnih papirjev, čista vrednost sredstev v upravljanju, izkušnje upravljavcev, strategije investiranja, naložbene tehnike ter uporaba finančnega vzvoda. Ko je proces preliminarnega izločanja končan, ostane lista določenih hedge skladov, ki ustrezajo kriterijem in so potencialni kandidati za investiranje. V naslednjem koraku s pomočjo kvantitativne in kvalitativne analize preidemo na natančnejše izbiranje hedge skladov (Lhabitant 2002, 187).

7.3 Kvantitativna in kvalitativna analiza podatkov

Managerji hedge skladov velikokrat na osnovi visokih preteklih donosnosti skladov poudarjajo svojo sposobnost ustvarjanja dobrih poslovnih rezultatov v različnih tržnih razmerah, klub temu da se zavedajo nekonsistentnosti primerjave preteklih donosov s prihodnjimi. Prav tako se kvantitativna analiza osredotoča na statistične ocene donosnosti hedge skladov v različnih preteklih obdobjih. Z uporabo različnih kazalcev in drugih statističnih meril primerja absolutne in relativne donosnosti različnih naložbenih strategij hedge skladov, donosnosti različnih naložbenih strategij hedge skladov v rastočem in padajočem trendu trga vrednostnih papirjev ter tveganju prilagojene donosnosti (ang. Risk-Adjusted Returns) različnih strategij hedge skladov s tradicionalnimi oblikami naložb (Lhabitant 2002, 188).

Največja pomanjkljivost kvantitativne analize tiči v preučevanju preteklih podatkov, ki so slaba in neverodostojna prognoza prihodnosti. Zaradi preučevanja preteklih podatkov o hedge skladih, slovi kvantitativna analiza po enostavnem dostopu do relevantnih podatkov. Podatki kvantitativne analize so sprejemljivi za nadaljnji izbor hedge skladov, v primeru da zajema 3-5 letno obdobje preučevanja donosnosti hedge skladov (prav tam, 188).

Prvotni cilj kvalitativne analize je priti do jasnejše podobe uporabljenih strategij, investicijskega pristopa posameznega hedge sklada ter virov in nadaljnjih potencialov donosnosti hedge sklada. Viri kvantitativne analize izhajajo iz prospekta hedge sklada, v katerem so zapisani vizija, politika, strategije in cilji, delovne izkušnje upravljavcev hedge sklada, različne vrste provizij, minimalno zahtevana investicija v sklad ter druge postavke. Verodostojen vir analize so tudi vprašalniki, poslani managerjem sklada ter druga revidirana finančna poročila (prav tam, 189).

7.3.1 Težave z oceno skladov

Najprej se investitor seznanja z različnimi bazami podatkov o hedge skladih, ki zaradi različnega portfelja hedge skladov prikazujejo različne vrednosti posameznih indeksov naložbenih strategij (Kat in Brooks 2001, 1).

Poleg sledečega problema, pri izbiri skladov, se pojavljajo za neizkušenega investitorja manj vidni toda zelo pereči problemi. Upravitelji hedge skladov poskušajo s popačenjem podatkov prikriti nižje donosnosti sredstev sklada oz. morebitne večje izgube. Zaradi različnih naložbenih tehnik je natančen izračun vrednosti določenih vrednostnih papirjev zelo otežen, zato upravitelji tem vrednostnim papirjem pavšalno prilagodijo vrednost. Pojavljajo se tudi sistemske in postopkovne napake pri izvedbi posameznih transakcij z vrednostnimi papirji ter v večji meri tudi odstopanja od začrtane politike in strategij sklada (Hedges IV 2005, 56).

7.4 Vpogled v notranjost organizacije hedge skladov

Po opravljeni kvantitativni in kvalitativni analizi ostane le še nekaj hedge skladov, ki ustrezajo investicijski politiki potencialnega investitorja. Preden se investitor dokončno odloči in izbere primeren hedge sklad oz. hedge sklade, v katerih bo investiral del svojega premoženja, je potrebno detajlno, z notranje perspektive, analizirati organizacijo hedge skladov. Preučiti je potrebno postopke in filozofijo investiranja, pristop in uporabljene naložbene strategije, nadzor poslovnega tveganja, velikost ter kakovost notranje organizacije, delovne izkušnje in izobrazbo upravljavcev sklada ter primerjati gibanje vrednosti enote sklada s primerljivim indeksom v različnih tržnih razmerah (Lhabitant 2002, 189).

Pri pregledu liste delovnih izkušenj ter predhodnih zaposlitvenih referenc upravljavcev hedge skladov je potrebna majhna pozornost, saj v večini primerov zasledimo le pozitivne delovne reference, zato je boljša in koristnejša pot preučitve poslovnih partnerjev ter drugih kadrov družbe, kot so: svetovalci, borzni posredniki, bankirji, revizorji, zastopniki ter vlagatelji (Hedges IV, 18). Vpogled v notranjost organizacije hedge skladov je voden s strani profesionalne ekipe raziskovalcev, ki opravijo na osnovi predhodno izročeni vprašalnikov posloven razgovor z vodjem upravljavcev hedge sklada ter upravljavcem portfelja. Voden razgovor vsebuje naslednje oporne točke, in sicer: uporabljene naložbene

strategije, določene karakteristike sklada, izobrazba in delovne izkušnje upravljaljskega tima, informacijski sistem ter uporabljene računalniške rešitve ter postopki posameznih transakcij ter oblikovanja portfelja.

7.5 Nadzor poslovanja

Po opravljenem vpogledu v notranjost organizacije hedge skladov vlagatelju ostanejo le še tisti skladi, ki so zadostili vsem predhodnim postopkom izbora. Določeni skladi, ki niso zadostili vsem želenim karakteristikam, vendar pa v določenih izstopajo iz množice hedge skladov, so začasno izključeni iz ožjega izbora, vendar še vedno pod nadzorom (Lhabitant 2002, 192). Zaradi zahtevnosti poslovanja hedge skladov, po opravljeni investiciji v sklad, ni zadostno le pasivno opazovanje gibanja vrednosti enote premoženja, vendar je potrebno vzdrževati stalen stik z upravljavcem sklada, slediti strokovnim razpravam, se udeleževati raznih konferenc, opraviti notranje kvantitativne in kvalitativne analize in slediti vsem spremembam poslovanja sklada ter v določenih primerih tudi ustrezno ukrepati (Hedges IV 2005, 19).

8 VRSTE INVESTITORJEV V HEDGE SKLADIH

Investitorji v hedge skladih so razdeljeni na več kategorij, kjer so z več kot 80% deležem v sredstvih hedge skladov prevladujoči zelo bogati posamezniki, sledijo univerze iz Združenih držav Amerike²¹, krovni hedge skladi, razne fundacije, večnacionalna podjetja, državni in zasebni pokojninski skladi ter v manjši meri zavarovalnice osebnega in premoženjskega zavarovanja. Finančne institucije morajo z analizo tržišča raziskati različne potrebe posameznih investorjev v hedge sklade ter prilagoditi naložbeno politiko njihovim zahtevam (McCrary 2002, 49).

Trenutno se z veliko intenzivnostjo povečuje delež institucionalnih investorjev v hedge skladih, saj prav trenutna negativna korekcija na trgih vrednostnih papirjev ter nezadostna donosnost delniških naložb, odvrata institucionalne investitorje od tradicionalnih oblik naložb. Največjo neznancko za upravitelje hedge skladov predstavljajo premožni posamezniki, katerih nadaljnje povpraševanje po alternativnih oblikah naložb zavisi od morebitnih sprememb zakonodaje ter ukrepov agencije za trg vrednostnih papirjev (SEC). Agencija za trg vrednostnih papirjev (SEC) po spremenjeni zakonodaji, dovoljuje vzajemnim skladom uporabo naložbenih tehnik nekrute prodaje ter nakupa z marginalnim računom. Odredba SEC-a omogoča ustanavljanje določenih oblik zaprtih investicijskih skladov, namenjenih premožnim posameznikom, katerih namen je investiranje v hedge sklade pri uporabi različnih naložbenih tehnik (Jaeger 2003, 38).

TABELA 12: VRSTE INVESTITORJEV V ZDA IN NJIHOVI DELEŽI PREMOŽENJA V SREDSTVIH HEDGE SKLADOV

Vrste investorjev	Alokacija premoženja 2000 (%)	Alokacija premoženja 2005 (%) ^a	Sredstva v hedge skladih 2000 (v mlrd \$)	Sredstva v hedge skladih 2005 (v mlrd \$) ^a
Premožni posamezniki	2,3	4,0	287,5	734,7
Izobraževalne ustanove (univerze)	5,0	10,0	13,4	39,2
Fundacije	5,0	10,0	13,0	38,1
Podjetja	0,5	1,2	11,4	40,3
Državni pokojninski skladi	0,5	1,0	15,1	44,5
Zavarovalnice	0,1	0,3	4,1	18,0
Skupaj			344,5	914,8

Opombe: ^a ocenjena vrednost za leto 2005.

Prirejeno po McCrary (2002, 50).

²¹ Prevladujoč delež sredstev v hedge skladih imajo predvsem večje univerze iz ZDA kot so: Harvard, Yale, Princeton, Stanford, MIT, Duke (Jaeger 2003, 36).

8.1 Fizične osebe v ZDA

Fizične osebe v ZDA, ki so pripravljene investirati del svojega premoženja v hedge sklade, so zelo premožni in z znanjem podkovani posamezniki. S posrednim investiranjem v hedge sklade preko posameznih pokojninskih skladov ter drugih naložbenih oblik (načrt 401(k), načrt 403(b)) se zelo bogati posamezniki v ZDA izognejo plačilu davka na kapitalski dobiček ter drugim davčnim obveznostim. Medtem pa so kapitalski dobički fizičnih oseb v ZDA, katerih izvor so neposredne investicije v hedge sklade, podvrženi visokim davčnim obremenitvam (Jaeger 2003, 34). Posamezniki so pripravljene sprejemati višjo stopnjo tveganja in se tudi hitreje kot druge oblike investorjev odločajo za vstop v hedge sklade. Določeni upravitelji hedge skladov, zaradi zakonske omejitve v številu investorjev, zavračajo manjše investicije in zahtevajo minimalno začetno investicijo v sklad. Fizične osebe v ZDA se izognejo prej omenjenim restrikcijam upraviteljev hedge skladov z združevanjem premoženja namenjenega investicijam v hedge sklade na osnovi sorodstvenih vezi. Mnogi investirajo v hedge sklade z namenom razpršitve premoženja, nizke korelacije z delniškim trgom ter zmanjšanja tveganja celotnega portfelja tradicionalnih naložb. Zaradi visoke stopnje davka na kapitalski dobiček ter dvakratne obdavčitve (plačilo davka na kapitalski dobiček na ravni federacije in posamezne zvezne države) skupine sorodnikov neposredno v hedge sklade investirajo le majhne del svojega premoženja (McCrary 2002, 51).

8.2 "Off-shore" fizične osebe

Za "off-shore" fizične osebe, ki investirajo v hedge sklade, katerih pravna oblika je komanditna družba po ameriškem pravu gospodarski družb, omejuje število družbenikov na 99, ni zakonsko zavezujoča. Upravitelji hedge skladov za "off-shore" fizične osebe predpisujejo nižje minimalne investicije v sklad (McCrary 2002, 52). Fizične osebe, ki niso davčni zavezanci v ZDA, v veliki večini izbirajo hedge sklade upravljane s strani ameriških finančnih podjetij ter ustanovljene izven teritorialnega območja ZDA, in sicer se nahajajo v davčnih oazah držav kot so Bermuda in Kajmanski otoki (Jaeger 2003, 37). Nekateri investorji se izognejo davčnim obveznostim domicilnih držav, z investiranjem v eksteritorialne hedge sklade preko ustanovljenih računov v švicarskih bankah. Eksteritorialni hedge skladi so locirani v državah z minimalnimi davčnimi obremenitvami fizičnih oseb, vendar so fizične osebe kljub temu zavezane v napoved kapitalskih dobičkov pri davčnih uradih držav, katerih so rezidenti. Evropski investorji so bolj naklonjeni eksteritorialnim hedge skladom kot investorji iz ZDA (McCrary 2002, 53).

8.3 "Off-shore" organizacije

Večina eksteritorialnih hedge skladov se nahaja v državah, ki so za posameznike kot tudi organizacije ugodne z davčnega vidika. Finančne organizacije, locirane izven ZDA, investirajo v hedge sklade sredstva fizičnih oseb, multinacionalnih organizacij ter tudi lastna sredstva. Off-shore organizacije se odločajo za investiranje presežnih sredstev predvsem v eksteritorialne hedge sklade, saj so pravila poročanja davčnim ter drugim nadzornim organom bolj ohlapna kot v ZDA. Kljub temu, da so investicije v hedge sklade

bolj tvegane kot investicije na denarni trg, so organizacije ustanovljene izven ZDA ter druge mednarodne finančne institucije pripravljene investirati v nizko ali zmerno tvegane eksteritorialne hedge sklade, upravljane s strani ameriških finančnih institucij (McCrary 2002, 53).

8.4 Izobraževalne ustanove/univerze

Izobraževalne ustanove (univerze), ki niso davčno zavezane, s svojimi sredstvi financirajo izobraževalne aktivnosti ter razvojno-raziskovalne dejavnosti. Univerze v ZDA so bile ene izmed prvih institucij, ki so del lastnih sredstev investirale v hedge sklade. V začetnem stadiju razvoja hedge skladov je bila njihova donosnost veliko večja od donosnosti tradicionalnih vzajemnih skladov, kar je tudi vplivalo na večje zaupanje in velik priliv novih denarnih sredstev s strani izobraževalnih ustanov. Z upadom donosnosti sredstev hedge skladov ter določenih prikrivanj podatkov in goljufij upraviteljev se priliv denarja v hedge sklade s strani univerz močno zmanjša. Sedaj univerze obravnavajo hedge sklade v večji meri kot orodje povečevanja razpršenosti naložb ter reduciranja tveganja, v manjši meri pa kot vir prekomerne donosnosti. Kapitalski dobički, katerih izvor je iskati v hedge skladih, izobraževalnih ustanov niso obdavčeni na nivoju posamezne zvezne države ter niti na nivoju federacije ZDA. Obdavčeni so samo kapitalski dobički naložbenih strategij (arbitraža z zamenljivimi finančnimi instrumenti ter arbitraža s finančnimi instrumenti stalnega donosa) hedge skladov, ki v večji meri uporabljajo efekt finančnega vzvoda, zato se izobraževalne ustanove tem skladom v večji meri izogibajo. Finančne naložbe univerz v hedge sklade imajo daljši časovni horizont kot druge vrste investorjev, zato investirajo v hedge sklade, katerih portfelj je v večini sestavljen iz nelikvidnih vrednostnih papirjev (McCrary 2002, 54). Med najbolj aktivne univerze v ZDA, ki investirajo v hedge sklade tudi več kot 20% vseh sredstev spada univerza Yale, ki s tem poskuša doseči nadpovprečne donose, ki niso korelirani z donosi delnic in obveznic. Investicijska politika izobraževalnih ustanov je bolj agresivna od politike pokojninskih skladov, saj lahko v primeru negativnih donosov iz naložb v hedge sklade, zmanjšajo izdatke v razvojno-raziskovalne dejavnosti, medtem ko so pokojninski skladi primorani k rednem izpolnjevanju vseh plačilnih obveznosti upokojujencem (Jaeger 2003, 35).

Večina izobraževalnih ustanov pri izboru hedge skladov najame finančne svetovalce, ki izberejo primerno naložbeno strategijo hedge skladov, ki najbolj ustreza naložbenemu portfelju univerze, opravijo razgovore z upravljavci skladov in na koncu izberejo najprimernejše hedge sklade (McCrary 2002, 55).

8.5 Fundacije

Fundacije kot tudi prej omenjene izobraževalne ustanove niso davčni zavezanci in so ustanovljene z namenom finančne podpore širokega spektra aktivnosti neprofitnih organizacij (Jaeger 2003, 34). Fundacije investirajo znaten del sredstev v hedge sklade, saj kapitalski dobički niso obdavčeni na nivoju zvezne države kot tudi federacije ZDA. Ker so kapitalski dobički hedge skladov naložbenih strategij, ki v pretežni meri uporabljajo efekt finančnega vzvoda obdavčeni, se tem skladom fundacije izogibajo. Fundacije se obravnava kot dolgoročne investitorje, z malenkost krajšim naložbenim horizontom od izobraževalnih

ustanov. Zaradi večjih izgub na delniških trgih, so fundacije povečale delež naložb v hedge skladih ter zmanjšale izpostavljenost trgu delnic in obveznic (McCrary 2002, 56).

8.6 Zasebni pokojninski skladi

Zasebni pokojninski skladi so davčno neobremenjene institucije ustanovljene s strani gospodarskih družb, z namenom izplačila pokojnin in drugih obveznosti bivšim zaposlenim. Za primer lahko vzamemo zasebni pokojninski sklad General Motors, katerega sredstva so namenjena izplačilu trenutnih in prihodnjih pokojnin zaposlenim. Pokojninski sklad je ločena entiteta od gospodarske družbe. Posledično so tudi sredstva zasebnega pokojninskega sklada ločena od sredstev gospodarske družbe in niso na razpolago financiranju dnevnih operativnih dejavnosti gospodarskih družb (Jaeger 2003, 34).

Zasebni pokojninski skladi so relativno pozno vstopili v svet hedge skladov, prav tako je tudi njihov delež investicij v hedge sklade majhen glede na celotna sredstva pokojninskih skladov, zato je potencial zasebnih pokojninskih skladov za nadaljnje investicije v hedge sklade zelo pomemben. Zasebni pokojninski skladi so zaradi krajšega naložbenega horizonta v hedge sklade, veliko bolj kot izobraževalne ustanove in fundacije, občutljivi na kratkoročne negativne donosnosti hedge skladov. Odbor investitorjev zasebnih pokojninskih skladov pri izbiri hedge skladov velik poudarek posveti različnim vrstam provizij, saj so mnenja da upravljavci hedge skladov z nizkimi provizijami ustvarjajo najvišje donosnosti sredstev skladov (McCrary 2002, 57).

8.7 Državni pokojninski skladi

Državni pokojninski skladi so ustanovljeni s strani posameznih zveznih držav ZDA, ki omogočajo izplačila pokojnin bivšim uslužbencem državnega aparata. Za primer lahko vzamemo državni pokojninski sklad v Kaliforniji, ki v grobi oceni obsega 150 mlrd USD (Jaeger 2003, 34).

Naložbe v hedge sklade s strani državnih pokojninskih skladov so se od leta 2002 pa vključno z letom 2005 povečale skoraj za 200%. Državni pokojninski skladi so manj izpostavljeni trgu delnic (30-40%) kot zasebni pokojninski skladi (50-60%). Državni pokojninski skladi v veliki večini vstopajo v hedge sklade posredno preko krovnih hedge skladov (McCrary 2002, 58).

8.8 Podjetja

Podjetja sodijo v skupino davčnih zavezancev, ki oblikujejo kratkoročne finančne naložbe za financiranje dnevnih operativnih posegov ter tudi portfelj dolgoročnih naložb v obveznice in delnice (Jaeger 2003, 34).

Sredstva, ki jih podjetja investirajo v hedge sklade so relativno majhna glede na celotno strukturo sredstev večine korporacij, vendar se uvrščajo na četrto mesto po velikosti sredstev v hedge skladih. Podjetja investirajo v hedge sklade zaradi različnih razlogov. Nekatera podjetja investirajo določen del sredstev v hedge sklade z namenom zmanjšanja tveganja obstoječega naložbenega portfelja, druga zaradi povečanja donosnosti obstoječih

naložb, nekatera pa investirajo v hedge sklade del sredstev, ki jih bodo v bližnji prihodnosti potrebovala za financiranje stalnih in obratnih sredstev (McCrary 2002, 58).

8.9 Zavarovalnice

Zavarovalnice osebnih in premoženjskih zavarovanj so po ameriškem pravu davčno zavezane v napoved kapitalskih dobičkov (Jaeger 2003, 34).

Zavarovalnice osebnih zavarovanj, katerih struktura prihodkov zavisi v veliki večini od prihodkov iz financiranja, investirajo v hedge sklade le majhen delež sredstev (0,3%), medtem ko je delež sredstev, ki jih investirajo zavarovalnice premoženjskih zavarovanj v hedge sklade zanemarljiv. Zavarovalnice investirajo v hedge sklade zaradi učinka razpršitve premoženja, vendar je vpliv hedge skladov na razpršitev portfelja zanemarljiv, ker jim nadzorni organi preprečujejo oblikovanje tveganih portfeljev.

8.10 Krovni hedge skladi

V zadnjem obdobju 5-ih let se je močno povečalo povpraševanje po krovnih hedge skladih, ki rešujejo nekatere ovire pri vstopu v posamezne hedge sklade. Mnogi uspešni hedge skladi prikrivajo javnosti relevantne informacije in so nedostopni manj premožnim fizičnim osebam. Krovni hedge skladi posameznim investitorjem kot tudi institucijam omogočajo profesionalen pristop pri upravljanju premoženja ter posreden vstop v večje število hedge skladov različnih naložbenih strategij, s čimer zmanjšajo specifično tveganje posameznega hedge sklada. Krovni hedge skladi so dostopni tudi manj premožnim posameznikom, saj predpisujejo zelo nizke začetne minimalne vložke (Brown in drugi 2004, 1).

Negativna lastnost krovnih hedge skladov je v načinu obravnavanja različnih vrst provizij, saj se investitorjem v krovne hedge sklade dvakratno obračunava upravljavska provizija in provizija za uspešnost sklada, in sicer na nivoju posameznega hedge sklada ter na nivoju krovnega hedge sklada, kar posledično zmanjšuje donosnost sredstev krovnih hedge skladov (Jaeger 2003, 38).

9 KROVNI HEDGE SKLADI

Kljub povečanemu povpraševanju po hedge skladih je za mnoge posamične investitorje kot tudi manjše institucije onemogočen neposreden vstop v najuspešnejše hedge sklade, slednje pa jim je dostopno z neposrednim investiranjem v krovne hedge sklade. Krovni hedge skladi so finančni vmesniki, med hedge skladi, fizičnimi osebami ter drugimi profitnimi in neprofitnimi organizacijami, ki z razpršitvijo sredstev v hedge sklade različnih naložbenih strategij in različnih upravljavcev hedge skladov, dosegajo ustaljeno donosnost ob zmernem tveganju. Upravljavci krovnih hedge skladov so izkušeni in strokovno podkovani finančni uslužbenci, ki nudijo investitorjem brezplačen dostop do relevantnih informacij o njihovem poslovanju, kar ni značilno za upravljavce hedge skladov. Kljub določenim koristim, ki jih imajo krovni hedge skladi za manj premožne investitorje, obstaja tudi večja pomanjkljivost, in sicer dvakratno obračunavanje provizij, na ravni krovnega hedge sklada kot tudi na ravni posameznih hedge skladov v portfelju krovnega hedge sklada (Brown in drugi 2004, 3).

9.1 Prednosti investiranja v krovne hedge sklade

Najpomembnejša pozitivna lastnost krovnih hedge skladov za vlagatelja je v možnosti razpršitve premoženja že pri relativno majhnem investicijskem vložku (minimalno zahtevana začetna investicija v sklad preračunana v tolarje je že manj kot 5 mio sit). Krovni hedge skladi z investicijami v več hedge skladov različnih naložbenih strategij močno zmanjšajo tveganje posamezne naložbene strategije ter nesistematično tveganje posameznih upravljavcev hedge skladov. Upravljavci krovnih hedge skladov s konstruiranjem portfelja različnih naložbenih strategij hedge skladov, stremijo za doseg konstantnih donosov pri različnih pogojih na trgih vrednostnih papirjev (Ineichen 2003, 405).

Razpršitev donosa sredstev znotraj krovnega hedge sklada je mogoče doseči na osnovi dveh pristopov. Najpogostejši pristop temelji na oblikovanju portfelja krovnega hedge sklada iz različnih hedge skladov, ki pokrivajo širok spekter naložbenih strategij, upravljavce hedge skladov, različne trge in različne nosilce tveganja. Manj pogost pristop pa se nanaša na izbor velikega števila hedge skladov istih naložbenih strategij, saj se tako izognemo tveganju neprimernega izbora upravljavcev hedge skladov, ostanemo pa še vedno izpostavljeni tveganju določene naložbene strategije. Obstajajo različna mnenja o optimalnem številu hedge skladov v krovnem hedge skladu. Nekateri upravljavci skladov zagovarjajo koncentriran portfelj največ 20 hedge skladov, medtem ko drugi težijo k bolj razpršenemu portfelju hedge skladov, ki naj bi vseboval okoli 50 hedge skladov (Lhabitant 2002, 196).

Fizične osebe in majhne profitne in neprofitne organizacije z investiranjem v določen hedge sklad ne morejo doseči učinka razpršitve premoženja. Pristop krovnih hedge skladov omogoča dostop do širokega spektra hedge skladov pri minimalnih investicijskih zahtevah (Ineichen 2003, 408). Nekaj najuspešnejših hedge skladov je zaradi ohranitve optimalnega portfelja in konstantno visoke donosnosti zaprlo vrata manjšim investitorjem. Upravljavci hedge skladov so naklonjeni predvsem dolgoročno naravnanim investitorjem, saj

preferirajo pokojninske sklade ter krovne hedge sklade, ki so seznanjeni z naložbenimi strategijami hedge skladov in so pripravljene prenesti visoko stopnjo tveganja. Slednji imajo dostop do uspešnih, za male investitorje formalno zaprtih hedge skladov. Krovni hedge skladi v Evropi so lažje dostopni manjšim investitorjem, saj kotirajo na borzah vrednostnih papirjev v Dublinu, Frankfurtu, Londonu in Zurichu (Lhabitant 2002, 200).

Pri izboru pravega hedge sklada ali celo več hedge skladov, ki bi optimizirali obstoječ portfelj delnic in obveznic, je potrebno veliko znanja, podatkov in časa. Dodana vrednost krovnih hedge skladov ima izvor v pravilnem in pravočasnem izboru hedge skladov različnih naložbenih strategij (prav tam, 199).

Hedge skladi so v medijih predstavljeni kot visoko tvegane naložbe, informacije o njih so težko dostopne oz. dostopne le v primeru plačila. Krovni hedge skladi so v procesu pridobivanja informacij o posameznih hedge skladih, zaradi pogajalske moči in bilateralnih zaupnih sporazumov z upravljavci hedge skladov v prednosti pred posameznimi potencialnimi investitorji. Investitorjem omogočajo večjo preglednost o poslovanju kot posamezni hedge skladi. Določeni krovni hedge skladi, ki kotirajo na borzah vrednostnih papirjev, se morajo pri poročanju in oblikovanju zahtevane dokumentacije podrediti domicilnim nadzornim organom (prav tam, 201).

9.2 Slabosti investiranja v krovne hedge sklade

Največja hiba krovnih hedge skladov za investitorja tiči v zaračunavanju visokih dvojnih provizij. Posamezni hedge sklad, ki je del portfelja krovnega hedge sklada, zaračunava provizije krovnemu hedge skladu, ta pa plačilo provizij prenese na investitorje krovnega hedge sklada. Krovni hedge sklad pa poleg provizij posameznih hedge skladov, obračuna investitorjem tudi upravljavsko provizijo in provizijo na uspešnost krovnega hedge sklada (Ineichen 2003, 409). Dvojne provizije lahko ponazorimo na primeru krovnega hedge sklada, ki na nivoju krovnega hedge sklada obračunava 1% upravljavsko provizijo ter 10% provizijo na uspešnost sklada, na nivoju posameznih hedge skladov v portfelju krovnega hedge sklada pa se obračunava 2% upravljavska provizija ter 20% provizija na uspešnost sklada. V slučaju 20% letne donosnosti krovnega hedge sklada, ostane po obračunanih provizijah investitorju le 11,8% donosnost. Upravljavci krovnih hedge skladov opravičujejo zaračunavanje dvojnih provizij investitorjem z nastalimi stroški nadzora in izbora primernih hedge skladov. Za investitorja, ki se ne sooča s težavami zahtevanih minimalnih investicijskih vložkov, je cenejša varianta najem finančnega svetovalca, ki mu po lastni izbiri oblikuje primeren portfelj hedge skladov (Lhabitant 2002, 203).

Krovni hedge skladi naj bi bili v teoretičnem smislu enako likvidni kot hedge skladi, ki so zajeti v portfelju krovnih hedge skladov, vendar dejansko prihaja do avtentičnih razlik. Politika izstopa iz sklada je pri krovnih hedge skladih v večini bolj fleksibilna kot pri posamičnih hedge skladih, saj skoraj 80% vseh krovnih skladov izplačuje in prejema sredstva na mesečni ali četrletni ravni. Na prvi pogled je večja likvidnost krovnih hedge skladov za vlagatelja pozitivna lastnost, vendar ima tudi negativne učinke, ki se kažejo pri težavah z oblikovanjem optimalnega portfelja hedge skladov. Upravljavci krovnih hedge skladov morajo biti pripravljene na korekcije v portfelju hedge skladov, v primeru če jih začnejo investitorji množično zapuščati. Likvidnost krovnega hedge sklada je mogoče vzdrževati na osnovi novih vplačil v sklad, z investiranjem v hedge sklade z blažjimi

izstopnimi pogoji ter s kotacijo krovnega hedge sklada na borzi vrednostnih papirjev (Lhabitant 2002, 203).

Nadaljnja slaba lastnost krovnih hedge skladov za investitorja leži v oteženem nadzoru poslovanja krovnih hedge skladov. Zaradi oteženega nadzora prihaja do napak pri oblikovanju primernega portfelja hedge skladov kot tudi krovnih hedge skladov, do podvajanja istih naložb pri različnih hadge skladih ter podvajanja naložb pri različnih krovnih hedge skladih (Lhabitant 2002, 204).

10 SKLEP

Hedge skladi so bili prvotno namenjeni varovanju premoženja pred izgubo vrednosti. Danes pa ime hedge sklad zavaja, saj se investicijske tehnike ne uporabljajo le za varovanje premoženja pred tržnim tveganjem, temveč predvsem za doseganje višje donosnosti.

Organizacijske in pravne oblike hedge skladov se po svetu bistveno razlikujejo, saj jih ustanovitelji prilagajajo zakonodaji posameznih držav. Poslužujejo se takšne pravno-organizacijske oblike, ki je najmanj regulirana in jim pri poslovanju dovoljuje največ svobode, kar jim omogoča priložnosti za izkoriščanje kratkoročnih tržnih neučinkovitosti. Prav zaradi teh razlogov imajo pogosto sedež na eksteritorialnih območjih, saj so tam predpisi, ki urejajo njihovo poslovanje, običajno bolj liberalni.

Spoznanje investitorjev, da so evropski trgi manj učinkoviti v primerjavi s trgi v ZDA, stagnirajoči globalni delniški trgi ter nova zakonodaja v določenih evropskih državah, so povzročili močan porast hedge skladov v Evropi v obdobju zadnjih treh let.

Ključna razlikovalna lastnost hedge skladov od vzajemnih skladov temelji na ideologiji o donosu. Upravljalci vzajemnih skladov sledijo donosu primerljivih indeksov, medtem ko poskušajo upravljalci hedge skladov doseči pozitiven donos ne glede na trend trga vrednostnih papirjev. Zaradi proste izbire trga, finančnih instrumentov in naložbenih tehnik ter hitrega dostopa do kvalitetnih informacij so hedge skladi izredno uspešni pri ustvarjanju dodane vrednosti z izkoriščanjem tržnih neučinkovitosti. Sposobnosti upravljavca hedge skladov so ključne pri doseganju dobrih rezultatov sklada, saj je po statističnih podatkih v povprečju 80% donosnosti hedge sklada odvisno od specifičnih sposobnosti upravljavca, preostanek pa od obvladovanja tržnega tveganja. Upravljalci hedge skladov uporabljajo različne naložene strategije. Nekateri skladi v celoti omejujejo izpostavljenost portfelja tržnemu tveganju, nekatere strategije pa temeljijo na ciljni izpostavljenosti trgu vrednostnih papirjev in izkoriščanju dinamike tržnih gibanj.

Hedge skladi so kljub visokim provizijam v povprečju višje donosni od vzajemnih skladov in drugih tradicionalnih naložbenih oblik. Zaradi visoke povprečne donosnosti in nizke izpostavljenosti tržnemu tveganju so bolj učinkovita naložba od tradicionalnih oblik. Medtem ko se kot samostojna naložba odlikujejo z ugodnim razmerjem med tveganjem in donosnostjo, so zaradi nizke ter v primeru skladov kratkih pozicij negativne korelacije s trgi vrednostnih papirjev primerni za razpršitev portfelja tradicionalnih naložb.

Hedge skladi so uspešni v tržnih razmerah z majhnim nihanjem tečajev vrednostnih papirjev ter v obdobju majhnega odstopanja navzdol. V tem obdobju so uspešne predvsem tržno naravnane ter z dogodkom pogojene strategije hedge skladov. Hedge skladi imajo nižjo donosnost od tradicionalnih oblik naložb zgolj v primeru močnega bikovskega trenda delniškega trga.

Če je za portfelj delnic in obveznic značilno, da je donosnost normalno razporejena okoli srednje vrednosti, tega ne moremo trditi za donosnost portfelja z vsebnostjo hedge skladov, saj statistična kazalca, koeficient asimetrije in koeficient sploščenosti posameznih donosnosti strategij hedge skladov odražata nenormalno razporeditev donosnosti okoli srednje vrednosti. Standardni odklon donosnosti zaradi tega ne more bit edini pokazatelj

tveganja posamezne strategije hedge skladov. Kljub temu, da je standardni odklon letnih donosnosti strategij hedge skladov relativno majhen v primerjavi s standardnim odklonom letnih donosnosti tradicionalnih oblik naložb, pa kazalca asimetrije in sploščenosti odražata ravno nasprotno sliko kar si želijo investitorji.

Investitorji v hedge skladih so razdeljeni v več kategorij, kjer so z 80% zastopanostjo v sredstvih hedge skladov zelo bogati posamezniki, sledijo univerze iz ZDA, krovni hedge skladi ter v manjši meri zavarovalnice osebnega in premoženjskega zavarovanja.

Kljub povečanemu povpraševanju po hedge skladih je za mnoge posamične investitorje kot tudi manjše institucije onemogočen neposreden vstop v najuspešnejše hedge sklade, slednje pa jim je dostopno z neposrednim investiranjem v krovne hedge sklade. Zaradi zakonske omejitve oglaševanja hedge skladov v javnosti, primanjkuje relevantnih javno dostopnih informacij, kar otežuje izbor ter omejuje transparentnost. Pri izboru hedge skladov vodilno vlogo odigra konsistenten analitičen sistem, ki ga vzpostavi investitor sam ali pa najame neodvisnega finančnega svetovalca.

Večja dostopnost hedge skladov manj premožnim fizičnim osebam, zaradi zniževanja minimalnega vložka ter provizij, boljši nadzor s strani regulatorjev trga, spremenjena zakonodaja, večja transparentnost poslovanja ter turbulentne razmere na trgih vrednostnih papirjev, napovedujejo rast in razvoj hedge skladov.

11 POVZETEK

Zaradi razhajanj v definicijah hedge skladov smo na kratko povzeli osnovne značilnosti, ki so skozi različne definicije bolj ali manj opisane. Hedge skladi so privatne investicijske družbe, njihov sedež je praviloma na eksteritorialnih trgih. Upravljavci hedge skladov so nadpovprečno izkušeni in z znanjem podkovani posamezniki, ki povečujejo donosnost sredstev hedge sklada z uporabo različnih strategij in investicijskih tehnik, med katere sodijo izvedeni finančni instrumenti, nekrita prodaja ter efekt finančnega vzvoda.

Sam pojem »hedging« pomeni zavarovanje, v primeru hedge skladov pa izraža pojem zavarovanje premoženja pred izgubo vrednosti. Investicijske tehnike, ki se uporabljajo v namen varovanja vrednosti premoženja, so nekrita prodaja in uporaba izvedenih finančnih instrumentov. Prvotni hedge skladi v 60-ih letih, od koder izhaja izraz, so bili dejansko usmerjeni v takšno investicijsko politiko, danes pa ime »hedge sklad« zavaja, saj je postala panoga zelo raznolika. V to kategorijo se namreč štejejo tudi skladi, ki navedenih investicijskih tehnik ne uporabljajo le za varovanje pred tržnim tveganjem, temveč predvsem za doseganje višje donosnosti in so lahko tako celo bolj tvegani od tradicionalnih naložb.

Hedge skladi so zaradi proste izbire trga, finančnih instrumentov in naložbenih tehnik ter hitrega dostopa do kvalitetnih informacij izredno uspešni pri ustvarjanju dodane vrednosti z izkoriščanjem kratkoročnih tržnih neučinkovitosti. Upravljavci hedge skladov z aktivnim upravljanjem sredstev portfelja, v nasprotju s pasivnimi upravljavci tradicionalnih oblik naložb, kljub slabim razmeram na trgu vrednostnih papirjev in negativnim borznim indeksom povečujejo vrednost hedge skladov.

Donosnost hedge skladov je kljub visokim stopnjam provizij v povprečju višja od tradicionalnih oblik naložb. Njihova prednost je tudi v nižji izpostavljenosti tržnemu tveganju, saj je uspešnost hedge skladov odvisna predvsem od specifičnih lastnosti upravljavcev in manj od tržnih gibanj. Hedge skladi so zaradi visoke povprečne donosnosti in nizke izpostavljenosti tržnemu tveganju bolj učinkovita naložba od tradicionalnih oblik. Medtem ko se kot samostojna naložba odlikujejo z ugodnim razmerjem med donosnostjo in tveganjem, so zaradi nizke ter v primeru skladov kratkih pozicij negativne korelacije s trgi vrednostnih papirjev še posebej primerni za razpršitev premoženja.

Ključne besede: hedge skladi, vzajemni skladi, eksteritorialni trgi, finančni vzvod, korelacija, dolga pozicija, kratka pozicija, nekrita prodaja, volatilitnost, diverzifikacija, krovni hedge skladi, tveganja, strategije hedge skladov, standardni odklon, kazalec asimetrije, kazalec sploščenosti, izvedeni finančni instrumenti.

ABSTRACT

There are different definitions of the term “hedge fund”. Therefore I have presented only its main characteristics, which are more or less described through different definitions. Hedge funds are private investment companies, which are usually located on the off-shore markets. They are managed by highly experienced and knowledgeable individuals, who increase the profitability of hedge funds by using different strategies and investment techniques, such as derivatives, short-selling and financial leverage.

The term “hedging” means "insurance", whereas the term "hedge fund" expresses the meaning of "protection of assets" against the loss of value. The investment techniques which are used to protect the value of assets are short-selling and derivative financial instruments. First hedge funds, which appeared in the 60s, were oriented towards immediate investment policies. Nowadays the term "hedge fund" is misleading, for the branch has become versatile. The category of hedge funds also includes funds that don't use the above mentioned techniques only as a protection against the market risk, but mainly for achieving higher profitability. Therefore these funds can be even more risky than the traditional investments.

Free market choice, financial instruments, investment techniques and quick access to information make hedge funds extremely successful in creating additional value by using short-term market inefficiencies. In contrast to the passive managers of traditional investments, the managers of hedge funds, using active management of portfolio, increase the value of hedge funds despite the unpleasant market situation.

Although the fees are high, the profitability of hedge funds is on average higher than the profitability of traditional investments. Another advantage of hedge funds is a lower market risk exposure, for the success of hedge funds is primarily dependent on specific characteristics of the managers and less on market movements. Due to high average profitability and low market risk exposure hedge funds are more effective than traditional investments. They are characterised by a favourable relation between profitability and risk as an independent investment. Moreover, due to low correlation with the securities market and negative correlation in the case of short selling funds, they are particularly appropriate for spreading the risk of traditional investments.

Key-words: Hedge funds, Mutual funds, Offshore markets, Leverage, Correlation, Long position, Short position, Short selling, Volatility, Diversification, Funds of hedge funds, Risks, Hedge funds strategies, Standard deviation, Skewness, Kurtosis, Derivatives.

SEZNAM LITERATURE

1. Ahl, Peter. (2001). Global Macro Funds – what lies ahead. Alternative Investment Management Association [online]. Dostopno na: <http://www.aima.org/uploads/2001%5CApr%5COrthogonalCapital.pdf> [15.05.2006].
2. Bevc, Miranda. (2003). Hedge skladi kot alternativna oblika naložbe. Centralna ekonomska knjižnica [online]. Dostopno na: http://www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/bevc95 [15.03.2006].
3. Brown, S.J., W.N. Goetzmann, in B. Liang. (2004). Fees on Fees in Funds of Funds. Social Science Research Network [online]. Dostopno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=335581#PaperDownload [15.03.2006].
4. Donaldson, William H. (2003). Implications of the Growth of Hedge Funds. Harvard Business School [online]. Dostopno na: <http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903> [16.03.2006].
5. Eichengreen, B., D. Mathieson, B. Chanda, A. Jansen, L. Kodres, in S. Sharma. 1998. Hedge Funds and Financial Market Dynamics. Washington: International Monetary Fund.
6. Fung, William, in David A. Hsieh. (1999). A Primer on Hedge Funds. Journal of Empirical Finance Volume 6 Number 3 [online], 22 strani. Dostopno na: <http://econpapers.repec.org/article/eeeempfin> [25.2.2006].
7. Hedges IV, James R. 2005. Hedges on Hedge Funds: How to Successfully Analyze and Select an Investment. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
8. Hull, John C. 2000. Options, Futures & Other Derivatives. Upper Saddle River: Prentice-Hall.
9. Ineichen, Alexander M. 2003. Absolute Returns: The Risk and Opportunities of Hedge Funds Investing. New York: John Wiley & Sons, Inc.
10. Jaeger, Robert A.. 2003. All About Hedge Funds: The Easy Way to Get Started. New York: The McGraw-Hill Companies, Inc.
11. Kat, Harry M., in Helder P. Palaro. (2005). Who Needs Hedge Funds?: A Copula Based Approach to Hedge Fund Return Replication. Social Science Research Network [online]. Dostopno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=855424 [15.03.2006].
12. Kat, Harry M. (2003). Ten Things Investors Should Know About Hedge Funds. Cass Business School [online]. Dostopno na: <http://www.cass.city.ac.uk/airc/pdf/WP0015.pdf> [13.03.2006].

13. Kat, Harry M., in Chris Brooks. (2001). The Statistical Properties of Hedge Fund Index Returns and Their Implications for Investors. Social Science Research Network [online]. Dostopno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=289299 [15.03.2006].
14. Klipšteter, Tomaž. 1999. Skrivnostni hedge skladi. Bančni vestnik 48, 26-30.
15. Lhabitant, Serge F. 2002. Hedge Funds: Myths and Limits. Chichester: John Wiley & Sons Ltd.
16. McCrary, Stuart A. 2002. How to create and Manage a Hedge Fund: A Professional's Guide. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
17. Nicholas, Joseph G. 1999. Investing in Hedge Funds: Definitive Strategies and Techniques. Princeton: Bloomberg Press.
18. Pirtovšek, Matej. (2003). Upravljanje vzajemnih skladov. Centralna ekonomska knjižnica [online]. Dostopno na: <http://www.cek.ef.uni-lj.si/magister/pirtovsek248.pdf> [25.04.2006].
19. Recelj, Alenka. (2004). Naložbene strategije hedge skladov in njihova uspešnost. Centralna ekonomska knjižnica [online]. Dostopno na: www.cek.ef.uni-lj.si/u_diplome/recelj1392.pdf [15.03.2006].
20. Stallman, Chris (19.07.2004). Hedge Fund Strategies. Teenanalyst.com, [online]. Dostopno na: <http://www.teenanalyst.com/funds/hedgestrategies.html> [20.05.2006].
21. Veselinovič, Draško. 1998. Opcije in drugi terminski (izvedeni) finančni instrumenti. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
22. Zbašnik, Dušan. 2001. Mednarodne poslovne finance. Maribor: Univerza v Mariboru, Ekonomsko poslovna fakulteta.
23. Zbašnik, Dušan. 1999. Mednarodno finančno ravnanje. Maribor: Univerza v Mariboru, Ekonomsko poslovna fakulteta.

SEZNAM VIROV

1. MSCI Equity Indices. (2006). Dostopno na: <http://www.msci.com/equity/indexdesc.html> [25.04.2006].

SEZNAM TABEL

TABELA 1: RAST SREDSTEV EVROPSKIH HEDGE SKLADOV (2003).....	13
TABELA 2: RAST SREDSTEV HEDGE SKLADOV V AZIJI (2003)	14
TABELA 3: PRIMERJAVA HEDGE SKLADOV Z VZAJEMNIMI SKLADI.....	15
TABELA 4: PRIMERJAVA DONOSOV RAZLIČNIH INDEKSOV HEDGE SKLADOV Z INDEKSI VZAJEMNIH SKLADOV TER DRUGIMI INDEKSI (v %) ...	19
TABELA 5: KORELACIJA TRADICIONALNIH INDEKSOV S STRATEGIJAMI HEDGE SKLADOV V BIKOVSKEM IN MEDVEDJEM TRENDU .	21
TABELA 6: PRIKAZ TVEGANOSTI STRATEGIJ HEDGE SKLADOV IN PRIMERJAVA Z S&P 500 TER MSCI WORLD INDEKSOMA	22
TABELA 7: DOBIČEK PORTFELJA V PRIMERU RASTI CEN DELNICE A IN DELNICE B.....	34
TABELA 8: DOBIČEK PORTFELJA V PRIMERU RASTI CENE DELNICE A IN PADCA CENE DELNICE B.....	35
TABELA 9: LASTNOSTI STRATEGIJ RELATIVNE VREDNOSTI	36
TABELA 10: KARAKTERISTIKE DOGODKOVNIH STRATEGIJ	39
TABELA 11: KARAKTERISTIKE USMERITVENIH STRATEGIJ	41
TABELA 12: VRSTE INVESTITORJEV V ZDA IN NJIHOVI DELEŽI PREMOŽENJA V SREDSTVIH HEDGE SKLADOV	49