



Študentská vedecká aktivita

Komparácia investičných stratégií hedžových fondov počas finančnej krízy

Bc. Vladimír Ličko

Sekcia: Financie, bankovníctvo a investovanie

Konzultant: Ing. Ľubomír Pintér, PhD.

Banská Bystrica

2015

Obsah

Úvod.....	3
1 Základné charakteristiky hedžových fondov	4
1.1 Štruktúra portfólia a investičné stratégie hedžového fondu	4
2 Komparácia investičných stratégií hedžových fondov počas finančnej krízy.....	9
2.1 Kritériá komparácie a vstupné údaje	9
2.2 Komparácia vybraných hedžových fondov z hľadiska investičnej stratégie	10
Záver	17
Zoznam použitej literatúry	18
Prílohy.....	19

Úvod

Rozhodnutia týkajúce sa investovania finančných prostriedkov do rôznych investičných príležitostí závisia okrem dostatočných vedomostí a skúseností aj od aktuálnej situácie na finančných trhoch. Domnievať sa, že výnosy finančných nástrojov, do ktorých sa rozhodneme investovať, sa správajú rovnako v akomkoľvek období nie je správne a môže spôsobiť rozsiahle straty. Dôkazom je aj nedávna globálna finančná kríza, ktorej následky boli najmä v jej začiatkoch pre mnohých investorov veľmi výrazné. Vysoké majetkové straty vykazovali tak individuálni ako aj inštitucionálni investori s dlhoročnými skúsenosťami a z finančných trhov sa vytratila dlhoročne budovaná dôvera. Následky finančnej krízy sa šírili naprieč celým spektrom finančných nástrojov a zasiahli prakticky všetky významné svetové regióny. Opäť je však potrebné poznamenať, že nie všetky investície zareagovali na finančnú krízu rovnako a aj v tejto oblasti možno pozorovať zásadné rozdiely. Azda najviac sa krízové obdobie prejavilo na akciových trhoch, pretože v nepriaznivých hospodárskych časoch sú to práve akciové spoločnosti, ktoré sa dostávajú do výrazných ekonomických problémov spojených s poklesom dopytu po ich výrobkoch a službách, ako aj so zvýšeným výskytom finančných rizík, najmä úverového a kurzového rizika. Okrem iných faktorov sa od úspešnosti spoločností kótovaných na akciových burzách odvíja aj trhovú cenu ich akcií a nepriamo sa tak podieľajú aj na úspešnosti akciových investorov. Toto je však len veľmi zjednodušený pohľad na fungovanie akciových trhov, pretože existuje množstvo externých faktorov, ktoré dokážu výrazne ovplyvniť výnosy akciových titulov a ich predvídanie je prakticky nemožné.

Cieľom práce je poukázať na odlišnosť reakcií investičných stratégií hedžových fondov na globálnu finančnú krízu oproti klasickým finančným nástrojom nakoľko hedžové fondy majú potenciál prinášať zaujímavé zhodnotenie v akomkoľvek období. Investičné stratégie hedžových fondov sa navzájom líšia najmä zameraním na rôzne typy investičných príležitostí a preto v krízovom období očakávame ich odlišný vývoj. Manažment hedžových fondov má omnoho väčšie možnosti reakcie na aktuálnu situáciu na finančných trhoch, či už zaujatím dlhých a krátkych pozícií v akciách alebo využívaním derivátových nástrojov, ale aj prácou s pákovým efektom na dosahovanie výraznejších ziskov. Prvá kapitola práce pozostáva z vymedzenia základných pojmov týkajúcich sa hedžových fondov a stručného predstavenia podstaty ich základných investičných stratégií. V druhej časti práce sa zaoberáme samotnou komparáciou hedžových fondov, analýzou dopadov krízového obdobia na ich výkonnosť a interpretáciou výsledkov komparácie.

1 ZÁKLADNÉ CHARAKTERISTIKY HEDŽOVÝCH FONDŮ

Stále väčšie množstvo investorov sa hlavne v USA zaujíma o hedžové fondy. Ide o špecifickú formu fondu na kapitálovom trhu. Ich názov je odvodený od anglického slova „hedge“, ktoré vyjadruje spôsob zaistenia resp. ochrany pred výkyvmi trhu. Z tohto vyplýva, že by sa mali orientovať na zabezpečenie sa proti riziku. Realita je však taká, že hedžové fondy sú zamerané hlavne na vysoko rizikové investície s cieľom dosiahnutia nadštandardných výnosov. Ich cieľom je tvorba hedgingom chráneného portfólia aktív, ktoré bez ohľadu na vývoj trhu poskytujú nadpriemerný výnos. Okrem orientácie na dosiahnutie čo najvyššieho výnosu pre investorov sa hedžové fondy orientujú najmä na dlhodobý rast kapitálu. Rozdiel medzi manažérmi klasických podielových fondov a manažérmi hedžových fondov spočíva v tom, že zatiaľ čo manažéri klasických podielových fondov sa snažia o výnosnosť fondov vyššiu ako je priemerná miera inflácie za investičné obdobie a prekonanie určitého pasívneho benchmarku, manažéri hedžových fondov sa usilujú o dosiahnutie absolútne kladnej výnosnosti bez ohľadu na to, akým smerom sa vyvíja trh. Orientujú sa najmä na derivátové operácie s využitím pákového efektu. Často využívajú nástroje, ktoré sú pre klasické podielové fondy legislatívne obmedzené alebo zakázané a tým dokážu dobre riadiť riziko a obmedzovať tak nepotrebnú volatilitu aktív fondu. Hedžové fondy nie sú prístupné širokej verejnosti, pretože základnou podmienkou v USA pre investora je preukázateľný majetok najmenej 5 mil. USD pri právnickej osobe a 1 mil. USD pri fyzickej osobe. Túto podmienku stanovil zákon National Securities Markets Improvement Act z dôvodu obmedzenia týchto fondov len na veľmi kvalifikovaných investorov. Navyše minimálna vstupná investícia predstavuje pre väčšinu hedžových fondov výšku od 100 000 USD príp. EUR. Takmer výhradne sú v súčasnosti hedžové fondy prístupné len inštitucionálnym investorom. (Chovancová, 2012)

Hedžové fondy sa od klasických podielových fondov líšia aj poplatkovou štruktúrou. Tá najčastejšie zahŕňa manažérsky poplatok vo výške 1 - 2 % zo spravovanej investície a výkonnostný poplatok 10 - 20 % z dosiahnutých výnosov v závislosti od výkonnosti konkrétneho hedžového fondu. (Wilson, 2010)

1.1 Štruktúra portfólia a investičné stratégie hedžového fondu

Hedžový fond sa svojou štruktúrou portfólia investičných nástrojov veľmi podobá klasickým podielovým fondom. Zhromažďuje prostriedky od investorov a takto získané prostriedky investuje do rôznych investičných príležitostí, ako sú akcie, dlhopisy, opcie a rôzne iné investičné nástroje. Rozdielom oproti klasickým podielovým fondom je, že

hedžový fond neinvestuje striktne len do jednej formy spomínaných investičných nástrojov, ale vytvára pestré portfóliá zložené z aktuálne najlepších príležitostí na finančnom trhu. Často investuje do vysokorizikových a menej známych spoločností prostredníctvom kúpy ich akcií. Potenciálne výnosná investícia nemusí byť založená len na zaujatí dlhej pozície, ale často si príležitosť vyžaduje zaujatie krátkej pozície investičného nástroja a to znamená, že hedžový fond sa snaží využiť tak cenový rast, ako aj pokles cien vybraných nástrojov. Zloženie portfólií hedžových fondov závisí od ich stratégie, pričom častou stratégiou ako si zaistiť vysoké zhodnotenie je využívanie indexov a rôznych moderných nástrojov, ako sú napríklad ETF (Exchange-Traded Fund).

Investičné stratégie

Úspech hedžového fondu nezávisí len od schopností manažmentu, ktorí ho spravuje. Podstatným faktorom úspechu je aj správna hedžová stratégia. V praxi má prakticky každý hedžový fond odlišnú investičnú stratégiu a do svojho fungovania pridáva aj vlastné know-how. Ak aj niektoré fondy využívajú rovnakú stratégiu, snažia sa navzájom odlíšiť rôznymi postupmi a investíciami. Úspech hedžového fondu potom závisí okrem spomínaného manažmentu a stratégie aj od použitia odlišných investičných nástrojov a získania tak konkurenčnej výhody. Existuje veľké množstvo investičných stratégií hedžových fondov.

Najčastejšie sa investičné stratégie hedžových fondov delia na tri jednoduché kategórie:

- trhovo neutrálne stratégie zamerané na reálnu hodnotu (relative value),
- udalosťami riadené stratégie (event driven),
- stratégie vyhľadávajúce príležitosť (opportunistic).

Trhovo neutrálne stratégie zamerané na reálnu hodnotu

Pri trhovo neutrálnych stratégiách zameraných na relatívnu hodnotu sa hedžové fondy snažia profitovať z odhaľovania nesprávneho ocenenia cenných papierov na trhu. Táto stratégia využíva technickú a fundamentálnu analýzu na zistenie, či sa cenný papier odchyľuje od svojej vnútornej hodnoty alebo dlhodobého normálu a tým hľadá priestor na zisk. Fondy s touto stratégiou majú vo všeobecnosti nízku volatilitu kvôli snahe vyhnúť sa celkovému trhovému riziku. Takýto fond je vhodný pre investorov s očakávaním stabilnejšieho výnosu. Zaraďujeme sem arbitráž konvertibilných cenných papierov, dlhopisovú arbitráž a neutrálnu akciovú arbitráž.

Arbitráž konvertibilných cenných papierov (convertible arbitrage) je stratégia zameraná na dlhopisy a akcie, ktoré sú vymeniteľné za kmeňové akcie určitej spoločnosti. Manažér takéhoto fondu hľadá na trhu podhodnotené konvertibilné dlhopisy, ktoré nakupuje a zároveň simultánne predáva akcie spoločností, na akcie ktorých sú tieto dlhopisy konvertibilné. Týmto sa zaist'uje proti trhovému riziku.

Dlhopisová arbitráž (fixed income arbitrage) sa zameriava na hľadanie cenových rozdielov na globálnom dlhopisovom trhu a trhu derivátov s využitím pákového efektu. Manažér fondu uzavrie dlhé a krátke pozície s podobnými nástrojmi, ktorých ceny sa z rôznych dôvodov vyvíjajú podobne.

Do tejto stratégie možno zaradiť aj neutrálnu akciovú arbitráž (equity market neutral). Snahou manažéra je pri tejto stratégii nájsť neefektívne ocenené akcie pri dodržaní minimálneho akciového rizika z hľadiska citlivosti portfólia na pohyb trhu (faktor beta). Takýto fond dosahuje konzistentné výnosy s nízkou volatilitou a koreláciou (vzájomná závislosť aktív) pri rastúcom aj klesajúcom vývoji trhu. Dôležité sú pri tejto stratégii kvantitatívne analýzy, ktoré dokážu zistiť rozsahom malé ziskové príležitosti, ale na veľkej množine akcií, čím vytvárajú zaujímavý potenciál. Manažér fondu tak ako v predošlom prípade uzatvára dlhé a krátke navzájom sa kompenzujúce pozície s pozitívnym trhovým nadvýnosom (rozdiel medzi výnosom finančného nástroja a výnosom trhu).

Udalosťami riadené stratégie

Udalosťami riadené stratégie sa orientujú najmä na akciový trh. Základom je sledovanie zásadných udalostí a finančných zmien vo firmách, ako napríklad kúpa, prevzatie spoločnosti, bankrot, reštrukturalizácia, odstúpenie manažmentu a pod. Táto stratégia býva niekedy označovaná aj ako investovanie podľa životného cyklu firmy. Udalosťami riadená stratégia využíva presný odhad momentu, kedy je potrebné cenné papiere nakúpiť a kedy naopak predat'. Hlavnú úlohu zohrávajú rôzne udalosti s nečakaným a silným vplyvom na pohyb cien akcií. Výkonnosť hedžového fondu je menej závislá od vývoja trhu ako je to pri tradičných podielových fondoch z dôvodu, že využíva nesprávne ocenenie cenných papierov vplyvom spomínaných nečakaných udalostí. Rovnako sú sledované aj spoločnosti, ktoré sa pripravujú na fúzie a akvizície. Do tejto kategórie zaradíme najmä rizikovú arbitráž, stratégiu pre cenné papiere v kríze a multi-stratégiu, ktorá používa mix nástrojov všetkých stratégií z tejto kategórie.

Pri rizikovej arbitráži (risk arbitrage) manažér fondu investuje súčasne do dlhej a krátkej pozície oboch zlučujúcich sa firiem, zvyčajne formou nákupu akcií preberanej spoločnosti a predajom akcií spoločnosti preberajúcej a profituje z rozdielu medzi cenou trhovou a cenou dohodnutou. Hlavným rizikom je pritom možnosť, že k fúzii nedôjde. Príkladom tejto stratégie z nedávnej minulosti je nákup akcií spoločnosti Compaq a súčasne predaj akcií spoločnosti Hewlett-Packard.

Stratégia pre cenné papiere v kríze (distressed) sleduje ceny dlhopisov a akcií spoločností s finančnými a prevádzkovými problémami. Manažér fondu vyhľadáva spoločnosti, ktoré majú finančné alebo obchodné problémy ako je nutnosť reštrukturalizácie dlhu, hrozba úpadku alebo klesajúce tržby. Predpokladom je fakt, že ak cenné papiere spoločnosti dostanú rating v špekulatívnom pásme, investori sa ich začnú zbavovať. Táto stratégia je založená na udržiavaní dlhej pozície pri akciách takýchto spoločností a presvedčení, že vybrané spoločnosti sa dostanú z problémov a začnú rásť aj ceny ich akcií. Ide o veľmi rizikovú oblasť a preto je nutná dôkladná diverzifikácia takýchto cenných papierov. (Lhabitant, 2006)

Stratégie vyhľadávajúce príležitosť

Poslednou kategóriou sú stratégie vyhľadávajúce príležitosť. Spojené sú s vyššou volatilitou a trhovým rizikom. Hoci tieto stratégie dosahujú nižšiu mieru výnosu upraveného o riziko, v absolútnych výnosoch je ich postavenie najvyššie. Stratégie vyhľadávajúce príležitosť majú niekoľko variant, zaradujeme sem globálnu stratégiu, stratégiu predajov nakrátko, stratégiu so zameraním na rozvíjajúce sa trhy a dlhú a krátku akciovú stratégiu.

Globálna stratégia (global macro) je založená na sledovaní globálnej ekonomiky a kapitálových trhov a identifikácii investičných príležitostí kdekoľvek na svete. Obvykle sa aplikuje prístup zhora nadol a predpovede globálnych makroekonomických udalostí. V pozornosti manažérov bývajú také udalosti ako akciové bubliny, menové krízy, či výraznejšie zmeny cien komodít. Nie zriedkavým javom je kombinácia investícií na vyspelých a rozvíjajúcich sa trhoch a vzhľadom na zložitejšie hľadanie neefektívnych ocenení trhov sú manažéri vystavení aj trhovému riziku.

Stratégia predajov nakrátko (dedicated short bias) je ďalšou alternatívou v rámci tejto kategórie hedžových stratégií. Zameraná je na pokles akciového trhu. Manažéri si vypožičiavajú akcie od tretej strany výmenou za zábezpeku v podobe iných cenných papierov alebo hotovosti rovnajúcu sa trhovej hodnote vypožičaných akcií a následne ich predávajú na

trhu s cieľom ich neskoršej spätnej kúpy pri nižšej cene. Tieto akcie následne vrátia a ich zisk/strata závisí od cenových posunov na akciových trhoch. Tzv. short selling má určité legislatívne obmedzenia, ktoré zabráňujú masívnemu predaju cenných papierov a tým prípadnému zrúteniu trhov.

Stratégia zameraná na rozvíjajúce sa trhy (emerging markets) je využívaná hedžovými fondmi na nákup akcií a dlhopisov na rozvíjajúcich sa trhoch, na ktorých je základným predpokladom omnoho nižšia efektívnosť a likvidita a väčší priestor na existenciu podhodnotených aktív. Rozvíjajúce sa trhy sú známe vysokou rizikovosťou spojenou najmä s politickou nestabilitou a slabou transparentnosťou, no zároveň s vysokým rastovým potenciálom. Nie je preto prekvapením, že hedžové fondy využívajúce túto stratégiu majú vysokú volatilitu spôsobenú aj nemožnosťou predaja nakrátko a zaistenia formou derivátov.

Najväčšia skupina fondov využíva dlhú a krátku akciovú stratégiu (long/short equity). Cieľom tejto stratégie je nákup perspektívnych akcií a zároveň predaj akcií s negatívnym výhľadom. Veľký dôraz sa kladie na selektívny výber akcií s pozitívnym nadvýnosom. Podobnú stratégiu má aj aktívne spravovaný akciový podielový fond, no výhodou hedžového fondu s dlhou a krátkou akciovou stratégiou je potenciál získať aj dvojnásobný nadvýnos. Manažér hedžového fondu má aj možnosť flexibilne meniť štýl riadenia portfólia v závislosti od očakávaného vývoja trhu z rastového na hodnotový, prípadne sa zamerať na určité sektory a regióny. Aktívne sú pri takýchto fondoch využívané aj deriváty na zníženie rizika s minimálnym vplyvom na výnosnosť fondu. (Stefanini, 2006)

2 KOMPARÁCIA INVESTIČNÝCH STRATÉGIÍ HEDŽOVÝCH FONDOV POČAS FINANČNEJ KRÍZY

Pre hedžové fondy sú charakteristické takmer neobmedzené možnosti pri investovaní finančných prostriedkov, pričom základným cieľom portfólio manažérov týchto fondov je za každých okolností nájsť čo najvhodnejšiu investičnú príležitosť a prinášať tak nepretržité zhodnotenie. Pri investovaní finančných prostriedkov využívajú okrem klasických investičných nástrojov ako sú dlhopisy a akcie, aj rôzne derivátové nástroje od opcí až po futures. Okrem toho často využívajú pákový efekt, s pomocou ktorého dokážu znásobiť zisky. Naším cieľom je zistiť, ktoré investičné stratégie dokážu využiť obdobie finančnej krízy ako investičnú príležitosť a ktoré naopak finančná kríza negatívne zasiahla. Táto práca môže pomôcť každému investorovi v prípade rozhodovania sa pre investovanie do niektorého hedžového fondu a uľahčiť mu tak výber v časoch globálnych poklesov na finančných trhoch a ochrániť tak úspory pred výrazným znehodnotením. Vzhľadom na fakt, že hedžové fondy sú prístupné len určitým skupinám investorov a často je na vstup do nich potrebné členstvo v niektorom z prestížnych investičných klubov, ide skôr o názornú ukážku, ako tieto fondy dokážu fungovať v čase, kedy väčšina investorov stráca dôveru v klasické finančné nástroje a hľadá tzv. bezpečné prístavy, ktoré si udržiujú svoju hodnotu a chránia tak investície.

2.1 Kritériá komparácie a vstupné údaje

Pri komparácii hedžových fondov z hľadiska investičnej stratégie je najskôr potrebné vybrať ich vhodnú databázu. Rozhodli sme sa pre databázu spoločnosti Credit Suisse, ktorá obsahuje indexy hedžových fondov využívajúcich jednotlivé investičné stratégie. Hoci tieto indexy svojou štruktúrou pripomínajú skôr fondy fondov, ich podstata spočíva v prezentovaní priemerných výnosov všetkých hedžových fondov, ktoré sú ich súčasťou. Indexácia hedžových fondov je čoraz viac rozšírenou možnosťou, ako priblížiť menej skúseným investorom fungovanie rôznych investičných stratégií hedžových fondov prehľadnejšou formou bez nutnosti podrobného skúmania každého hedžového fondu samostatne. Historické ceny vybraných indexov, slúžiace na výpočty jednotlivých ukazovateľov, sú k dispozícii na mesačnej báze. Do komparácie sme pre názornosť dôsledkov finančnej krízy vybrali aj niekoľko významných burzových indexov reprezentujúcich hlavné svetové regióny, konkrétne S&P 500 (USA), Nikkei 225 (Japonsko) a Eurostoxx 50 (Eurozóna). Historické ceny spomínaných burzových indexov pochádzajú z oficiálnych burzových údajov dostupných na internetovej stránke finance.yahoo.com, ktorá pracuje s najaktuálnejšími údajmi.

Základnými kritériami komparácie investičných stratégií vybraných hedžových fondov sú priemerné ročné výnosy, ročná volatilita a Sharpeho pomer, niektorými autormi označovaný aj ako Sharpeho pomerový koeficient. Porovnaním hedžových fondov formou priemerných ročných výnosov za celé sledované obdobie, ako aj za jednotlivé roky, je možné nájsť odpoveď na otázku, ktoré z nich dosiahli najvyššie zhodnotenie pre investorov a ktoré roky tieto výsledky najviac ovplyvnili. Porovnávanie vybraných investičných stratégií hedžových fondov formou Sharpeho pomeru predstavuje objektívnejšiu alternatívu, pretože do úvahy berie okrem výnosov aj ich rizikovosť. Výnosy sú v tomto prípade počítané ako prémia nad výnos bezrizikových finančných aktív.

2.2 Komparácia vybraných hedžových fondov z hľadiska investičnej stratégie

Priemerné mesačné a ročné výnosy a volatilitu vybraných indexov hedžových fondov spolu s burzovými indexmi hlavných svetových regiónov približuje tabuľka 1.

Tabuľka 1: Priemerné výnosy a volatilita vybraných hedžových fondov a burzových indexov.

2007 - 2010	HFI	Predaje nakrátko	Neutrálna akciová arbitráž	Riziková arbitráž	Globálna stratégia	S&P 500	Nikkei 225	Eurostoxx 50
Priemer(p.m.)	0.38%	-0.72%	-0.83%	0.41%	0.73%	-0.25%	-1.09%	-0.72%
Volatil.(p.m.)	2.27%	5.04%	7.68%	1.27%	2.10%	5.82%	7.13%	6.30%
Priemer (p.a.)	4.52%	-8.63%	-9.91%	4.88%	8.71%	-3.01%	-13.03%	-8.67%
Volatil. (p.a.)	7.85%	17.44%	26.61%	4.39%	7.26%	20.17%	24.71%	21.84%

Prameň: Vlastné spracovanie.

Prevažnú väčšinu vybraných hedžových fondov možno vo všeobecnosti považovať za dobré investície aj počas krízového obdobia. Dokumentujú to výnosy súhrnného indexu hedžových fondov spoločnosti Credit Suisse a hedžových fondov s globálnou stratégiou a udalosťami riadenými stratégiami. Kým súhrnný index hedžových fondov (HFI) dosiahol v priemere 4,51 % ročne, ešte viac sa darilo zvyšným spomenutým hedžovým fondom. Investície do hedžových fondov využívajúcich rizikovú arbitráž, ktoré patria do kategórie udalosťami riadených stratégií, dosiahli v priemere ročný výnos 4,88 % s najnižšou volatilitou spomedzi všetkých fondov na úrovni 4,39 % a hedžové fondy s globálnou stratégiou dosiahli dokonca ešte vyšší výnos, presnejšie 8,71 % za rok. Rovnako pozitívne vyzneli aj výsledky rizikovosti týchto hedžových fondov. Jednociferná volatilita je v čase vysokej neistoty na finančných trhoch až nečakane pozitívnym výsledkom.

Nie všetky hedžové fondy však dokázali pružne reagovať na prudké poklesy na finančných trhoch a eliminovať prípadné straty alebo využiť túto zmenu trendu v prospech

investorov. Vysokú stratu vykázali v priemere za celé sledované obdobie hedžové fondy s neutrálnou akciovou arbitrážou a predajmi nakrátko. Hedžové fondy s neutrálnou akciovou arbitrážou sa prezentovali stratou takmer -10 % ročne pri najvyššej volatilitate spomedzi všetkých analyzovaných fondov a burzových indexov. Tento výsledok je pre nás veľkým prekvapením, pretože z podstaty neutrálnej akciovej arbitráže vyplýva, že by mali dosahovať konštantné výnosy pri akejkoľvek pohybe finančných trhov a zároveň vykazovať nízku volatilitu. Finančná kríza sa tak na týchto hedžových fondoch prejavila najvýraznejšie. Podobne negatívne výsledky vykázali aj hedžové fondy zamerané na predaje nakrátko. S priemernou ročnou stratou -8,63 % pri takmer 18 %-nej volatilitate patrili taktiež k investíciám, ktoré nemožno považovať za akceptovateľné.

Dôsledky globálnej finančnej krízy môžeme ilustrovať na príklade vývoja niektorých hlavných burzových indexov. Pre potreby tejto práce sme vybrali index S&P 500 reprezentujúci región USA, japonský Nikkei 225 a burzový index eurozóny Eurostoxx 50. Všetky spomínané burzové indexy sa prezentovali vysokými stratami, najmä však japonský index Nikkei 225 s priemernou ročnou stratou viac než -13 % a podobne sa prejavil aj index Eurostoxx 50 so stratou -8,67 % ročne. Zároveň však zaznamenali aj vysokú volatilitu na úrovni viac než 20 % ročne. Tento výsledok bol vzhľadom na dôsledky globálnej finančnej krízy v podobe výrazných poklesov na finančných trhoch očakávaný. O niečo lepšie dopadol v sledovanom období index S&P 500, ktorého strata -3,01 % bola dokonca nižšia, ako tomu bolo pri hedžových fondoch so stratégiou predajov nakrátko a dokonca aj pri hedžových fondoch s neutrálnou akciovou arbitrážou.

Presnejšie možno vyhodnotiť výkonnosť vybraných hedžových fondov a burzových indexov pomocou Sharpeho pomeru, ktorý berie do úvahy tak výnosy, ako aj rizikovosť fondu. Možným úskalím je fakt, že do výpočtu vstupuje aj bezrizikové aktívum, väčšinou štátne dlhopisy, ktoré v dlhšie trvajúcom krízovom období vykazujú vyššie výnosy, čím výraznejšie ovplyvňujú aj samotný výpočet. Podrobnejšie výsledky výkonnosti vybraných hedžových fondov spolu s výkonnosťou burzových indexov pomocou Sharpeho pomeru približuje tabuľka 2.

Na základe Sharpeho pomeru môžeme vyhodnotiť výkonnosť vybraných hedžových fondov a porovnať ich spolu s vybranými burzovými indexmi, aby sme tak mohli dokázať ich úspešnosť aj počas krízového obdobia.

Tabuľka 2: Výkonnosť vybraných hedžových fondov a burzových indexov.

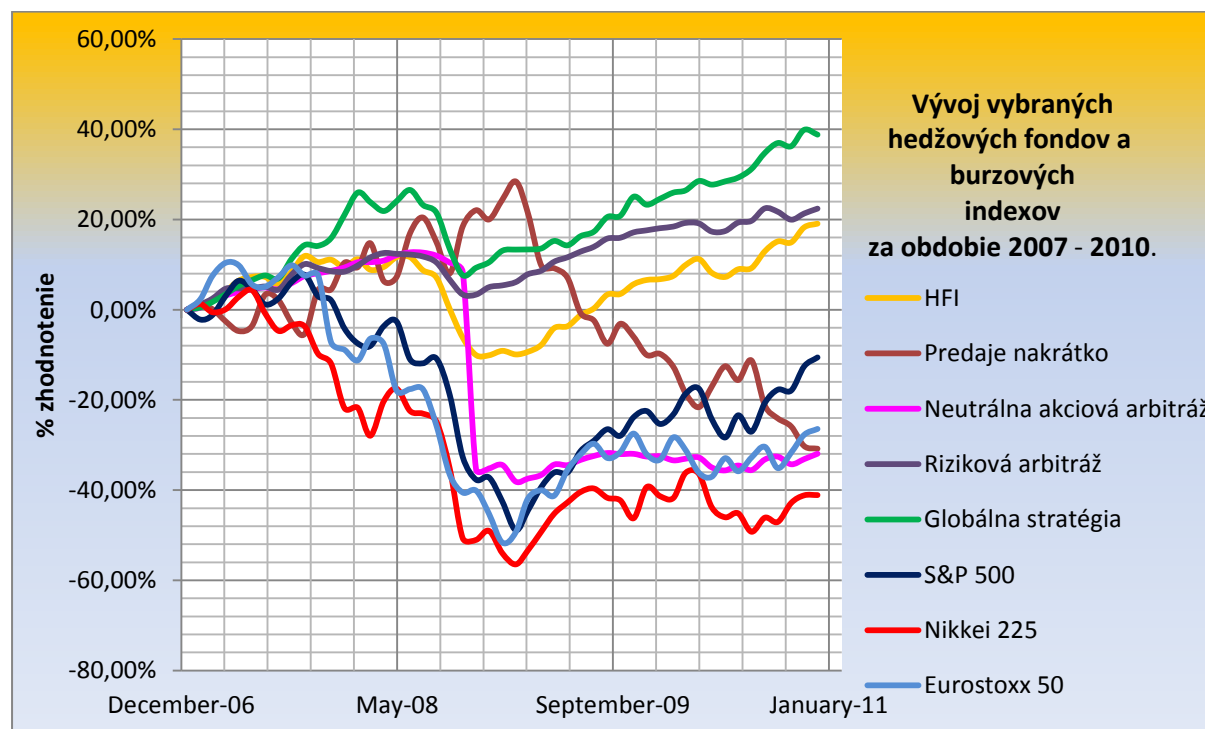
Sharpe 2007-2010	HFI	Predaje nakrátko	Neutrálna akciová arbitráž	Riziková arbitráž	Globálna stratégia	S&P 500	Nikkei 225	Eurostoxx 50
Priemer p.m.	0.0023	-0.00867	-0.009185	0.00270	0.00549	-0.0034	-0.0120	-0.0081763
Volatilita p.m.	0.0225	0.04953	0.075998	0.01261	0.02078	0.05787	0.07073	0.0626227
SHARPE (p.a.)	0.3652	-0.60684	-0.418671	0.74397	0.91590	-0.2069	-0.5915	-0.4522904

Prameň: Vlastné spracovanie.

Platí to najmä pre hedžové fondy s globálnou stratégiou, ktoré vykázali najvyššiu hodnotu anualizovaného ročného Sharpeho pomeru 0,916 a vo všeobecnosti tak možno investíciu do hedžových fondov s globálnou stratégiou považovať za dobrú. Podobne sa darilo aj hedžovým fondom zameraným na rizikovú arbitráž. Tie dokázali využiť podmienky na finančných trhoch v prospech investorov a patrili tiež k výkonnejším fondom. Výkonnosťou tak patrili tieto hedžové fondy k nadpriemerným, vzhľadom na priemerné výsledky za všetky hedžové fondy, ktorú reprezentuje index všetkých hedžových fondov v databáze spoločnosti Credit Suisse (HFI). Meranie výkonnosti pomocou Sharpeho pomeru však býva v niektorých prípadoch nepresné. Dôkazom sú hodnoty Sharpeho pomeru hedžových fondov s neutrálnou akciovou arbitrážou a hedžových fondov využívajúcich predaje nakrátko. Hoci hedžové fondy s neutrálnou akciovou arbitrážou dosiahli na základe Sharpeho pomeru lepší výsledok, ich volatilita bola výrazne vyššia. Znamená to teda, že investície, ktoré dosiahnu na základe výpočtu výnosnosti straty, nemožno navzájom objektívne porovnávať na základe Sharpeho pomeru. V tomto prípade je vhodnejšie vyčíslieť výkonnosť pomocou absolútnej hodnoty Sharpeho pomeru. Z tohto pohľadu boli v sledovanom období najhoršími investíciami hedžové fondy s neutrálnou akciovou arbitrážou, avšak ani druhé spomenuté hedžové fondy nemožno zaradiť k dobrým investíciám. Ak by sme nepoznali priemerné výnosy, ale rozhodovali by sme sa len na základe Sharpeho pomeru, tieto investície by sme nemohli považovať za vhodné, pretože v sledovanom období dosahovali nižší výnos ako bezrizikové aktívum použité pri výpočte tohto ukazovateľa. My však vieme, že tieto hedžové fondy dosahovali výraznejšie straty pri vysokej volatilita. Pre porovnanie výkonnosti hedžových fondov so situáciou, ktorá nastala na finančných trhoch, sme podobné výpočty aplikovali aj na vybrané burzové indexy. Všetky dosiahli záporné hodnoty Sharpeho pomeru, avšak v tomto prípade by použitie absolútnych hodnôt nebolo objektívne a presné. Najvýraznejšie sa globálna finančná kríza prejavila na

japonskom akciovom trhu, pretože index Nikkei 225 je najdôležitejším burzovým indexom krajiny.

Celkovo platí, že globálna finančná kríza spôsobila výrazné straty v celom spektre finančných inštrumentov, pričom dôležitú rolu hrala aj pri niektorých typoch hedžových fondov. Podstatné je vedieť aj to, ako dlho trvalo týmto hedžovým fondom dostať sa späť na predkrízovú úroveň. Priebežný vývoj trhovej hodnoty burzových indexov a vybraných hedžových fondov zobrazuje graf 1.



Graf 1: Vývoj vybraných hedžových fondov a burzových indexov za obdobie 2007 – 2010.
Prameň: Vlastné spracovanie.

Na grafe môžeme vidieť dôsledky finančnej krízy na vybrané hedžové fondy, ako aj výrazný pokles všetkých burzových indexov. Práve vývoj burzových indexov je pre mnohých investorov indikátorom situácie na finančných trhoch a významne ovplyvňuje ich budúce očakávania. Vývoj japonského indexu Nikkei 225 bol v sledovanom období mierne odlišný od ostatných burzových indexov. Už v polovici roka 2007 začal výrazne klesať a generovať vysoké straty. Najvyššiu stratu vykázal začiatkom roka 2009, kedy vykázal trhovú hodnotu nižšiu oproti začiatku sledovaného obdobia o takmer 57 %. Bola to zároveň najvyššia strata spomedzi všetkých analyzovaných indexov. Podobný vývoj však v tomto období zaznamenal aj európsky burzový index Eurostoxx 50, ktorého najvyššia strata predstavovala viac než - 51 %. Rozdiel v jeho vývoji však spočíva v tom, že index Eurostoxx 50 začal generovať straty až od novembra 2007. V tom istom období zaznamenal výrazný pokles aj americký

index S&P 500, pričom rovnako ako vyššie spomenuté burzové indexy vykázal maximálnu stratu v okolí -50 %. Následne však S&P 500 začal výraznejšie rásť a na konci sledovaného obdobia vykázal trhovú hodnotu nižšiu oproti predkrízovým hodnotám len o 10,50 %. Zvyšné burzové indexy vykázali na konci sledovaného obdobia výraznejšie straty, najmä index Nikkei 225 s výslednou stratou -41 %.

Vybrané hedžové fondy boli globálnou finančnou krízou ovplyvnené do menšej miery. Vývoj trhových hodnôt ich súhrnných indexov naznačuje, že do straty sa dostali len tri z nich. Najvýraznejšie sa krízové obdobie prejavilo pri hedžových fondoch s neutrálnou akciovou arbitrážou. Ešte v októbri 2008 boli v zisku približne 8 %, no o mesiac neskôr zaznamenali výrazný pokles trhovej hodnoty, ktorý sa zastavil až na strate -38 %, čo znamená medzimesačný pokles trhovej hodnoty o 46 percentuálnych bodov. Následne spomínaný index hedžových fondov zaznamenal takmer konštantný priebeh a na konci obdobia vykázal súhrnnú stratu približne tretinu svojej pôvodnej trhovej hodnoty. V tom istom čase zaznamenal pokles trhovej hodnoty aj index všetkých hedžových fondov z databázy spoločnosti Credit Suisse, ktorý je považovaný za tzv. benchmark týchto hedžových fondov. Tento pokles však alebo tak výrazný a trval takmer polroka. Zo straty -10 % sa navyše dokázal rýchlo odraziť a už od augusta 2009 sa začal opätovne zhodnocovať. Koncom roka 2010 dokonca tento index dosiahol trhovú hodnotu vyššiu o takmer 20 % oproti predkrízovému obdobiu.

Zaujímavým vývojom sa prezentoval index hedžových fondov zameraných na predaje nakrátko. Z podstaty tejto investičnej stratégie vyplýva, že manažment takto fungujúcich hedžových fondov vyhľadáva trvalejšie globálne poklesy najmä akciových trhov a zaujatím krátkej pozície sa snaží tento trend využiť na vysoké zhodnotenie. Do februára 2009 sa táto stratégia skutočne vyplácala, pretože práve do tohto obdobia trhovú hodnotu indexu výraznejšie rástla. Zastavila sa až na zhodnotení takmer 30 %. Následne sme však zaznamenali určité postupné ožiovovanie na finančných trhoch a zatiaľ čo burzové indexy straty korigovali, index hedžových fondov s predajmi nakrátko kontinuálne klesal na trhovej hodnote. Do záporu sa dostal v polovici roka 2009 a odvtedy už nedokázal výraznejšie rásť. Naopak, na konci sledovaného obdobia sa trhovú hodnotu tohto indexu pohybovala na úrovni 70 % pôvodnej hodnoty zo začiatku roka 2007. Tento výsledok bol pri pohľade na burzové indexy S&P 500, prípadne Eurostoxx 50 očakávaný.

Zvyšné hedžové fondy nezaznamenali v sledovanom období ani na okamih nižšie trhovú hodnotu, ako na začiatku roka 2007. Krízové obdobie ich zasiahlo len minimálne

a dalo by sa konštatovať, že klesajúci trend na finančných trhoch využili skôr v svoj prospech. Platí to najmä pre index hedžových fondov s globálnou stratégiou, ktorého tržová hodnota klesla počas sledovaného obdobia len raz, a to v druhej polovici roka 2008, kedy predchádzajúce zhodnotenie o približne štvrtinu korigoval pokles o takmer 15 percentuálnych bodov. Následný vývoj však predstavoval kontinuálny rast, ktorý na konci obdobia znamenal navýšenie trhovej hodnoty z úvodu roka 2007 o 40 %. Vzhľadom na krízové obdobie možno takéto zhodnotenie považovať za dostatočne vysoké. Prakticky totožný vývoj, avšak s o niečo miernejším zhodnotením zaznamenali aj posledné analyzované hedžové fondy zamerané na rizikovú arbitráž. Ich súhrnný index v polovici sledovaného obdobia vplyvom finančnej krízy vykázal len 3 %-né zhodnotenie, avšak v druhej polovici taktiež výraznejšie rástol s konečným výsledkom +20 %. Tesne tak prekonal priemerné zhodnotenie svojho benchmarku v podobe súhrnného indexu hedžových fondov v databáze spoločnosti Credit Suisse.

Na základe uvedeného vývoja indexov vybraných hedžových fondov spolu s vývojom burzových indexov konštatujeme, že nedávna globálna finančná kríza mala výrazný vplyv najmä na klasické finančné nástroje, ako sú akcie, či akciové fondy. Dokumentuje to vývoj spomínaných burzových indexov ako indikátorov situácie na finančných trhoch vybraných regiónov. Čo je však podstatnejšie, dopady finančnej krízy boli veľmi odlišné aj v kategórii hedžových fondov, pričom veľmi dôležitú úlohu zohrávajú investičné stratégie a ich pochopenie zo strany manažmentu fondov a aj investorov. Pri komparácii hedžových fondov počas obdobia, ktoré zasiahla finančná kríza, sa preukázalo, že najmä hedžové fondy s investičnými stratégiami úzko spojenými s akciovými titulmi, boli zasiahnuté nepriaznivými vplyvmi viac, ako hedžové fondy, ktoré majú širší záber a viacero možností, ako prípadné straty eliminovať. Dôkazom tohto tvrdenia sú najmä hedžové fondy s globálnou stratégiou, ktoré dosiahli súhrnné zhodnotenie takmer 40 %, na rozdiel od burzových indexov, ktoré svoje výrazné straty za celé sledované obdobie vymazať nedokázali. Ak by sme na základe našich výpočtov mali odporučiť optimálny výber hedžových fondov, volili by sme kombináciu viacerých z nich, pričom pri indikáciách výraznejších poklesov finančných trhov by sme využili potenciál investičnej stratégie predajov nakrátko, ktorú by sme pri náznakoch globálneho oživovania vymenili za globálnu stratégiu a snažili sa tak využiť jej rozsiahle možnosti. Tým by sme sa vyhli akejkoľvek strate a na konci sledovaného obdobia dosiahli veľmi slušné zhodnotenie finančných prostriedkov.

Ak sa však pozrieme na priemerné výnosy vybraných hedžových fondov za jednotlivé roky, dostaneme sa k niekoľkým zaujímavostiam. Priemerné ročné výnosy a volatilitu za roky 2007 až 2010 približuje príloha 1. Rok 2007 bol pre väčšinu z nich veľmi pozitívny, pričom najmä hedžové fondy s globálnou stratégiou zaznamenali priemerné ročné zhodnotenie 16,01 %, čo predstavovalo najlepší výsledok spomedzi všetkých vybraných hedžových fondov. Zároveň tieto hedžové fondy vykázali veľmi nízku volatilitu na úrovni 4 %, čo predstavuje ich nízku rizikovosť. Zvyšné hedžové fondy vykázali ročné výnosy v rozmedzí 5,86 % až 11,83 %. Koncom roka 2007 sa začali prejavovať prvé príznaky globálnej finančnej krízy, vďaka ktorým sa podarilo dosiahnuť výnosy aj hedžovým fondom so stratégiou predajov nakrátko. Práve tieto hedžové fondy profitujú z globálnych poklesov na finančných trhoch. Prvé príznaky finančnej krízy sa prejavili aj na výkonnosti burzových indexov, pričom najmä indexy Nikkei 225 a Eurostoxx 50 klesali najvýraznejším tempom. Ich priemerná strata za rok 2007 bola -11,80 % resp. -9,69 % pri dvojcifernéj volatilitě. Globálna finančná kríza sa naplno prejavila v roku 2008. Hedžové fondy však na aktuálne dianie reagovali rôzne, pričom väčšina z nich skončila v strate. Najvýraznejšie sa finančná kríza prejavila na hedžových fondoch, ktoré využívajú neutrálnu akciovú arbitráž. V priemere stratili viac než polovicu svojej trhovej hodnoty za rok. Čo je však nepochopiteľné je ich vykázaná volatilita na úrovni 50 %. Takto rizikové fondy sú absolútne nevhodné pre ktoréhokoľvek investora, pričom ani strmý pád analyzovaných burzových indexov nebol sprevádzaný tak výraznou volatilitou. Hedžovým fondom využívajúcim predaje nakrátko sa v roku 2008 opäť darilo, pričom krízové obdobie využili na priemerný ročný výnos 13,86 %. Ostatné hedžové fondy mierne strácali, pričom benchmarkový index hedžových fondov zaznamenal výraznejšiu stratu ako ktorýkoľvek sledovaný hedžový fond. Do straty ho ťahali najmä hedžové fondy s neutrálnou akciovou arbitrážou. Výraznejšie však klesali vybrané burzové indexy, ktoré tak len dokumentovali výrazné následky globálnej finančnej krízy na celé spektrum finančných inštrumentov. V priemere stratili za rok 2008 približne polovicu svojej trhovej hodnoty, pri vysokej dvojcifernéj volatilitě blížiacej sa k 30 %-ám.

Nasledujúce roky už priniesli mierne oživenie, čo využili takmer všetky vybrané hedžové fondy a burzové indexy. Výnimkou boli len hedžové fondy s investičnou stratégiou predajov nakrátko. V priebehu roka 2009 vymazali svoje predchádzajúce zisky a postupne začali vykazovať výraznejšie straty. Vzhľadom na oživovanie globálnych ekonomík a postupný návrat dôvery na finančné trhy bol tento vývoj očakávaný. Naopak najviac sa v zvyšnom období darilo hedžovým fondom s globálnou stratégiou, ktoré si pripísali dvojciferné výnosy pri nízkej volatilitě.

ZÁVER

Globálna finančná kríza nastavila zrkadlo mnohým investorom a obchodníkom na finančných trhoch, ktorí podstupovali neúmerne vysoké riziká, ale azda najviac zasiahla drobných neskúsených investorov a v neposlednom rade bežných občanov mnohých krajín. Predvídať trvanie takýchto krízových období ako aj ich následky je prakticky nemožné a preto je v súčasnosti nevyhnutné vedieť kam je vhodné investovať finančné prostriedky s čo najväčšou istotou, že prípadné budúce ťažkosti na finančných trhoch pocítia investori v čo najmenej miere. Výsledky komparácie investičných stratégií hedžových fondov, ktoré sú súčasťou tejto práce naznačili, že jednou z alternatív pre skúsenejších investorov môžu byť hedžové fondy s globálnou stratégiou, prípadne so stratégiou zameranou na rizikovú arbitráž. Najmä prvá spomenutá investičná stratégia zaznamenala v krízovom období minimálne výkyvy a môžeme ju považovať za správnu voľbu pri investovaní pri dlhšom časovom horizonte. Hedžové fondy sa vyznačujú nižšou volatilitou ako napríklad akciové fondy, zároveň však majú rovnako vysoký rastový potenciál. Neplatí to však pre všetky typy investičných stratégií hedžových fondov. Pri výbere hedžových fondov je potrebné si dať pozor na ich oblasť pôsobnosti a dôkladne sa oboznámiť s podstatou a fungovaním investičnej stratégie, ktorú primárne pri investovaní využívajú. Pri rozhodovaní sa pre konkrétne hedžové fondy môže byť táto práca vhodným doplňujúcim materiálom, na základe ktorého si potenciálny investor môže vytvoriť ucelený obraz o možnom vývoji hedžových fondov s vybranými investičnými stratégiami v krízovom období a vytvoriť si vlastné portfólio zložené z kombinácie tých najvhodnejších investičných príležitostí, ku ktorým nepochybne patria aj vyššie spomenuté hedžové fondy.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

Knižné zdroje:

CHOVANCOVÁ, B. a ŽOFČÁK, S. 2012. *Kolektívne investovanie*. Bratislava : IURA EDITION, 2012. 388 s. ISBN 978-80-8078-449-2.

LHABITANT, F. - S. 2006. *Handbook of Hedge Funds*. Chichester : John Wiley & Sons Ltd, 2006. 654 s. ISBN 978-0-470-02663-2.

STEFANINI, F. 2006. *Investment Strategies of Hedge Funds*. 2. Vyd. Chichester : John Wiley & Sons Ltd, 2006. 108 s. ISBN 0-470-02627-8.

WILSON, R. C. 2010. *The Hedge Fund Book: A Training Manual for Professionals and Capital-Raising Executives*. New Jersey : John Wiley & Sons Ltd, 2010. 208 s. ISBN 978-0-470-52063-5.

Internetové odkazy:

Credit Suisse AllHedge Indexes [online]. 2015. Credit Suisse. [cit. 2015-03-18]. Dostupné na internete: <<http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/secure/en/datadownload.aspx?cy=USD>>

PRÍLOHY

Príloha 1: Priemerné výnosy a volatilita vybraných investičných stratégií hedžových fondov a burzových indexov.

2007	HFI	Predaje nakrátko	Neutrálna akciová arbitráž	Riziková arbitráž	Globálna stratégia	S&P 500	Nikkei 225	Eurostoxx 50
Priemer (p.m.)	0.99%	0.49%	0.74%	0.70%	1.33%	0.29%	-0.98%	-0.81%
Volatilita (p.m.)	1.44%	4.17%	0.55%	1.27%	1.22%	2.80%	2.95%	5.09%
Priemer (p.a.)	11.83%	5.86%	8.86%	8.41%	16.01%	3.47%	-11.80%	-9.69%
Volatilita (p.a.)	4.99%	14.45%	1.92%	4.40%	4.22%	9.69%	10.21%	17.63%
2008	HFI	Predaje nakrátko	Neutrálna akciová arbitráž	Riziková arbitráž	Globálna stratégia	S&P 500	Nikkei 225	Eurostoxx 50
Priemer (p.m.)	-1.76%	1.15%	-4.30%	-0.28%	-0.39%	-4.05%	-4.56%	-4.40%
Volatilita (p.m.)	2.89%	5.53%	15.00%	1.66%	3.48%	6.45%	9.99%	6.25%
Priemer (p.a.)	-21.16%	13.86%	-51.61%	-3.32%	-4.73%	-48.59%	-54.69%	-52.80%
Volatilita (p.a.)	9.99%	19.16%	51.96%	5.76%	12.06%	22.36%	34.60%	21.66%
2009	HFI	Predaje nakrátko	Neutrálna akciová arbitráž	Riziková arbitráž	Globálna stratégia	S&P 500	Nikkei 225	Eurostoxx 50
Priemer (p.m.)	1.42%	-2.40%	0.33%	0.94%	0.91%	1.76%	1.45%	1.80%
Volatilita (p.m.)	1.34%	4.57%	2.25%	0.53%	1.47%	6.51%	6.97%	7.17%
Priemer (p.a.)	17.03%	-28.81%	3.97%	11.33%	10.93%	21.07%	17.43%	21.62%
Volatilita (p.a.)	4.64%	15.85%	7.79%	1.84%	5.08%	22.54%	24.14%	24.85%
2010	HFI	Predaje nakrátko	Neutrálna akciová arbitráž	Riziková arbitráž	Globálna stratégia	S&P 500	Nikkei 225	Eurostoxx 50
Priemer (p.m.)	0.87%	-2.12%	-0.07%	0.26%	1.05%	1.00%	-0.25%	0.51%
Volatilita (p.m.)	1.71%	5.36%	1.98%	1.12%	1.05%	5.56%	6.28%	5.47%
Priemer (p.a.)	10.39%	-25.44%	-0.85%	3.12%	12.64%	12.03%	-3.06%	6.17%
Volatilita (p.a.)	5.92%	18.58%	6.85%	3.90%	3.64%	19.26%	21.74%	18.96%