

**Mendelova univerzita v Brně
Provozně ekonomická fakulta**

Investičná aktivita suverénních fondů

Bakalářská práce

Vedúci práce:

Ing. Martin Širůček, Ph.D.

Daša Balajová

Brno 2017

Pod'akovanie

Týmto spôsobom by som chcela pod'akovať Ing. Martinovi Širůčkovi, Ph. D., za všetok ten čas, ktorý mi počas písania bakalárskej práce venoval a cenné pripomienky, ktorými nikdy nešetril. Pod'akovanie patrí aj môjmu konzultantovi Ing. Marošovi Zrubanovi, mojej rodine a kamarátom, ktorí ma celý čas podporovali.

Čestné prehlásenie

Prehlasujem, že som prácu: **Investičná aktivita suverénnych fondov** vypracovala samostatne a všetky použité zdroje a informácie uvádzam v zozname použitej literatúry. Súhlasím, aby moja práca bola zverejnená v súlade § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách v znení neskorších predpisov a v súlade s platnou *Směrnici o zveřejňování vysokoškolských závěrečných prací*.

Som si vedomá, že sa na moju prácu vzťahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, a že Mendelova univerzita v Brně má právo na uzatvorenie licenčnej zmluvy a použitie tejto práce ako školského diela podľa § 60 odst. 1 autorského zákona.

Ďalej sa zaväzujem, že pred spísaním licenčnej zmluvy o použití diela inou osobou (subjektom) si vyžiadam písomné stanovisko univerzity, že predmetná licenčná zmluva nie je v rozpore s oprávnenými záujmami univerzity a zaväzujem sa uhradiť prípadný príspevok na úhradu nákladov spojených so vznikom diela, a to až do ich skutočnej výšky.

V Brne dňa 16. mája 2017

Abstract

Balajová, D. Investment activity of sovereign wealth funds. Bachelor thesis. Brno: Mendel University, 2017.

Bachelor thesis is focused on investment activity of sovereign wealth funds. The aim is to evaluate investment activity of these funds, and thanks to it, to qualify recommendations, if it is more favourable for them to invest into the crisis afflicted countries, sectors, or not. Literary research will be focused on presentation of sovereign wealth funds and changes by which they have passed from 2007, and presentation how these changes influenced them. Practical search is focused on analysis of influence of sovereign wealth funds on enterprises in short and long term, and analysis in programme Gretl focused on confirmation or rejection of expectation that these funds are oriented on purchase of a share of corporation from the countries, sectors hit by crisis or recession. Consecutive results will be discussed with authors of similar works.

Keywords

Investment activity, sovereign wealth funds, crisis affected economies.

Abstrakt

Balajová, D. Investičná aktivita suverénnych fondov. Bakalárska práca. Brno: Mendelova univerzita v Brne, 2017.

Bakalárska práca sa venuje investičnej aktivite suverénnych fondov. Jej cieľom je na základe vyhodnotenia investičnej aktivity suverénnych fondov stanoviť doporučenia, či je pre tieto fondy výhodnejšie investovať do krízou postihnutých podnikov, respektívne sektorov, a prijať, alebo vyvrátiť hypotézu týkajúcu sa preferencií suverénnych fondov investovať do podnikov z krízou postihnutých ekonomík, alebo sektorov. Literárna časť bude zameraná na predstavenie suverénnych fondov a zmien, ktorými si od roku 2007 museli prejsť, a tomu, ako ich tieto zmeny investične ovplyvnili. Praktická časť bude zameraná na analýzu vplyvu suverénnych fondov na podniky v krátkom a dlhom období a analýze v programe Gretl zameranej na potvrdenie alebo vyvrátenie očakávania, že sa suverénne fondy pri nákupe podielov vo firmách orientujú na firmy z krízou, recesiou postihnutých ekonomík, sektorov. Následné výsledky budú diskutované s autormi obdobných prácí.

Kľúčové slová

Investičná aktivita, suverénny fond, krízou postihnuté ekonomiky.

Obsah

1	Úvod	11
2	Cieľ práce	12
3	Metodika	13
4	Predstavenie suverénnych fondov	15
4.1	Porovnanie suverénnych fondov s podielovými fondami kolektívneho investovania	21
4.2	Prijatie Santiago principles ako vstupenky na globálne trhy	21
4.3	Zmena investičnej orientácie suverénnych fondov	22
4.4	Zmena sektorovej orientácie suverénnych fondov od roku 2006 do roku 2015	25
4.4.1	Kríza ako prvý významný impulz k zmene sektorovej orientácie	28
4.4.2	Pokles ceny ropy ako ďalší impulz na zmenu sektorovej orientácie ..	29
4.5	Vývoj suverénnych fondov v súčasnom období	34
4.6	Vplyv suverénnych fondov na kúpené firmy v krátkom a dlhom období ...	35
5	Vlastná práca	37
5.1	Vplyv suverénnych fondov na cenu firemných akcií v krátkom období	37
5.2	Vplyv suverénnych fondov na cenu firemných akcií v dlhom období	38
6	Diskusia	54
7	Záver	56
8	Literatúra	57
9	Zoznam obrázkov	61
10	Zoznam tabuliek	63
A	Dáta do Gretlu v relatívnej podobe	66

1 Úvod

Trh, pokým sa pretvoril do takej podoby, v akej ho môžeme vidieť v súčasnosti, si musel prejsť rôznymi obdobiami, či už svojho pádu alebo vzostupu. Čo je však preň typické, je jeho pomerne rýchla adaptabilita na zmeny, a hľadanie takých riešení, ktoré by si dokázali čo najefektívnejším spôsobom poradiť s rôznymi tržnými impulzmi. Nakoľko sa trh mení obrovskou rýchlosťou, prestáva si vystačovať s klasickými inštitúciami ako banky, poisťovne, investičné spoločnosti a iné, a to dáva priestor na vznik nových tržných subjektov. Medzi tieto subjekty, bez úvah, určite zaradujeme aj suverénne fondy.

Ich dôvod a spôsob vzniku bol od začiatku rôzny, ale účel na odstránenie prebytočnej likvidity z ich domovských ekonomík bol stále rovnaký. Aj keď je ich pôsobenie v rámci globálneho trhu pomerne krátke, ich vplyv naň už v tejto chvíli môžeme hodnotiť ako razantný. Je totiž málo subjektov, ktoré dokázali okolo svojho pôsobenia rozprúdiť taký rozruch, ako sa to podarilo práve suverénnym fondom, či už medzi laickou, ale aj odbornou verejnosťou. Ich rýchlo sa meniaci stratégia, čo sa týka získavania investičných projektov do portfólia podľa rôznych tržných impulzov a čoraz väčšia rozpínanosť, so sebou prináša veľké množstvo otázok, čo sa týka spôsobu, akým by k nim mal trh pristupovať. Buď ide v ich prípade o kvalifikovaného investora, ktorý sa snaží len o zhodnotenie svojich vložených finančných prostriedkov v prospech ekonomiky, pod ktorou funguje. Alebo druhou možnosťou je, že suverénne fondy fungujú ako prostredník, vďaka ktorému mnohé, hlavne ázijské ekonomiky, získavajú prístup ku kľúčovým západným podnikom. Vezmú si od nich know-how, ktoré následne použijú pre svoje domovské podniky a zaslúžia sa o ich likvidáciu? Je skutočne dôvod k obave a strachu z toho, aký vplyv budú mať suverénne fondy na prijímateľské podniky?

Aj keď posledné obdobie, spojené s rapídny poklesom ceny ropy, mnohým suverénnym fondom príliš do kariet nehrá, očakávania do budúcnosti sú naďalej založené na posilovaní ich globálneho vplyvu a z toho plynúceho bohatstva. Je teda dôležité, aby sme vedeli, čo za inštitúcie treba vidieť za investíciami, ktoré môžu ovplyvniť aj náš život.

2 Cieľ práce

Cieľom práce je na základe vyhodnotenia investičnej aktivity suverénnych fondov do vybraných cieľových spoločností a regiónov stanoviť doporučenia, či je pre tieto fondy výhodnejšie investovať do takých spoločností a regiónov, ktoré vykazujú horšie výsledky, respektívne horší ekonomický vývoj, ako okolité štáty a iné podniky. Výstupom teda bude potvrdiť alebo vyvrátiť hypotézu, že suverénne fondy preferujú pri svojich investíciách také štáty či priemyselné sektory, ktoré vykazujú horšie výsledky, respektívne sú výraznejšie zasiahnuté recesiou, krízovým vývojom ekonomiky.

3 Metodika

Skúmanie suverénnych fondov je veľmi široká téma, a preto budú suverénne fondy v tejto práci skúmané z dvoch hľadísk.

Prvé hľadisko, ktoré bude predstavovať prvú časť práce bude zamerané na analýzu vplyvu suverénnych fondov na cieľové podniky v krátkom, a následne aj v dlhom časovom horizonte.

Čo sa týka krátkeho časového horizontu (horizont v rozmedzí do jedného týždňa po získaní podielu na firme suverénnym fondom), budú v práci sledované akcie dvoch podnikov, ktoré suverénne fondy získali do svojich portfólií. Konkrétne ide o podniky BP a REPSOL, kde prvý z nich pôsobí na území Veľkej Británie v energetickom priemysle. Podnik REPSOL je zasa španielskym gigantom v sektore ťažby a spracovania ropy a zemného plynu. Tieto dve spoločnosti boli zvolené z dôvodu trhnej obchodovateľnosti ich akcií, a taktiež sa spoločnosti nachádzajú na dvoch odlišných trhoch (aj čo sa týka výkonnostných ekonomických ukazovateľov) a v dvoch odlišných sektorech, čo je dôležité pre vyslovenie záverov, ktoré by boli platné v globálnom hľadisku.

V prípade dlhodobého časového horizontu (horizont v rozmedzí väčšom ako jeden rok), sa bude na vplyv na firmy zo strany fondov nahliadať za pomoci ročne zverejňovaných ukazovateľov rentability ROA, ROE, EBITDA, PROFIT MARGIN, získaných z programu Amadeus a porovnávané budú nielen medzi sebou, ale taktiež s hodnotami ukazovateľov ROA, ROE, EBITDA dosahovaných v rámci sektoru, z ktorého pochádza aj skúmaná firma v prislúchajúcom časovom období. Tieto dáta budú mať sekundárny charakter, a budú pochádzať z online zdroja CSIMarket s viazanosťou na časový horizont 2009-2015 (presné časové vymedzenie vždy závisí od konkrétnej firmy).

Dlhodobé hľadisko sa bude skúmať na troch sektorovo rozdielnych firmách: Weetabix, Singtel a Cepsa. Firma Weetabix je potravinárska firma z Veľkej Británie, Cepsa je španielska firma, konkurencia firmy Repsol v sektore spracovania a ťažby ropy a firma Singtel je singapurskou firmou z telekomunikačného sektoru. Rovnako ma k výberu týchto troch spoločností viedli také isté pohnútky ako v prípade výberu firiem slúžiacich k hodnoteniu krátkodobého dopadu investičnej aktivity suverénnych fondov na firmy. A nimi bola snaha o získanie rôznych firiem z rôznych sektorov a krajín, vďaka čomu bude možné stanoviť všeobecne platné závery, čo sa týka dlhodobého vplyvu suverénnych fondov.

Pri následnej analýze, pre zjednodušenie orientácie, bude celý skúmaný časový horizont rozdelený do troch podkategórií:

0- rok nákupu podielu

0+n- roky po skúpení väčšinového podielu na firme suverénnym fondom

n=1, 2, 3

0-n- roky pred skúpením väčšinového podielu na firme

n=1, 2, 3

Pri výbere vhodných firiem pre túto analýzu bude kladený dôraz na získanie takých firiem, kde sú suverénne fondy väčšinovým vlastníkom akcií (vlastnia viac ako 50 %).

Pre konkrétnejšie predstavenie mnou skúmaných ukazovateľov:

ROA (return on assets): tento ukazovateľ slúži ku zhodnoteniu návratnosti investovaných prostriedkov prepočtom na zisk podniku.

$$ROA = \frac{ZISK}{VLASTNÝ KAPITÁL + CUDZÍ KAPITÁL}$$

ROE (return on equity): tento ukazovateľ slúži ku zhodnoteniu návratnosti investovaných prostriedkov jeho akcionárov prepočtom na zisk podniku.

$$ROE = \frac{ZISK}{VLASTNÝ KAPITÁL}$$

EBITDA MARGIN: tento parameter je označovaný za indikátor výkonnosti spoločnosti, ktorým sa môžu potencionálni investori informovať o výkone spoločnosti. Čím vyšších hodnôt dosahuje, tým je firma výnosnejšia.

$$EBITDA MARGIN = \frac{EBITDA}{CELKOVÉ TRŽBY SPOLOČNOSTI}$$

PROFIT MARGIN: tento ukazovateľ hovorí o ziskovosti podniku po odpočítaní všetkých poplatkov.

Druhá avizovaná časť bude v sebe zahŕňať analýzu orientovanú na potvrdenie alebo vyvrátenie hypotézy, že sa suverénne fondy pri hľadaní firiem do ich portfólia primárne zameriavajú na ekonomiky, ktoré sú postihnuté krízou alebo recesiou, a z nich si dané firmy následne do svojich portfólií vyberajú. Táto analýza bude spracovaná v programe Gretl za obdobie 2001-2015 na základe sekundárnych dát ekonomických ukazovateľov HDP a miery nezamestnanosti zverejnených na OECD. Okrem toho budú do gretlovej analýzy zahrnuté sekundárne dáta priamo z Nórskeho suverénneho fondu, ktoré budú zaznamenávať veľkosť smerovaných finančných prostriedkov zo spomínaného fondu do mnou skúmaných, krízou postihnutých ekonomík: Taliansko, Írsko, Grécko. Pracovať sa s týmito dátami bude v ich relatívnej podobe a pri každej ekonomike bude riešená výška investovaných prostriedkov do ekonomiky v závislosti na zmene hodnoty HDP a miery nezamestnanosti. Každá analýza v tomto programe bude klasicky podrobená všetkým potrebným testom: test dôkaznosti parametrov, test dôkaznosti zvolenej funkčnej formy, test na heteroskedasticitu, test na normálne rozdelenie, test Durbin-Watsona.

Okrem toho budem medzi hodnotami investícií a mierou nezamestnanosti alebo HDP každého mnou analyzovaného štátu skúmať v programe Excel hodnotu korelácie.

4 Predstavenie suverénnych fondov

Čo sa týka objemu spravovaných prostriedkov, suverénne fondy určite nie sú žiadni zanedbateľní finanční hráči. Ako však uvádza vo svojom diele Truman (2009), aj napriek tomuto faktu, zlom v ich vnímaní ako silnej finančnej jednotky nastal až na počiatkoch finančnej krízy z roku 2008, kedy tieto tržné subjekty začali obsadzovať popredné stránky renomovaných finančných periodík. Rovnako to bol znova Truman (Pauhofová, 2014), ktorý v spomínanom období tieto dovtedy neklasifikované inštitúcie podľa spoločných znakov po prvýkrát pomenoval. Táto skutočnosť môže byť pre mnohých nepochopiteľná, nakoľko ako uvádza sama Pauhofová (2014), prvé fondy vznikli už v 70. rokoch 20. storočia a najstarší z nich vznikol už v roku 1953. Odpoveď na otázku chýbajúcich informácií o týchto fondoch medzi verejnosťou môžeme rovnako nájsť v diele Pauhofovej (2014), ktorá ponúka ako možné vysvetlenie tejto situácie fakt, že do roku 2007 bol na dovoz zahraničného kapitálu pochádzajúceho aj z týchto finančných jednotiek do vyspelých ekonomík, ako USA alebo tých na západe Európy, uvalený zákaz. To mohlo mať za následok, že verejnosť nebrala za dôležité ich činnosť hlbšie sledovať. Tento zákaz bol uvalený hlavne z dôvodu ochrany bezpečnosti v tej dobe najvyspelejších ekonomík, nakoľko bola obava, na čo by tento cudzí kapitál mohol byť použitý a rovnako vznikli obavy z destabilizácie, ktorú by so sebou suverénne fondy mohli na trhy priniesť.

Rovnaký názor ako Pauhofová mal aj Truman (2010), ktorý skonštatoval, že napriek skutočnosti, že suverénne fondy v roku 2007 spravovali len zlomkový kapitál, ekonomiky, ktoré boli príjemcami, alebo očakávali, že sa príjemcami tohto kapitálu stanú, vykazovali značné obavy z ich expanzívnej politiky a rýchlo rastúcej sily. Práve preto im častokrát zamedzovali prístupy na ich trhy.

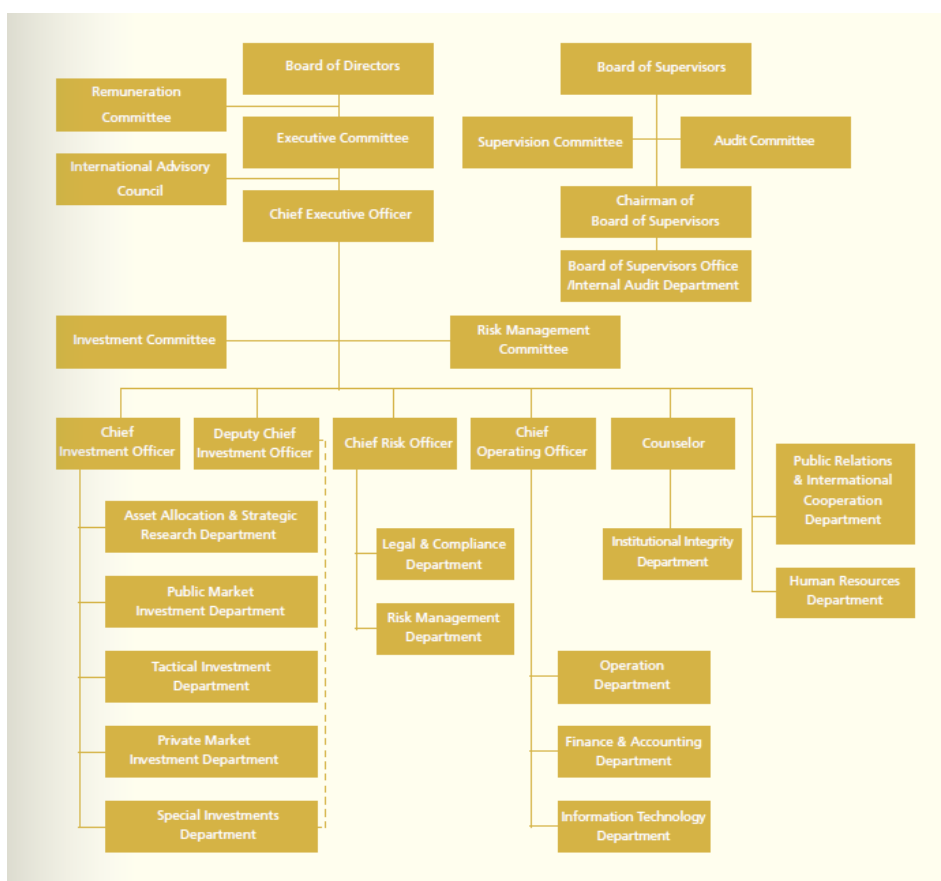
Medzi základné definície, ktoré sa pokúšajú suverénne fondy definovať patrí určite jedna, vytvorená Sovereign Investment (Lab Sovereign Investment Lab a Baffi Carefin, 2016). Tá sa pokúša o ich začlenenie podľa určitých spoločných ukazovateľov, ktoré by podľa nej mal spĺňať každý suverénny fond:

- Suverénny fond je síce vo vlastníctve vlády svojho domovského štátu, ale je riadený vlastnou riadiacou štruktúrou, ktorá je od tejto vlády nezávislá
- Na riadenie týchto fondov nemajú žiaden vplyv či už finančné alebo politické inštitúcie domovských štátov
- Fond nie je zriaďovaný za účelom zabezpečenia adekvátneho množstva finančných prostriedkov do penzijného systému
- Fond sa snaží diverzifikovať svoje investičné zameranie do rôznych druhov aktív v závislosti od zisku, ktorý mu je investícia schopná ponúknuť
- Podstatná časť financií vo vnútri fondu je investovaná mimo svoj domovský štát, vďaka čomu je ekonomika odbremenená od veľkého množstva volnej likvidity, ktorá by mala na ekonomiku destabilizujúci vplyv

Ďalšia definícia pochádza z dielne The City UK (2010), ktorá suverénne fondy definuje ako investične zamerané fondy so špecifickým účelom, riadené vládami ich domovských ekonomík za účelom držby, riadenia alebo správy majetku, či už hmotného alebo finančného.

Podobne podľa Trumana (2010) sú suverénne fondy vytvárané pre makroekonomické účely, s tým, že sú spravované a súčasne vlastnené vládami domovských štátov. Práve ony rozhodujú o investičných stratégiách týchto fondov. Toto rozhodovanie je zamerané predovšetkým na výber ekonomík, ktoré podľa hĺbkových analýz majú najväčšiu perspektívu priniesť v budúcnosti najmasívnejšie zisky, a výber sektorov, ktoré majú do budúcnosti predispozície stať sa globálnymi ťažkými svetového hospodárstva.

Čo sa však týka posledných troch autorov, nastáva medzi ich definíciami suverénnych fondov závažný rozkol a to v oblasti vymedzenia riadiacej štruktúry. Podľa definície Sovereign Investment Lab a Baffi Carefin (2016) je totiž riadenie suverénneho fondu priamo oddelené od vlády, na druhú stranu pre autorov ako Truman (2010) a City UK (2010) v rukách vlády naďalej zostáva. V tomto prípade, aj napriek vysokej odbornosti oboch autorov z roku 2010, treba dať za pravdu Sovereign Investment Lab a Baffi Carefin. Ich definícia je totiž novšia a odrazili sa v nej značné snahy o zvýšenie dôvery v smerované investície hlavne zo suverénnych fondov z Ázie, kde vypustenie vládneho vplyvu spôsobilo zo strany verejnosti znižujúcu sa nedôveru priamenci zo spolitizovaných investícií. To je vidieť na nasledujúcom obrázku, kde je zachytená štruktúra celého čínskeho suverénneho fondu, s mnohopočetnými kontrolnými útvarmi aj z ród zahraničných odborníkov.



Obr. 1 Štruktúra čínského suverénneho fondu CIC
Zdroj: China Investment Corporation, 2008

Truman (2010) pokračuje v definícii ešte hlbšie a dodáva, že tieto fondy disponujú peňažnými prostriedkami, ktoré vlády získali. Závisí samozrejme od konkrétnej ekonomiky, či tieto finančné prostriedky pochádzajú z prebytkov platobnej bilancie, z operácií so zahraničnou menou, z výnosov, ktoré priniesla privatizácia alebo z príjmov plynúcich z exportu komodít. Podľa Gelba a spol. (2014) ide hlavne o obchodovanie s nerastným bohatstvom, ako je ropa a zemný plyn, pričom obe tieto suroviny do vypuknutia ropnej krízy zaznamenávali významný nárast trhovej hodnoty na globálnom trhu.

Sovereign Wealth Fund Institute (2014), skrátene SWFI, rozdelil suverénne fondy do viacerých kategórií podľa účelu, ku ktorému boli ich zakladajúcimi štátmi v počiatkoch vytvorené. Medzi hlavné dôvody na založenie fondov podľa SWFI patria:

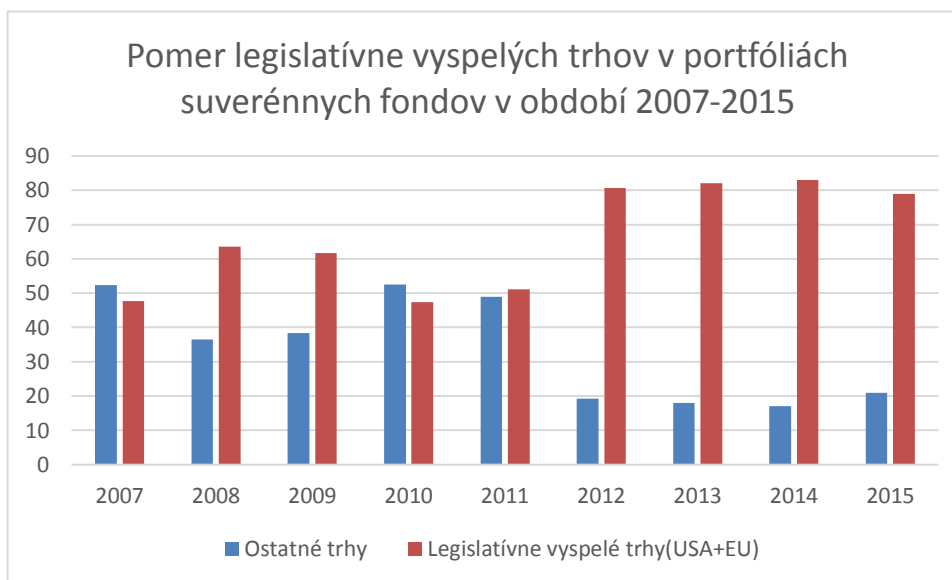
- Snaha o stabilizáciu a ochranu rozpočtu pred volatílnym vývojom príjmov, ale aj exportu
- Podpora exportu surovín, ktoré však nepatria do skupiny takzvaných neobnoviteľných surovín

- Snaha o získanie vyšších príjmov ako by to bolo len z pasívnej držby rezerv v zahraničných menách
- Pomoc smerovaná orgánom vykonávajúcim menovú politiku a to tak, že vláda ich zbavuje prebytočnej likvidity, ktorá by v prípade neodstránenia spôsobila destabilizáciu a masívne zásahy zo strany monetárnych orgánov, pričom tieto zásahy mnohokrát vyvolávajú vlnu nespokojnosti zo strany verejnosti, ktorá je nimi zásadne ovplyvnená
- Zvýšenie množstva finančných rezerv určených k podpore budúcich generácií
- Financovanie rozvoja či už ekonomického, alebo sociálneho
- V cieľových ekonomikách podpora stabilného nárastu množstva kapitálu
- Podpora rôznych politických stratégií

Podľa Pauhofovej (2008) sú zasa dôvody pre vytvorenie týchto fondov z vecného a historicko-ekonomického hľadiska nasledovné:

- V krajinách, ktoré disponujú veľkým množstvom nerastného bohatstva (ide hlavne o ropu a zemný plyn), majú vlády snahu tieto fondy založiť ako druh rezervného fondu. V prípade výpadku finančných prostriedkov pochádzajúcich z exportu surovín, na ktorom sú krajiny častokrát ekonomicky závislé, je fond schopný tento výpadok na určitú dobu vykryť. Samozrejme závisí ako veľmi je krajina na týchto príjmoch závislá, ako veľmi úspešná bola jeho investičná taktika a rovnako tak, akú dlhú dobu tento fond prostriedky spravoval. Čím dlhšie obdobie, tým môžeme hovoriť o väčšej kumulácii bohatstva - takzvané úroky z úrokov. V tomto prípade ide hlavne o krajiny z Perzského zálivu, alebo napríklad Rusko.
- V krajinách, kde je celý penzijný systém na pleciach štátu a hlavne do budúca sa rieši otázka, akým spôsobom budú štáty vykrývať schodky vo financovaní dlhodobu neudržateľných dôchodkov. So zreteľom, že počet pracujúcich bude stále klesať a počet dôchodcov závislých na dávkach stále stúpať, boli tieto fondy vytvorené ako takzvané fondy budúcich generácií alebo penzijné fondy. Ide o krajiny ako Nórsko, Japonsko alebo USA.
- V krajinách, ktoré majú dlhodobu značné prebytky v platobnej bilancii, sa tieto fondy vytvárajú z dôvodu následnej podpory domovských firiem pri vstupe na zahraničné trhy, alebo sú tieto peniaze vo vnútri fondov určené k nákupu nových technológií. Ide o štáty ako Singapur alebo Čína.
- V krajinách, ktoré do budúca očakávajú ohrozenie prístupu k nerastným surovinám, ktoré sú pre ne potrebné. A to z dôvodu vyčerpania zdrojov, vďaka čomu môžeme povedať, že sú tieto fondy vytvorené za účelom skupovania zdrojov nerastného bohatstva alebo technológií, ktoré sú schopné suroviny nahradiť, či už priamo menom fondu, alebo tieto fondy aktívne podporujú domovské firmy, ktoré investujú v zahraničí. Typickým príkladom sú krajiny ako Rusko alebo Čína.
- V krajinách, ktoré dlhodobu fungujú s prebytkami v ich rozpočtoch, sú tieto fondy zakladané za účelom ďalšieho zhodnotenia ich volných prostriedkov.

Typickými trhmi pre umiestňovanie tohto obrovského množstva likvidity sú samozrejme legislatívne stabilné trhy na americkom alebo európskom kontinente (viď Obrázok 2) (Ander, Teplý, 2012). Postupom času však môžeme sledovať stále väčšiu orientáciu na rozvíjajúce sa trhy ázijského kontinentu, alebo investovanie v rámci domovských ekonomík týchto fondov, čo je spôsobené stále silnejším tlakom riadiacich štruktúr štátov, aby fondy vykryli výpadky finančných prostriedkov, ktoré pri financovaní peňažne náročných infraštruktúrnych projektov častokrát v domovských štátoch chýbajú.



Obr. 2 Pomer legislatívne vyspelých trhov v portfóliách suverénnych fondov v období 2007-2015

Zdroj: spracované autorom na základe výročných správ suverénnych fondov

Najväčšia expanzia týchto fondov nastala podľa Trumana (2010) v roku 2008 (viď Obrázok 6), kedy došlo k nárastu cien prírodných zdrojov a iných ďalších komodít a rovnako vďaka politikám, ktoré viedli k masívnej finančnej výmene a hromadeniu finančných zdrojov vo vládných kasách. Vyššie očakávané zisky a agresívnejšia stratégia investovania reflektovala rýchle posilňovanie suverénnych fondov na globálnej scéne. Truman ďalej uvádza, že západné trhy sa im naplno otvorili až v roku 2008, a to z dôvodu silných finančných problémov, ktorým boli západné ekonomiky vystavené počas finančnej krízy na prelome rokov 2007-2008. Došlo k masívnym investíciám do finančných inštitúcií Západu, čo nebolo z pohľadu suverénnych fondov robené len z dôvodu finančných ziskov, ale tiež z dôvodu, že im bolo po prvýkrát dovolené vstúpiť na najrozvinutejšie trhy s potenciálom dostať sa z ich strany k zaujímavejším investíciám. Okrem toho ďalší benefit, ktorý sa s týmto obdobím spája je, že z pohľadu Západu prestalo byť na nich pozerané ako na votrelca.

Pozitívny prístup k nim získal aj Johnson (2007), ktorý odmieta tvrdenie, že by sa na nich malo pozerat' ako na destabilizujúci prvok ekonomík, práveže vy-zdvihuje prístup, ktorý suverénne fondy vyznávajú a to je tvorba rezervy na horšie časy, ktorú Johnson berie ako dobrú inšpiráciu pre zvyšnú časť sveta.

Nie však všetky subjekty na trhu sú schopné na nich nahliadať týmto spôsobom. Aj napriek dlhšiemu obdobiu, čo majú na americkom a európskom trhu neobmedzený prístup ku všetkým zdrojom, stále panuje strach, že za pomoci investícií do Západu zo strany suverénnych fondov dôjde k predaju najsilnejších západných firiem v kľúčových sektoroch. To následne zapríčiní, že Západ stratí nad týmito firmami a odvetviami úplnú kontrolu (Truman, 2010). Pred podobným trendom varuje aj Deutsche Bank (2007), ktorá poukazuje na nárast verejného záujmu o otázky týkajúce sa potencionálneho predaja strategických subjektov, transferu know-how zo Západu na Východ a rovnako sa diskutuje aj otázka verejnej bezpečnosti. Rovnako rozpoltený názor na suverénne fondy má vo svojej publikácii aj Mark Thatcher (2012), ktorý uvádza, že investori zo suverénnych fondov v počiatkoch finančnej krízy vytvorili dovtedy neslýchaný objem kapitálu smerujúci z rozvíjajúcich sa ekonomík na územie rozvinutých krajín, čo samozrejme na tomto území vyvolalo vlnu horúcich politických debát. Na jednej strane totiž veľké množstvo týchto suverénnych fondov pochádza zo štátov nevyznávajúcich demokratické hodnoty. Tu teda dochádza k stretu politických systémov, nakoľko je jasné, že demokraticky fungujúce ekonomiky môžu vykazovať strach z vplyvu krajín nevyznávajúcich také hodnoty ako ony samy. A tento strach pramení z obavy o národnú bezpečnosť a dodržiavanie pravidiel v ekonomickej a finančnej oblasti. Na druhej strane však dokáže vidieť aj prínosy a preto šíri názor, že netreba hneď na celú vec nahliadať negatívne, a v prípade, že sa tieto prijímajúce ekonomiky posnažia o určitú kontrolu z ich strany, aj pre ne to bude obrovský benefit a zdroj voľného kapitálu, z ktorého môžu adekvátne ťažiť.

Čo môže byť pre viacerých šokujúce, suverénne fondy nečelia častokrát nedôvere len zo strany štátov, do ktorých investujú kapitál, ale obava z nich vzniká aj v ich domovských štátoch. Ako spomína Truman (2010) horúca diskusia je aktuálna aj na pôde ich ekonomík, ktoré majú obavy z veľkého finančného kapitálu, s akým suverénne fondy v súčasnosti disponujú a to hlavne z dôvodu možných finančných machinácií. Boja sa, že takéto množstvo peňažného kapitálu je rizikové v rukách akéhokoľvek tržného subjektu, či už bánk, štátov alebo iných subjektov.

Suverénne fondy sa podľa Trumana (2010) v poslednom období bez pochyb stali fenoménom, a rovnako tak predstaviteľom nezadržateľných zmien, ktorými svet prechádza. Už dávno neplatí, že bohatstvo smeruje z USA a Európy. V súčasnosti sú tieto ekonomiky dotované ekonomikami s nie tak silným politickým a ekonomickým základom, ako je to v prípade ich príjemcov, a rovnako tak nastáva doba, kedy v ekonomikách zohráva čoraz väčšiu rolu štát a upúšťa sa od Smithovej neviditeľnej ruky trhu.

4.1 Porovnanie suverénnych fondov s podielovými fondami kolektívneho investovania

Vychádzajúc z toho, čo som už vo svojej práci spomínala v predchádzajúcich kapitolách, povedomie o suverénnych fondoch na našom území je na veľmi nízkej úrovni. A preto sa mnohokrát stáva, že sú tieto tržné jednotky chybné zamieňané za iné známejšie druhy investorov ako hlavne podielové fondy. Pritom ide o inštitucionálne odlišné subjekty. Podielové fondy totiž fungujú na princípe získavania peňažných prostriedkov od verejnosti s cieľom nakúpiť finančné aktíva, na ktoré by samotní jedinci sami nikdy nedosiahli (Canadian Securities Administrators, 2017), (Fabozzi, 2011).

Týmto spôsobom teda získavajú vstup k oveľa zaujímavejším investičným príležitostiam, so zaujímavejším ziskovým potenciálom (Solnik a McLeavey, 2009). Podielové fondy, samozrejme závisí od investičnej orientácie každého z nich, sa orientujú na skupovanie akcií, dlhopisov a iných finančných derivátov. Niekedy fungujú na princípe investovania priamo do iných podielových fondov a je tu kladený vysoký nárok na dostatočnú diverzifikáciu portfólia, ktorá znižuje možnosť stratových čísiel týchto fondov.

V porovnaní so suverénnymi fondmi je síce kladený, hlavne v poslednom období, dôraz na diverzifikáciu portfólia, ale čo sa týka zdrojov finančných prostriedkov, tie sú diametrálne odlišné (SWFI, 2017). Suverénne fondy totiž získavajú financie napríklad z prebytkov platobnej bilancie, z obchodu s komoditami, z privatizácie a iných druhov, ale všetky tieto prostriedky by v prípade neexistencie suverénneho fondu inak skončili vo vládnej kase. Pre investorov z verejnej sféry však nie sú vôbec prístupné. V oboch prípadoch sa o zloženie portfólia starajú odborníci, ktorí sú vďaka turbulentnému a rýchlo sa meniacemu trhu nútení portfólio obmieňať o výnosovo zaujímavejšie aktíva. Čo sa týka časového horizontu, v oboch prípadoch ide o dlhodobých investorov, pričom averzia k riziku závisí v oboch prípadoch na každom jednom fonde.

4.2 Prijatie Santiago principles ako vstupenky na globálne trhy

Ako bolo spomenuté už v predchádzajúcej časti, vstup suverénnych fondov na globálne trhy nebol zo začiatku vítaný s nadšením a svetové trhy boli zmietané strachom o stratu know-how a destabilizáciu ich ekonomík dravými zahraničnými subjektmi, ktoré prišli na ich územie len zbohatnúť. Preto pre upokojenie trhov a prínos dôvery do obchodných vzťahov bolo potrebné nastoliť také pravidlá, ktoré by boli na medzinárodnej pôde s dohľadom kontrolných orgánov dodržiavané, ochraňovali každú zo strán a v prípade ich porušenia by existoval presne vymedzený rámec postihov, ktoré by si poškodená strana mohla uplatňovať. V tomto prípade tak nastalo po dohode v hlavnom meste Chile a to Santiago, podľa ktorého sa tieto pravidlá nazývajú.

Santiago principles boli schválené v októbri roku 2008 ako jedinečná globálna snaha o zavedenie princípov k spolupráci krajín, ktoré sú vlastníčkami suverénnych

fondov a prijímajúcich ekonomík, alebo poprípade medzinárodných organizácií, do ktorých budú peniaze suverénne fondy umiestňovať. Santiago principles sú zložené z 24 globálne akceptovaných zásad a smerníc, ktorými sa musia aktéri povinne riadiť a týchto 24 pravidiel je rozdelených do troch základných blokov (International Forum of Sovereign wealth funds, 2014).

V prvom bloku sa nachádza legálne vymedzenie, ciele a stotožnenie sa s makroekonomickou politikou v rámci domovského štátu. V tomto bloku sa môžeme stretnúť s nariadeniami ako napríklad povinnosti suverénnych fondov postupovať v súlade s fiškálnou a monetárnou politikou domovskej ekonomiky alebo povinné predstavenie pravidiel, za akých je možné z týchto fondov čerpať finančné prostriedky. Nájdeme tu aj detailné predstavenie, z akých zdrojov peňažné prostriedky vo vnútri fondov pochádzajú, a predstavenie pravidiel k následným investíciám a požiadaviek na ne (Kuwait Investment Authority (KIA), 2016).

V druhom bloku sa stretávame s inštitucionálnym vymedzením a predstavením pravidiel týkajúcich sa riadiacej štruktúry suverénnych fondov. V tejto časti sú umiestnené pravidlá ako napríklad povinnosti osôb v riadiacej štruktúre pracovať v súlade so záujmami suverénnych fondov, a taktiež sú v tejto časti definované požiadavky, ktoré musia ľudia pracujúci pre fond spĺňať. Nimi sú napríklad požiadavky na mandát, ktorý musí zamestnanec podieľajúci sa na smerovaní fondu spravodlivou voľbou získať a k tomu mať adekvátne kompetencie a vzdelanie. Ďalej sa v tejto časti môžeme stretnúť s požiadavkami na profesionálne a etické štandardy, ktoré musia byť na pôde suverénnych fondov definované a musia byť s nimi stotožnené aj zvyšné útvary suverénnych fondov.

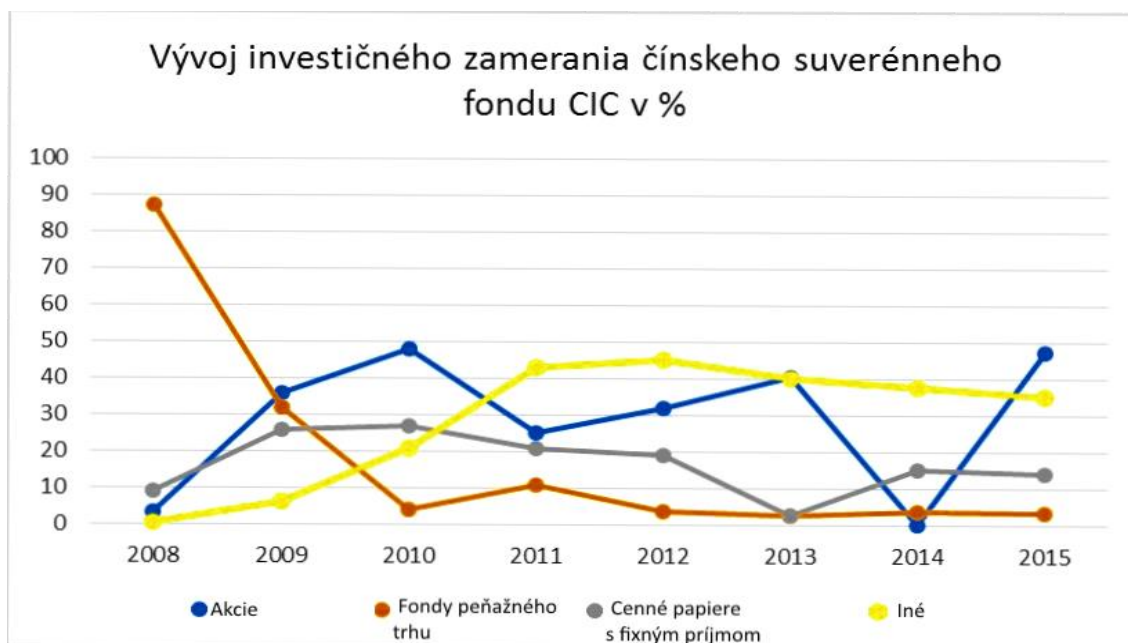
A posledný, tretí blok, v sebe zahŕňa vymedzenie dvoch základných rámcov a to investičného a Risk Management. V tejto časti sú vymedzené pravidlá zamerané napríklad na zamedzenie zneužívania získaných informácií alebo vplyvov pri investičných aktivitách na vlastné neetické obohatenie sa, ktoré by viedlo k poškodeniu druhej strany. A taktiež povinnosť nastaviť investičnú politiku tak, aby bola konzistentná s hlavnými cieľmi fondu, s investičnou stratégiou a bola aj v súlade s hranicami pre tolerovanie rizika pri investovaní.

4.3 Zmena investičnej orientácie suverénnych fondov

Ako uvádza Pacsa di Magliano a spol. (2016) investície suverénnych fondov si od doby ich vzniku, ale čo je určite podstatnejšie, od ich prvotného vstúpenia na americký a európsky trh v roku 2007-2008, prešli viacerými výraznými zmenami. V počiatkoch ich investičných aktivít boli tieto fondy silne upriamené na málo rizikové investičné aktivity, často krát orientované na nákup dlhopisov, alebo iných málo rizikových aktív.

Na Obrázku 3, ktorý zachytáva vývoj investičného zamerania jedného z najsilnejších súčasných suverénnych fondov, a to práve čínskeho China Investment Corporation, je táto skupina málo rizikových aktív zachytená pomocou krivky Fondy peňažného trhu, na ktorej je jasne vidieť výrazný pokles od roku 2008. V zmiene-
nom roku táto krivka dosahovala svoje maximá. Od tohto roku, až do roku 2010

tento druh finančných aktív skoro úplne z portfólií suverénnych fondov vymizol. Dôvod pre túto výraznú zmenu je fakt, že so vstupom suverénnych fondov v roku 2007 na rozvinuté, a ekonomicky stabilné západné trhy boli suverénne fondy nútené riadiacimi štruktúrami štátov, do ktorých vstupovali investovať svoje peňažné prostriedky do kolabujúceho, hlavne amerického bankového sektoru, ktorý bol v tom období silne zmietaný práve prepukajúcou finančnou krízou. Slovo nútené bolo v tomto prípade použité úplne zámerne, a spája sa s počiatkami vpustenia suverénnych fondov na trhy Európy a USA, kde z dôvodu obáv z ich možného destabilizujúceho vplyvu boli tieto fondy autoritami tlačené len do investícií v tomto kolabujúcom sektore a v prípade, že by tento krok odmietli, trhy by sa im pre ich investičnú aktivitu znovu uzavreli. Následne ďalšie dva roky dochádza k obrovským prepadom, ktoré viedli k ustáleniu sa krivky Fondy peňažného trhu na hodnote blízkej 0 %. Vysvetlenie môžeme hľadať v obrovských stratách, ktoré vďaka tomuto investovaniu suverénne fondy utrhli. Medzi rokmi 2007 a 2009 investície suverénnych fondov do finančných aktív vykazovali stratu 45 % ich pôvodnej hodnoty (Kern, 2009). Aj keď bolo toto investovanie stratové, vďaka nemu sa im otvorili brány na trhy, ktoré do tejto doby boli pre nich zakázané, a ktoré ich ako investora do tejto doby neustále odmietali. Pozitívny vplyv na vykrytie tohto výpadku mala aj rastúca cena ropy na globálnom trhu, ktorá suverénnym fondom liečila rany z minulých strát. Postupom času je však možné sledovať ich osmelovanie a viac dravý prístup, ktorý sa odzrkadlil aj na postupnom znižovaní sa percentuálneho zastúpenia aktív s fixným príjmom, ktorý na Obrázku 3 od roku 2008 do roku 2013 kolísal v rozmedzí 20-30 % zastúpení vo finančnom portfóliu tohto fondu. Rok 2013 hlásil pre investície s fixným príjmom zastúpenie v portfóliu rovné 0 %, nakoľko tento rok sa na zameraní fondu podpísal veľmi dravý prístup s cieľom pohltiť silné, hlavne západné firmy. V poslednom období je možné sledovať aktivity smerujúce k získavaniu väčšinových balíkov akcií v najsilnejších firmách, alebo ako som už spomínala vo firmách, ktoré majú do budúca silný potenciál prínosu výrazných ziskov, alebo majú pre štáty vlastniace suverénne fondy do budúca strategický význam. To nám zobrazuje práve krivka zachytávajúca vývoj Akcií, kde tieto aktíva po celú dobu, vynímajúc rok 2011 a 2014, dosahovali v portfóliu tohto fondu vysoké percentuálne zastúpenie. Od roku 2015 tvoria väčšinovú zložku portfólia.



Obr. 3 Vývoj investičného zamerania čínskeho suverénneho fondu CIC v %

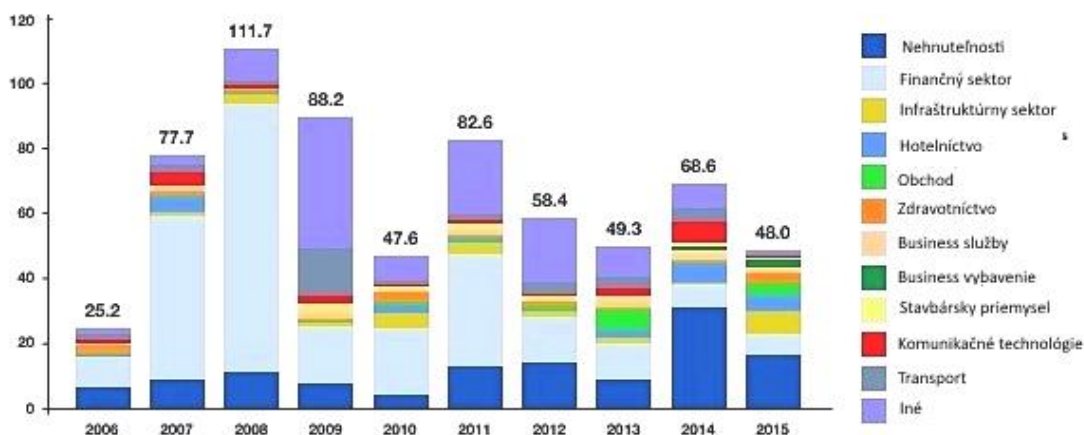
Zdroj: spracovanie autorom na základe dát čínskeho suverénneho fondu CIC

Od počiatku investícií suverénnych fondov do nákupu akcií je podľa Sovereign Investment Lab a Baffi Carefin (2015) jasne vidieť silnú orientáciu na stabilné, rozvinuté trhy, prevažne na európskom kontinente alebo na území USA. Práve v týchto krajinách je možno v priebehu rokov sledovať stabilne rastúcu krivku, čo sa množstva investičných projektov týka. Obrat od tohto trendu nastáva v roku 2014, kde nastáva masívny prepád investovania do daných krajín z hodnoty 64,9 %, v roku 2013, na hodnotu 54,7 % v roku 2014. Táto razantná zmena bola viazaná na snahu suverénnych fondov diverzifikovať svoju investičnú aktivitu mimo územia Severnej Ameriky a upriamiť sa na domovské ekonomiky a ich podporu, tak ako to bolo mnohokrát plánované v obdobiach zrodu mnohých suverénnych fondov. Dôvod bol jasný, a to podporiť a revitalizovať častokrát nestabilné trhy. V roku 2015 môžeme sledovať opätovný návrat k investičnej aktivite pred rokom 2014, kde došlo k opätovnému zameraniu sa na stabilné západné trhy v oveľa vyššom meradle. Nárast investičných aktivít v tomto roku totiž dosiahol dovedy nevidené maximum a to až 71,9 %. Z tejto pomerne rýchlej zmeny však nemusíme vyvodzovať žiadne nečakané závery, nakoľko takto rýchle zmeny boli aj v minulosti. Síce nemuselo ísť o tak obrovské skoky, ale orientácia na rôzne druhy trhov podľa ich aktuálnej situácie nie je ničím novým. Tento fenomén mal úzky súvis s vývojom v rámci ich domovských ekonomík, kde v prípade spomalenia a potreby opätovného naštartovania, presunuli fondy značné množstvo likvidity do domovských ekonomík a v období, počas ktorého sa ich domovským ekonomikám darilo a zažívali rastové obdobie, došlo zasa k masívnej orientácii na zahraničné trhy. Rok 2015 bol pre mnohé ekonomiky pamätný a to z dôvodu, že trhy ťažiacie zo získavania ropného bohatstva, a mnohé rozvíjajúce sa trhy, doplácali na masívne znižovanie celo-

svetového obchodu. Tento impulz samozrejme zanechal svoje stopy aj na suverénnych fondoch, ktoré sa, ako je spomenuté už vyššie, začali zameriavať na dlhodobé investície, s cieľom ochrániť bohatstvo pre budúce generácie za pomoci globálnej diverzifikácie ich investičných aktivít.

Tieto nové stratégie, ktoré sa rozvinuli s nástupom krízy na trhu s ropou, pozitívne ovplyvňujú investičnú politiku smerom k zodpovedným a rozvojovým projektom dlhodobého socio-ekonomického charakteru, ktoré slúžia k rozvoju lokálnych, ale aj strategických zahraničných ekonomík. To je prípad Nórskeho fondu, fondu Mubadala, ale aj fondov na Novom Zélande, v Austrálii a Singapure, kde tieto inštitúcie obhospodarujú veľkú časť svetového bohatstva a usilujú sa o podporu zodpovedného investovania na národnej a medzinárodnej úrovni, aj v prípade, že smerujú prostriedky do ekonomík, ktorým chýba rozvinutý finančný systém.

4.4 Zmena sektorovej orientácie suverénnych fondov od roku 2006 do roku 2015



Obr. 4 Vývoj investičnej aktivity suverénnych fondov podľa sektorového zamerania v období 2006-2015 v miliardách amerických dolárov
Zdroj: Bocconi University, 2016

Na Obrázku 4 je vykreslený vývoj sektorového zamerania suverénnych fondov od roku 2006 až po rok 2015. Za toto pomerne krátke obdobie došlo na trhu k veľkému množstvu razantných zmien, ktoré, ako je vidno na grafe, významne ovplyvnili aj ich sektorové investovanie na globálnom trhu. Rok 2006 je dôležitým medzníkom pre zachytenie skoku, čo sa týka objemu investovaných prostriedkov, ktorý nastal v roku 2007 po vpustení suverénnych fondov na vyspelé trhy USA a EU. Rok 2006 predstavoval len jednu štvrtinu objemu finančných prostriedkov, ktoré boli nazhromaždené v roku 2007.

V roku 2007 bola najvýraznejšia investičná aktivita do troch základných sektorov, ktoré dohromady predstavovali 80 % celkových investovaných prostriedkov. Tieto tri sektory boli finančný sektor, ktorý zaberá najväčšiu časť, a ďalej sek-

tory nehnuteľností a informačné technológie. V ďalšom roku došlo k pomerne významnému nárastu objemu investovaných prostriedkov, ktoré sa vyšplhali na hodnotu cez 111 miliárd amerických dolárov. Pokračovala silná orientácia na finančný sektor, ktorý predstavoval 75 % objemu všetkých investovaných prostriedkov. Z týchto peňazí najväčšiu časť odčerpalo investovanie do krízou postihnutých finančných inštitúcií na území Európy (skoro 50 %), čo sa však týka počtu uskutočnených transakcií, Európu prekonala Ázia, ktorá spotrebovala 38 % celkových finančných prostriedkov. Takto vyzerala prvá polovica roku 2008. V druhej polovici však začali suverénne fondy na svoju štedrosť smerovanú k podpore finančného sektoru doplacať, začalo sa ukazovať, že tieto investície pre nich boli stratové, a to ich prinútilo hľadať iné investičné sektory. Došlo teda k miernemu nárastu investícií do nehnuteľností a taktiež do leteckého, infraštruktúrneho a strojárenského priemyslu.

Po poučení sa, že väčšinové investovanie len do jedného sektoru sa v prípade jeho krachu nevypláca, sa oproti roku 2008, začali v roku 2009 orientovať na väčšiu diverzifikáciu svojich portfólií. V tomto roku sa nadšeniu tešili hlavne sektory ako energetika (hlavne alternatívne druhy), nerastné suroviny, IT sektor a automobilový priemysel. Nehnuteľnosti hlásili menší pokles v portfóliu, a čo je možno pre mnohých prekvapivé, aj napriek stratovému predchádzajúcemu roku finančný sektor v investičnom portfóliu stále zaberá pomerne veľkú časť. Dôvod je, že hlavne Čínsky suverénny fond sa snažil o zabezpečenie dostatočnej kapitálovej základne svojich bánk, pre prípad, že by došlo k ďalšej finančnej kríze ako bola na prelome rokov 2007-2008. V tomto období sa začali suverénne fondy orientovať na investície síce väčšinovo na rozvinutých trhoch, ale čoraz väčší záujem začali javiť aj o Latinskú Ameriku a Áziu.

Ďalší rok 2010 pokračoval v snahe o čo najväčšiu diverzifikáciu so snahou minimalizovať riziko straty pri svojich investičných aktivitách. Investične najzaujímavejšie sa javili sektory Infraštruktúry, finančníctva a skupovanie nerastného bohatstva. Zvyšok portfólia vyplňali investície do automobilového a leteckého priemyslu, biotechnológií, telekomunikácií a zdravotníctva. Finančný sektor tvoril 20 % celkových investovaných prostriedkov, a išlo o investovanie do troch projektov: skúpenie akcií v írskej banke Bank of Ireland (36 % celkových akcií), skúpenie akcií v katarskej komerčnej banke, a treťou investíciou bola podpora talianskej banky Unicredit fondom zo Saudskej Arábie. Čo sa týka investícií do nerastných surovín, lídrom v investovaní bola Čína so svojimi fondmi, nakoľko do budúcnosti očakáva vyčerpanie nerastného bohatstva a ako silne výrobná ekonomika, by bolo pre ňu veľmi obtiažne v krátkom časovom horizonte na tento rýchly úbytok zareagovať. Preto si budovala a buduje v tomto smere dostatočnú zásobu. Čo sa týka nerastných surovín, najväčší záujem bol o platínu, zinok a meď. Väčšej popularite sa tešil taktiež energetický sektor zameraný na slnečnú a veternú energiu a infraštruktúrny sektor, kde sa aktivizoval saudsko-arabský fond na území Austrálie a fond Temasek sa aktivizoval v stavbe nových miest v Číne, Malajzii a Singapure.

V roku 2011 nastal opätovný návrat k investíciám do finančného sektoru, ktorý predstavoval 43 % celého objemu investovaných prostriedkov. Došlo totiž k dotovaniu destabilizovaných finančných inštitúcií ako napríklad írskej banky Allied Irish Bank. Oproti minulým rokom, v rámci ktorých sa síce nehnuteľnosti v portfóliu pravidelne v pomerne významnom množstve objavovali, v tomto roku došlo k nárastu investovania do tohto sektoru hlavne na území Británie a USA. Dostatočné množstvo investičných príležitostí bolo síce aj na území rozvíjajúcich sa ekonomík, ale o tie suverénne fondy nejavili záujem. Naďalej bola silná investičná aktivita do infraštruktúrnych projektov s cieľovaním na územie Austrálie. Čo sa týka komodít, záujem bol o španielske územie a čo sa týka konkrétnych surovín, šlo o skupovanie ropy a zemného plynu. Kovy boli vypustené, nakoľko bola podľa suverénnych fondov na nich cenová bublina, ktorá ich cenu hnala do horibilných hodnôt.

Rok 2012 bol zaujímavý zasa v inej oblasti. Oproti predchádzajúcemu roku síce došlo k 14% nárastu množstva finančných transakcií, ale tento rok taktiež znamenal 30% pokles objemu finančných prostriedkov určených k investovaniu. Táto skutočnosť bola spôsobená spomalením svetového ekonomického rastu, vypuknutím problémov v rámci Eurozóny a poklesom ceny ropy a komodít. Tento rok sa niesol v znamení skupovania nehnuteľností, ktoré predstavovali v portfóliu 26 % celkového zainvestovaného objemu financií. Väčšina týchto investícií putovala do rozvíjajúcich sa ekonomík. Ďalším významným sektorom bol finančný sektor, ktorý predstavoval 25 % použitých finančných prostriedkov v hodnote 14,3 miliardy amerických dolárov. Tieto peniaze boli použité na reorganizáciu finančných inštitúcií s cieľom zlepšenia v ich riadiacej štruktúre. Okrem týchto sektorov bol populárny sektor energetiky, a Čína sa naďalej snažila o vytvorenie dostatočnej zásoby nerastného bohatstva pre svoje ďalšie fungovanie.

Rok 2013 sa niesol v znamení investícií do finančného sektoru. Z celkového portfólia tento sektor predstavoval 22 % hodnoty investovaných prostriedkov. Tieto peniaze smerovali hlavne do rozvíjajúcich sa ekonomík a boli použité k vybudovaniu dostatočného ochranného vankúša pre prípad, že by nastala podobná situácia ako počas finančnej krízy. Veľká časť taktiež putovala k nákupu nerastného bohatstva ako ropa, zemný plyn, uhlie a železná ruda. K veľkým investíciám tohto roku neomylnne patrili investície do energetického priemyslu, napríklad do španielskeho energetického gigantu REPSOL, a francúzskeho energetického gigantu TIGF. Zaujímavou investičnou aktivitou bol projekt v Rusku, smerujúci k získaniu firmy Uralkali, spracovateľa potaše. Okrem toho sa stali zaujímavými investície do hotelníctva a luxusného tovaru: Porsche, Tiffany and Co, spoločnosť vlastniaca značku Louis Vuitton, Harrods. Investície do nehnuteľností predstavovali 20 % a boli orientované na územie USA a Británie, nakoľko sa znova začalo upúšťať od investícií do rozvíjajúcich sa trhov.

Ako je z grafu patrné, rok 2014 bol silnou ranou z dôvodu razantného tržného poklesu ceny ropy, čo negatívne ovplyvnilo komoditne zamerané ekonomiky. Najhoršie na tom skončila Ruská ekonomika, ktorá doplatila na ukrajinskú krízu sankciami od západných ekonomík, a taktiež jej najvýznamnejší príjem, a to obchod

s ropou, utrpel obrovské straty. To následne vyvolalo pád bankového sektoru a pád ceny rubľa, ktorý musela Moskva zachraňovať investíciami vo výške 130 miliárd amerických dolárov. Tento rok bol významný investíciami do sektoru nehnuteľností, kde smerovalo 46 % celkových finančných prostriedkov určených k investovaniu. Najvyhl'adávanéjšie boli pre toto investovanie trhy USA a Británie. Čo sa týka finančného sektoru pokračoval trend investícií do rozvíjajúcich sa trhov, viac konkrétne, na vytvorenie ochranného vankúša. Dotovanie potrebovala aj ruská banka VTB, ktorú dotovali dva fondy. A to Katarský suverénny fond a taktiež fond SOFAZ z Azerbajdžanu. V tomto prípade bola snaha o posilnenie jej kapitálovej štruktúry. 2 % objemu financií putovali do turistického a hotelového priemyslu, ďalej bola orientácia na telekomunikačný sektor. Po pruskom poklese ceny ropy zostal ovplyvnený aj energetický priemysel, od ktorého sa začalo masívne upúšťať.

Posledným zaznamenaným rokom je rok 2015. Typická bola snaha o čo najväčšiu diverzifikáciu investičného portfólia. Sektorovo bol najmasívnejší záujem o nehnuteľnosti na území USA, Británie, Austrálie, hotelníctvo a infraštruktúrne projekty smerované na územie Austrálie. Návrat k finančnému sektoru opätovne vyvolala Čína, ktorá naďalej dotovala kapitálom svoje finančné inštitúcie. Novinkou na trhu boli investície do retailového obchodu, konkrétne investície boli napríklad smerované od fondu Temasek, ktorý poskytoval financie na inovácie a modernizáciu kórejského retailového gigantu Homeplus. A taktiež bolo uskutočnených viacero investícií do oblasti online predaja.

4.4.1 Kríza ako prvý významný impulz k zmene sektorovej orientácie

Finančná kríza, ktorá mala svoje ohnisko na americkom kontinente a bola spôsobená nekontrolovaným poskytovaním úverov na nákup nehnuteľností aj subjektom, ktoré by inak na úver s ich finančnými možnosťami nikdy nedosiahli, a to bol pre suverénne fondy zlomový bod.

Ako vo svojom diele uvádza Kohout (2010), subjekty totiž po zvyšovaní úrokovej miery neboli schopné zo svojich mesačných príjmov pokryť splátky ich úverov, ktoré práve vďaka zvyšovaniu úrokovej miery v krátkom časovom intervale narástli do obrovských výšok. Následné exekúcie nielenže nepomohli, ale skôr dopomohli k tomu, aby finančná kríza naplno prepukla. Banky v jednom momente miesto likvidity vo svojich rukách držali enormné množstvo predražených nehnuteľností, ktoré nik nechcel. Na trhu nastal obrovský chaos, viera v bankový systém zo dňa na deň vyprchala a ľudia sa hystericky a bez rozmyslu snažili svoje finančné prostriedky v bankách zachrániť.

Ďalší obrovský problém, čo sa týka finančného sektoru, priamo nadväzoval na ten prvý a bolo ním vytváranie finančných derivátov určených na následný predaj do portfólií rôznych druhov investorov, či už súkromných alebo inštitúcií ako sú banky alebo penzijné fondy, kde podkladovým aktívom pre tieto novovzniknuté deriváty boli práve hypotéky. Katastrofa na seba nedala dlho čakať, a hneď potom, čo na bankovom trhu nastal problém so splácaním úverov zo strany ich spotrebiteľov a hromadenie nehnuteľností, ktoré pre banky boli záťažou bez skorej vidiny likvidity za nimi, celý finančný trh skolaboval. Nikto totiž netušil, aké druhy cen-

ných papierov vo svojom portfóliu drží a to bol dôvod na zastavenie akýchkoľvek finančných tokov. Nielenže sa k peňažným prostriedkom nedostali bežní spotrebiteľia, ale čo bolo problémom, že ani banky neboli kvôli vidine obrovského rizika ochotné presúvať likviditu do iných bánk a iných pred krízou bezpečných finančných subjektov. A následne potom ako vypukol run na málo likvidné banky, nastali pre bankový sektor najväčšie ťažkosti.

V dobe, kedy nikto nechcel nikomu poskytnúť finančné prostriedky a nedôvera na trhu bola hmatateľná, začali mať na finančný trh povolený vstup práve suverénne fondy. Práve jeden z najväčších suverénnych fondov Abu Dhabi Investment Authority bol do finančnej krízy zapojený ako prvý. Jeho vtedajším cieľom bolo vytvorenie čo najväčšej finančnej rezervy na obdobie po útlme ťažby ropy a podpora Dubaja ako budúceho centra „novej“ ekonomiky Perzského zálivu. Preto sa na konci roku 2007 rozhodol zainvestovať sumu v prepočte 7,5 miliárd USD do vtedy problémami zmietaného bankového gigantu Citigroup. Vďaka tomu tento fond do svojho portfólia získal obligácie s úrokom 11 %, ktoré si po dohode s Citigroup v roku 2011 mohol vymeniť za 4,9 % akcií zmienenej spoločnosti.

Rovnakú stratégiu na vkročenie na európsky a americký trh mal v tej dobe aj fond China Investment Corporation, ktorý v rovnakom roku poskytoval financie vo výške 5 miliárd USD na záchranu investičnej banky Morgan Stanley, a tým do svojho portfólia získal 10% podiel na spoločnosti a ďalej nakúpil 10% podiel na banke Bear Stearns.

V rámci európskeho priestoru bola krízou najviditeľnejšie postihnutá švajčiarska banka UCB, ktorej záchranné lano poskytol Singapur cez jeho fond Government of Investment Corporation a to vo forme finančnej injekcie vo výške 11,5 miliárd USD. Následne získal 9% podiel na akciách tejto spoločnosti. Okrem toho podporil rekapitalizáciu spoločnosti Citigroup sumou 7 miliárd USD.

Ďalším, a v tejto časti posledným fondom poskytujúcim likviditu krízou postihnutým inštitúciám, bol fond s pôsobiskom v Singapure, takzvaný Temasek Holdings, ktorý podporil krachujúcu západnú firmu Merrill Lynch a to v hodnote 5 miliárd USD, keď táto západná inštitúcia pod tlakom krízy priznala stratu vo výške cez 16 miliárd USD.

4.4.2 Pokles ceny ropy ako ďalší impulz na zmenu sektorovej orientácie

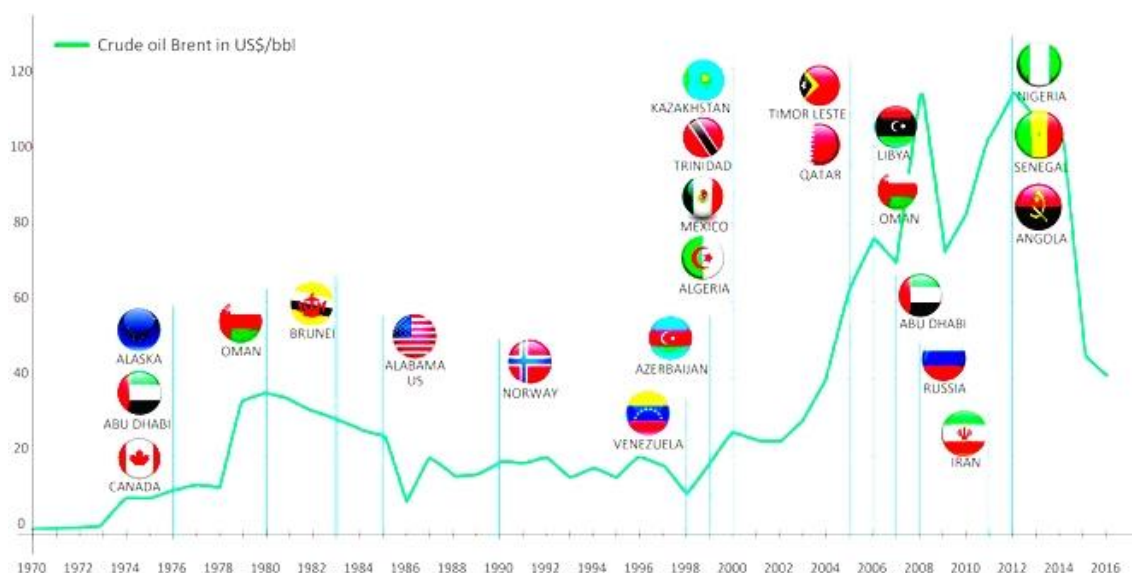
Vývoj ceny ropy mal a má na vývoj suverénnych fondov od ich počiatkov razantný vplyv, a to z jedného jednoduchého dôvodu a to, že väčšina suverénnych fondov získava peňažné prostriedky práve z obchodu s touto surovinou. Teda práve tento obchod je zdrojom ich obrovského bohatstva. Podľa Boulanger a Aoun (2015) ide o skoro 59 % všetkých suverénnych fondov. Preto je samozrejme jasné, že akýkoľvek pohyb ropy smerom nadol alebo nahor Suverénnymi fondmi zamáva.

Na nasledujúcom obrázku (Obrázok 5) je jasne vidieť túto vzájomnú prepojenosť. Pre vznik suverénnych fondov boli najdôležitejšie dve obdobia, a to obdobie medzi rokmi 1998 - 2000 a 2005 - 2008. Obe tieto obdobia okrem masívneho vzniku suverénnych fondov majú ďalší spoločný ukazovateľ a to významný nárast ceny ropy na svetovom trhu. Nakoľko cena ropy významne narástla a pre ich domovské

štáty bolo nemysliteľné držať v ekonomikách také veľké množstvo voľnej likvidity, ktorá by mala na ekonomiky destabilizujúci vplyv.

Ako uvádza Slaný, Franc a kolektív (2015), veľké množstvo voľnej likvidity má na ekonomiku neblahý vplyv, ktorý následne vyvolá tlak na centrálnu banku, aby stabilizovala toto množstvo voľných peňažných prostriedkov na rovnovážnu úroveň. Tá, aby toto množstvo likvidity ustálila, využije jeden zo svojich nástrojov, a to častokrát zvýšenie úrokovej sadzby, čo však vedie k apreciacii kurzu. Ten však býva u mnohých ekonomík pevne zafixovaný a tak v snahe o jeho zachovanie dochádza k obrovským dlhodobým neudržateľným nákladom centrálnej banky. Rovnako tak nárast peňažnej zásoby vytvára pôdu pre vyššiu infláciu. Ako sa vyjadril Roubini (1998), tá je pôdou nespravodlivého prerozdelenia, v ktorom existujú dve skupiny ľudí. Jedna skupina z tohto stavu neprávom profituje a druhá na nej stráca. Do skupiny, ktorá stráca, patria ľudia s fixným príjmom, ktorým sa vďaka inflácii zvyšujú ceny na trhu, takže si môžu z ich platov oproti minulosti dovoliť podstatne menej. Ďalšou výraznou skupinou, ktorá na tejto situácii prerába, je skupina poskytujúca pôžičky, sporiace účty a dlhopisy. Na druhom brehu sú práve dlžníci a vlastníci majetku, ktorým táto situácia naopak prináša neoprávnený profit. Ďalej inflácia zapríčiňuje zostup úrokových sadzieb. Tie sú v porovnaní so zahraničím nižšie a každému laikovi je jasné, že tento fakt vyvolá príliv zahraničných investorov, ktorí chcú získať kapitál za výhodnejších podmienok. Ide samozrejme len o krátkodobý boom, nakoľko tento zahraničný nápor vyvolá nárast úrokovej miery na jej pôvodnú úroveň a jej výška sa znova vyrovná na úrovni buď úplne totožnej so zahraničím, alebo tak málo odlišnej od zahraničia, že nie je možné na tejto odlišnosti profitovať. Vďaka tomuto vývoju sa centrálna banka dostáva do začarovaného kruhu, kde jediným možným únikom je upustenie od jedného z jej cieľov a to je samozrejme zapríčiňuje destabilizáciu ekonomiky.

Aby sa teda destabilizujúcemu vplyvu ekonomiky vyhli, prikróčili k vytvoreniu fondov, ktoré by finančné prostriedky z ekonomiky stiahli, v zahraničí tieto prostriedky zhodnotili a neskôr by z nich domovská ekonomika profitovala. Samozrejme závisí od konkrétnych účelov, podľa ktorých sú tieto fondy zriadené.



Obr. 5 Priebek vzniku konkrétnych suverénnych fondov s viazanosťou na vývoj ceny ropy v období od roku 1970-2016
Zdroj: Thomson Reuters, 2016

Cena ropy teda negatívne ovplyvňuje Suverénne fondy a to hneď vo dvoch oblastiach. Ako uvádza Carole Nakhle (2016) po prvé, pokles ceny ropy spôsobuje zníženie príjmov z obchodu s ropou, čo má samozrejme dopad na zníženie exportu tejto suroviny, a to sa neblaho prejavuje na príjmovej stránke, kde dochádza k výpadku akumulácie zahraničných rezerv. Pre vyspelé ekonomiky ide síce o nepríjemnú záležitosť, ale ich nastavenie fiškálneho systému je na takej vysokej úrovni, že dokáže tento výpadok v pomerne krátkom období vykryť iným druhom príjmu, pričom samozrejme závisí od konkrétnej ekonomiky. V tomto prípade hovoríme o krajinách ako napríklad Kanada alebo USA. Ďalšie ekonomiky, ktoré síce ropnou krízou zasiahnuté sú, ale nie tak devastačne, sú ekonomiky ako Kuwait alebo Saudská Arábia. V oboch týchto krajinách majú suverénne fondy dlhodobú históriu, takže za ten čas si dokázali vytvoriť kvalitný finančný vankúš. Rovnako sú dlhodobo orientované na veľmi dravú zahraničnú politiku s cieľom skúpiť väčšinové podiely v najsilnejších podnikoch, a ak nie najsilnejších, tak v podnikoch, ktoré majú do budúcnosti potenciál prinášať masívne zisky. Tým pádom bude pomerne vysoká časť peňazí, ktoré by kvôli poklesu cien ropy vo fonde chýbali, vykrytá práve zo ziskov, ktoré budú tieto podniky do budúcnosti prinášať. Najhoršie teda dopadajú štáty ako napríklad Venezuela alebo Kazachstan, kde síce suverénne fondy existujú, ale v oveľa kratšom časovom horizonte a rovnako ani jedna z týchto krajín nie je tak fiškálne vyspelá, aby dokázala v skorom časovom horizonte výpadok príjmu vykryť. O podobné ekonomiky majú teda odborníci najväčší strach. Zvykli si totiž na veľké príjmy a vďaka nim masívne investície, ktoré však do budúcnosti nebudú mať z čoho financovať a tento fenomén by mohlo viesť k celkovej destabilizácii krajín, čo by samozrejme zasiahlo celosvetovú ekonomiku.

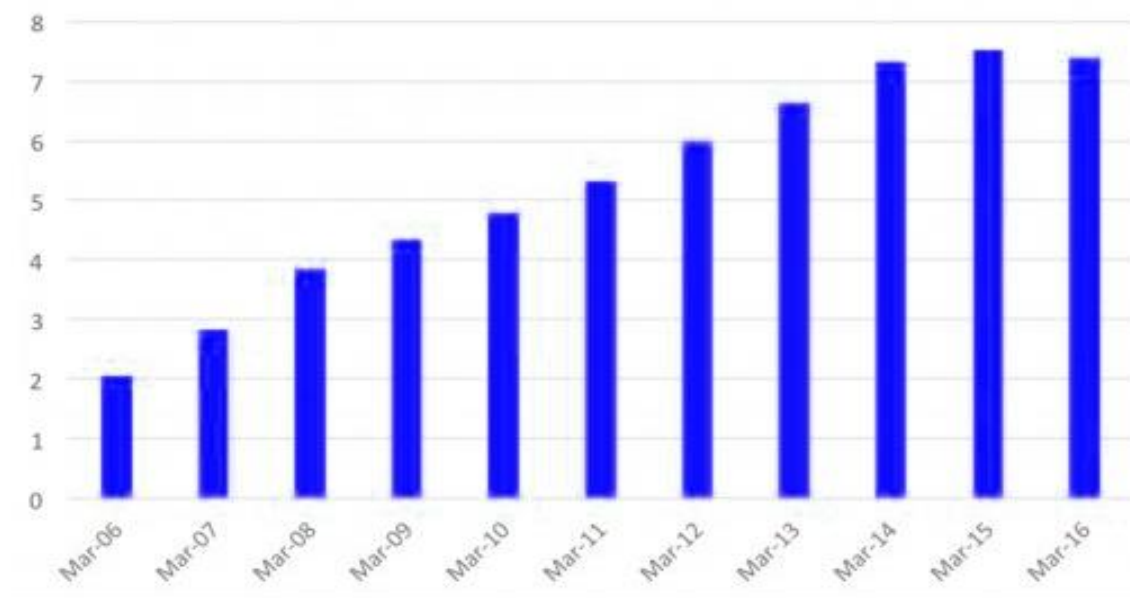
Rovnako destabilizačne, samozrejme závisí od konkrétnej ekonomiky, vplýva aj druhá skutočnosť, ktorá s príchodom nízkych cien ropy ekonomikami máva. Došlo totiž k ovplyvneniu investičnej, ale aj operačnej stratégie týchto fondov. Sledujúc vývoj na ropnom trhu totiž mnohé suverénne fondy začali masívne rozpredávať aktíva v ich portfóliách a taktiež začali na svoje finančné prostriedky vo vnútri fondov siahajúť, bohužiaľ v masívnom ponímaní. Samozrejme, aj poskytnutie pomoci v časoch krízy bol jeden z vážnych dôvodov na založenie suverénnych fondov, avšak prvotný zámer bol iný. Šlo o ciele poskytovanie pomoci podnikom, ktoré mali týmto spôsobom dostať impulz na naštartovanie ekonomickej aktivity a tým pádom bola snaha o ciele podporenie ekonomiky. Bohužiaľ v súčasnosti nemožno povedať, že by sa takto krajiny správali, nakoľko peňažné prostriedky nesmerujú k podpore, ale skôr k vykrytiu aktuálnych strát, ktoré majú predpoklad do budúcnosti narastať. Je to teda len oddialenie budúcej reality, a to krachu veľkej časti týchto podnikov, nakoľko ani predpovede neočakávajú nárast tržnej hodnoty ropy.

Síce nie v každej ekonomike šlo o tak významný impulz, ale verejnosť na to samozrejme zareagovala, a začalo byť na nich pozerané ako na nestabilných partnerov bojujúcich s nedostatkom finančných prostriedkov, čo malo na tieto fondy negatívny vplyv. Typickým príkladom fondu, ktorý bol verejným miením negatívne ovplyvnený, je Nórsky suverénny fond. Tento fond je zriadený ako fond budúcich generácií, teda prostriedky v jeho vnútri by mali byť neustále reinvestované a určené na budúce krytie. Verejnosť teda v roku 2016 zareagovala pomerne hystericky, médiá boli taktiež zahrnuté rôznymi nepravdivými informáciami potom, čo bolo doň zo strany vlády načreté. Aj keď v porovnaní s objemom jeho celkových finančných prostriedkov išlo o mizivú sumu, napriek tomu to však naň vrhalo nepriaznivé svetlo a podrývalo jeho pozíciu kvalitného investora. A pritom vôbec nešlo o nejaké hlboké načieranie do finančnej bázy tohto fondu, ale o využitie 4 % ziskov, ktoré tento fond svojim kvalitným obchodovaním získal.

Ako ďalej uvádza Carole Nakhle (2016) viac dramatický vývoj zaznamenáva Ruský suverénny fond, ktorého hodnota sa z dôvodu masívneho čerpania vládou zmrštila z hodnoty \$142.6 miliónov v roku 2008 na hodnotu \$32.2 miliónov v Auguste 2016. Minister financií Anton Siluanov v tom období avizoval, že ak táto situácia bude naďalej pokračovať, bude touto rýchlosťou fond spotrebovaný do konca zmienenej roka. Je teda len na vláde, či je schopná v čo najkratšom období nájsť iný zdroj, ktorý bude jej výdavky schopný adekvátne vykryť. V podobne likvidačnej situácii sa nachádza podľa finančného denníka Financial Times aj Kazašský suverénny fond. Jeho súčasná hodnota držaných prostriedkov je \$64.2 miliónov a v prípade pokračovania pretrvávajúcej zlej situácie na ropnom trhu, ktorá tlačí cenu ropy k tak nízkym minimám a neustálym zásahom vládnych subjektov, ktoré prehnane tento fond vyčerpávajú, by do roku 2026 nemusel z dôvodu totálneho vyčerpania vôbec existovať.

Tento fakt spojený s masívnym využívaním, alebo skôr vyčerpávaním finančných prostriedkov vo vnútri fondov je možné vidieť aj na nasledujúcom obrázku (Obrázok 6). Významný je práve rok 2016, kde je jasne vidieť ako sa celkové bo-

hatstvo fondov oproti minulým rokom znižuje. Oproti roku 2015 ide o pokles rovný 0,25 triliónov amerických dolárov. Síce na prvý pohľad sa dá laicky konštatovať, že v porovnaní s celkovou hodnotou vo vnútri fondov nejde o žiadny razantný prepad, na druhú stranu však treba počítať, ako nám ukazuje obrázok od OECD (Obrázok 7), že cena ropy bude do budúca naďalej atakovať podobné hodnoty ako teraz, čo samozrejme položí na kolená mnohé na ropu naviazané firmy. Rovnako je nejasné, akým spôsobom budú k tejto situácii suverénne fondy pristupovať, pretože za ich celú históriu sa nikdy nestretli so znižovaním hodnoty ich držaných aktív.



Obr. 6 Vývoj investičnej aktivity suverénnych fondov čo sa týka objemu investovaných finančných prostriedkov v triliónoch amerických dolárov

Zdroj: spracované autorom na základe výročných správ suverénnych fondov



Obr. 7 Vývoj ceny ropy za roky 2004-2016 s predpoveďou na roky 2017-2018 (cena za barel v amerických dolároch)

Zdroj: OECD, 2016

4.5 Vývoj suverénnych fondov v súčasnom období

Čo sa týka suverénnych fondov, v roku 2015 môžeme sledovať 22 skompletizovaných investícií do equity z celkového množstva 186, s celkovou cenou 48 miliárd amerických dolárov. To reprezentuje 40% nárast objemu transakcií oproti roku 2014, ale 30% pokles, čo sa týka hodnoty finančných prostriedkov. Ako som už v kapitole venovanej poklesu ceny ropy a následnému vplyvu tejto skutočnosti na suverénne fondy uviedla, množstvo financií putujúcich do fondov na následné investovanie, sa u ropných fondov s príchodom extrémne nízkej ceny za barel ropy znížilo. Preto bola z ich strany snaha o väčšiu diverzifikáciu a maximálne zníženie rizika pri ich ďalšom obchodovaní. Na spomínanú kapitolu rovnako nadväzuje nasledujúci fakt spojený s využívaním prostriedkov vo vnútri fondov mimo účelu na ktorý boli zriadené. Pamätný je v tomto smere október 2015, kedy správny orgán Nórskeho suverénneho fondu avizoval, po prvýkrát v histórii fondov využitie financií v hodnote 25,2 miliárd amerických dolárov na vykrytie dier v rozpočte a súčasne k naštartovaniu nórskej ekonomiky k rastu. Taktiež v spomínanom roku bolo zistené, že fondy nielenže prostriedky z fondov čerpali, ale aj vo veľkom predávali nimi vlastnené podiely firiem z ich portfólií. Išlo o 70 transakcií s celkovou hodnotou 22,46 miliárd amerických dolárov. Prekvapivé je, že napriek očakávaniam, že išlo o na rope závislé fondy, pravda je iná. Najväčší podiel na týchto predajoch má totiž Singapur a Čína, oba nekomoditne zamerané fondy, a komoditne zamerané fondy tvorili menej ako polovicu týchto odpredajov v sume okolo 9 miliárd amerických dolárov.

Čo sa týka sektorového zamerania, predaje boli hlavne z finančného sektoru alebo trhu nehnuteľností, ktorý práve v predchádzajúcich rokoch hlásil obrovský investičný boom. To samozrejme znamenalo zloženie ich investičného portfólia,

kde tieto dve zložky tvorili, na súčasnú dobu zameranú na čo najväčšiu diverzifikáciu vo vnútri fondu, až príliš vysoký podiel. Ďalší dôvod na predaj práve týchto dvoch skupín aktív bol ten, že išlo o finančne bohaté sektory, ktoré však z pohľadu likvidity predstavujú pomerne nelikvidné aktíva. A likvidita je práve v súčasnej dobe pre suverénne fondy veľmi potrebná, nakoľko sa medzi domovskými štátmi suverénnych fondov mnohokrát stretávame s potrebou vykryť deficit domovských rozpočtov.

4.6 Vplyv suverénnych fondov na kúpené firmy v krátkom a dlhom období

Na konci finančnej krízy došlo, ako som už spomínala v predchádzajúcich kapitolách, k pomerne rýchlemu vytriezveniu zo strany suverénnych fondov ohľadom skupovania aktív vytvorených za účelom nalievania peňažných prostriedkov do krízou sa zmietajúceho finančného sektoru. Prístup na rozvinuté trhy využili ku získaniu oveľa výnosovo zaujímavejších investícií, a to k nákupu podielov vo firmách. Nakoľko však častokrát ide o silné firmy, ktoré sú považované za lídrov vo svojom obore pôsobnosti, dochádzalo a dochádza medzi verejnosťou k strachu, že by mohlo byť z týchto firiem ukradnuté know-how a následne by zo strany suverénnych fondov ako súčasných vlastníkov došlo k ich účelnej likvidácii. Rovnako sa trh znepokojuje ďalšou skutočnosťou a to, že suverénne fondy môžu fungovať na princípe rýchlych predajov aktív z ich portfólií, čo by mohlo mať vplyv na destabilizáciu zo začiatku firmy alebo skupiny firiem, ktoré budú po tomto predaji na trhu čeliť nedôvere zo strany nových investorov, a bude sa na ne nahliadať ako na rizikové subjekty. To by následne mohlo viesť k celkovej trhovej destabilizácii (European Central Bank, 2008).

Čo však môže upokojiť verejnú mienku sú názory regulačných orgánov, ktoré dohliadajú nad suverénnymi fondami, a tie tvrdia, že suverénne fondy pri vstupoch do firiem neuplatňujú žiadne praktiky, ktoré by naznačovali, že by sa snažili skúpením podielu v nich získať kontrolu nad konkrétnou firmou alebo následne poškodiť prijímateľskú ekonomiku (Schimbor, 2009). Ako spomína Fernandes (2009), suverénne fondy majú pri výbere firiem v základných aspektoch veľmi podobný vkus. Ako uvádza konkrétnejšie Avendano (2010), orientujú sa na veľmi výkonné firmy s nízkou mierou zadlženia a vysokým stupňom viditeľnosti na globálnom trhu. Navyše Avendano (2010) pridáva, že je možné odlišovať dva typy fondov s odlišným investičným zameraním. Prvú skupinu predstavujú fondy, ktoré finančné prostriedky získali obchodom s komoditami, takzvané komoditné fondy. Tie sa pri vyhľadávaní najlepšej investičnej príležitosti orientujú na firmy pôsobiace na globálnej úrovni, s väčším finančným obratom. Ďalšou skupinou sú suverénne fondy, ktorých domovským štátom je krajina patriaca do OECD a tieto konkrétne fondy sa zameriavajú na firmy s nízkym zadlžením. Fondy, ktoré spadajú pod štáty, ktoré do OECD nepatria, zasa preferujú výkonné medzinárodné firmy.

Ďalej Avendano (2010) poskytol veľmi zaujímavé pohľad na odlišný prístup pri hľadaní cieľových príjemcov finančného kapitálu, podľa toho ako sa fondy roz-

hodujú, či pôjde o investíciu na domovskom alebo zahraničnom území. Vo svojom diele konštatuje, že pri zahraničných investíciách dochádza k orientácii na veľké, ale k tomu aj zadĺžené firmy, čo je v priamom kontraste s prístupom na domácom území. Tu dochádza k skupovaniu menších nezadĺžených firiem. Autor taktiež dodáva, že čím väčšie množstvo odlišných sektorov ekonomika má, a čím menej sú na sebe závislé, aby v prípade krachu jedného sektoru nedošlo k domino efektu a pádu všetkých, tým dochádza k väčšej snahe suverénnych fondov k investíciám na domovskom území. V prípade, že nie je tento predpoklad splnený, dochádza k orientovaniu sa na zahraničné trhy.

Na investície suverénnych fondov do firmy sa môžeme pozerat' z dvoch časových hľadísk. Z krátkodobého, ktorý sa prejaví na reakcii ceny akcií a z dlhodobého, kde sa zmeny prejaví vo firemných ukazovateľoch.

Chhaochharia a Laeven (2008) a Dewenter, Han, Malatesta (2009) vo svojich výskumoch ohľadom krátkodobého dopadu nákupu firemných akcií suverénnym fondom zistili, že spoločnosť na ich nákup reaguje veľmi pozitívne. Podľa výpočtov po nákupe akcií suverénnymi fondami dochádza k nárastu ich tržnej ceny, nakoľko ide o impulz (Gelb a Tordo, 2014), že do firmy natečie ďalší kapitál od subjektov s bohatými skúsenosťami, ktoré sú schopné naštartovať podniky smerom k získaniu vrcholového postavenia v ich konkrétnom sektore a tieto fondy v skupovaných firmách tento potenciál do budúcnosti vidia. Rovnaký názor majú aj Fotak, Bortolli a Megginson (2008) a Kotter a Lel (2008), ktorí v krátkom období taktiež zaznamenávajú nárast tržnej ceny akcií, s dodatkom, že pozorujú, že čím transparentnejší je fond, ktorý do firmy plánuje investovať, tým väčší nárast ceny akcie je možné následne pozorovať.

V prípade dlhodobého hľadiska sú už názory na vplyv suverénnych fondov na firmy odlišné. Existujú dva prúdy. Jeden z nich tvrdí, že v dlhšom období, v tomto prípade po dobu 240 dní, firmy, ktoré suverénne fondy skúpili vykazujú nezvykle negatívny vývoj, a to má dosah na ich výkonnosť, ktorá má znižujúci sa charakter (Fotak a spol, 2008), (Schimbor, 2009). Okrem toho podľa nich suverénne fondy po zisku podielu zvyšujú nákladovosť firiem pomocou rôznych nariadení, čo je v tvrdom rozpore so záujmami zvyšných akcionárov a celej firmy.

Odlišný prúd predstavujú autori Fernandes (2009) a Sojli a Tham (2010), ktorí sa zhodujú na názore, že vďaka investíciám suverénnych fondov, firmy aj v dlhom období prosperujú. Podľa Fernandes (2009), čím je podiel vlastnený suverénnym fondom vo firme väčší, tým sú firemné ukazovatele výkonnosti lepšie a taktiež pri konečnom zúčtovaní majú firmy vyšší čistý firemný zisk.

5 Vlastná práca

5.1 Vplyv suverénnych fondov na cenu firemných akcií v krátkom období

Táto časť bude plne venovaná vplyvu suverénnych fondov na spoločnosti v krátkom období, kde bude tento vplyv skúmaný na vývoji tržnej ceny obchodovaných akcií firiem, do ktorých suverénne fondy investovali. Na následnú analýzu som si vybrala dve firmy a to spoločnosti BP a REPSOL.

Firma BP je celosvetová energetická spoločnosť založená na území Veľkej Británie, zameriavajúca sa hlavne na produkty z ropy, zemný plyn a v poslednej dobe čoraz viac na fotovoltaiku. Podobné zameranie má aj druhá zmienená firma, a to REPSOL, ktorej hlavným zameraním je spracovanie ropy a zemného plynu na území Španielska. Obe spoločnosti majú globálny presah, a neorientujú sa len na svoj domovský trh, ale výrobky vyvážajú do celého sveta.

Tab. 1 Zmena ceny akcií spoločnosti BP po nákupe suverénnym fondom

firma BP	tržná hodnota akcií
nákup 15. 4. 2008	65,50 USD
hodnota 22. 4. 2008	69,50 USD

Zdroj: MarketWatch, 2017

Tab. 2 Zmena ceny akcií spoločnosti REPSOL po nákupe suverénnym fondom

firma REPSOL	tržná hodnota akcií
nákup 4. 3. 2013	16,45 EUR
hodnota 8. 3. 2013	17,46 EUR

Zdroj: Bloomberg, 2017

V prípade akcií oboch firiem, v časovom horizonte do jedného týždňa, môžeme sledovať nárast akcií o hodnotu v oboch prípadoch cez 6 % (BP-6,10 %, REPSOL-6,139 %). Ak by teda, čo však nie je očakávané, k investíciám pristupovali tak, že po nákupe firmy a jej preukázanom náraste ceny akcií prišli k jej veľmi rýchlemu odpredaju, je podľa výsledkov možné vyvodiť, že by to bolo pre ne zo ziskovej stránky pomerne výnosný ťah.

Dochádza teda k zhode s predchádzajúcou časťou a jej autormi, ktorí v krátkom období taktiež zaznamenávajú pozitívny dopad nákupu firemných akcií suverénnym fondom, ktorý sa prejavuje zvyšovaním sa ich tržnej ceny.

Tento vplyv investícií môžeme taktiež vysvetliť javom tzv. Market overreaction, ktorý je založený na pozitívnej reakcii trhu na avizované investície do podniku, kde sa tieto pozitívne reakcie prejavujú na raste hodnoty akcií (Fabozzi a Markowitz, 2011). Ak sa zameriam priamo na suverénne fondy, tento jav by sa mohol prejaviť ešte s väčším dôrazom, nakoľko ako som spomínala už vyššie, suverénne

fondy sú vnímané ako kvalifikovaní investori, ktorí sa snažia o investície do podnikov. V prípade pasívnej držby bez podieľania sa zo strany fondu na správe firmy, od nich očakávajú rastové impulzy a v prípade aktívnej správy z ich strany, v týchto firmách plánujú zavádzať také opatrenia a prístupy, ktoré sú schopné z týchto firiem urobiť popredné firmy v ich obore pôsobnosti. Vyplýva teda, že v každom prípade ide o očakávané ziskové investície.

5.2 Vplyv suverénnych fondov na cenu firemných akcií v dlhom období

V nasledujúcej časti sa zameriam na vplyv suverénnych fondov na firmu v dlhšom časovom horizonte (viac ako 1 rok) a budem skúmať tento vplyv za pomoci ročných firemných výkazov firiem z programu AMADEUS. Nie každý suverénny fond však dokáže, alebo lepšie povedané má záujem na tom, aby sa na týchto firemných výsledkoch prejavil s takou silou. Ide totiž o to, že hlavne fondy z USA a EÚ skupujú vo firmách menšie podiely (do 50 %) z dôvodu, že ich najväčší záujem je na širokej diverzifikácii ich portfólia, kde radšej miesto veľkých objemov prerozdedia financie do viacerých menších projektov z rôzne zameraných odvetví, a týmto spôsobom sa snažia o istejší zisk. V tomto prípade ale nemajú záujem do firiem zasahovať. V ich prípade ide skôr o hĺbkovú analýzu trhu s cieľom zamerať sa na podniky, ktoré sú v nasledujúcom období schopné priniesť adekvátne zisky, ktoré konkrétne suverénne fondy očakávajú.

Inak však k tomuto nákupu pristupuje množstvo ázijských fondov, ktoré sa pri svojich investíciách orientujú práve na trhy USA a Európy, preto sú z nášho pohľadu skúmania oveľa zaujímavejšie. Ich účel je získanie väčšinových riadiacich podielov vo firmách (viac ako 50 %) z rôznych odvetví, kde samozrejme investujú mnohonásobne väčšie finančné prostriedky (väčšie percentuálne čerpania aj čo sa týka objemu z financií určených k investovaniu), s tým, že sú schopné zniesť riziko možnej straty spôsobenej z toho vyplývajúcej nedostatočnej diverzifikácie. Ich snaha je však tieto firmy pretvoriť takým spôsobom, aby sa v pomerne krátkom intervale (samozrejme závisí na konkrétnej firme) z nich stali lídri v ich odbore pôsobnosti. Vďaka tomu sú samozrejme očakávania prínosu väčších ziskov, a to je motivácia pre spomínané podstúpenie rizika krátkodobých strát. Je teda jasné, že práve tieto ázijské fondy sú tými, ktoré sa na firemných ukazovateľoch silne premietajú a preto budem v práci riešiť práve investície zo strany ázijských fondov do troch mnou zvolených firiem a tieto výsledky budem porovnávať s výsledkami, ktoré dosahoval celý sektor.

Popis firmy SINGTEL – investícia uskutočnená zo strany suverénneho fondu Temasek Holdings-transparency index (stupeň 10 – tento fond vykazuje najvyšší možný stupeň zverejňovania informácií o svojom pôsobení)

Firma Singtel je najväčšou zalistovanou singapurskou spoločnosťou, čo sa týka tržnej kapitalizácie, a pôsobí taktiež na území Európy, Ázie v oblasti Pacifického

oceánu, USA. Po celom svete táto spoločnosť zamestnáva viac ako 23 000 zamestnancov, a venuje sa poskytovaniu internetu, TV, infocomms technológií (ICT), mobilných aplikácií a digitálnych technológií už so 130 ročnou tradíciou.

Tab. 3 Vývoj firemných ukazovateľov firmy SINGTEL v období 2011-2015

	0+2	0+1	0	0-1	0-2
Firma SINGTEL	2015	2014	2013	2012	2011
ROE before taxes (%)	9,54	44,96	22,80	47,13	87,95
ROA before taxes (%)	1,43	7,12	2,21	4,21	6,79
EBITDA MARGIN (%)	8,93	16,09	8,86	11,13	12,53
PROFIT MARGIN (%)	1,98	9,15	2,86	5,65	7,72
Nákup SEPTEMBER 2012		VPLYV	NÁKUP		

Zdroj: spracované autorom na základe firemných výkazov z programu AMADEUS

Tab. 4 Vývoj celého komunikačného sektoru v období 2011-2015

SEKTOR: Komunikačné služby	2015	2014	2013	2012	2011
ROE before taxes (%)	15,83	17,09	16,50	16,95	17,55
ROA before taxes (%)	5,41	5,95	6,00	6,35	6,92
EBITDA MARGIN (%)	10,87	34,40	21,16	15,68	30,96

Zdroj: CSIMarket, 2017

V nasledujúcej časti sa povenujem porovnávaniu dosahovaných výsledných ukazovateľov firmy SINGTEL s ukazovateľmi, ktoré dosahoval celý sektor komunikačných služieb v rokoch 2011 a 2012. Pri porovnávaní tabuliek môžem konštatovať, že ukazovateľ ROE, v rámci firmy Singtel, ktorý hovorí o návratnosti majetku, nadobudol v oboch rokoch niekoľkonásobne vyšších firemných hodnôt, aké boli sledované v rámci celého sektoru komunikačných služieb. Čo sa týka zvyšných ukazovateľov, počas tohto dvojročného obdobia sa hodnoty držali v pomerne podobných rozmedziach, až na rok 2011, kedy tržná hodnota EBITDA MARGIN bola oproti hodnote Singtelu skoro 2,5-násobne vyššia, čo znamenalo, že v porovnaní s priemernými hodnotami v rámci sektoru by tržná hodnota Singtelu bola nižšia (usudzujúc zo vzorca pre výpočet EBITDA MARGIN) a jeho ziskanie by mohlo byť cenovo výhodnejšie. Vyvodzovať to môžem na základe názoru Wilkinsona (2013), ktorý vraví, že hodnota firmy v prípade, že firma neemituje akcie, je rovná násobku EBITDY. Tá bola na základe vzorca EBITDA MARGIN nízka, z čoho vyvodzujem práve spomínané výhodnejšie skúpenie zo strany suverénneho fondu.

Vyvodzovať teda môžem, že táto firma pred investíciou zo strany suverénneho fondu Temasek dosahovala nadpriemerných hodnôt firemných ukazovateľov v porovnaní so sektorom, v ktorom pôsobila.

Rok 2013 sa oproti dvom predchádzajúcim rokom niesol v znamení zníženia výkonnosti ukazovateľov Singtelu. Zníženie, v porovnaní s predchádzajúcim vývojom firmy, oproti roku predtým, bolo skoro 2 násobné. Sektor komunikačných služieb však pokračoval v pomerne veľmi podobnom vývoji ako v roku 2012. Z toho môžem vyvodzovať, že investícia smerovaná k získaniu väčšinového podielu bola uskutočnená v roku, v ktorom mala firma na základe zhoršených firemných ukazovateľov na trhu nižšiu hodnotu, a suverénny fond Temasek sa k nej teda mohol dostať za oveľa výhodnejších podmienok. Moje očakávanie založené na názore, že sa suverénne fondy orientujú na získavanie výkonných firiem práve v období, keď sú tieto firmy zmietané krízou, a teda ich získavajú za výhodnejších finančných podmienok, boli teda v tomto prípade potvrdené.

Okrem toho ich k tomuto nákupu mohol motivovať vývoj celého komunikačného sektoru. V dobe nákupu akcií Singtelu suverénnym fondom bol telekomunikačný priemysel označený za nositeľa oživenia pre globálnu ekonomiku. Jeho pozícia na výsluní bola naviazaná na obrovský boom vysokorýchlostnej káblovej siete, ktorá sa začala využívať v m-Commerce, virtuálnej realite, vysokorýchlostnom Ethernete, v cloudových technológiách a v m-bankingu. Okrem toho sa v nasledujúcom roku 2013, čo sa týka užívateľskej sféry, počítalo s obrovským nárastom rozšírenia novo-generačnej super rýchlej 4G LTE siete (Zacks equity research, 2013).

V roku 2014, kedy už firma bola pod správou suverénneho fondu, hodnoty firemných ukazovateľov v porovnaní s predchádzajúcim obdobím v rámci firmy dosahovali skoro dvojnásobný nárast. V porovnaní s celým sektorom boli hodnoty ROA a ROE výrazne vyššie, hodnota EBITDA MARGIN však naďalej vykazovala výrazne nižšiu hodnotu, skoro 4 násobne nižšiu. Zvýšenie hodnôt ROA a ROE, ktoré majú vplyv na návratnosť investovaných prostriedkov, mohlo mať viacero dôvodov. Možným vysvetlením však môže byť, že suverénne fondy tým, ako skupujú v rámci sektoru viacero firiem, sú schopné, hlavne z tých rozvinutejších firiem (situovaných najmä na západe EU a USA), prebrať know-how, technológie a postupy. Tie by mohli následne aplikovať pri zvýšení efektivity výroby aj v týchto menej rozvinutých firmách.

Posledným sledovaným rokom bol rok 2015, ktorý oproti priemernej výkonnosti celého odvetvia, vykazoval v prípade všetkých firemných ukazovateľov Singtelu výrazný prepád. V tomto prípade by som teda mohla prebrať už v predchádzajúcej časti vyslovený názor, že suverénne fondy v dlhšom období zvyšujú nákladovosť firiem, ktorá má samozrejme vplyv aj na mnou sledované ukazovatele.

Popis firmy WEETABIX-investícia zo strany čínskeho suverénneho fondu IPIC-transparency index (stupeň 10-tento fond vykazuje najvyšší možný stupeň zverejňovania informácií o svojom pôsobení)

Weetabix Food Company je druhý najväčším značkovým výrobcom cereálií a cereálnych tyčiniek na území Spojeného kráľovstva. Spoločnosť bola založená

roku 1932 v Northamptonshire, a do rodiny tejto spoločnosti okrem spomínaného Weetabixu patrí taktiež Alpen, Ready brek, Weetos, Oatibix, a Alpen cereal Bars. Dnešným dňom je táto spoločnosť číslom jedna na trhu s najväčším množstvom predaných výrobkov, s tým, že tieto výrobky majú na trhu vybudovanú image najdôveryhodnejšieho a najviac odporúčaného výrobcu cereálií, a taktiež táto značka patrí medzi ikonické značky Veľkej Británie.

Tab. 5 Vývoj firemných ukazovateľov firmy Weetabix v období 2010-2014

	0+2	0+1	0	0-1	0-2
Firma WEETABIX	2014	2013	2012	2011	2010
ROE before taxes (%)	15,10	18,98	18,23	11,61	18,99
ROA before taxes (%)	13,67	17,55	16,19	10,95	18,04
EBITDA GROWTH (%)	30,26	33,58	29,23	27,78	30,38
PROFIT MARGIN (%)	30,91	31,62	26,94	25,69	40,94
Nákup MÁJ 2012		VPLYV	NÁKUP		

Zdroj: spracované autorom na základe firemných výkazov z programu AMADEUS

Tab. 6 Vývoj celého potravinárskeho sektoru v období 2010-2014

SEKTOR:					
Potravinárstvo	2014	2013	2012	2011	2010
ROE before taxes (%)	33,65	17,07	6,48	5,31	-
ROA before taxes (%)	8,83	3,38	1,30	1,35	-
EBITDA GROWTH (%)	4,81	4,74	4,87	3,25	2,96

Zdroj: CSIMarket, 2017

V prípade firmy WEETABIX môžeme usudzovať, že táto firma v rokoch predchádzajúcich skúpeniu väčšinového podielu čínskym suverénnym fondom IPIC, oproti priemerným trhovým hodnotám v odvetví Potravinárstva, vykazovala niekoľkonásobne vyšších hodnôt každého ukazovateľa. Z toho usudzujem, že v spomínanom období táto firma obsadzovala vedúce pozície čo sa týka potravinárskeho priemyslu a súhlasím s vyššie uvedeným faktom, že táto firma patrí medzi ikony britského potravinárstva s dlhou líderskou pozíciou.

V roku nákupu sa však v tomto prípade nestretávame s podobným vývojom ako to bolo v prípade Singtelu, kde investícia bola uskutočnená v roku, kedy začala firma oproti svojim minulým hodnotám a tržnému vývoju vykazovať horších hodnôt. Pri tejto firme naopak došlo ku skúpeniu v čase, keď táto firma mnohonásobne prevyšovala priemerné výkonnostné ukazovatele v sektore potravinárstva, a taktiež jej hodnoty ROA a ROE boli oproti jej minulému roku 1,5 násobne vyššie. Čo sa týka ziskovosti v podobe EBITDA MARGIN, tá bola na podobných hodnotách ako rok predtým.

Ďalším dôvodom pre nákup mohol byť aj vývoj celého sektoru, ktorý sa podľa odborných prognóz mal nieť v znamení rastu. Zmiený rok bol z pohľadu od-

borníkov spájaný s prudko rastúcimi cenami potravín, a s orientáciou na novú skupinu konzumentov, ktorá mala v zmienenom období do budúcnosti predpoklad rastu, a ktorá sa nebála, dopriať si potraviny spadajúce aj do vyšších cenových relácií (orientácia na zdravé potraviny). Išlo o skupinu ľudí vo veku 48 až 65. Okrem toho sa vďaka lepšiemu životnému štýlu predĺžila doba dožitia tejto skupiny, ktorá bola ďalším stimulom pre rast potreby a následných očakávaných budúcich ziskov tohto sektoru (Toops, 2012).

V tomto prípade teda nemôžem usúdiť, že sa suverénne fondy orientujú len na podniky, ktoré vykazujú krátkodobé horších výsledkov. Na druhej strane je však pre dané fondy dôležité mať vo svojom portfóliu stabilné firmy s dlhou históriou a technológiami na vysokej úrovni, ktoré im môžu slúžiť aj ako predloha toho, ako by mala firma v takomto odvetví fungovať, čo následne môžu použiť pri pretváraní práve tých krízou zasiahnutých firiem na nových lídrov v sektore. Očakávam, že to bol aj dôvod na investíciu do tejto firmy.

Rok 2013 sa z pohľadu predchádzajúcich období firmy niesol v duchu zlepšovania sa všetkých mnou skúmaných ukazovateľov, oproti priemerným hodnotám trhu ide znova k prekročovaniu hodnoty každého z ukazovateľov, v prípade ukazovateľa ROA a EBITDA MARGIN k mnohonásobnému prekročeniu.

Posledný skúmaný rok 2014 sa z pohľadu firmy nesie v pomerne podobnom duchu, nastáva tu nevýrazné zhoršenie hodnôt. Čo sa týka trhu, dochádza k zlepšeniu tržnej hodnoty návratnosti investícií, ktorá výrazne prekonáva hodnotu skúmanej firmy, čo sa však týka zvyšných ukazovateľov. Tu znova vedie firma WEETABIX. Čo sa týka hodnoty EBITDA MARGIN skoro až 6 násobne.

Popis firmy CEPSA-investícia uskutočnená zo strany čínskeho suverénneho fondu IPIC-transparency index (stupeň 9-vysoký stupeň zverejňovania informácií o pôsobení firmy)

CEPSA (celým názvom Compañía Española de Petróleos, S.A.U.) je energetická spoločnosť, ktorá sa zaoberá celkovým spracovaním ropy od jej vyťaženia, cez jej spracovanie na rôzne druhy produktov a transport až ku koncovému zákazníkovi. V súčasnej dobe zamestnáva viac ako 10 000 zamestnancov, a na trhu pôsobí už 80 rokov. CEPSA je štvrtou najväčšou španielskou výrobnou jednotkou čo sa týka obratu, a vďaka jej vysokej úrovni adaptability a flexibility sa stala benchmark spoločnosťou v energetickom priemysle pre španielsky trh. Okrem klasicky španielskeho trhu táto spoločnosť pôsobí v Alžírsku, Brazílii, Kanade, Kolumbii, Peru a Portugalsku a svoje produkty predáva po celom svete.

Tab. 7 Vývoj firemných ukazovateľov firmy Cepsa v období 2009-2014

	0+3	0+2	0+1	0	0-1	0-2
Firma CEPSA	2014	2013	2012	2011	2010	2009
ROE before taxes (%)	-7,13	12,21	16,7	19,07	17,47	12,21
ROA before taxes (%)	-2,62	6,14	8,13	9,32	8,91	6,41
EBITDA GROWTH(%)	2,44	4,34	6,37	6,87	7,55	6,47
PROFIT MARGIN (%)	-1,58	2,88	3,7	4,32	4,62	3,6
Nákup AUGUST 2011			VPLYV	NÁKUP		

Zdroj: spracované autorom na základe firemných výkazov z programu AMADEUS

Tab. 8 Vývoj celého sektoru spracovania ropy a zemného plynu v období 2009-2014

SEKTOR:						
Oil and Gas production	2014	2013	2012	2011	2010	2009
ROE before taxes (%)	7,89	6,64	9,52	17,55	12,55	-
ROA before taxes (%)	3,73	3,13	4,67	6,92	6,24	-
EBITDA GROWTH(%)	32,53	43,01	37,69	39,38	37,52	28,57

Zdroj: CSIMarket, 2017

Poslednou skúmanou firmou je firma CEPSA. Tá, rovnako ako aj dve predchádzajúce firmy, vykazuje oproti trhu výrazne vyšších hodnôt, čo sa týka ukazovateľov ROE a ROA. Čo sa však týka priemerných sektorových hodnôt EBITDA MARGIN, tie sú oproti firemným hodnotám za roky 2009 a 2010, ktoré predchádzajú nákup väčšinového podielu suverénnym fondom IPIC, až 5 násobne vyššie.

Rokom nákupu je pri tejto firme rok 2011. V tomto roku, čo sa týka ukazovateľov ROA a ROE, sledujeme oproti predchádzajúcim rokom v rámci firmy nárast, aj keď nie príliš významný. Čo sa však týka ukazovateľa EBITDA MARGIN, ten v spomínanom roku taktiež oproti minulému firemnému roku zaznamenáva zmenu, ale v tomto prípade ide o pokles. Pre porovnanie so sektorovými hodnotami, v prípade hodnôt ROA a ROE táto firma vykazuje lepších hodnôt, čo sa však týka hodnoty EBITDA MARGIN, tá je oproti trhu až skoro 6 násobne nižšia. Je teda možné vysloviť hypotézu, že sa do ceny firmy výraznejšie premieta práve hodnota EBITDA MARGIN, ktorá je v prípade firmy CEPSA niekoľkonásobne nižšia ako priemerná hodnota tohto ukazovateľa na trhu, čo by teda znamenalo, že suverénny fond skúpil túto firmu za oveľa cenovo výhodnejších podmienok.

Rovnako motivačne mohlo na tento nákup pôsobiť aj vývoj a následné perspektívy celého ropno-plynového sektoru, ktorý mal v očiach verejnosti v ďalších obdobiach preukazovať rastové tendencie. Toto očakávanie bolo v spomínanom roku naviazané na rast dopytu po rope zo strany rozvíjajúcich ekonomík. V tých totiž dochádzalo k rastu sektoru dopravy založenom na vzrastajúcom dopyte po dopravných prostriedkoch, a nakoľko sa prostrediu šetrné dopravné prostriedky v tej dobe pasovali s ešte určitými problémami, ropa mala zostať naďalej na výslňí (International energy agency, 2012).

Ďalšie tri roky sa, čo sa týka porovnania firemných výsledkov s predchádzajúcimi obdobiami, nesú v znamení každoročne sa znižujúcich hodnôt každého ukazovateľa. V roku 2014 dochádza k vyvrcholeniu tejto situácie pričom všetky hodnoty, okrem ukazovateľa EBITDA MARGIN, nadobúdajú záporných hodnôt.

Ak tieto hodnoty porovnáme s priemernými tržnými hodnotami v sektore, roky 2012 a 2013 vykazujú, v rámci ukazovateľov ROA a ROE lepšie hodnoty u firmy CEPSA, ak sa však zameriame na vývoj hodnoty EBITDA MARGIN v spomínaných dvoch rokoch, tento ukazovateľ oproti sektoru vykazuje veľmi nízke hodnoty.

Čo je možno prekvapivejšie je práve vývoj počas posledného roku 2014, keď sledujeme zlepšenie hodnôt ROA a ROE v sektore, a pokračujúci zostup hodnôt EBITDA MARGIN. Tá sa však naďalej drží na pomerne vysokých hodnotách. S týmito hodnotami však prudko kontrastujú záporné hodnoty ROA a ROE, a 13 násobne nižšia hodnota ukazovateľa EBITDA MARGIN. Tieto hodnoty by sa dali vysvetliť, že rovnako ako v prípade Singtelu došlo k zvýšeniu nákladovosti firmy, ktorá mala dosah na zhoršenie výrobnéj činnosti a z nej vyplývajúcich ziskov. Táto nákladovosť bola z môjho pohľadu spojená so zavádzaním nových technológií a postupov, ktoré mali za cieľ v pomerne krátkom období z tejto firmy vytvoriť lídra v svojom odvetví pôsobnosti. Keďže sa firma orientovala na tento prvotný cieľ, jej prostriedky boli smerované k zefektívneniu výroby za pomoci zapájania nových postupov a technológií. Z toho by sa dalo usudzovať, že čo sa týka hlavnej výrobnéj činnosti spomínanej firmy, došlo k jej obmedzeniu, čo by malo následne vplyv na zhoršujúce sa hodnoty firemných ukazovateľov.

Z výsledkov tejto časti sa dajú vyvodit' nasledujúce závery:

- Prvý záver, ku ktorému som na základe dát prišla je, že sa suverénne fondy do svojho portfólia snažia získať dva typy podnikov. Jedným z nich sú práve vyspelé podniky, častokrát už súčasní lídri vo svojom odvetví, nachádzajúce sa väčšinou na území rozvinutých krajín zo Západnej Európy, alebo USA. Obe tieto územia sa môžu pýšiť vysokou technologickou vybavenosťou a vyvíjaním nových technológií, ktoré ich výrobu zefektívňujú, a to má následne dosah aj na vyššiu firemnú ziskovosť. V prípade, že sa teda suverénne fondy rozhodnú získať väčšinový podiel, ukazuje sa, že na očakávanú nákladovosť spojenú hlavne so zavádzaním nových technológií to má minimálny dosah.
- V druhom prúde sa nachádzajú podniky zmietané krízou, ktoré však z pohľadu suverénnych fondov majú predpoklad zaradiť sa medzi špičku v rámci odvetvia, v ktorom pôsobia. Tieto podniky v nasledujúcich rokoch po investícií zo strany suverénnych fondov začnú vykazovať zhoršené hodnoty firemných ukazovateľov. Tento jav je spojený so spomínaným zvyšovaním nákladovosti firiem pri zavádzaní nových technológií a postupov. To sa samozrejme premietne do zníženia výrobnéj činnosti a na to nadväzujúceho znižujúceho sa zisku firmy, ktorý negatívne ovplyvní sledované firemné ukazovatele. Očakávam, že čím je firma na nižšej úrovni, čo sa týka technickej vybavenosti a efektivity, tým väčší prepád je možné pár rokov po investícií u nej

očakávať. Z tohto záveru je teda jasné, že aj keď suverénny fond do firmy investuje prostriedky, nie však tak veľké, aby sa z nich dali vykryť všetky náklady, ktoré táto transformácia firiem na špičky v ich obore so sebou prináša aj potrebu čerpať financie zo zdrojov firmy na úkor jej vlastnej činnosti. Tento záver teda potvrdzuje už predtým vyslovenú hypotézu o skupovaní oslabených firiem za výhodnejších cenových podmienok a ich následnom pretvorení na lídrov. Okrem toho očakávam, že ako vzor k tomuto pretváraniu im slúžia práve spomínané vysoko rozvinuté podniky, z ktorých môžu suverénne fondy čerpať know-how a taktiež technológie.

- Okrem toho som vyslovila očakávanie, že čo sa týka ukazovateľov ROA, ROE a EBITDA, najdôležitejší je práve ten posledný, ktorý sa najreálnejším obrazom vývoja tržnej ceny podniku, ktorý sledujú suverénne fondy.
- Čo sa týka posledného záveru, ktorý sa týka dvoch spoločnosti skúpených za, podľa vývoja ukazovateľov rentability, možných výhodnejších cenových podmienok, v tomto prípade je veľmi krátke časové hľadisko na vyvodenie záveru, že je pre suverénne fondy skutočne výhodnejšie investovať do takýchto spoločností. Je to z dôvodu, že v oboch sledovaných firmách podľa zjavných zhoršujúcich sa výsledkov dochádza k transformácií. Tá by samozrejme mohla zapríčiniť očakávaný prudký nárast všetkých skúmaných ukazovateľov a zaisťovanie týmto firmám miesto medzi lídrami v ich sektore. To je však naďalej len hypotéza.

Nasledujúca časť bude zameraná na potvrdenie alebo vyvrátenie názoru, že čím je postihnutie ekonomiky krízou alebo recesiou výraznejšie, tým sú podniky v týchto ekonomikách pre suverénne fondy zaujímavejším investičným cieľom. Tento názor vo svojich dielach vyslovujú dvaja nasledujúci autori Miracky a spol. (2009), Schubert (2008).

Nasledujúca časť bude zameraná na potvrdenie alebo vyvrátenie tejto hypotézy na troch krízou, recesiou postihnutých európskych ekonomikách.

Niektu by mohlo namietat, že by sa táto hypotéza dala úspešnejšie overiť na investíciách do firiem situovaných v rozvíjajúcich sa ekonomikách v menej vyspelých oblastiach sveta, nakoľko je tu predpoklad nižších cien firiem pri nákupe suverénnym fondom, a na druhej strane taktiež potenciál vyšších výnosov po následnej transformácií na lídrov v ich obore pôsobnosti. Tu však netreba podliehať mylnej predstave, pretože aj napriek možnosti potencionálne výnosnejších obchodov, suverénne fondy pri svojich investíciách kladú vysoký dôraz na bezpečnosť a následnú návratnosť ich investovaných prostriedkov. Preto sa v prípade skupovania väčšinových podielov vo firmách snažia orientovať na legislatívne vyspelé ekonomiky, v ktorých by si v prípade problémov dokázali vymôcť svoje práva.

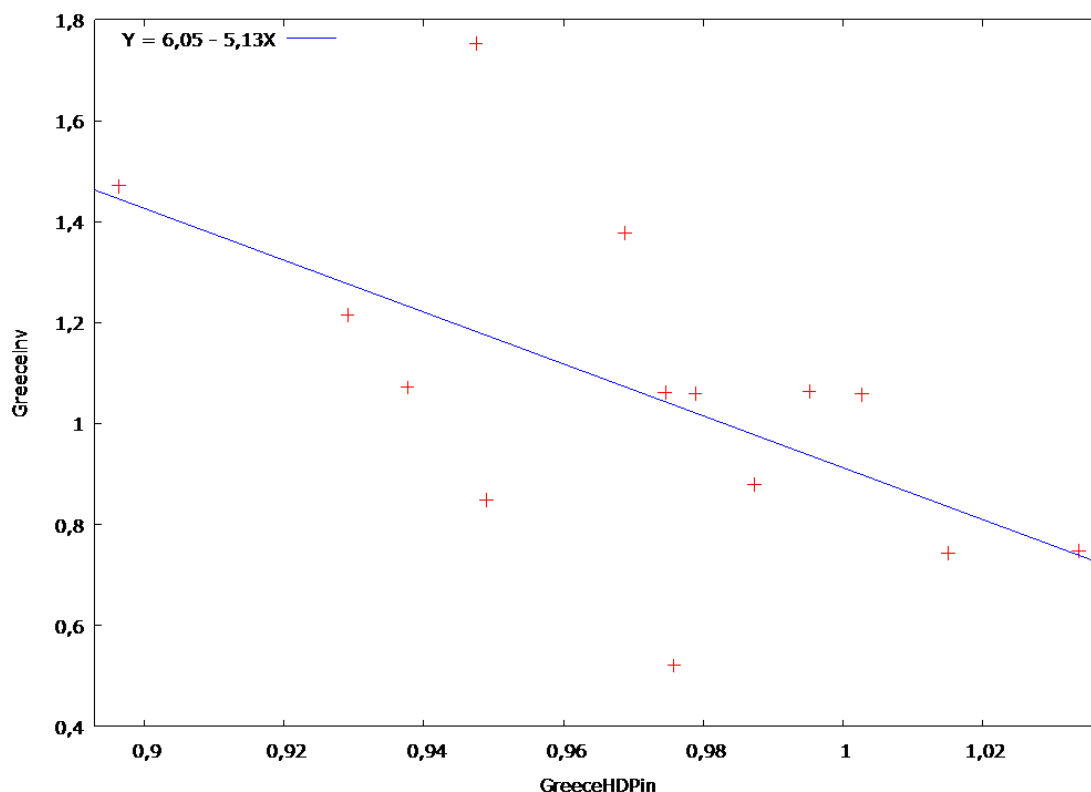
Prvou ekonomikou, v rámci ktorej som skúmala vývoj objemu investovaných peňažných prostriedkov v závislosti na vývoji HDP a miery nezamestnanosti, bolo Grécko.

Grécko dosahuje zhoršených výsledkov už dlhodobo, v krajine panuje vysoká miera nezamestnanosti a putovalo doň viacero finančných injekcií, ktoré mali zabrániť jeho totálnemu bankrotu.

Pri skúmaní vzťahu medzi investíciami zo strany Nórskeho suverénneho fondu smerovanými do Grécka a hodnotou HDP od roku 2002 do roku 2015 bola použitá inverzná funkčná forma, založená na očakávaní, že čím je hodnota HDP v krajine nižšia, tým väčšie množstvo financií do nej suverénny fond nasmeruje.

Následne po použití zmienenej inverznej funkčnej formy došlo ku skoro 35% popisu variability dát, čo je aj napriek potvrdeniu správnosti výberu modelu inými testami, nedostačujúce. Vďaka nízkemu popisu variability dát sa dá konštatovať, že v prípade tohto štátu hypotéza o zvyšovaní investícií suverénnych fondov pri poklese HDP neplatí, a iná funkčná forma by mohla byť pre tento model vhodnejšia. Taktiež by k väčšiemu vysvetleniu modelu mohlo dopomôcť aj zapojenie ďalších nezávislých premenných, ktoré by vývoj závislej premennej dokázali popísať s väčšou presnosťou. Na základe tohto výsledku je nie je možné potvrdiť hypotézu o orientácii suverénnych fondov na recesiu, krízou zasiahnuté ekonomiky.

Čo sa týka hodnoty korelačného koeficientu (-0,58), môžeme tvrdiť, že investície a HDP majú medzi sebou pomerne silný vzťah, kde so zväčšovaním sa jednej hodnoty, dochádza k znižovaniu hodnoty druhej.



Obr. 8 Znáznornenie inverznej funkčnej formy v programe Gretl (závislosť medzi investíciami smerovanými do Grécka zo strany Nórskeho suverénneho fondu a HDP Grécka)

Tab. 9 Výsledky najdôležitejších ukazovateľov v programe Gretl (závislosť medzi investíciami smerovanými do Grécka zo strany Nórskeho suverénneho fondu a HDP Grécka)

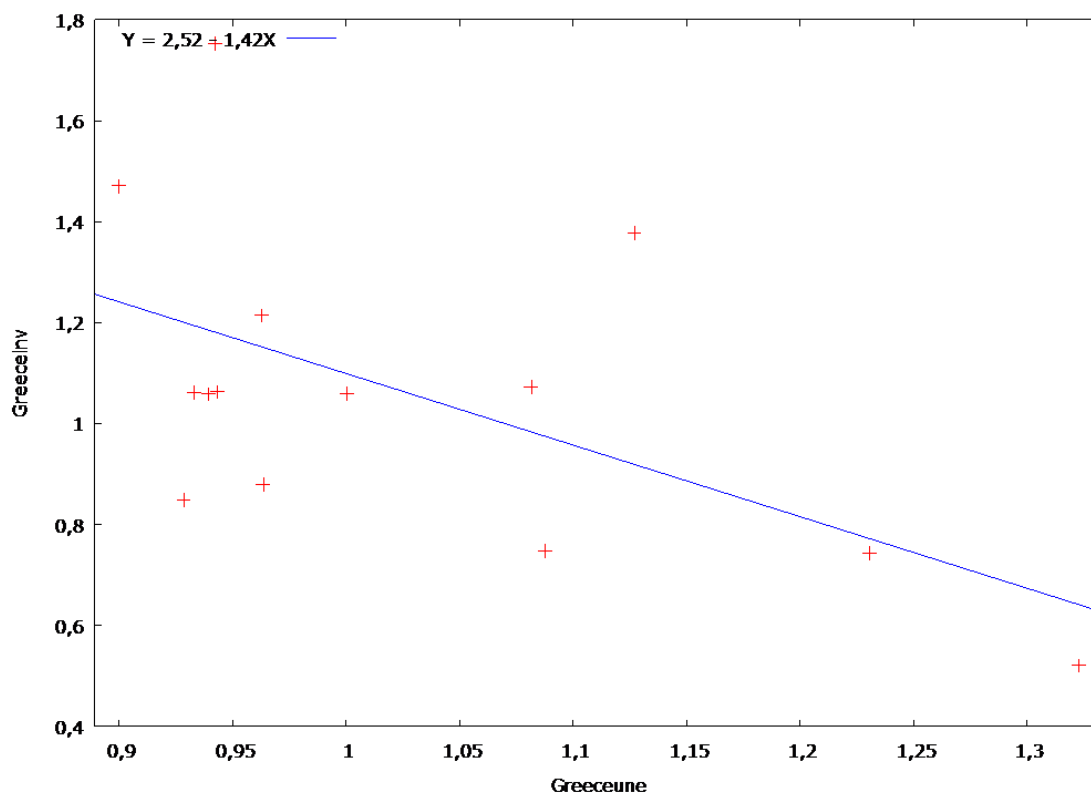
Grécko	Inverzná funkčná forma
Popis modelu R ²	0,341233
Popis modelu R ² adjustovaný	0,286335
Test Durbin-Watson	2,273039
F-test	0,0282268
t-test parameter X	0,0282268
LM test	0,961
Reset test	0,999
Normálne rozdelenie	0,0961
Heteroskedasticita	0,3

Tab. 10 Hodnota korelačného koeficientu Grécko (investície a HDP)

Štát	hodnota korelačného koeficientu medzi investíciami a HDP Grécka
Grécko	-0,584151275

V nasledujúcej časti sa povenujem taktiež Grécku, ale riešiť budem závislosť objemu investovaných finančných prostriedkov zo strany Nórskeho suverénneho fondu a miery gréckej nezamestnanosti. Aj v tomto prípade došlo k veľmi nízkemu popisu variability dát modelom, v tomto prípade lineárnym, ktorý som vďaka očakávaniu založenom na raste investičnej aktivity suverénnych fondov v prípade rastu miery nezamestnanosti použila. Z toho vyvodzujem, že použitá funkčná forma nebola správna (aj keď testy z Gretlu použitie správnej funkčnej formy potvrdili), a na jej základe som teda nepotvrdila hypotézu, že sa Nórsky suverénny fond orientuje na skupovanie podnikov v kríze, recesiou zasiahnutých ekonomikách. Čo sa týka hodnoty korelačného koeficientu, ten v tomto prípade vyšiel v hodnote -0,56.

Táto hodnota teda potvrdzuje záver, že hypotéza založená na očakávaní rastu investícií zo strany suverénnych fondov v prípade rastu nezamestnanosti nebola správna, nakoľko záporná hodnota hovorí o inverznom vzťahu týchto dvoch veličín. Ak teda investície stúpajú, nie je to na základe rastu, ale poklesu nezamestnanosti.



Obr. 9 Znáznornenie lineárnej funkčnej formy v programe Gretl (závislosť medzi investíciami smerovanými do Grécka zo strany Nórskeho suverénneho fondu a mierou nezamestnanosti v Grécku)

Tab. 11 Výsledky najdôležitejších ukazovateľov v programe Gretl (závislosť medzi investíciami smerovanými do Grécka zo strany Nórskeho suverénneho fondu a mierou nezamestnanosti v Grécku)

Grécko	Lineárna funkčná forma
Popis modelu R^2	0,317066
Popis modelu R^2 adjustovaný	0,260155
Test Durbin-Watson	2,201484
F-test	0,036028
t-test parameter X	0,036028
LM test	0,598
Reset test	0,623
Normálne rozdelenie	0,193
Heteroskedasticita	0,794

Tab. 12 Hodnota korelačného koeficientu Írsko (investície a nezamestnanosť)

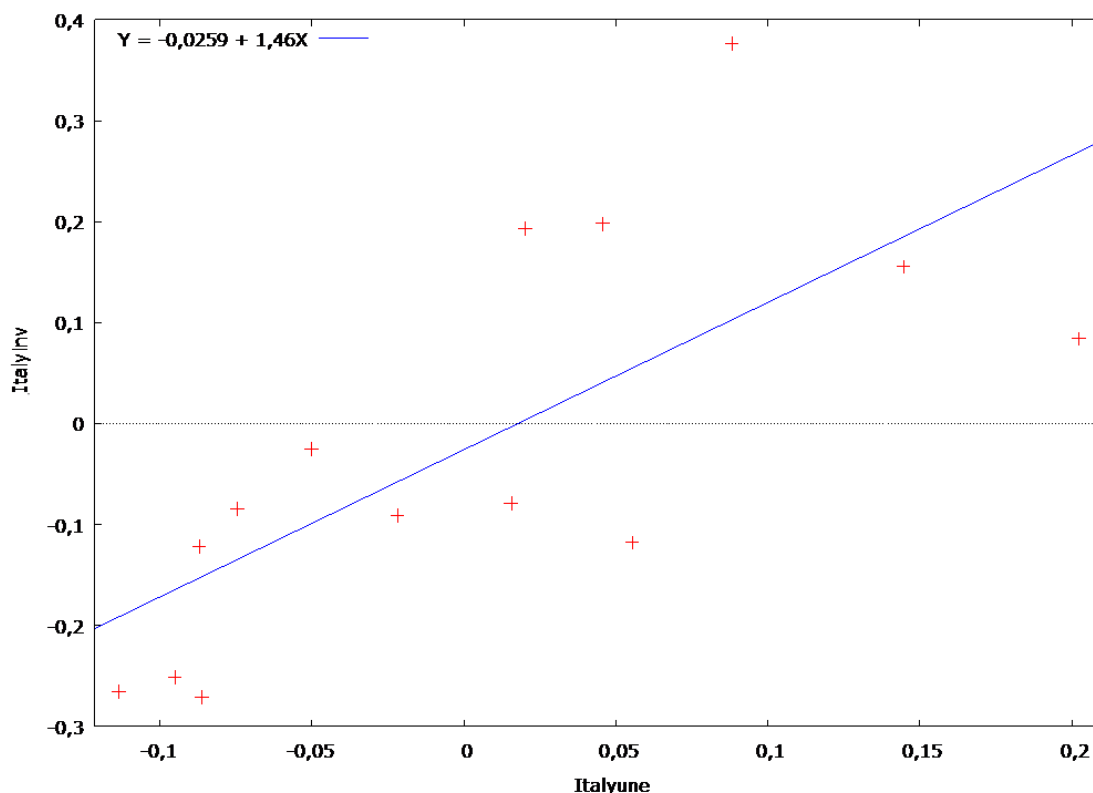
Štát	hodnota korelačného koeficientu medzi investíciami a nezamestnanosťou Írska
Grécko	-0,563086398

Ďalšou sledovanu krajinou bolo Taliansko, ktoré taktiež dlhodobo dosahuje zhoršených ekonomických hodnôt. V prípade Talianska som, rovnako ako v prípade Grécka, testovala vzťah medzi HDP a investíciami zo strany Nórskeho suverénneho fondu, vzťah medzi mierou nezamestnanosti a spomínanými investíciami.

Ekonometrická analýza ohľadom investícií a HDP, pri preložení hodnôt inverznou funkčnou formou vykazovala takmer nulový popis variability, čo mohlo byť, rovnako ako v prípade predtím, spôsobené vhodnosťou inej funkčnej formy (popierajúcej hypotézu o skupovaní podnikov z ekonomík s horšími hodnotami ekonomických ukazovateľov) alebo potrebou do modelu pridať ďalšie dôležité popisné premenné.

Čo sa týka vzťahu medzi investíciami a mierou nezamestnanosti v Taliansku, tu už popísanie variability lineárnou funkčnou formou dosahovalo lepších výsledkov blížiacich sa hodnote 52 %. Aj napriek vyšším popisným číslam, ako to bolo v prípade Grécka, je tu naďalej očakávanie, že iná funkčná forma, by bola pre model vhodnejšia, aj keby bola v rozpore s hypotézou, ktorú pri tomto testovaní sledujem. Model by taktiež mohlo vylepšiť zapojenie ďalších vysvetľujúcich premenných.

Korelačný koeficient dosahoval hodnotu 0,19. Môžem teda usudzovať, že v tomto prípade sa hodnota nachádza v rozmedzí (0 – 1), teda v intervale očakávajúcim, že v prípade rastu miery nezamestnanosti dochádza k zvyšovaniu objemu investovaných prostriedkov zo strany suverénnych fondov. Hodnota 0,19 však vraví o nízkej korelácii medzi týmito dvoma hodnotami.



Obr. 10 Znáznornenie lineárnej funkčnej formy v programe Gretl (závislosť medzi investíciami smerovanými do Talianska zo strany Nórskeho suverénneho fondu a mierou nezamestnanosti v Taliansku)

Tab. 13 Výsledky najdôležitejších ukazovateľov v programe Gretl (závislosť medzi investíciami smerovanými do Grécka zo strany Nórskeho suverénneho fondu a mierou nezamestnanosti v Grécku)

Taliansko	Lineárna funkčná forma
Popis modelu R^2	0,513167
Popis modelu R^2 adjustovaný	0,472598
Test Durbin-Watson	1,913457
F-test	0,003949
t-test parameter X	0,003949
LM test	0,186
Reset test	0,623
Normálne rozdelenie	0,542
Heteroskedasticita	0,118

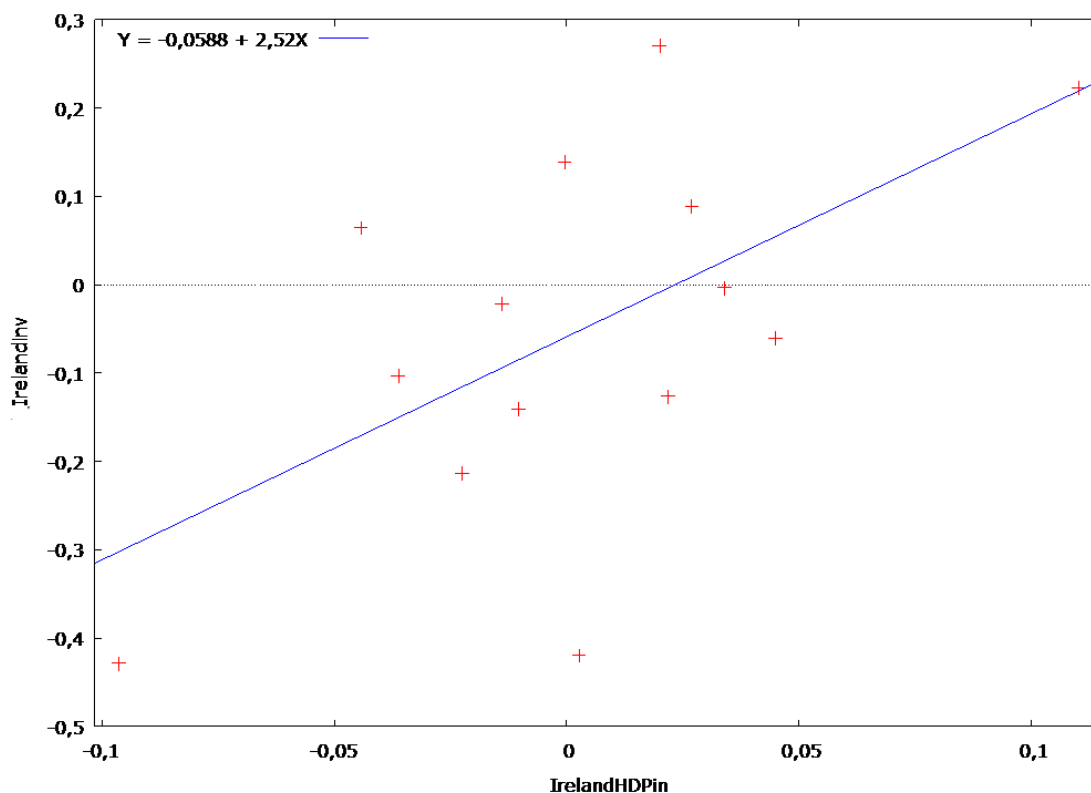
Tab. 14 Hodnota korelačného koeficientu Taliansko (investície a nezamestnanosť)

Štát	hodnota korelačného koeficientu medzi investíciami a nezamestnanosťou v Taliansku
Taliansko	0,195899414

A posledným skúmaným štátom mojej analýzy bolo Írsko. Čo sa týka popisu vývoja investícií v závislosti na zmene HDP Írska za použitia inverznej funkčnej formy, došlo tak ako v prvom prípade k veľmi nízkému popisu variability dát. Preto vyvodzujem rovnaký záver ako pre Grécko, založený na očakávaní zle zvolenej funkčnej formy (aj napriek potvrdeniu správnosti za pomoci ekonometrických testov), a následnom vyvrátení hypotézy, že sa suverénne fondy pri investíciách do firiem orientujú na krízu, recesiou zasiahnuté ekonomiky, v ktorých sa k týmto firmám dostanú za oveľa výhodnejších cenových podmienok. Zlé výsledky mohli byť spôsobené rovnako tak aj potrebou do modelu zaradiť ďalšie vysvetľujúce premenné.

Ak sa pozrieme na korelačný koeficient (HDP a investície Írsko) hodnota sa blíži k nule, čo znamená, že nie je žiadna závislosť medzi týmito dvoma veličinami.

Čo sa týka funkčnej formy popisujúcej vzťah medzi investíciami a mierou nezamestnanosti môžem na základe analýzy v programe Gretl konštatovať, že žiadna z tých, ktoré program Gretl ponúka, nebola pre popis dát vhodná. Pri popise variability som sa v tomto prípade stretávala s popisom niečo málo nad nulou. Vďaka tomu môžem konštatovať, že je možné, že medzi skúmanými veličinami je opačný vzťah ako ten, ktorý skúmam ja na základe mojej hypotézy. Je teda možné, že so znižujúcou sa nezamestnanosťou dochádza k zvyšovaniu investičnej aktivity zo strany suverénnych fondov.



Obr. 11 Znáznornenie inverznej funkčnej formy v programe Gretl (závislosť medzi investíciami smerovanými do Írska zo strany Nórskeho suverénneho fondu a HDP Írska)

Tab. 15 Výsledky najdôležitejších ukazovateľov v programe Gretl (závislosť medzi investíciami smerovanými do Írska zo strany Nórskeho suverénneho fondu a HDP Írska)

Írsko	Inverzná funkčná forma
Popis modelu R^2	0,337015
Popis modelu R^2 adjustovaný	0,281766
Test Durbin-Watson	1,832460
F-test	0,029504
t-test parameter X	0,0295
LM test	0,708
Reset test	0,717
Normálne rozdelenie	0,4521
Heteroskedasticita	0,615

Tab. 16 Hodnota korelačného koeficientu Írsko (investície a HDP)

štát	hodnota korelačného koeficientu medzi investíciami a HDP Írska
Írsko	-0,023630494

Celkovým zhrnutím tejto časti, je, že moja hypotéza založená na očakávaní, že so zhoršujúcimi sa hodnotami ekonomických ukazovateľov dochádza k nárastu objemu investovaných prostriedkov do postihnutej ekonomiky, sa nepotvrdila. Nemôžem teda potvrdiť, že by sa tieto fondy pri nákupoch podielov orientovali na krízou zasiahnuté podniky, ktoré by na trhu získali za výhodnejších finančných podmienok. Za každou z týchto investícií sa teda mohla skrývať odlišná motivácia.

Čo sa týka motivácie na investície do Grécka zo strany Nórskeho suverénneho fondu je možným vysvetlením jeho snaha o čo najväčšiu diverzifikáciu rizika v čo najväčšom množstve ekonomík. Nakoľko sa tento fond orientuje len na investície na európskom a americkom území, a spomedzi všetkých suverénnych fondov spravuje najväčší objem finančných prostriedkov, nie je preň taký veľký priestor a preto smeruje svoje prostriedky aj do ekonomiky postihnutej recesiou ako Grécko.

U investícií do Talianska je možné okrem snahy o diverzifikáciu, vidieť motiváciu investovať do veľmi perspektívneho, technicky rozvinutého a výnosovo zaujímavého strojárského priemyslu, ktorý je, hlavne pokiaľ ide o lodný priemysel, pre Taliansko typický.

Možným vysvetlením pre smerovanie nórskeho prostriedkov do írskej ekonomiky je podpora vznikajúcich start-upov, ktorými je Írsko v poslednej dobe celosvetovo známe. Ide o podporu takých podnikov, ktoré na jeho území získavajú know-how, akým spôsobom musia firmy fungovať na v porovnaní s európskym, diametrálne odlišnom ázijskom trhu.

6 Diskusia

Problematika investičnej orientácie suverénnych fondov a z nej vyplývajúceho vplyvu na skúpené podniky pod správou týchto fondov, je veľmi zložitá a celosvetovo veľmi skromne spracovaná. Medzi odbornou ale i laickou verejnosťou neustále rozprudzuje horlivé debaty bez priklonenia sa k názoru jednej zo strán.

V rámci mojej vlastnej práce som sa hneď v jej začiatkoch venovala skúmaniu vplyvu suverénnych fondov na firmy v krátkom a dlhom období. Podľa mnou zistených záverov, môžem na základe vykonanej analýzy skonštatovať, že čo sa týka krátkoobdobia (v časovom horizonte 1 týždeň), sa táto investícia prejavila v raste tržnej ceny akcií. Teda došlo k vývoju, ktorý očakávali mnou spomínaní autori ako Chhaochharia a Laeven (2008), Dewenter, Han, Malatesta (2009), Gelb a Tordo (2014) a nakoniec Kotter a Lel (2008).

Tu je však možné polemizovať, či ide skutočne o prejavenie sa pozitívneho vplyvu suverénnych fondov na firmu, alebo je tento jav spojený s javom tzv. Market overreaction (Fabozzi a Markowitz, 2011), kde je vzostup ceny akcií spojený s očakávaným prínosom finančných prostriedkov do firmy akéhokolvek tržného subjektu, alebo tento zmienený jav pozitívny vplyv suverénnych fondov na firmy ešte viac zvyšuje.

V prípade dlhého obdobia sa moje výsledky taktiež zhodujú s tými, ktoré mali autori spomínaní v predchádzajúcej časti práce. Ide o autorov Fotak a spol. (2008), Schimbor (2009), ktorí v dlhom období očakávali zhoršenie firemných ukazovateľov. Navyiac sa na základe vývoja týchto ukazovateľov dal vysloviť názor, že pri skupovaní firiem sa suverénne fondy častokrát orientujú na firmy vykazujúce zhoršené výsledky, čo môže viesť k znižovaniu ich ceny na trhu, a následnému skúpeniu suverénnym fondom za finančne výhodnejších podmienok. Okrem toho som z výsledkov usúdila, že čím je skúpená firma na tom horšie, z hľadiska zefektívňovania výroby, použitia najnovších technológií, a iných znakov typických pre firemných lídrov v rámci sektoru, tým sa v dlhom období vplyv suverénnych fondov pri pretváraní firmy na potencionálného lídra vo svojom sektore prejaví vo výraznejšie sa zhoršujúcich hodnotách firemných ukazovateľov. To platí aj naopak, čím je na tom firma zameriavajúc sa na efektívnosť, technologické vybavenie a iné ukazovatele, lepšie, tým je prepád v dlhom období nižší. Čo sa mi však v tejto časti potvrdiť nepodarilo, je očakávanie Fernandes (2009), Sojli a Tham (2010) o dlhodobej prosperite firiem po investíciách zo strany suverénnych fondov. Dôvodom mohlo byť príliš krátke obdobie po investíciách zo strany suverénneho fondu, ktoré som v svojej práci k dispozícii mala.

V tejto časti by sa však dalo spochybniť hodnotenie firmy a sektoru na základe výkonnostných ukazovateľov ROA, ROE, EBITDA, PROFIT MARGIN.

Čo sa týka skúmania vplyvu na firmy v dlhom období, nie každý odborník považuje mnou zvolené ukazovatele za dostatočne presvedčivé. Príkladom autora, ktorý tieto ukazovatele spochybňuje je Amy Gallo (2016). Podľa nej sú častokrát veľmi skreslené, či už rovno pri ich výpočte, ale taktiež sú závažne ovplyvnené aj ďalšími faktormi ako napríklad priemyselným sektorom, v ktorom firma funguje a

inými ďalšími. Okrem toho majú firmy samotné častokrát tendencie s nimi manipulovať za účelom vykazovania navonok lepších hodnôt, ako tých, ktorých reálne dosahujú a tak manipulovať trh vo svoj prospech.

V poslednej skúmanej časti, v ktorej som riešila investičnú aktivitu Nórskeho suverénneho fondu, založenú na hypotéze, že sa všetky suverénne fondy, teda aj ten Nórsky, orientujú na krízou, recesiou zasiahnuté ekonomiky, v ktorých získavajú pre ne strategické podniky za finančne oveľa výhodnejších podmienok, nemôžem vyvodzovať, že by sa mi podarilo túto hypotézu potvrdiť a súhlasiť tak s autormi ako Miracky a spol. (2009), alebo Schubert (2008). Vplyv na to malo aj pár nasledujúcich činiteľov, ktoré moje výsledky skreslili.

Prvým skresľujúcim faktorom bolo použitie malého množstva pozorovaní (15, v prípade Grécka len 14), nakoľko sa táto investičná aktivita začala sledovať až v začiatkoch tohoto storočia, a to malo samozrejme vplyv na výsledné hodnoty v programe Gretl. Následkom toho bolo, že kvôli nedostatku skúmaných hodnôt nebolo možné odtrániť extrémne skresľujúce hodnoty, ktoré sa objavili ako výsledok rôznych tržných šokov, na ktoré museli reagovať aj suverénne fondy.

Okrem toho sa dá spochybníť výber vhodnosti fondu, aj keď bol spomedzi všetkých suverénnych fondov jediný, ktorý dáta k mnou tvorenej analýze zverejňoval. Ide o to, že hypotéza založená na získavaní podnikov v krízou, recesiou postihnutých ekonomikách za cenovo výhodnejších podmienok má väčší predpoklad potvrdiť sa hlavne pri ázijských suverénnych fondoch. Tie sú, čo sa týka investičnej aktivity oveľa dravejšie a na rozdiel, od na peňažné prostriedky bohatého nórskeho fondu, ktorý sa pri svojich investíciách správa až príliš opatrne, snaží sa o čo najmenšie ovplyvňovanie firemných subjektov, a z toho vyplývajúce ovplyvňovanie samotných ekonomík. V jeho prípade ide o taký spôsob skupovania podielov, kde u jednej firmy nedochádza k nákupu viac ako 5 % jej akcií a nórsky suverénny fond sa týmto spôsobom dobrovoľne dištancuje od priameho zasahovania do riadenia firmy. Rovnako vďaka nákupu tak malých podielov pri takých veľkých objemoch financií pod jeho správou je nútený k väčšej diverzifikácii aj čo sa týka ekonomík, nakoľko sa z dôvodu bezpečnosti orientuje len na trh EU a USA. Možným vysvetlením na investovanie do krízou postihnutých ekonomík nemusí byť snaha získať podiel za výhodnejších finančných podmienok, ale kvalitne vykonaná diverzifikácia tohto fondu.

Na základe mojich výsledkov by som teda doporučila pokúsiť sa získať dáta z platených zdrojov SWFI a následne previesť rovnakú analýzu, za použitia možno vhodnejších programov, s cieľom vyskúmať investičnú orientáciu ázijských suverénnych fondov. Tento výskum by totiž mohol mať veľký prínos, keďže by spolu so sledovaním dlhodobých vplyvov na firmy (do budúca je očakávanie prudkého nárastu všetkých sledovaných ukazovateľov – líderské postavenie v rámci sektoru) by mohli tieto dva výskumy definovať, ako skutočne tieto fondy fungujú a aký postoj by k nim mala získať aj celá verejnosť.

7 Záver

Cieľom tejto bakalárskej práce bolo za pomoci zhodnotenia investícií do suverénnymi fondami vybraných podnikov potvrdiť, či je pre ne výhodnejšie sa pri ich investíciách zameriavať na podniky situované v ekonomikách, sektoroch vykazujúcich na základe postihnutia krízou, recesiou zhoršených ekonomických výsledkov a taktiež potvrdiť alebo vyvrátiť hypotézu, že sa suverénne fondy cielene orientujú na firmy z týchto postihnutých ekonomík, sektorov.

V teoretickej časti boli suverénne fondy čitateľom práce nielenže bližšie predstavené, ale taktiež bolo poukázané na zmenu ich investičnej aktivity, či už čo sa týka sektorového zamerania, ale taktiež aj objemu investovaných finančných prostriedkov. Okrem toho boli bližšie predstavené aj impulzy, ktoré k tejto zmene suverénne fondy viedli.

Praktická časť bola rozdelená do dvoch menších častí, kde v prvej časti bol skúmaný vplyv suverénnych fondov na nimi skúpené firmy v krátkom a dlhom období. V krátkom období, na základe výsledkov, bolo možné konštatovať, že cena akcií v týždennom horizonte po nákupe podielu v tejto firme suverénnym fondom vykazovala nárast, čo sa samozrejme odrazí na raste tržnej ceny tejto firmy. Čo sa týka dlhého obdobia na základe výsledkov nebolo možné skonštatovať, že by mali suverénne fondy na firmy pozitívny vplyv, nakoľko firmy na základe svojich ukazovateľov rentability vykazovali zhoršených výsledkov.

Druhá časť praktickej práce bola zameraná na potvrdenie alebo vyvrátenie hypotézy, že sa suverénne fondy orientujú podniky v krízou zasiahnutých ekonomikách, sektoroch. Táto analýza bola uskutočňovaná na troch krízou postihnutých ekonomikách v období 2001-2015, kde bola skúmaná na základe zmeny hodnôt HDP, miery nezamestnanosti a objemu investovaných prostriedkov zo strany Nórskeho suverénneho fondu do každej z týchto troch ekonomík. V tomto prípade na základe vyskúmaných výsledkov nedošlo k potvrdeniu zmienenej hypotézy.

Aj keď sa veľká časť z mnou očakávaných záverov nepotvrdila, je tu samozrejme veľký priestor na ďalšie hlbšie skúmanie, nakoľko táto téma bude aj do budúcnosti na základe zväčšujúcu sa finančného kapitálu vo vnútri fondov čoraz viac diskutovaná. Je preto dôležité, aby sa na základe kvalitne spracovaných výskumov stanovil záver, ako sa treba k týmto fondom a ich investíciám stavať.

8 Literatúra

- ANDER, J., TEPLÝ, P. *Suverénní fondy*. Praha: Karolinum, 2012. ISBN 9788024620237.
- AVENDANO, R. *Sovereign Wealth Fund Investments: From Firm-level Preferences to Natural Endowments* [online]. Paris School of Economics, 2010 [cit. 2017-04-05]. Dostupné z: <https://www.parisschoolofeconomics.eu/IMG/pdf/JobMarket-1paper-AVENDANO-PSE.pdf>
- BOULANGER, Q., AOUN, M. *The new challenges for oil-based sovereign wealth funds* [online]. In: 2015, s. 30 [cit. 2017-03-01]. ISBN 978-2-36567-373-0. Dostupné z: http://www.ocppc.ma/sites/default/files/OCPPC-Ifri-PN1501vEn_0.pdf
- CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS. *Understanding Mutual Funds* [online]. In: Canadian Securities Administrators. 2017, s. 13 [cit. 2017-04-20]. Dostupné z: http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Investors/res_mutual-funds_en.pdf
- DEUTSCHE BANK. *Sovereign wealth funds-state investment on the rise* [online]. 2007, (September 10) [cit. 2016-12-01]. ISSN 1612-3158. Dostupné z: http://www.dbresearch.com/PROD/CIB_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000215270.pdf
- DEVENTER, K. L., HAN, X., MALESTA P. H. *Firm Value and Sovereign Wealth Fund Investments* [online]. University of Washington, 2009 [cit. 2017-04-05]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1354252
- EUROPEAN CENTRAL BANK. *THE IMPACT OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS ON GLOBAL FINANCIAL MARKETS* [online]. Frankfurt am Main: European Central Bank, 2008, (91) [cit. 2017-04-05]. ISSN 1725-6534. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf>
- FABOZZI, F. J. *The handbook of traditional and alternative investment vehicles: investment characteristics and strategies*. Hoboken, N.J.: Wiley, 512 s. The Frank J. Fabozzi series, 2011. ISBN 978-0-470-60973-6.
- FABOZZI, F. J., MARKOWITZ H. M. *The theory and practice of investment management*. Druhé vydanie. USA: John Wiley, 2011. ISBN 978-0-470-92990-2.
- FERNANDES, N. *Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications around the World* [online]. Lausanne, 2009 [cit. 2017-04-05]. Dostupné z: http://www.imd.org/research/publications/upload/wp_2009_01_fernandes_level_1.pdf
- FOTAK, V., BORTOLOTTI B., MEGGINSON, W. *The Financial Impact of Sovereign Wealth Funds Investments in Listed Companies* [online]. University of Oklahoma, 2008 [cit. 2017-04-05]. Dostupné z: https://www.researchgate.net/profile/Bernardo_Bortolotti/publication/241758435_The_Financial_Impact_of_Sovereign_Wealth_Fund_Investments_in_Listed_Companies/links/53d0f1bb0cf2fd75bc5d54f9.pdf

- GALLO, A. *A Refresher on Return on Assets and Return on Equity: Financial Analysis* [online]. 2016 [cit. 2017-05-15]. Dostupné z: <https://hbr.org/2016/04/a-refresher-on-return-on-assets-and-return-on-equity>
- GELB, A., TORDO, S. A SPOL. *Sovereign Wealth Funds and Long-Term Development Finance: Risks and Opportunities* [online]. The World Bank, 2014 [cit. 2017-02-14]. Dostupné z: <http://documents.worldbank.org/curated/en/788391468155724377/pdf/WPS6776.pdf>
- CHHAOCHHARIA, V., LAEVEN, L. *Sovereign Wealth Funds: Their Investment Strategies and Performance* [online]. 2008 [cit. 2017-04-05]. Dostupné z: <http://www.ssrn.com/abstract=1308030>
- INTERNATIONAL ENERGY AGENCY. *World energy outlook 2011* [online]. In: 2012, s. 666 [cit. 2017-05-06]. ISBN 978 92 64 12413 4. Dostupné z: https://www.iea.org/publications/freepublications/publication/WEO2011_WEB.pdf
- INTERNATIONAL FORUM OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS. *Santiago Principles: 15 Case Studies* [online]. In: 6th Annual Meeting in Doha, 2014, s. 173 [cit. 2017-04-07]. Dostupné z: http://www.ifswf.org/sites/default/files/SantiagoP15CaseStudies1_0.pdf
- JOHNSON, S. *The Rise of Sovereign Wealth Funds* [online]. 2007, 2007(3) [cit. 2016-12-01]. Dostupné z: http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia/Seminario/Seminario_textos/The%20Rise%20of%20Sovereign%20Wealth%20Funds.pdf
- KERN, S. *Sovereign Wealth Funds: State Investments during the Financial Crisis* [online]. In: Frankfurt: Deutsche bank research, 2009, s. 37 [cit. 2017-03-06]. Dostupné z: <https://www.investireoggi.it/forums/attachments/prod0000000000244283-pdf.25393/>
- KOHOUT, P. *Finance po krizi: Důsledky hospodářské recese a co bude dál*. 2. rozšířené vydání. Praha: GRADA Publishing, 2010. ISBN 978-80-247-3583-2
- KOTTER, J., LEL, U. *Friends or foes? The stock price impact of Sovereign Wealth Fund investments and the price of keeping secrets* [online]. Washington, 2008 [cit. 2017-04-05]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2008/940/ifdp940.pdf>
- KUWAIT INVESTMENT AUTHORITY (KIA). *Santiago Principles: Self-Assessment 2016* [online]. 2016, s. 10 [cit. 2017-04-07]. Dostupné z: <http://www.kia.gov.kw/en/Documents/IFSWF/IFSWF%20Santiago%20Principles%20Self-Assessment%202016%20FINAL.pdf>
- MIRACKY, W., BARBARY, V., FOTAK, V., BORLOTTI, B. *Sovereign Wealth Fund Investment Behavior: Analysis of Sovereign Wealth Fund Transactions During Q3 2009* [online]. 2009, s. 26 [cit. 2017-05-15]. Dostupné z:

- [http://www.feem.it/userfiles/attach/20101261253424MonitorQ32009%20\(2\).pdf](http://www.feem.it/userfiles/attach/20101261253424MonitorQ32009%20(2).pdf)
- NAKHLE, C. *Sovereign wealth funds and preserving oil wealth*. In: Crystol energy [online]. 2016 [cit. 2017-03-01]. Dostupné z: <http://www.crystolenergy.com/sovereign-wealth-funds-and-preserving-oil-wealth/>
- PASCA DI MAGLIANO, R., TERRIACA, D., ABO DEHAMAN, N. *Sovereign Wealth Fund Strategies following the financial and the oil crisis* [online]. 2016 [cit. 2017-02-28]. Dostupné z: http://sitesideas.org/public/ideas/files/F30M2_2_Pasca_et_al.pdf
- PAUHOFOVÁ, I. *Suverénne fondy a ich vplyv na vývoj finančných trhov*. In: WORKIE TIRUNEH, 2008 M. a kol.: *Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Turbulencie na finančných trhoch adilemy hospodárskej politiky*. Bratislava. Ekonomický ústav SAV, s. 217–240. ISBN 978-80-7144-166-3
- PAUHOFOVÁ, I. *Suverénne fondy vo svete*. Technická univerzita v Košiciach Ekonomická fakulta: ELFA, 2014. ISBN 978-80-553-1855-4
- ROUBINI, N. *Understanding the World Macroeconomy: Handout for Chapter 6: Money and Inflation* [online]. New York University, 1998 [cit. 2017-03-15]. Dostupné z: <http://people.stern.nyu.edu/nroubini/NOTES/HAND6.HTM>
- SCHIMBOR, R. *The Impact of Sovereign Wealth Fund Investments on Listed United States Companies* [online]. 2009 [cit. 2017-04-05]. Dostupné z: https://www.econ.berkeley.edu/sites/default/files/richard_schimbor_thesis.pdf
- SCHUBERT, W. *The Sovereign Wealth Fund Controversy: The Issues and Suggestions* [online]. In: *Journal of Applied Business and Economics*, 2008 [cit. 2017-05-15]. Dostupné z: <http://www.na-businesspress.com/JABE/Jabe112/SchubertWeb.pdf>
- SLANÝ, A., FRANC, A. *Hospodárska politika*. Brno: Masarykova univerzita, 2015. 265 s
- SMITH, J., WHITE FELLOW, G. *The 2008 Oil Price Shock: Markets or Mayhem? Resources for the future* [online]. Washington, 2009 [cit. 2017-02-28]. Dostupné z: <http://www.rff.org/blog/2009/2008-oil-price-shock-markets-or-mayhem>
- SOJLI, E., THAM, W. W. *The Impact of Foreign Government Investments on Corporate Performance* [online]. Paris, 2010 [cit. 2017-04-05]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=1540555>
- SOLNIK, B., MCLEAVEY, D. *Global Investment*. 6. Pearson Education, 2009. ISBN 0-321-55212-1.
- SOVEREIGN INVESTMENT LAB, CAREFIN, B. *The Sky Did Not Fall: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2015* [online]. Sovereign Investment Lab, 2016 [cit. 2017-02-28]. Dostupné z: <http://www.ifswf.org/sites/default/files/Bocconi%20SIL%202016%20Report.pdf>. Università Commerciale Luigi Bocconi.

- SWFI. *What is a Sovereign Wealth Fund?* In: About Sovereign Wealth Funds. [online]. 2017 [cit. 2017-04-20]. Dostupné z: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>
- THATCHER, M. *Western Policies Towards Sovereign Wealth Fund Equity Investments: A Comparison of the UK, the EU and the US* [online]. In: Kuwait Programme on Development, Governance and Globalisation in the Gulf States. The London School of Economics and Political Science, 2012 [cit. 2017-03-06]. Dostupné z: <http://www.lse.ac.uk/middleEastCentre/kuwait/documents/thatcher-policybrief.pdf>
- THE CITY UK. *Sovereign wealth funds* [online](2010). Dostupné z: <http://www.thecityuk.com/>
- TOOPS, D. *2012 Food Industry Outlook: A Taste of Things To Come*. In: News & Trends Editor [online]. 2012 [cit. 2017-05-06]. Dostupné z: <http://www.foodprocessing.com/articles/2012/food-industry-outlook/>
- TRUMAN, E. M. *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*. In: Revue d'économie financière (English ed.). Mimoriadne vydanie, 2009. Sovereign wealth funds : Special Issue 2009. pp. 429-451
- TRUMAN, E. M. *Sovereign wealth funds: treats or salvation* [online]. Peterson Institute for International Economics, 2010, s. 8 [cit. 2016-12-01]. ISBN 978-0-88132-498-3. Dostupné z: https://piie.com/publications/chapters_preview/4983/01iie4983.pdf
- WILKINSON, J. *EBITDA Valuation*. WikiCFO [online]. 2013 [cit. 2017-05-06]. Dostupné z: <https://strategiccfo.com/ebitda-valuation/>
- ZACKS EQUITY RESEARCH. *Telecom Industry Stock Outlook - Sept 2013* [online]. 2013 [cit. 2017-05-06]. Dostupné z: <https://www.zacks.com/commentary/29113/telecom-industry-stock-outlook---sept-2013>

9 Zoznam obrázkov

- Obr. 1** Štruktúra čínskeho suverénneho fondu CIC
Zdroj: China Investment Corporation, 2008 17
- Obr. 2** Pomer legislatívne vyspelých trhov v portfóliách suverénnych fondov v období 2007-2015
Zdroj: spracované autorom na základe výročných správ suverénnych fondov 19
- Obr. 3** Vývoj investičného zamerania čínskeho suverénneho fondu CIC v %
Zdroj: spracovanie autorom na základe dát čínskeho suverénneho fondu CIC 24
- Obr. 4** Vývoj investičnej aktivity suverénnych fondov podľa sektorového zamerania v období 2006-2015 v miliardách amerických dolárov
Zdroj: Bocconi University, 2016 25
- Obr. 5** Priebeh vzniku konkrétnych suverénnych fondov s viazanosťou na vývoj ceny ropy v období od roku 1970-2016
Zdroj: Thomson Reuters, 2016 31
- Obr. 6** Vývoj investičnej aktivity suverénnych fondov čo sa týka objemu investovaných finančných prostriedkov v triliónoch amerických dolárov
Zdroj: spracované autorom na základe výročných správ suverénnych fondov 33
- Obr. 7** Vývoj ceny ropy za roky 2004-2016 s predpoveďou na roky 2017-2018 (cena za barel v amerických dolároch)
Zdroj: OECD, 2016 34
- Obr. 8** Znázornenie inverznej funkčnej formy v programe Gretl (závislosť medzi investíciami smerovanými do Grécka zo strany Nórskeho suverénneho fondu a HDP Grécka) 46
- Obr. 9** Znázornenie lineárnej funkčnej formy v programe Gretl (závislosť medzi investíciami smerovanými do Grécka zo strany Nórskeho suverénneho fondu a mierou nezamestnanosti v Grécku) 48
- Obr. 10** Znázornenie lineárnej funkčnej formy v programe Gretl (závislosť medzi investíciami smerovanými do Talianska zo strany Nórskeho suverénneho fondu a mierou nezamestnanosti v Taliansku) 50

Obr. 11 Znáznornenie inverznej funkčnej formy v programe Gretl
(závislosť medzi investíciami smerovanými do Írska zo strany
Nórskeho suverénneho fondu a HDP Írska)

52

10 Zoznam tabuliek

Tab. 1	Zmena ceny akcií spoločnosti BP po nákupe suverénnym fondom	37
Tab. 2	Zmena ceny akcií spoločnosti REPSOL po nákupe suverénnym fondom	37
Tab. 3	Vývoj firemných ukazovateľov firmy SINGTEL v období 2011-2015	39
Tab. 4	Vývoj celého komunikačného sektoru v období 2011-2015	39
Tab. 5	Vývoj firemných ukazovateľov firmy Weetabix v období 2010-2014	41
Tab. 6	Vývoj celého potravinárskeho sektoru v období 2010-2014	41
Tab. 7	Vývoj firemných ukazovateľov firmy Cepsa v období 2009-2014	43
Tab. 8	Vývoj celého sektoru spracovania ropy a zemného plynu v období 2009-2014	43
Tab. 9	Výsledky najdôležitejších ukazovateľov v programe Gretl (závislosť medzi investíciami smerovanými do Grécka zo strany Nórskeho suverénneho fondu a HDP Grécka)	47
Tab. 10	Hodnota korelačného koeficientu Grécko (investície a HDP)	47
Tab. 11	Výsledky najdôležitejších ukazovateľov v programe Gretl (závislosť medzi investíciami smerovanými do Grécka zo strany Nórskeho suverénneho fondu a mierou nezamestnanosti v Grécku)	48
Tab. 12	Hodnota korelačného koeficientu Írsko (investície a nezamestnanosť)	49
Tab. 13	Výsledky najdôležitejších ukazovateľov v programe Gretl (závislosť medzi investíciami smerovanými do Grécka zo strany Nórskeho suverénneho fondu a mierou nezamestnanosti v Grécku)	50
Tab. 14	Hodnota korelačného koeficientu Taliansko (investície a nezamestnanosť)	51

Tab. 15	Výsledky najdôležitejších ukazovateľov v programe Gretl (závislosť medzi investíciami smerovanými do Írska zo strany Nórskeho suverénneho fondu a HDP Írska)	52
Tab. 16	Hodnota korelačného koeficientu Írsko (investície a HDP)	53

Prílohy

A Dáta do Gretlu v relatívnej podobe

ROK	Ireland-inv	Greece-inv	Portugal-inv	Spain-inv	Italy-inv
2001	1,69700508	0	1,09987800	1,269018	1,1028929
2002	1,27759388	1,2145426	1,80174005	0,811094	0,9806244
2003	1,21751936	1,7533829	1,08166654	1,049687	1,1898287
2004	1,11431198	1,0725890	1,01503171	1,259735	1,1603179
2005	0,98787783	1,0633029	1,11356800	1,018800	1,4145357
2006	1,05268900	1,4710010	2,08041372	1,645717	1,0788870
2007	1,04932400	1,0614507	1,30540770	1,058975	0,9967021
2008	1,27198716	0,8493894	0,91636733	0,945450	1,0841213
2009	0,84328573	0,7439812	0,76224666	1,094186	0,8434910
2010	0,98223106	0,5206484	1,02210255	0,981527	1,2293342
2011	0,84195793	1,0597410	0,78880264	0,899194	1,0887540
2012	0,93113997	0,7469900	0,56614543	0,885649	0,9940412
2013	0,90935463	1,3780652	1,16632528	1,198071	1,1613872
2014	0,69617953	0,8796018	0,82599198	0,930669	1,0677290
2015	0,96666316	1,0584148	0,98373070	0,776558	0,8187947

ROK	Greece-UN	Ireland-UN	Italy-UN	Portugal-UN	Spain-UN
2001	0,947368421	0,90697674	0,89623	1,000000000	0,755396
2002	0,962962963	1,12820513	0,94737	1,250000000	1,085714
2003	0,942307692	1,06818182	0,96667	1,102131141	1,008772
2004	1,081632653	0,95744681	0,91954	1,047619048	0,956522
2005	0,943396226	0,955555556	0,96250	1,151515152	0,836364
2006	0,900000000	1,02325581	0,88312	1,000000000	0,923913
2007	0,933333333	1,06818182	0,89706	1,052631579	0,964706
2008	0,928571429	0,98779800	1,09836	0,950000000	0,997855
2009	1,230769231	1,00856400	0,99880	1,236842105	0,967855
2010	1,322916667	1,158333333	1,09091	1,148936170	1,111732
2011	1,000578000	1,05035971	1,00000	1,111111111	1,075377
2012	1,087945000	1,00684932	0,97855	1,059867546	1,158879
2013	1,127049180	0,88435374	1,13084	1,045161290	1,052419
2014	0,963636364	0,86923077	1,04959	0,858024691	0,934866
2015	0,939622642	0,83185841	0,93701	0,892086331	0,905738

ROK	Greece-HDP-in	Ireland-HDP-in	Italy-HDP-in	Portugal-HDP-in	Spain-HDP-in
2001	0,928226728	0,924184208	0,964721012	0,963565812	0,935400461
2002	0,929076760	0,926897844	0,978093009	0,961606441	0,944312213
2003	0,947505132	0,971820490	0,985945089	0,977351248	0,972813286
2004	0,937693970	0,935622983	0,987817743	0,969708250	0,954720433
2005	0,995230090	0,957496786	0,981595297	0,945074758	0,947320913
2006	0,896306420	0,913266343	0,999785000	0,975432000	0,972546120
2007	0,974590164	0,947272727	0,952991326	0,960071606	0,947234330
2008	0,948924034	1,057668379	0,960915944	0,964890541	0,974164225
2009	1,015133570	0,961241300	0,985324100	1,005095109	0,995462120
2010	0,975846500	0,960855986	0,986101519	0,968385658	1,013314997
2011	0,978889700	0,950564071	0,967079449	0,982314200	0,997567972
2012	1,033894953	0,977514564	1,004978046	1,012323278	1,002531962
2013	0,968809870	0,963664989	0,996433050	0,948206029	0,980687287
2014	0,987401158	0,941140919	0,988730920	0,968513504	0,968643288
2015	1,002769558	0,961243200	0,974204805	0,970291027	0,969764160