

Zlúčenie fondov sa môže uskutočniť len so súhlasom orgánu dohľadu zlučovaného fondu a zároveň má podliehať kontrole tretích strán. V tomto budú zohrávať úlohu depozitári a audítori dotknutých fondov, najmä čo sa týka overenia postupov ocenenia majetku a záväzkov a výmenného pomeru. Smernica kladie dôraz na ochranu investorov pri zlučovaní fondov. Informácie o plánovanom zlúčení musia byť poskytnuté vopred investorom v oboch fondoch. Investori budú mať možnosť redemovať svoje podiely pred plánovaným zlúčením bez výstupného poplatku, alebo prestúpiť do iného fondu s podobnou investičnou stratégiou v správe tej istej správovskej spoločnosti alebo v správe inej správovskej spoločnosti z rovnakej finančnej skupiny.

Novinkou, ktorú nová smernica prináša, je právna úprava tzv. *master-feeder* štruktúr. Je to systém, v ktorom sa finančné prostriedky do hlavného (*master*) fondu zhromažďujú prostredníctvom viacerých zberných (*feeder*) fondov. Investičnou stratégiou *feeder* fondov je investovať absolútnu väčšinu (85 %) svojich aktív do *master* fondu, zvyšok (nie viac ako 15 %) môže byť tvorený len likvidnými aktívami určenými na redemácie alebo na hedging menového rizika. Tento prístup bol doteraz vylúčený vzhľadom na požiadavky na diverzifikáciu portfólia. *Master a feeder* fondy môžu byť umiestnené v rôznych členských štátoch. Smernica umožňuje premenu jedného typu fondu na druhý. Pri zmene existujúceho UCITS fondu na *feeder* fond, resp. existujúceho *feeder* fondu na UCITS fond bude mať investor dočasné právo na redemáciu bez výstupného poplatku. Výhodou týchto štruktúr je, že kým riadenie portfólia a administrácia fondu sú centralizované na úrovni hlavného fondu, marketing a predaj podielov zberných fondov môže byť upravený na odlišné podmienky v rôznych členských štátoch.

Podľa smernice UCITS III je právo správovských spoločností poskytovať služby na území iných členských štátov v skutočnosti obmedzené. Správovská spoločnosť síce môže na území iného členského štátu poskytovať služby bez osobitného povolenia, platí však podmienka, že UCITS fond a jeho správovská spoločnosť musia byť umiestnené v totožnom členskom štáte. To znamená, že použiteľnosť *single passportu* je obmedzená len na poskytovanie dodatočných investičných služieb a na distribúciu fondov. Vyžaduje sa, aby správovské skupiny založili funkčnú správovskú spoločnosť v každej krajine, v ktorej vytvorí sídlo fondu. Musia splniť nákladné miestne požiadavky, to zvyšuje náklady a bráni rozsahu a špecializácii

Ratingová **agentúra Fitch** je treťou z tria najvýznamnejších ratingových agentúr kreditného rizika. Aj Fitch má ako jednu zo svojich vedľajších činností ratingové ohodnocovanie fondov, no zameriava sa najmä na peňažné a dlhopisové fondy. V rámci hodnotenia sa zameriava najmä na kreditnú kvalitu a diverzifikáciu aktív v portfóliu, silné stránky a schopnosti manažmentu, schopnosť udržania stabilnej ceny podielových listov, kreditnú kvalitu dlhopisov v portfóliu atď.¹⁷

3.4 Benchmarky a indexy podielových fondov

Benchmarky a indexy podielových fondov sú dôležitými indikátormi, ktoré poskytujú rýchly prehľad o výkonnosti daného fondu alebo skupiny fondov. Zatiaľ čo benchmark slúži na porovnanie výkonnosti konkrétneho fondu voči výnosnosti trhového segmentu, v ktorom pôsobí, indexy podielových fondov ukazujú výkonnosť odvetvia podielových fondov ako celku, resp. niektorej jeho vybranej časti.

3.4.1 Benchmark fondu

Benchmark fondu je jeho referenčný výkonnostný cieľ, ktorý je zároveň porovnávacím kritériom. Je to ukazovateľ trhu, na ktorom fond investuje. Ak fond rastie rýchlejšie ako tento ukazovateľ, jeho relatívna výkonnosť je vyššia, a teda prekonal svoj cieľ (benchmark). Určenie správneho benchmarku je potrebné na analýzu výkonnosti a rizika podielového fondu. Vo všeobecnosti existujú vo svete dva „prúdy“, ktoré prezentujú odlišný prístup k hodnoteniu relatívnej výkonnosti podielových fondov. Prvý prúd využíva ako benchmarky indexy daného segmentu finančného trhu a druhý prúd využíva ako benchmark priemernú výkonnosť fondov daného trhového segmentu.

Benchmarky založené na indexoch finančného trhu najčastejšie predstavujú štandardné indexy príslušného segmentu finančného trhu. To znamená, že pre akciový fond bude slúžiť ako benchmark akciový index, pre dlhopisový fond dlhopisový index, pre komoditný fond komoditný in-

17 CHOVANCOVÁ, B. – ŽOFČÁK, S. 2012. *Kolektívne investovanie*. Bratislava : Iura Edition, 2012. 384 s.

Faktor alfa = očakávaný výnos pri danom faktore beta – očakávaný výnos, ktorý pri danom faktore beta leží na línii kapitálového trhu. *Matematicky zápis bude vyzerať:*

$$\alpha = E(r_i) - E(r_i^e)$$

Potom pre rôzne hodnoty alfa platí:

- ak je alfa pozitívna ($\alpha > 0$), cenný papier je *podhodnotený*. Očakáva sa, že ceny tohto cenného papiera pôjdu hore a pre investora je výhodné ho teraz kúpiť;
- ak je alfa nulová ($\alpha = 0$), cenný papier je ocenený rovnako ako na dokonalom kapitálovom trhu. Znamená to, že cenný papier je *správne ohodnotený*;
- ak je alfa negatívna ($\alpha < 0$), cenný papier je *nadhodnotený*. Pre investora z toho vyplýva, že ceny tohto cenného papiera pôjdu dole, a preto je vhodné ho čo najskôr predať.

Čím je trh efektívnejší, tým viac sa hodnoty faktoru alfa blížia k 0 a naopak, čím je trh menej efektívny, tým viac hodnoty alfa rastú, čo dokazuje, že ceny cenných papierov sa viac vzdávajú od SML.

Využitie modelu CAPM si vyžaduje určiť tri veličiny, a to: rizikovú prémie, bezrizikovú mieru výnosu a beta faktor. Veľkosť rizikovej prémie možno určiť na základe historických údajov ako rozdiel medzi priemernou mierou výnosu z akcií a priemernou mierou výnosu z bezrizikových cenných papierov v danom období. Otázne je, aké dlhé obdobie je nevyhnutné stanoviť. Mnohí autori sú toho názoru, že je potrebné stanoviť čo najdlhšie časové obdobie.⁴⁰

Pri výpočte rizikovej prémie za sledované obdobie sa postupuje na základe geometrického priemeru, ktorý berie do úvahy zložené úročenie. Pri určení bezrizikovej miery výnosu využívajú autori tiež ako základ rôzne aktíva. Najčastejšie sa stretávame s mierou výnosu pri štátnych pokladničných poukážkach. Využíva sa aj miera výnosu zo štátnych pokladničných poukážok v kombinácii s *forward rates* (očakávanie v budúcich obdobiach). Niektorí autori kladú dôraz na súčasnú mieru výnosu pri dlhodobých štátnych dlhopisoch (v praxi sa dokonca v súčasnosti uprednostňuje).

Beta faktor sa stanovuje na základe regresnej analýzy na základe historických údajov. Čím je dlhšie skúmané obdobie, tým logicky má beta fak-

⁴⁰ MUSÍLEK, P. 2002. *Trhy cenných papíru*. Praha : Ekopress, 2002.

Nevýhodou tejto stratégie je fakt, že počiatkové náklady investície sú podstatne vyššie ako počiatkové náklady pri stratégii imunizácie duráciou. Rozdiel je teda ten, že zatiaľ čo imunizácia duráciou vyžaduje dodatočný vklad prostriedkov v prípade negatívneho vývoja na trhu a vychýlenia zo smeru sledovaného cieľa, táto stratégia chce väčší počiatkový vklad hneď v čase 0.

Ďalšie stratégie imunizácie

Existujú typy investorov, ktorí sa pri investovaní koncentrujú najmä na riziko krátkodobých obligácií s pomerne vysokou úrovňou fluktuácie ceny portfólia. V určitých prípadoch sa potom stáva, že pri náraste úrokových sadzieb trhová hodnota portfólia klesne. Existuje niekoľko stratégií založených práve na týchto skutočnostiach a sú dostupné širokému okruhu investorov. Najjednoduchšou z nich je investovať do obligácií s veľmi krátkou dobou splatnosti. Potom je hodnota portfólia veľmi stabilná. Jedinou nevýhodou sú však relatívne nízke výnosy.

Ďalšie dve stratégie sú už rizikovejšie, ale na druhej strane zase prinášajú vyšší výnos. Tzv. **stratégia schodov** predstavuje investovanie do obligácií s rôznou dobou splatnosti, z ktorých sa následne vytvorí portfólio. Potom, keď úrokové sadzby rastú, krátkodobé obligácie reagujú len minimálne, a to tiež len nevýrazným znížením hodnoty. Investovanie do krátkodobých obligácií je pre investora výhodné aj preto, že ak príde k ich splatnosti, môže investor do nich opäť reinvestovať pri vyššej sadzbe. Riziko takéhoto portfólia je podstatne nižšie ako rizikovosť portfólia zloženého výlučne z obligácií s dlhou lehotou splatnosti.

Ďalšia z možných stratégií imunizácie predpokladá vytvorenie takého portfólia, ktoré zahŕňa rovnaký počet tak krátkodobých, ako aj dlhodobých obligácií. Výsledkom takéhoto zloženia portfólia je potom to, že pri raste úrokových sadzieb príde k zásadnej zmene hodnoty dlhodobých obligácií, pričom hodnoty krátkodobých dlhopisov zostanú v podstate stabilné. Podobne ako v predchádzajúcej stratégii, ak príde k ich splatnosti, investor do nich môže opakovane reinvestovať, ale už pri vyššej sadzbe. Túto stratégiu hodnotíme ako viac rizikovú v porovnaní s predchádzajúcou, ale riziko nie je zďaleka také veľké ako pri portfóliách len s dlhodobými obligáciami.

Investori na finančných trhoch sa zaujímajú o citlivosť, s akou reagujú obligácie v ich portfóliách pri zmene úrokovej sadzby na trhu. Durácia poukazuje na to, že citlivosť na úrokové sadzby klesá s rastom kupónu obligácií a rastie vtedy, ak rastie lehota do splatnosti, s výnimkou niektorých ku-

pónov z veľmi dlhých obligácií. Krátkodobé obligácie a vyšší kupón sú zárukou nižšieho rizika, a naopak.

Na záver si ukážeme jednoduchý príklad imunizácie portfólia, pričom budeme investovať pri najkratšom investičnom horizonte za predpokladu meniacich sa úrokových sadzieb na trhu.

Vo veľmi zjednodušenom vyjadrení možno imunizáciu portfólia dosiahnuť tak, že budeme investovať do portfólia obligácií, ktoré majú rovnakú duráciu. Pritom platí, že durácia portfólia obligácií sa rovná váženému priemeru durácií jednotlivých obligácií v portfóliu. Uvedenú formuláciu môžeme vyjadriť takto:

$$(W_1 \cdot D_1) + (W_2 \cdot D_2) + \dots + (W_n \cdot D_n) = D_p$$

čo môžeme zjednodušene zapísať aj takto:

$$D_p = \sum_{i=1}^n W_i \cdot D_i$$

kde: W_i je podiel jednotlivých obligácií na portfóliu,

D_i – durácia jednotlivých obligácií,

D_p – durácia portfólia.

Na zjednodušenie budeme uvažovať o portfóliu dvoch obligácií, pri ktorom investor očakáva o dva roky platbu 1 mil. €. Investor uvažuje o kúpe dvoch emisií. Prvá obligácia má splatnosť tri roky, druhá emisia je splatná za rok. Obligácia s trojročnou splatnosťou má nominálnu hodnotu 1 000 € a 8 % kupón, aj druhá obligácia má nominálnu hodnotu 1 000 € a kupón 7 %. Miera výnosnosti do termínu splatnosti je 10 %. Aké má investor možnosti?

1. Celú peňažnú sumu môže investovať do trojročnej obligácie, kde je však riziko, pretože po dvoch rokoch ich musí investor predat a pri raste úrokových sadzieb dôjde k poklesu ceny obligácie, čím investor nedosiahne predpokladanú sumu.
2. Rozdelí prostriedky medzi obidve emisie, problémom však zostáva, koľko investovať do jednej a koľko do druhej emisie.

Na základe predchádzajúcich vzťahov, keď vieme, že súčet váh musí byť vždy 1 (podielov jednotlivých obligácií), môžeme vypočítať:

$$W_1 = 1 - W_2$$

Na trhoch sa stretávame s týmito základnými formami štruktúrovaného dlhopisu:

- štandardná forma konvertibilného dlhopisu,
- reverzný konvertibilný dlhopis,
- povinne vymeniteľný dlhopis.

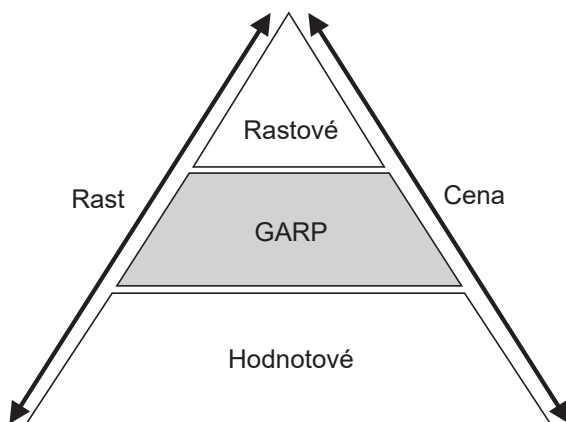
Štandardná forma konvertibilného dlhopisu – pri nej má majiteľ tohto ceného papiera právo na výmenu za podkladové aktívum. V porovnaní s klasickými dlhopismi má investor právo na ich konverziu za vopred určené aktívum, z čoho vyplýva aj nižšia miera úročenia. Ak sa cena podkladového aktíva bude priaznivo vyvíjať a dosiahne vyššiu hodnotu, ako je samotná hodnota konvertibilnej obligácie, je logické, že investor uplatní svoje právo a bude dlhopis – obligáciu konvertovať za podkladové aktívum. Ak by, naopak, cena podkladového aktíva klesla pod hodnotu dlhopisu, je logické, že investor si nechá vyplatiť hodnotu dlhopisu.

Reverzné konvertibilné obligácie (reverse convertible bonds) – právom vymeniteľnosti pri nich disponuje emitent, ktorý sa bude rozhodovať podľa situácie na trhu, ale aj podmienok jeho hospodárenia. Z toho dôvodu majú aj vyššie úročenie, pretože prinášajú pre investora vyššie riziko. Pri nákupe takého dlhopisu podstupuje investor určité riziko s ohraničenou možnosťou zisku. V deň splatnosti môže byť investorovi vyplatená menovitá hodnota dlhopisu, alebo získa akcie, resp. akciový index, ktorých hodnota je menšia ako hodnota dlhopisu. Investor pritom získa od emitenta vysoko úročený kupón, pohybujúci sa v rozmedzí 8 – 15 % podkladového aktíva, čím pôsobí ako istá ochranná bariéra.

Emitent sa bude rozhodovať, či je pre neho výhodnejšie splatiť dlhopis – jeho menovitú hodnotu, alebo vymeniť pri splatnosti dlhopisy za akcie.

Povinne konvertibilné obligácie (mandatory convertible bonds) – nemajú právo voľby, ale, naopak, povinnosť v deň splatnosti ich vymeniť za vopred určené podkladové aktívum (takmer výhradne sú to akcie emitenta dlhopisu). Prinášajú pre investora vyšší úrokový výnos, ktorý často prevyšuje aj dividendu na akciu, za ktoré sa vymieňajú. Pri samotnej konverzii môže profitovať investor aj tým, že:

- ak je vopred zadaný konverzný pomer a cena akcie v deň konverzie stúpila, potom profituje a dosiahne zisk,
- pri využití tzv. premenlivého konverzného mechanizmu získava investor taký počet akcií, koľko zodpovedá ich aktuálnemu kurzu (menovitá hodnota dlhopisu/aktuálny kurz akcie).



Obrázok 8.3 **Stratégia GARP**

Zdroj: Vlastné spracovanie.

Investori GARP stratégie sú presvedčení, že postačujúcou úrovňou rastu zisku je 10 – 20 %, pretože len málo firiem dokáže držať úroveň rastu zisku na vyššej úrovni. Pri sledovaní ukazovateľa P/E sa pohybuje jeho hodnota od 0,8 – 1,8. Ak je daná akcia nad úrovňou 1,8, považujú ju za nadhodnotovanú investíciu. Podobne ani najnižší pomer P/E nie je žiaduci. Snažia sa hľadať ideálnu investíciu, podľa nich sa na túto stratégiu hodí investícia, ktorá je blízko hodnoty 1.

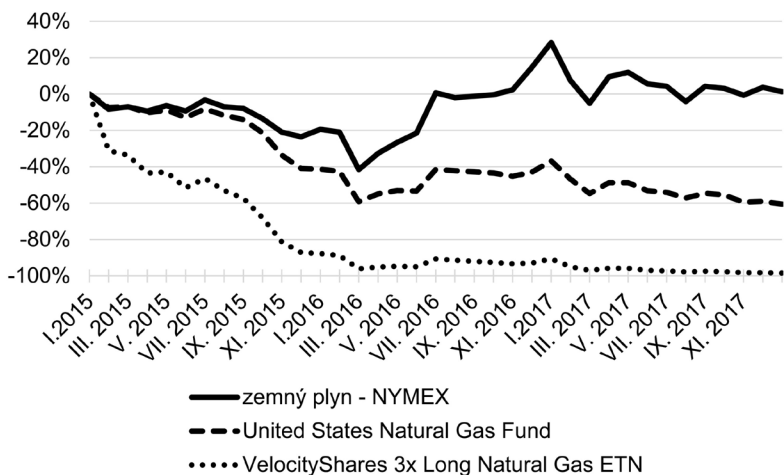
Doterajšia história vývoja akciových trhov jednoznačne dokazuje, že tak hodnotová, ako aj rastová stratégia má svoje výhody i nevýhody. Kým hodnotová stratégia sa spája s menším rizikom, rastová stratégia počíta nielen s vyšším rizikom, ale aj vyššími výnosmi. Kompromisom týchto dvoch stratégií je GAPR, ktorý predpokladá zníženie rizika pri rastovej stratégii, ale aj nižšie výnosy. Prínosom tejto stratégie je aj princíp diverzifikácie, ktorá umožňuje kombinovať tak hodnotové, ako aj rastové stratégie. Podiel jednotlivých rastových či hodnotových akcií v portfóliu je otázkou profilu investora, ale aj timingu a konkrétnej situácie na trhu.

10.2.2 Poplatky hedge fondov

Hedge fondy sa v porovnaní s inými typmi fondov vyznačujú veľmi vysokými poplatkami. Štandardne si účtujú **správcovský poplatok**, zväčša okolo úrovne 2 % z čistej hodnoty majetku ročne, a **výkonnostný poplatok**, ktorý sa pri väčšine fondov pohybuje v rozmedzí 15 – 30 % z ročného zisku.

Samotná štruktúra poplatkov medzi jednotlivými fondmi sa však môže veľmi výrazne líšiť. Niektoré fondy kladú dôraz na správcovské poplatky, niektoré na výkonnostné poplatky, pričom správcovské poplatky majú nastavené veľmi nízko alebo ich nevyberajú vôbec. Takisto podmienky platnosti oboch typov poplatkov bývajú stanovené rôzne. Niektoré hedge fondy v prípade straty nevyberajú za daný rok žiadny správcovský poplatok (výkonnostné sú v prípade straty automaticky nulové). Viacero hedge fondov účtuje výkonnostný poplatok až po prekonaní určitej úrovne zisku. V súvislosti s poplatkami sa preto pri hedge fondoch často vyskytujú pojmy ako *hurdle rate*, *high water mark* alebo *proportional adjustment clause*:

- *hurdle rate* – udáva, aká úroveň zisku musí byť dosiahnutá predtým, ako si hedge fond začne účtovať výkonnostný poplatok. To znamená, že ak si hedge fond účtuje výkonnostný poplatok 50 %, pričom *hurdle rate* je stanovená na úrovni 10 %, výkonnostný poplatok bude predstavovať 50 % zo zisku presahujúceho úroveň 10 %;
- *high water mark* – je úroveň predchádzajúcej najvyššej úrovne čistej hodnoty majetku v správe fondu. V prípade, že fond zaznamená stratu, výkonnostný poplatok si nemôže účtovať skôr ako bude úroveň *high water mark* znovu prekonaná. Zabraňuje sa tak situácii, že fond dosiahne v roku 1 zisk 20 %, zaúčtuje si výkonnostný poplatok, v roku 2 dosiahne stratu 50 % a v roku 3 dosiahne zisk 10 % a znovu si zaúčtuje výkonnostný poplatok, napriek tomu, že celkovo (v porovnaní s rokom 0) je vo výraznej strate;
- *proportional adjustment clause* – väčšinou býva spojená s *high water mark*. V prípade, že investori z fondu vyberú svoje finančné prostriedky, vďaka *proportional adjustment clause* sa úroveň *high water mark* proporcionálne zníži. Čiže ak má fond majetok v objeme 100 mil. USD a dosiahne zisk 50 %, nová *high water mark* úroveň bude stanovená na úrovni 150 mil. USD. Ak v ďalšom roku fond zaznamená stratu 20 %, hodnota jeho majetku klesne na 120 mil. USD a úroveň *high water mark* zostane na úrovni 150 mil. USD. Ak však následne časť investorov z fondu vystúpi, čím sa

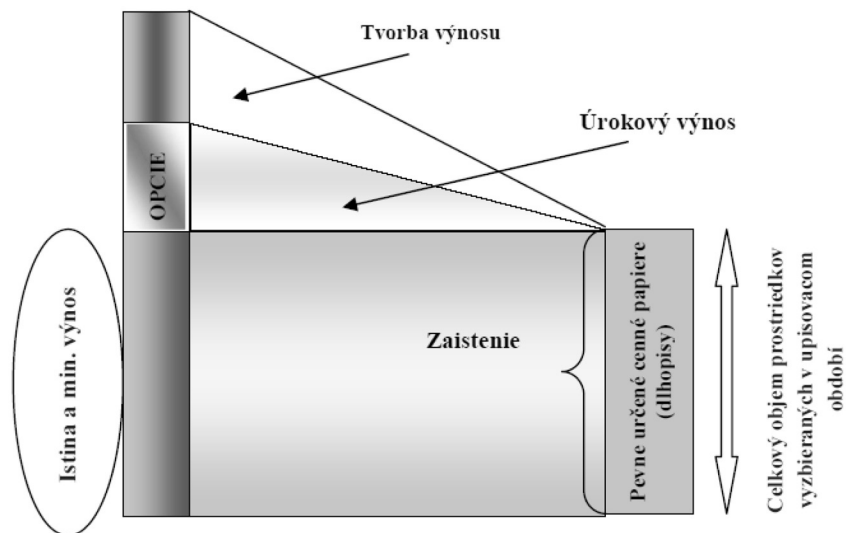


Obrázok 12.1 **Straty z rolovania futures kontraktov a pôsobenia páky na dennej báze**

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov Stooq.

čoraz väčší záujem, bude rásť prílev nových peňazí a objem aktív v správe fondu bude rásť. No v prípade, že cieľový trhový segment daného ETF je príliš malý, môže sa stať, že ETF už nebude vedieť pritekajúce finančné prostriedky alokovať v súlade so svojou investičnou stratégiou. V tom prípade môže dôjsť k zmene stratégie fondu, čo môže mať negatívny vplyv na jeho trhové zameranie a budúcu výkonnosť.

Predovšetkým investorom do tematických ETF hrozí aj **riziko zmeny podkladového indexu**. Za určitých okolností sa môže stať, že ETF sa rozhodne, resp. je nútené zmeniť svoj benchmarkový index. Môže sa to stať v prípade, že pôvodný benchmarkový index zanikne, čiže spoločnosť, ktorá ho vytvorila, ho prestane ďalej sledovať a zverejňovať, poprípade sa môže stať, že pôvodný benchmarkový index prestane vyhovovať zámerom manažmentu ETF. V takom prípade si musí ETF nájsť nový benchmarkový index, čo s vysokou pravdepodobnosťou povedie k výrazným pohybom v portfóliu a s tým spojeným nákladom. Nový benchmarkový index navyše nemusí byť natoľko vyhovujúci potrebám a očakávaniam investorov ako ten predchádzajúci. Podobnej situácii muselo čeliť ETF zamerané na akcie producentov uránu *Global X Uranium ETF*. Jeho benchmarkovým indexom bol až do 1. mája 2018 *Solactive Global Uranium Index*, ten bol však následne vymenený za *Solactive Global Uranium & Nuclear Components Index*. Zmena



Obrázok 14.1 **Skladba zaistenia a výnosu**

Zdroj: Vlastné spracovanie.

14.2 Členenie zaistených fondov

Na trhu je veľa rôznych zaistených fondov, ktoré sa od seba nelíšia len podkladovým aktívom, ale aj spôsobom výpočtu výnosu, spôsobom ochrany, štruktúrou fondu a inými faktormi. Rozlišujeme:

- *zaistené fondy podľa spôsobu ochrany pred rizikom,*
- *zaistené fondy podľa druhu podkladového aktíva.*

Podľa *spôsobu ochrany pred rizikom* využívajú zaistené fondy najčastejšie dve základné metódy:

- riadené metódou OBPI (*Option Based Portfolio Insurance*) – základom je kúpna opcia,
- riadené metódou CPPI (*Constant Proportion Portfolio Insurance*) – základom je aktívne riadenie rizika.

Pri OBPI sa peniaze v rámci ich štruktúry rozdelia na dve časti – prvá časť s veľmi nízkym rizikom a druhá časť s vysokým rizikom. Výsledkom tejto diverzifikácie rizika je návratnosť. Prípadné straty rizikovej časti portfólia sú vykryté istými výnosmi z jeho nerizikovej časti. Pri bežnom type zais-