

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra obchodu a financí



Diplomová práce

**Problematika stínového bankovníctví a hedgeových
fondů**

Jakub Vrána

© 2017 ČZU v Praze

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Provozně ekonomická fakulta

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Jakub Vrána

Podnikání a administrativa

Název práce

Problematika stínového bankovníctví a hedgeových fondů

Název anglicky

Issue of Shadow Banking and Hedge Funds

Cíle práce

Cílem rešeršní části diplomové práce je charakterizovat a popsat pojem stínové bankovníctví a principy jeho fungování, současně s jeho vazbou na existenci a problematiku hedgeových fondů. Hlavním cílem práce je vyhodnotit význam a rozsah stínového bankovníctví a zaměření hedge fondů působících na finančním trhu České republiky.

Metodika

Pro zpracování rešeršní části diplomové práce bude využita metoda deskripce na základě syntézy údajů o stínovém bankovníctví získaných a čerpaných z odborných periodik a literatury vztahující se k danému tématu práce. V rámci naplnění hlavního cíle práce bude provedena analýza veřejně dostupných dat o fungování finančního trhu České republiky se zaměřením na činnosti, které lze zahrnout pod pojem stínové bankovníctví a jeho nedílnou organizační součástí, tj. hedgeové fondy. Ve vztahu k hedgeovým fondům budou zároveň testovány investiční strategie jimi využívané.

Doporučený rozsah práce

60 – 80 stran

Klíčová slova

Financování, bankovníctví, banka, stínové bankovníctví, privátní fond, fond kvalifikovaných investorů, hedgeový fond.

Doporučené zdroje informací

BABOUČEK, Ivan a kol. Regulace činnosti bank. Vyd. 3. Praha: Bankovní institut vysoká škola, 2009. v, 318 s. ISBN 978-80-7265-144-3.

ČERNOHORSKÝ, J. – TEPLÝ, P. *Základy financí*. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3669-3.

EVROPSKÁ KOMISE. Zelená kniha stínového bankovníctví [online]. Brusel: Evropská komise, 19.3.2012.

Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_cs.pdf

JÍLEK, J. Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti. Praha: Grada Publishing, a.s., 2006. ISBN 80-247-1826-X.

JÍLEK, J. Moderní finanční produkty – repo obchody. Praha: Grada Publishing, a.s., 1999. ISBN 8071698032.

MALKIEL, Burton Gordon. Náhodná procházka po Wall Street: časem prověřená strategie úspěšného investování. Praha: Pragma, 2012, 400 s. ISBN 9788073493073.

Předběžný termín obhajoby

2016/17 LS – PEF

Vedoucí práce

Ing. Milan Ulrich

Garantující pracoviště

Katedra obchodu a financí

Elektronicky schváleno dne 30. 9. 2015

Ing. Helena Čermáková, Ph.D.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 11. 11. 2015

Ing. Martin Pelikán, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 30. 03. 2017

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Problematika stínového bankovníctví a hedgeových fondů" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci práce. Jako autor uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 24. 3. 2017

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval panu Ing. Milanu Ulrichovi za vedení mé osoby při psaní této práce, a hlavně za trpělivost. Dále bych rád poděkoval své rodině za podporu, kterou jsem od ní dostával po celou dobu studia vysoké školy.

Problematika stínového bankovníctví a hedgeových fondů

Souhrn

Tato diplomová práce je zaměřena na problematiku stínového bankovníctví a s tím související hedgeové fondy. První část je věnována analýze tématu z pohledu různých definic, subjektů, nástrojů, činností či například problematických aspektů, což pomůže čtenáři vytvořit si vlastní představu o této problematice. V další části je odhadnuta velikost stínového bankovníctví v České republice, která prozatím, dle dostupných zdrojů, nebyla nikým kvantifikována. V souvislosti s hedgeovými fondy je otestována strategie, která patří k jedné z nejrozšířenějších v dané sféře.

Klíčová slova: stínové bankovníctví, hedgeový fond, sekuritizace, fond kvalifikovaných investorů, riziko, finanční deriváty, regulace, strategie

Issue of Shadow banking and Hedge funds

Summary

This thesis is focused on issue of Shadow banking and Hedge funds. The first chapters of this thesis are dedicated to analysis of this topic from the perspective of different definitions, entities, instruments, activities or problematic aspects. It may give an own notion to the reader about this topic. Size estimation of Shadow banking in the Czech Republic is done in further chapters of this thesis. According to available sources this estimation has not been done yet by anyone. In connection with Hedge funds is tested a strategy that is considered as one of the most used in this sphere.

Keywords: shadow banking, hedge fund, securitization, fund for qualified investors, risk, financial derivatives, regulation, strategy

Obsah

1 Úvod.....	11
2 Cíl a metodika práce	12
2.1 Cíl práce	12
2.2 Metodika	12
3 Stínové bankovníctví.....	13
3.1 Definice pojmu v literatuře	13
3.2 Rozkvět a pád stínového bankovníctví	17
3.3 Subjekty stínového bankovníctví	20
3.3.1 Hedgeové fondy.....	20
3.3.1.1 Definice hedgeových fondů.....	20
3.3.1.2 Cíle a struktura hedgeových fondů.....	21
3.3.1.3 Historie hedgeových fondů.....	23
3.3.1.4 Strategie hedgeových fondů	26
3.3.1.5 Rizika při investování do hedgeových fondů	33
3.3.2 Investiční fondy	34
3.3.2.1 Fondy kvalifikovaných investorů	34
3.3.2.2 ETF	34
3.3.2.3 Fondy kolektivního investování	36
3.3.2.4 Penzijní fondy.....	45
3.3.3 Nebankovní poskytovatelé úvěrů.....	46
3.3.4 Pojišťovací a zajišťovací společnosti.....	47
3.3.5 Ratingové agentury	47
3.3.6 Special Purpose Vehicle a Structured Investment Vehicle.....	49
3.4 Nástroje stínového bankovníctví.....	50
3.4.1 Derivátové obchody	50
3.4.1.1 Forward.....	51
3.4.1.2 Futures	51
3.4.1.3 Swapy	52
3.4.1.4 Opce.....	54
3.4.2 Arbitráž	56
3.4.3 Maržové obchody	57
3.4.4 Short-selling.....	58
3.5 Činnosti stínového bankovníctví.....	59
3.5.1 Sekuritizace.....	59

3.5.1.1	Tranching.....	62
3.5.1.2	Credit Enhancement	63
3.5.2	REPO obchody	64
3.6	Problematické aspekty stínového bankovníctví	67
3.6.1	Nedostatek transparentnosti.....	67
3.6.2	Procykličnost, hromadění pákového efektu a následný run	67
3.6.3	Obcházení pravidel a regulační arbitráž.....	68
3.6.4	Propojení tradičního a stínového bankovníctví	68
3.7	Rozsah stínového bankovníctví v ČR	70
3.7.1	Broad a Narrow metoda.....	70
3.7.2	Odhad velikosti stínového bankovníctví v ČR - analytická část	72
3.7.3	Porovnání se světem	77
3.8	Otestování strategie hedgeových fondů	78
3.8.1	Long/Short Equity strategie - analytická část.....	78
	Závěr	82
	Seznam použitých zdrojů	84

Seznam obrázků

Obrázek 1: Proces sekuritizace	60
--------------------------------------	----

Seznam tabulek

Tabulka 1: Rozdělení strategií	26
Tabulka 2: Ratingové hodnocení	49
Tabulka 3: Rozdělení derivátů	51
Tabulka 4: Stínové bankovníctví dle eko. funkcí	71
Tabulka 5: Rozložení fin. sektoru v ČR	72
Tabulka 6: Rozložení MUNFI v ČR	72
Tabulka 7: Rozložení OFI v ČR	73
Tabulka 8: Vymezení stínových bank v ČR	74
Tabulka 9: Výsledky portfolia	80
Tabulka 10: Výsledek benchmarku	80

Seznam grafů

Graf 1: Vývoj ceny Yahoo	28
Graf 2: Zastoupení strategií v hedgeových fondech	32
Graf 3: Výkonnost jednotlivých strategií	33
Graf 4: CDS Deutsche Bank	53
Graf 5: Vývoj objemu CDO	56
Graf 6: Rozložení MUNFI	73
Graf 7: Rozložení OFI v ČR	73
Graf 8: Podíly v OFI	75
Graf 9: Podrobné rozložení finančního sektoru v ČR	75
Graf 10: Porovnání objemu HDP a stínového bankovníctví	76
Graf 11: Podíl stínového bankovníctví na HDP	76
Graf 12: Podíly stínového bankovníctví na HDP ve světě	77

1 Úvod

Jako téma své diplomové práce jsem si vybral problematiku stínového bankovníctví a hedgeových fondů. Pojem stínové bankovníctví je velmi mladý, prakticky byl do krize, jež propukla v roce 2007, neznámý. Stínové bankovníctví dostalo svůj název právě až za období finanční krize, a to z toho důvodu, že se některými znaky chovalo jako bankovníctví tradiční, ovšem do té doby zde nebyl zájem ho nějakým způsobem regulovat, proto stínové. Mnozí ho nazývali strůjcem finanční krize a destabilizátorem finančního trhu, což samozřejmě následně zapříčinilo snahu tuto oblast regulovat. V této souvislosti je potřeba podotknout, že stínové bankovníctví má rozhodně i pozitivní funkce na finančních trzích, a to například při dodávání likvidity na trh.

Vznik hedgeových fondů se datuje k roku 1940, konkrétně do USA, kde vyšel zákon o investičních společnostech, který měl za úkol ochránit drobné investory, tedy všechny fondy kromě těch, které byly pro bohatší vrstvu. Toho se chopil Alfred Winslow Jones a založil první hedgeový fond. Již tady lze rozeznat jisté souvislosti neregulace stínového bankovníctví a hedgeových fondů. Hedgeové fondy jsou totiž podmnožinou stínového bankovníctví a jsou nazývány stínovými bankami.

Vzhledem k faktu, že hedgeové fondy jsou podmnožinou stínového bankovníctví, primárně se tato práce zabývá touto problematikou. Hedgeové fondy jsou v této práci, v porovnání s dalšími subjekty stínového bankovníctví, popsány mnohem podrobněji. V první části této práce je interpretováno několik různých definic stínového bankovníctví. Dále jsou popsány subjekty, nástroje, činnosti či problematické aspekty těchto bank. V praktické části jsou zpracovány dva úkoly. První úkol se týká odhadu velikosti stínového bankovníctví v České republice, které prozatím kvantifikováno nebylo a druhým úkolem je otestování strategie hedgeového fondu „Long/Short equity“

2 Cíl a metodika práce

2.1 Cíl práce

Cílem rešeršní části diplomové práce je podat ucelený přehled o stínovém bankovníctví, popsat pojem stínové bankovníctví a principy jeho fungování, současně s jeho vazbou na existenci hedgeových fondů. Cílem praktické části bude odhadnout velikost stínového bankovníctví v České republice a otestovat strategii hedgeového fondu, která patří k nejrozšířenějším.

2.2 Metodika

Pro zpracování rešeršní části diplomové práce bude využita metoda deskripce na základě syntézy údajů o stínovém bankovníctví, získaných a čerpaných z odborných periodik a literatury vztahující se k danému tématu práce. Vzhledem k tomu, že toto téma nepatří v České republice k rozšířenějším, budou předně využívány zahraniční zdroje.

V rámci naplnění dalšího cíle bude provedena analýza veřejně dostupných dat o fungování finančního trhu České republiky se zaměřením na činnosti, které lze zahrnout pod pojem stínové bankovníctví a jeho nedílnou součást, tedy hedgeové fondy. Ve vztahu k nim bude testována jimi využívaná investiční strategie.

3 Stínové bankovníctví

Definovat pojem stínové bankovníctví je velice složité. Tento pojem je poměrně mladý a žádná akceptovatelná definice v současnosti neexistuje. Několik autorů i institucí se o definování pokusilo, nicméně definice stínového bankovníctví stále nebyla univerzálně nikým stvrzena a ustálena. Tato kapitola je zaměřena na definice různých autorů, kteří by mohli tento pojem alespoň trochu ohraničit a vymežit, jelikož je to nezbytné k provedení analýzy a nastínění problematiky, jimiž se tato práce zabývá.

3.1 Definice pojmu v literatuře

Jako první autor termínu stínové bankovníctví se uvádí Paul McCulley, který ho zmínil na ekonomické konferenci Federální Rezervní banky Kansasu v roce 2007. Stínové bankovníctví definoval jako *celé spektrum nebankovních institucí a různých struktur, které využívají pákový efekt*. (McCulley, 2007, 1. str.) Toto lze považovat za první pokus o definici tohoto pojmu. Ve svém projevu se pokusil vysvětlit původ právě probíhající finanční krize a vyjádřil své obavy z budoucnosti, protože krize nepůjde ze stran dohledových orgánů velmi pravděpodobně zvrátit. McCulley také uvedl, že stínové bankovníctví je oblast finančnictví s velkým vlivem na reálnou ekonomiku.

Dále s tímto pojmem pracoval ve svém článku CEO investiční společnosti PIMCO Bill Gross, jenž jej popsal jako *skrytý bankovní systém, založený na derivátových obchodech a nedotčený regulací*. (Gross, 2007)

Podobnou definici dali stínovému bankovníctví pánové Fernandez a Mosalvez, kteří ho označili jako širokou škálu rádobý bankovních aktivit, jež stojí mimo regulovaný bankovní systém.

Postupem času se přidávali i další, jako například Baak-Simmonová, která označila stínové bankovníctví jako *aktivity spojené se zprostředkováním úvěrů a transformace splatnosti nebo likvidity mimo regulovaný bankovní systém*. (Baak-Simmon, 2012, 4. str.)

První institucí zabývající se dohledem a dozorem nad finančními trhy, která se pokusila o vysvětlení pojmu stínového bankovníctví, byla Financial Stability Board, jež v roce 2009 převzala žezlo regulátora dosud působícího Financial Stability Forum a jež se snaží o koordinaci v rámci zavádění různých regulací na finančních trzích. Financial Stability Board, který funguje pod záštitou zemí G20, uvedl ve své zprávě z roku 2011, že stínové bankovníctví je možné definovat jako *system pro zprostředkování úvěrů, jenž zahrnuje subjekty a činnosti stojící mimo tradiční bankovní systém.* (FSB, 2011, 3. str.)

I přes fakt, že Financial Stability Board nemá žádné pravomoce týkající se vytváření závazných norem, je považována mezinárodně za značnou autoritu, a proto lze její definici považovat za jednu z těch, která je ve světě nejvíce užívaná. Tato definice je ovšem relativně jednoduchá a mnozí ji často kritizují. Mezi kritiky lze zařadit například Karla Kabelíka, který ve své analýze o stínovém bankovníctví poukazuje na problém, že pokud se tento pojem nedefinuje přesně, tedy jasně se neurčí entity, které spadají pod stínové bankovníctví, bude budoucí regulace neefektivní.

Karel Kabelík dále poukázal na to, že se jedná o negativní definici, kterou označuje popis definovaného konceptu skrze prvky, které mu nenáleží, na rozdíl od vlastností, které daný termín skutečně formují.

Poukázal také na několik dalších zásadních vad:

- dává termínu negativní konotaci, jelikož jej pokládá protispolečenská pravidla, a tedy ho řadí do oblasti nežádoucího. Na negativní vyznění termínu si řada institucí již stěžovala, jako například Evropská Bankovní Federace
- naznačuje, že stínové bankovníctví parazituje na globální ekonomice, která se jej tedy potřebuje zbavit
- vzbuzuje dojem, že případné regulace stínového bankovníctví automaticky eliminuje riziko spojené s tímto sektorem, což je dle autora velmi přehnané zjednodušení
- absence mnohých přínosů, které se v definici bohužel neobjevují
- definice je zavádějící, jelikož již existují různé regulované entity, které však spadají do stínového bankovníctví. Jsou jimi například Exchange traded fund (ETF's), na něž se

již od roku 2001 vztahuje direktiva UCITS¹, která reguluje kolektivní investiční fondy v EU.

- definice je příliš vágní a nepřesně vymezuje oblast, kterou zaujímají subjekty stínového bankovníctví. (Každá země světa vymezuje tradiční bankovníctví, tedy stínové bankovníctví, jinak.) Je třeba nastavit jasná pravidla, jinak bude vznikat nežádoucí regulatorní arbitráž, která zpravidla deformuje tržní prostředí (Kabelík, 2012, 4. - 6. str.)

Evropská komise představila v roce 2012 tzv. Zelenou knihu o stínovém bankovníctví, v níž nastínila plány dvoufázového přístupu k dosažení regulace tohoto sektoru.

Prvním krokem je prošetření neregulovaných aktivit finančních institucí, včetně institucí samotných, s cílem vyjasnit, co vše se skrývá pod pojmem stínové bankovníctví, a jasně tento pojem definovat. Druhým krokem je vytvoření rámce pro regulaci zmíněných aktivit.

Definici obsaženou v Zelené knize lze na rozdíl od definice Financial Stability Board, považovat za pozitivní, a to vzhledem k tomu, že konkrétně sumarizuje činnosti a subjekty tohoto odvětví:

Subjekty, které působí mimo tradiční bankovní systém a zároveň jsou zapojené do alespoň jedné z činností:

- přijímání finančních prostředků s charakterem vkladu
- transformace splatnosti nebo likvidity
- podstupování převodů úvěrového rizika
- využívání přímého či nepřímého pákového efektu

Činnosti představující významné zdroje financování nebankovních subjektů:

- sekuritizace
- půjčování cenných papírů
- repo obchody

¹ Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities

Evropská komise se dále snaží přesněji definovat i jednotlivé entity, nicméně je to spíše příkladný charakterový výčet:

- entity pro účel provádějící transformaci likvidity nebo splatnosti
 - fondy peněžního trhu a typy investičních fondů nebo produktů, jež mají charakter vkladu
 - investiční fondy poskytující úvěry nebo využívající pákový efekt
 - finanční společnosti a subjekty cenných papírů poskytující úvěr a úvěrové záruky nebo provádějí transformaci likvidity nebo splatnosti
 - pojišťovny a zajišťovny, které vydávají záruky úvěrovým produktům
- (Evropská komise, 2012, 3. str.)

Dále jsou stručně představeny další dvě definice, o nichž je možné říci, že stojí mimo hlavní proud. Je však třeba poznamenat, že prezentace těchto a dalších koncepcí jistě přispěje k bližšímu porozumění problému, a to zejména definice amerických ekonomů Zoltana Pozsara a Tobiasa Adriana.

Ze zprávy od Zoltana Pozsara o stínovém bankovníctví vyplynula definice, že se jedná o *finanční zprostředkovatele, kteří provádějí transformaci likvidity, splatnosti a kreditního rizika, aniž by měli přístup k likviditě centrální banky nebo k účasti na pojištění vkladů* (Pozsar, 2010, 4. str.) Vnitřně propojené sítě těchto jednotek jsou ze své podstaty stínové banky. Hlavní myšlenka stínového bankovního systému se tedy dle autora projevuje zejména jako absence záruk. V tomto případě se tedy jedná o dalšího autora s negativní definicí.

Na rozdíl od Zoltana Pozsara, další výše uvedený americký ekonom Tobias Adrian ve své studijní regulaci stínového bankovního systému pracuje s pozitivní definicí. V úvodu vysvětluje, že stínové bankovníctví *je síť specializovaných finančních institucí, které přijímají vklady od střadatelů k investorům prostřednictvím sekuritizace a jiných zabezpečených finančních nástrojů* (Adrian, 2012, 1. str.)

Adrian se tedy zaměřil na činnosti těchto institucí, stínové bankovníctví označil jako financování prostřednictvím sekuritizace nebo jiných zabezpečených nástrojů. O tomto se dá

ovšem polemizovat, protože ne každá sekuritizace probíhá jen v rámci stínového bankovníctví.

3.2 Rozkvět a pád stínového bankovníctví

V předcházející kapitole bylo rozebráno několik definic různých autorů a bylo zde nastíněno vymezení pojmu. Tato kapitola je zaměřena na fakt, proč vůbec stínové bankovníctví vzniklo a za jakým účelem, a v neposlední řadě zmíním jeho souvislost s finanční krizí mezi roky 2007 a 2009.

Než bude provedena analýza toho, jakou roli hrálo stínové bankovníctví v hospodářském útlumu od roku 2007, je potřeba nejprve pochopit, co tento systém znamená v nezákladnějším slova smyslu.

Tradiční bankovní systém poskytuje řadu produktů jako:

- spořicíh účtů
- běžných účtů
- úvěrů na automobil
- hypoték
- různých dalších finančních služeb

Velmi zjednodušeně řečeno se musí v tradičním bankovníctví dané instituce držet určitých pravidel, jako je například kapitálová přiměřenost, jsou tedy omezeny v poskytování úvěrů, které mohou nabídnout, ať už konečnému spotřebiteli nebo různým podnikům. Přesně toto omezení, tedy omezení poskytování kapitálu, sehrálo hlavní roli ve vzniku stínového bankovníctví a nastartovalo tak novou éru. V kapitole budou užívány různé výrazy a zkratky, jimiž se bude práce věnovat v dalších částech.

Před velkou recesí v roce 2007 management bank věděl, že díky omezenosti poskytování půjček budou mít zisk jen „omezený“. Dříve tedy bankovní domy půjčovaly kapitál, půjčky v bance držely a zaměřovaly se na původce úvěrů, tedy spotřebitele, aby byla jistota splácení úvěru. Proč ale na to nejít jinak? Proč tuto půjčku neposkytnout každému, následně riziko v případě nesplacení neprodat potencionálním investorům, čímž se splní regulační pravidla?

Prodávající banka má samozřejmě dodatečný profit z další poskytnuté rizikové půjčky, kterou by za jiných okolností nemohla poskytnout.

Riziko se převede na investora, kterému za nákup tzv. CDO² bude v budoucnu vyplacen příslušný výnos s počáteční jistinou. Začala éra „balíčkování“ úvěr, prodávání se prostřednictvím sekuritizačních³ procesů skrze investiční banky. To je považováno za vznik pojmu stínového bankovníctví, které v té době nebyla téměř dotčena regulací.

Jak to přesně vlastně funguje? Vezměme finanční instituci, která půjčí spotřebitelům tolik kapitálu, kolik může, a to ať už se jedná o úvěry na automobil, nebo prosté hypotéky. Následně tyto úvěry ve spolupráci s investičními bankami „zabalíčkovaly“, tedy prošly sekuritizačním procesem, a rozprodávaly je dále různým investorům, kteří se tak stali investory stínového bankovníctví. Jedná se například o prodeje:

- penzijním fondům
- podílovým fondům
- hedgeovým fondům
- a dalším institucím

Tyto nástroje mohou mít spoustu podob jako například:

- cenné papíry zajištěné aktivy (ABS)
- zajištěné dluhové obligace (CDO)
- cenné papíry kryté hypotékou (MBS)
- zajištěné úvěrové obligace (CLO)

Díky těmto nástrojům si mohli spotřebitelé jednodušeji vypůjčit kapitál a finanční instituce z nich mohla daleko více profitovat. Mohla vlastně profitovat i z daleko rizikovějších úvěrů, vzhledem k tomu, že je přeprodala dále. Počet těchto poskytnutých rizikovějších úvěrů proto navyšovala.

Na první pohled se vše zdá jako strategie, kde všichni vítězí. Spotřebitel dostane jednodušeji svoji půjčku, mnohdy i levněji, banky jsou ochotny mu ji poskytnout. Vzhledem k tomu, že

² Collateralized debt obligation

³ Sekuritizace je podrobněji probrána v kapitole 3.5.1

tím navýší svůj zisk při minimálním riziku, jelikož různí investoři ji odkoupí s výhledem na budoucí zisk.

Mnozí si začali pokládat otázku, proč to nepřineslo kýžený efekt. Odpověď na tuto otázku souvisí s chováním investora, tzv. behaviorálním aspektem. Lidé si na začátku nového tisíciletí užívali poměrně stabilního ekonomického prostředí. Spoléhali se na ratingové agentury, které ocení podkladová aktiva a udělí známku. Samozřejmě většina ze zabalíčkových úvěrů (např. CDO) měla známku nejvyšší. Například u Moody's Aaa, což odráželo, že se jedná o bezrizikovou investici s pravděpodobností téměř 100 % návratnosti, což ovšem skutečnosti nenapovídalo

Banky půjčovaly skoro všem. Každý spotřebitel si v podstatě mohl dojít pro půjčku a dostal ji - například matka samoživitelka se třemi dětmi a minimální mzdou. Šlo o „bezrizikovou investici“? Podle ratingových agentur ano.

Další problém spočíval v narůstání finanční páky uvnitř celého finančního systému, přičemž příčiny tohoto trendu nebyly jen v dlouhodobě nízké úrokové sazbě, ale i v relativně nízké úrovni kapitálu. Výsledkem bylo, že se ekonomika stala extrémně závislá na pákovém efektu a využívání nerealistických rozpočtových praktik. Závislé nebyly jen korporace, ale i obyčejní spotřebitelé, kteří by nebyli schopni splatit svoji hypotéku, kdyby úrokové sazby šly nahoru.

Spolu s vysokými cenami energie se investoři postupně začali obávat potencionálních ekonomických hrozeb. Už tedy tolik neinvestovali do půjček, a když ano, tak si nastavili vyšší úrokovou sazbu. Jakékoliv půjčky byly tedy prováděny za vyšší úrokovou sazbu. Stínové bankovníctví se vlastně zhroutilo, protože nadále nebyla ochota dále poskytovat úvěry, a společně s tím se i zhroutila vysoce závislá, zapákováná americká ekonomika.

(Investopedia, 2014)

Z výše uvedeného lze vypožorovat, že stínové bankovníctví hraje zásadní roli v ekonomice a že částečně přispělo k recesi mezi roky 2007 a 2009. Dávat vinu ovšem jen stínovému bankovníctví nelze, a to už jenom z principu, že kde je poptávka, tam je i nabídka.

3.3 Subjekty stínového bankovníctví

V této kapitole jsou definovány jednotlivé subjekty stínového bankovníctví. Vzhledem k problematice této práce bude podrobněji probírána jedna entita, a to hedgeové fondy, u kterých bude kromě vyložení různých definic i představeno něco z jejich historie a jejich filozofie. Vzhledem k tomu, že v praktické části práce je otestována strategie právě těchto fondů, nechybí ani jejich představení, což lze nalézt také v této kapitole. Další entity stínového bankovníctví nebudou probírány tak podrobně jako hedgeové fondy.

3.3.1 Hedgeové fondy

Stejně jako stínové bankovníctví, ani hedgeové fondy nemají jednoznačnou generální definici. Ve většině publikací lze opět najít negativní definice nebo výčet charakteristických vlastností. Překlad anglického „hedge“ znamená v češtině zabezpečený nebo zajištěný. Toto do jisté míry neodpovídá realitě, což lze vydedukovat z podkapitoli o rizicích při investování do hedgeového fondu. V ČR se hedgeové fondy zařazují pod fondy kvalifikovaných investorů.

3.3.1.1 Definice hedgeových fondů

Nyní bude popsáno několik vybraných definic. V úvodu bude představena definice českého autora, pana profesora Jílka. Ten ve své knize definoval hedgeový fond jako investiční fond určený bohatým fyzickým osobám či institucionálním investorům s minimální investicí 1 mil. USD. Tyto fondy se angažují ve zvláštních investičních strategiích, které bývají obvykle velice rizikové. Vysoká rizikovost je v rozporu termínem hedgeový fond. Často mají velký pákový mechanismus (leverage) prostřednictvím výpůjček. Někdy přijímají opačné strategie vzhledem k tendencím na trhu. (Jílek, 2006, 56. str.)

Coggan v roce 2008 určil charakteristické vlastnosti hegeových fondů takto:

- Většinou se jedná o privátní fondy, které nejsou obchodovány na burze.
- Nejedná se o likvidní investice. Investoři často nejsou schopni během kvartálu prodat jejich podíly, a musí tedy o záměru prodat dát vědět dlouho dopředu. Omezení jsou hlavně v začátcích fondů, kdy je dána většinou dvouletá perioda během které nesmí investor z fondu vystoupit. Díky tomuto omezení se manažeři fondů nemusí bát nakoupit nelikvidní aktiva, protože nejsou tlačeni k okamžitému prodeji

- Nejsou zpravidla tolik regulované a zdaňované. Hlavní snaha ze strany regulace je, aby existovalo co nejmenší procento lidí, které do nich investuje.
- Často jsou hedge fondy registrovány v daňových rájích
- Mají flexibilitu ve schopnosti investovat. Umějí například investovat do padajících cen, na nichž ostatní tratí (tzv. short-selling, který bude vysvětlen dále v práci)
- Půjčují si peníze, aby zvýšily zisky (Finanční páka)
- Manažeři jsou odměňováni na základě výkonu fondu. (Coggan, 2008)

OECD neboli organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj definovala hedge fondy v roce 2001 a následně ji v roce 2014 upravila takto:

Hedge fond je privátní fond, soukromě organizovaný a vedený profesionálními investičními manažery. Na rozdíl od podílových fondů, hedge fondy jsou dostupné jenom bohatým investorům a institucionálním manažerům. Hedge fondy jsou schopny prodeje na krátko a využívat pákového efektu, na čemž je založena jejich krátkodobá a velmi riskantní investiční strategie, která aktivně využívá především finanční deriváty a prodeje na krátko.

(OECD, 2014)

3.3.1.2 Cíle a struktura hedgeových fondů

Cílem všech fondů obecně je vždy to, aby přinášely dlouhodobý reálný růst kapitálu, tzn., aby jejich výnos byl minimálně vyšší, než je míra inflace v daném investičním období. Zpravidla se sledují dva hlavní cíle:

- daný investiční fond musí být výnosnější než srovnatelný konkurenční investiční fond
- daný fond musí být schopen porazit benchmark trhu

Pojem „porazit benchmark trhu“ lze vysvětlit na příkladu:

S&P 500⁴ dosáhne v roce 2017 výnosu 7 % za rok a vybraný investiční fond 8 %. Investiční fond tedy porazil benchmark trhu. Stejná aplikace je i nad ztráty.

Pokud by S&P 500 v roce 2017 ztratil 6 % a investiční fond pouhých 5 %, investiční trh by opět porazil benchmark trhu, a to i přes fakt, že reálně je fond ve ztrátě.

Oproti tomu manažeři hedgeových fondů se nezabývají benchmarkem trhu, ale soustředí se dle Jaegera hlavně na absolutní výnos. Jejich smyslem je tedy získat za dané období pozitivní výnos a nehledí tedy na benchmark trhu. Hedgeové fondy jednoduše hledají výnosy nezávisle na chování trhu. (Jaeger, 2002, 2. - 5. str.)

Struktura hedge fondu

Hedge fond je prostředek, jak investovat peníze investorů. Fond nemá žádné zaměstnance a nemá žádná jiná aktiva než investované portfolio a peníze v hotovosti. Portfolio spravuje investiční manažer, který vede obchody a je zaměstnán, stejně jako další pracovníci, u investiční společnosti, která spravuje fond.

Základní pracovníci:

- Prime broker - zajišťuje hlavní makléřské služby, jako půjčování peněz, u derivátových obchodů zajišťuje protistranu, půjčuje akcie za účelem prodeje na krátko, zúčtování a vypořádání. Prime brokeři jsou většinou součástí velkých investičních bank.
- Administrátor - zabývá se úroky a akciemi, vypočítává čistou hodnotu aktiv fondu a zastává příbuzné kancelářské funkce. V USA některé funkce zastává většinou investiční manažer, mimo USA regulace často vyžaduje, aby tato funkce byla vykonávána třetí stranou.
- Distributor - je zodpovědnou osobou za marketing fondu pro potenciální investory. Ve většině případů tuto roli zastává investiční manažer. (Makléřská zkouška, 2017)

⁴ hodnotově vážený index vybraných akcií na americkém trhu, jejichž základem je vážený průměr kurzů daných akcií

Hedge fondy se, co se týče poplatků, řadí mezi nejdražší fondy. Procentuálně se jen poplatky za správu pohybují mezi 1 - 3 %. K tomu se ještě přidává poplatek z podílu na výnosech, který se řádově pohybuje mezi 10 - 30 % ze zisku.

Manažeři takovýchto fondů jsou následně odměňováni na základě dvou faktorů:

- Hurtle rate, kterou dostává manažer při překonání benchmarku, tedy z částky přesahující stanovený benchmark
- High Water-mark, což je zjednodušeně řečeno situace, kdy má fond právo na podíl ze zisku pouze v případě, předčí-li ve výkonnosti svůj předešlý vrchol. Podíl se poté počítá z hodnoty přesahující minulé maximum. (Investiční magazín, 2017)

Hedgeovým manažerům zaleží tedy do jisté míry i na benchmarku, při jehož překonání mají odměnu, což jde proti výkladu Jaegera, který smysl hedge fondů shledává pouze v absolutním výnosu bez ohledu na benchmark trhu.

3.3.1.3 Historie hedgeových fondů

Počátky hedgeových fondů

Jak již bylo popsáno v úvodu, počátky vzniku hedgeových fondů lze datovat již od roku 1940 v USA, kdy byl vydán zákon o investičních společnostech, který měl za úkol ochránit drobné investory. Cílem byla regulace všech fondů kromě těch, které byly určeny pro bohaté. Myšlenkou bylo to, že pokud bohatý přijde o svoji investici, nedopadne to na něj tak tvrdě jako na chudého investora. (Jílek, 2006, str. 56) Jako první využil této výjimky Alfred Winslow Jones (*tehdejší zástupce šéfredaktora časopisu Fortune - pozn. autora*) a založil první hedgeový fond, do kterého přenesl své znalosti, publikované právě v časopisu Fortune, z nichž jedna investiční strategie měla mít vyšší výnos kvůli použití hedgingu (zajištění). (Ritterreiser, 2010, str. 11)

Jeho fond využíval v té době již známé finanční páky a krátké pozice, které skloubil dohromady. Jeho fond si účtoval poplatek ve výši 20 % z generovaného zisku namísto ze správy aktiv. Do širšího povědomí se tento fond dostal v roce 1966 po zveřejnění výsledků výkonnosti fondu v již zmíněném časopisu Fortune. Mezi léty 1955 - 1965 dosáhl fond kumulovaného zisku 670 %. (Lhabitant, 2006)

Po zveřejnění výsledku dosaženého Jonesem počet hedgeových fondů v USA vzrostl až na 150. Šedesátá léta byla znakem úspěšnosti pro hedgeové fondy, jelikož v tomto období docházelo ke generálnímu růstu trhů. V této době také začali, dnes poměrně všem známí, dva investiční manažeři fondů - George Soros a Warren Buffett.

George Soros a Warren Buffett

George Soros, původem z Maďarska, spolu s Jimem Rogersem založil investiční fond Quantum, který byl považován za velmi úspěšný. Za prvních deset let se podařilo zvýšit výnos až na 3 000 % původního vkladu. Quantum je dnes největší investiční fond na světě a je hlavním zdrojem Sorosova bohatství. George Soros se zaměřoval především na měnový trh, který se stal díky kolapsu bretton-woodského systému velice atraktivním. Právě spekulace s měnami proslavily George Sorose i mezi neobornou veřejností, když začátkem 90. let sázel na pokles britské libry. Do spekulací vložil veškeré své finanční prostředky. Podařilo se mu porazit Bank of England a způsobit tak devaluaci britské libry, destabilizovat celý evropský finanční trh. Avšak jeho úspěchy nemohly trvat věčně a i tohoto geniálního investora potkaly nepříjemné pády. Prodělal například sedm set milionů dolarů na pádu akcií internetových společností. On pád akcií sice předvídal, ale ten přišel o rok dříve, než očekával. K další ztrátě došlo v Rusku o něco později, na konci devadesátých let. Rusko nebylo schopné splácet své dluhopisy, čímž se dostalo do problémů. Spolu s ním řada investorů, včetně George Sorose. Ten se po velkých ztrátách rozhodl investovat přes Quantum jen do konzervativních investic.

George Soros je považován za velkého filantropa. Obrovskými částkami přispívá na charitu. Založil řadu nadačních společností, ale přispívá i na ostatní organizace, například na známou Transparency International. Tento miliardář postupně přerozděluje svůj majetek a značnou část věnuje právě dobročinným organizacím. (Investiční magazín, 2017)

Warren Buffett je známý jako věštec z Omahy. Své první akcie si koupil už ve 13 letech. Vlastní investiční kariéru nastartoval založením firmy Buffett Partnership. Na rozdíl od všech jiných brokerů fungoval tak, že si provize nebral z objemu zobchodovaných akcií, ale pouze ze zisku, který vykazoval téměř pořád. Dokázal odhadnout budoucí vývoj trhu a nacházel podhodnocené firmy s velkým potenciálem. Jeho strategii lze popsat na příkladu American

Express, která podle Wall Streetu měla skončit krachem. On si ale všiml, že lidé stále platí kreditními kartami této firmy, a to bez ohledu na pokles hodnoty akcií. Nakoupil proto 5% akcií, které se mu v následujících letech zhodnotily téměř o 400 %. Jeho cílem bylo vždy vykázat o 10 % vyšší zhodnocení, než jaké vykázal Dow Jonesův index, průměrně však dokázal dosahovat trojnásobku tohoto cíle.

1962 byl zlomovým rokem. Buffett začal investovat do tehdejší textilní firmy Berkshire Hathaway. V roce 1965 nad ní převzal veškerou kontrolu a přebudoval ji k obrazu svému. Vytvořil z ní investiční kapitálovou společnost, zaměřenou především na zkupování podhodnocených akcií. Akcie Berkshire Hathway od té doby vystoupaly z nuly až na 150 000 USD za akcii. V současnosti patří Warren Buffett mezi nejbohatší lidi světa a věnuje se převážně filantropii. (Finančníci, 2017)

70. léta až současnost

Na počátcích 70. let se situace na trzích se změnila. Fondy toužící po vysokých ziscích upravovaly své strategie a převážně vstupovaly do dlouhé pozice s použitím finanční páky. Tato strategie se jim stala osudnou, protože v roce 1973 nastal na akciovém trhu rapidní pokles a býčí trhy z 60. let se proměnily v medvědí. Oba hlavní indexy Dow Jones a S&P 500 spadly téměř na polovinu své hodnoty. Kvůli této situaci řada hedgeových fondů zkrachovala a ztratila na několik let důvěru investorů. (Dirhan, 2014, str. 22)

Nálada se změnila až v letech 80., kdy docházelo k výraznému růstu úrokových sazeb a cen komodit. Celkově světová ekonomika se opět obrátila k býčímu trhu. V této době se proslavily deriváty jako futures a opce, které se následně začaly rozvíjet. Stabilita ovšem trvala až do 19. 10. 1987, Toto datum se označuje jako černé pondělí, protože na trhu došlo k propadu většiny indexů. Indexy propad ale dohnaly za pouhý rok a půl. (Peníze.cz, 2017)

Na začátku 90. let začalo zlaté období pro akcie a docházelo k výraznému nárůstu hedgeových fondů. Další problém ovšem nastal v kontextu splasknutí technologické bubliny, která za sebou nechala nejeden hedgeový fond. Po roce 2000 se akciím a fondům dařilo až do již zmíněné ekonomické krize let 2008 - 2009. Z krize vzniklo ovšem jedno pozitivum, a to regulační tendence.

3.3.1.4 Strategie hedgeových fondů

Hedgeové strategie můžeme rozdělit do čtyř tříd, viz. tabulka níže: V této kapitole jsou popsány nejběžnější z nich. Součástí je také kvantifikace podílů těchto strategií na hedgeových fondech. Strategie Long/Short equity je konci práce také otestována.

Tabulka 1: Rozdělení strategií

STRATEGY CLASS	SPECIFIC STRATEGY
Event Driven	Event Driven
	Event Driven Multi-Strategy
	Merger/Risk Arbitrage
	Distressed
	Special Situation
Relative Value	Arbitrage
	Statistical Arbitrage
	Specialist Credit
	Convertible Arbitrage
	Fixed Income Arbitrage
	Relative Value Arbitrage
Long/Short	Long/Short equity
	Dedicated Short-sellers
	Equity Market Neutral
	Equity Hedge
	Long bias
	No bias
	Short bias
Variable Bias	
Tactical	Global Macro
	Managed Futures
	Equity/Long

Zdroj: Connor, Laserte - an introduction to hedge funds strategies

3.3.1.4.1 Event Driven

Tuto strategii mnozí nazývají také jako „speciální situace“ nebo „speciální příležitost“. Cílem hedgeových fondů, které využívají tuto strategii, je profitovat z tržních nejistot a obav. Jedná se například o fúze a akvizice, vznik nové firmy vyčleněním části existující a prodej jejích akcií (spinn-off), reorganizace, likvidace, rekapitalizace, konsolidace, bankroty, zpětné odkupy akcií atd. Manažeři fondů musí mít přesné informace a musí dokonale načasovat odkupy a prodeje, což se děje ve velmi krátkém období. Často tato činnost může být spojována s činností na hraně zákona (insider trading), protože manažeři pracují s velmi

citlivými informacemi, ke kterým se běžný investor mnohdy nedostane. Tato strategie patří mezi velmi rizikové. (Jones, 2007, str. 18)

3.3.1.4.2 Distressed

Distressed strategie se zaměřuje na společnosti, které mají finanční problémy. Někdy se slovo distressed může objevit v souvislosti se společnostmi, u kterých již došlo k bankrotu.

Hedge fondy, využívající tuto strategii nejsou investicí do konkrétních aktiv nijak omezeny. Mohou investovat do akcií, dluhopisů, bankovních obligací nebo například warrantů.

Trh s cennými papíry distressed společností je často neefektivní a nelikvidní z několika důvodů najednou. Je to například iracionalita investorů, kteří mají averzi vůči riziku, různá právní omezení, např. zákaz prodeje akcií během restrukturalizace nebo nedostatek informací o těchto společnostech ze strany analytiků. Podstatou této strategie je nakoupit část aktiv dané společnosti a následně se pozitivně pokusit ovlivnit její proces restrukturalizace. Často se tedy vstupuje s úmyslem společnost koupit. Když ale například manažer očekává, že se situace ještě zhorší, může vstoupit do krátké pozice. Všeobecně je tato strategie opět velmi riziková. V podstatě se jedná o sázku na comeback společnosti.

Trh s takovými společnostmi vyrostl hlavně ve Spojených státech amerických v 80. letech. V Evropě se jejich boom nekonal právě kvůli zákonům, jež Evropa má ohledně bankrotů společností. Získat informace o bankrotující společnosti je mnohem těžší, než je tomu právě ve Spojených státech amerických. (Laserte, Connor, 2017, str. 17)

3.3.1.4.3 Merger arbitrage

Merger arbitrage, v českém překladu fúzová arbitráž, je strategie založená na profitu ze spreadu. Pro lepší pochopení strategie ji lze ukázat na příkladu:

Společnost A, která chce udělat akvizici společnosti B. Společnost B se na trhu pohybuje okolo 5 USD za akcii. Společnost A prohlásí, že odkoupí všechny akcie společnosti B za 10 USD za akcii, v tom se strhne lavina a akcie společnosti B míří raketově vzhůru. Zastaví se někde okolo 9 USD za akcii. Mnozí si kladou otázku, proč se ale neobchoduje právě na těch 10 USD, za které avizovala společnost A, že je odkoupí. Nic totiž není na 100 % jisté, ani tato výše zmíněná akvizice. Z trhu lze vypořadovat, že akcie z 5 USD poskočily na 9 USD, což je

80% nárůst. Dalo by se tedy vydedukovat, že trh věří z 80 %, že skutečně k dané akvizici dojde.

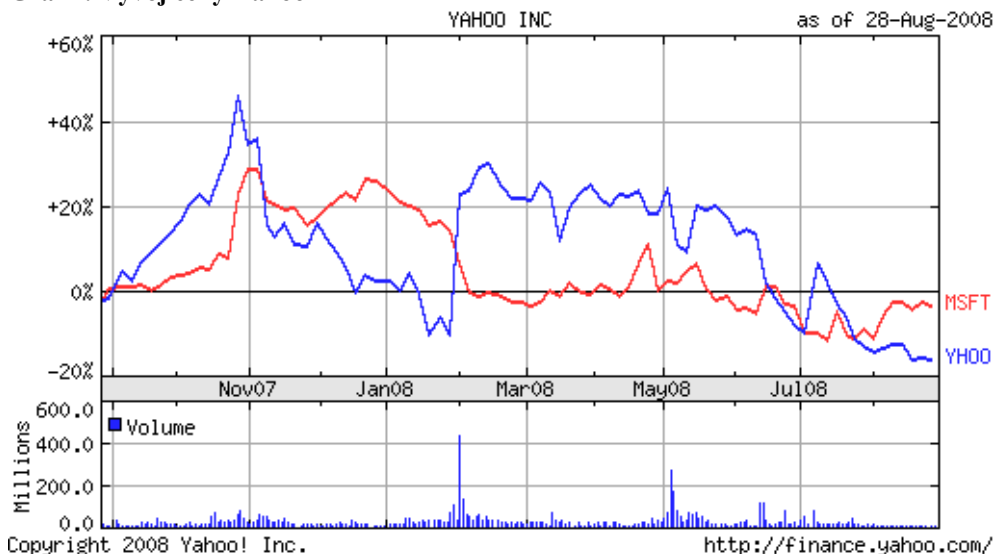
V tomto bodě vstupují do hry fúzovní arbitrážníci, povětšinou hedgeové fondy, které mají dvě možnosti na základě svých dostupných informací. Podstatou je nákup akcií na 9 USD s vírou, že k akvizici dojde, a hedgeový fond tak bude bohatší o 20 %, tedy spreadu mezi 9 USD a 10 USD. Jsou zde ovšem rizika, která akvizici mohou zhatit. Například vláda nemusí tuto akvizici povolit, kvůli monopolnímu postavení společnosti A. Dále například společnost A nemusí mít dostatečný kapitál pro nákup, požádá tedy banky o úvěr, který jí ovšem nemusí být poskytnut. Druhá možnost je prodej na krátko. Pokud hedgeový fond má informaci o budoucí neúspěšné akvizici, bude tyto akcie prodávat na krátko, protože ví, že tato hodnota byla uměle navýšena právě kvůli prohlášení o akvizici.

Při oznámení akvizice můžeme často sledovat u společností zvýšenou volatilitu a pohyb:

- U společnosti A, tedy akvizitora, mírný pád akcií
- U společnosti B, tedy cíle akvizice, naopak rapidní růst akcií

Příkladem, u kterého daný jev lze vysledovat je např. Microsoft a Yahoo v roce 2008:

Graf 1: Vývoj ceny Yahoo



Zdroj: <http://www.fundamentalfinance.com/mergers-acquisitions/merger-arbitrage.php>

1. února 2008 oznámil Microsoft, že chce skoupit akcie Yahoo, které se v té době pohybovaly okolo 21 USD, za 31 USD. Graf ukazuje, že akcie Microsoftu jako akvizitora šly lehce dolů, ale akcie Yahoo jako cíl akvizice naopak rapidně rostly. V ten den se dostaly na 29 USD za akcii. (Fundamental Finance, 2017)

3.3.1.4.4 Long/Short Equity

Long/Short Equity, známá také jako Hedging, je jednou z nejběžnějších a nejvyužívanějších strategií hedgeových fondů. Je založena na kombinaci vstupů dlouhé pozice a krátké pozice u cenných papírů. V době růstu jsou tvořeny zisky z dlouhé pozice a naopak, v době poklesu, zase z krátké pozice. (Khanova škola, 2017)

Opět lze ukázat na příkladu:

Mám dvě společnosti, z nichž u jedné vidí hedge fond velký potenciál pro růst a u druhé vidí, že jsou její akcie nadhodnocené. Společnost A, u níž se vstupuje do dlouhé pozice, bude za 5 USD za akcii a Společnost B, u které se vstupuje do krátké pozice, bude pro lepší přehled také 5 USD za akcii. Bere se v úvahu, že celý trh (index) jde dolů o 5 %. Obvykle společnosti, které jsou podhodnoceny, ztrácejí také hodnotu, ale méně než společnosti, které jsou nadhodnoceny. Podhodnocená společnost A, u které je vstup v dlouhé pozici, ztratí 10 % své hodnoty, tedy 0,5 USD, což je ztráta. Nadhodnocená společnost B ovšem v této době ztratí 15 % své hodnoty, tedy 0,75 USD. U této společnosti byl ovšem do krátké pozice, takže každý propad akcií vlastně vytváří zisk - v tomto případě 0,75 USD. Jednoduše lze spočítat, že je zisk 0,25 USD. Tuto strategii lze nazvat formou zajištění před rizikem.

3.3.1.4.5 Global macro

Další velmi užívanou strategií hedge fondů je tzv. Global macro strategie. Jedná se o strategii, která je založena čistě na fundamentální stránce. Manažeři fondů využívající tuto strategii se hlavně zaměřují na tyto data:

- fiskální a monetární politika
- vývoj cen v historii

- ekonomická data jednotlivých zemí, například úroková sazba v dané zemi, úroveň nezaměstnanosti nebo úroveň spotřeby
- sociální a demografické trendy

Manažeři jednotlivých hedgeových fondů se zaměřují hlavně na aktiva, která jsou vysoce likvidní. Mezi nejčastější terče patří forex nebo komodity. U nich dvou hraje roli také finanční páka, která může být hedgeovými fondy hojně využívána. To platí především na forexu, který je velmi likvidním trhem a který se obchoduje 6 dní v týdnu 24 hodin denně.

Konkrétně u forexu hrají důležitou roli právě úrokové sazby, úroveň nezaměstnanosti nebo oznámení centrálních bank o intervencích. S těmito informacemi pak jednotliví hedgeoví manažeři vstupují do určité pozice. Pokud se například manažeři domnívají, že úroveň nezaměstnanosti v příštím kvartálu v eurozóně klesne, což podpoří ekonomiku, vstoupí do dlouhé pozice na páru EUR/USD. Pokud se následně při oznámení statistik o nezaměstnanosti tento předpoklad vyplní, EUR oproti USD posílí, čímž hedge nakumulují zisk. Pokud nastane situace, že EUR posílí vůči USD o 1 % a fondy vstupovaly do pozice s pákou 50:1, na této spekulaci vydělají 50 % vloženého kapitálu.

Obecně má Global macro strategie 4 druhy obchodů, z nichž hedgeové fondy profitují:

- pohyby na trhu nebo momentální trendy
- carry obchody⁵
- pohyby mezi dvěma korelovanými instrumenty
- špatně odhadnuté ceny, zejména kvůli riziku na trhu, které není dobře známo

Podle společnosti Hedge fund industry research se tato strategie podílí na všech možných využívaných strategiích z 11 %. (Global macro hedge fund investing, 2017, 4. - 5. Str.)

⁵ Investiční strategie, která se dá charakterizovat jako půjčování aktiva, který má malý výnos, jako investice do jiného, které má výnos vyšší

3.3.1.4.6 Credit arbitrage

Patří do skupiny credit strategy společně s obchodováním finančních derivátů, o kterém je pojednáno v kapitole nástroje stínového bankovníctví. Credit arbitrage je poměrně mladá a velmi rychle se rozvíjející strategie různých fondů. Cílem je separace jednotlivých příležitostí v korporátní oblasti, konkrétně v cenných papírech s pevným výnosem. Mezi ně patří pohledávky, bankovní úvěry a jiné nesplacené závazky. V mnoha ohledech se jedná o špatně strukturované nabídky na trhu s pohledávkami. Manažeři obvykle provádějí fundamentální analýzu těchto instrumentů a stanovují pravděpodobnost s jakou daná korporace je schopna tento závazek splatit, tzn. v podstatě bonitu korporace. V případě, že očekávají zlepšení platební schopnosti dané korporace, tyto závazky zkupují. Tato strategie je opět velice riziková, už jenom z toho důvodu, že je velmi náročné:

- Stanovit bonitu korporace
- Odhadnout budoucí vývoj korporace

Při správném odhadnutí obou faktorů lze zaznamenat vysoký zisk. (HFR, 2017)

3.3.1.4.7 CTA's

CTA neboli Commodity trading advisors jsou strategie/hedge fondy, které využívají futures kontraktů nebo opcí, převážně na poli komodit či forexu. Strategie je založená na počítačových algoritmech, ty se dělí do dvou skupin:

- Discretionary CTA's vyhledávají prostřednictvím počítačových algoritmů (kvantitativních modelů jimiž jdou za hranice prostých odhadů pohybu ceny) různé patterny nebo nesrovnalosti nabídky a poptávky na základě globálních dat.
- Systematic CTA's, která tvoří majoritu (téměř 2/3) (Morning Stars, 2012), je opět založena na algoritmickém obchodování (též známém jako black - box trading). Na základě informací zadává automaticky obchodní příkazy většinou ve velkých objemech. Algoritmy jsou založeny na matematických a

statistických modelech. Obchody jsou často prováděny na trhu s komoditami a forexu, ve většině případů s využitím pákového efektu. (Gregoriou, 2003, 121. str.) Pokud daný programátor nastaví algoritmy dobře, jde o poměrně o zajištěnou investici, která má v budoucnu určitě velký potenciál. Nevýhodou je, že tyto algoritmy se musí kvůli současnému dynamickému trhu, neustále zdokonalovat.

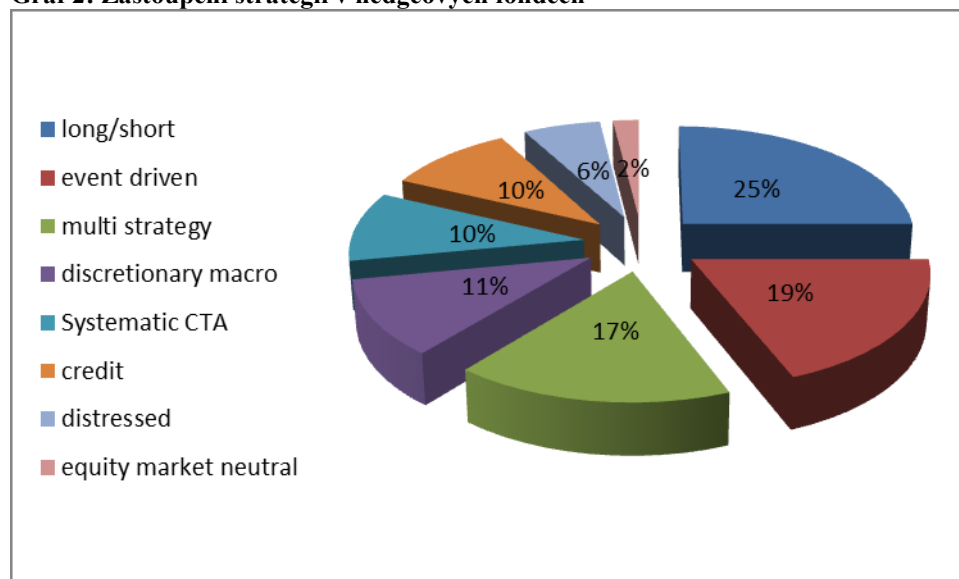
3.3.1.4.8 Multi-strategy

Už z názvu je patrné, že využívá více strategií dohromady, jejichž cílem je bez ohledu na různá makrodata přinášet absolutní zisk. Fondy s touto strategií mají primární cíl diverzifikaci. Pokud jedna strategie není zisková, nahradí ji druhá atd. Výhodou je tedy pokrytí rizik výpadku jedné strategie. Zpravidla mají hedgeové fondy odborníky na každou jednotlivou strategii. Dalším benefitem je nejlepší výkonnost, které fondy využívající tuto strategii mají v krátkodobém horizontu. (Eureka hedge, 2017)

3.3.1.4.9 Rozložení a výkonnost jednotlivých strategií

Zastoupení strategií v hedge fondech dle Bretta Nellsona:

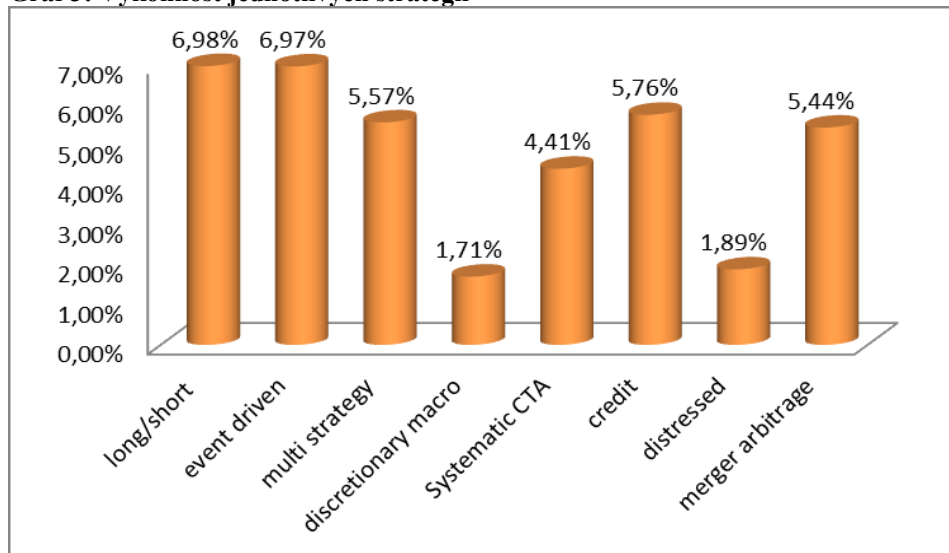
Graf 2: Zastoupení strategií v hedgeových fondech



Zdroj: <https://www.forbes.com/sites/brettnelson/2013/06/30/hedge-funds-how-they-invest-their-2-4-trillion-war-chest/#6c93bc155f41> (vlastní zpracování grafu)

Výkonnost jednotlivých strategií: (Prequin report, 2016), průměrný roční výnos (3 years annualized)

Graf 3: Výkonnost jednotlivých strategií



Zdroj: <https://www.prequin.com/docs/samples/2016-Prequin-Global-Hedge-Fund-Report-Sample-Pages.pdf>
(vlastní zpracování grafu)

3.3.1.5 Rizika při investování do hedgeových fondů

Philip Coggan ve svém Guide to hedge funds nastínil několik rizik, která plynou z investic do hedgeových fondů:

1. Vzhledem k faktu, že hedge fondy jsou méně regulované, existuje zde daleko větší pravděpodobnost podvodu. Hedge fondy nejsou transparentní, proto investoři přesně nevědí, z čeho se jednotlivé portfolio skládá. Fondy se často obhajují faktem, že je to kvůli případnému okopírování strategie jiným fondem.
2. Používají pákový efekt, díky němuž se zvyšují případné zisky, ale i možné ztráty.
3. Vyšší poplatky fondů mohou absorbovat zisky investorů.
4. Hedgeové fondy nejsou likvidní, tzn., že když investor přijde na nějaké pochybné transakce, jež se ve fondu dějí, může trvat několik měsíců, než své finanční prostředky dostane zpět.
5. Hedgeové fondy přímo investují do konkrétních druhů aktiv a doufají, že konkrétní třídy aktiv porostou.

6. Velká finanční páka a nedostatek transparentnosti mohou způsobit angažovanost na určitých trzích. Jindy mohou způsobit neschopnost hedgeových fondů vystoupit z konkrétní pozice bez velkých ztrát. V případě angažovanosti více fondů na trzích může být daný trh velmi nepříjemně ovlivněn právě touto chybou. (Coggan, 2008)

3.3.2 Investiční fondy

V této kapitole budou stručně představeny další investiční fondy, jež jsou subjekty stínového bankovníctví. Investiční fondy zpravidla bývají ve většině zemí zalicencované s právní subjektivitou. Jejich investiční strategie je vždy součástí jejich statutů a je nezaměnitelná.

Fondy dělíme do několika kategorií: Fond kvalifikovaných investorů, fondy kolektivní, investiční fondy typu ETF⁶ a penzijní fondy.

3.3.2.1 Fondy kvalifikovaných investorů

Kvalifikovaným investorem jsou například banky, obchodníci s cennými papíry investiční fondy atd. V ČR celkový počet kvalifikovaných investorů nesmí překročit 100 a investice každého musí být minimálně 1 000 000 Kč. Tyto fondy mohou být založeny například jako podílový fond, akciová společnost, družstvo či společnost s ručením omezením. Jak již bylo zmíněno v předešlé kapitole o hedgeových fondech, za fond kvalifikovaných investorů je v českém prostředí považován právě hedgeový fond, který je rozebrán v kapitole předcházející.

3.3.2.2 ETF

ETF jsou fondy ve světě velice rozšířené a v současnosti procházejí velkým rozmachem. Jde o burzovně obchodovatelné otevřené fondy, jež vznikly v Severní Americe původně jako indexové investiční fondy s pasivní správou. Postupem času se do nich začaly přidávat dluhopisy, komodity, měny nebo například derivátové instrumenty, až došlo k tomu, že se z nich staly aktivně spravované fondy. Česká legislativa problematiku ETF fondů prakticky neřeší, nicméně je lze chápat jako fondy investiční nebo otevřené podílové. Vzhledem

⁶ Exchange traded funds

k různoplylosti investiční strategie mohou být fondy silně regulovány, ale i prakticky neregulovány, jako je to například v případě hedgeových fondů. Na rozdíl od hedgeových fondů ETF fondy vykazují odlišný způsob fungování. Přestože se jedná o fondy otevřené, jsou cenné papíry jimi vydané burzovně obchodovatelné. Postup při vzniku těchto fondů, na rozdíl od standardních investičních a podílových fondů, jež se vytvářejí v návaznosti na peněžní vklady, je opačný. Nejprve se ETF fondy vytvoří a teprve potom se jejich akcie či podílové listy začínají nabízet investorům. Kurzy akcií či podílových listů ETF se tvoří na základě střetu poptávky s nabídkou. Potřebnou likviditu jim dávají jednotliví autorizovaní účastníci fondu. Kurzy akcií či podílových listů ETF nemusí vždy přesně odpovídat aktuální čisté hodnotě aktiv, jež na ně připadá. Rozdíly však zpravidla nebývají větší než 2% a obchodníci s cennými papíry je pomocí arbitráže často rychle vyrovnají.

ETF dělíme na:

1. ETF standardních vlastností
2. ETF speciálních vlastností

ETF standardních vlastností jsou v praxi často ETF kopírující nějaký index a mají pasivní správu. Dle tohoto kritéria lze tyto fondy ještě členit na:

- Indexové ETF s úplnou fyzickou replikací
- Indexové ETF s částečnou fyzickou replikací
- Indexové ETF se syntetickou replikací

ETF speciálních vlastností mohou nabývat takové vlastnosti, které se u fondů kolektivního investování nevyskytují. Podmínky pro ně bývají volnější a jejich regulace nebývá příliš silná. Záleží na legislativě každé země, jaké ETF umožní investovat.

Může se jednat například o fondy:

- ETF volatility (vázané na index volatility)
 - Pákové ETF (kopírují určitý index v násobcích)
 - Short-ETF (investiční strategie založené na short-sellingu)
- (Rejnuš, 2016, 301. - 305 str.)

3.3.2.3 Fondy kolektivního investování

Fondy kolektivního investování bývají ve většině zemí licencovanými právními subjekty. Předmětem jejich podnikání je shromažďování finančních prostředků od veřejnosti. Fondy následně v souladu se svým statutem a stanovami investují do různých instrumentů.

Fondy kolektivního investování následně dělíme podle:

- hlediska formy
- hlediska zákona o investičních společnostech a investičních fondech
- hlediska investičního zaměření
- hlediska distribuce zisku
- hlediska země, ve které jsou registrovány
- hlediska měny

Hledisko formy:

Investiční fond je právnickou osobou, je založen na dobu určitou a musí být uveden ve statutu fondu. Nejdéle může fond existovat po dobu 10 let, pokud nejde o speciální fond kvalifikovaných investorů. Investiční fond získává peněžní prostředky tím, že upíše akcie. Akcie jsou veřejně obchodované a stanovy nemohou omezit jejich převoditelnost. Investiční fond má možnost svůj majetek obhospodařovat sám nebo může pověřit investiční společnost, což se provádí na základě obhospodařovatelské smlouvy.

Na rozdíl od investičního fondu nemá podílový fond právní subjektivitu. Majetek v podílovém fondu je obhospodařován investiční společností, která získává peněžní prostředky od veřejnosti prostřednictvím tzv. podílových listů. Investiční společnost může zřizovat podílové fondy otevřené nebo uzavřené. (ČNB,2017)

Otevřené podílové fondy

Otevřený podílový fond je zřizován obvykle nějakou větší finanční společností, například bankou nebo investiční společností. Tato společnost následně ustanoví fond, v jehož zakládací listině uvede veškeré skutečnosti, jež se budou týkat například zaměření fondu, způsobu obchodování, míry rizika, poměru dluhopisů a akcií atd. Každý investor si tedy nejdříve vybere fond dle svých preferencí a potom zakoupí jeho podílové listy. Množství podílových

listů otevřeného podílového fondu není nijak omezeno. Kdokoliv může nakoupit. Navíc se tyto listy dají standardně obchodovat. Podílový list můžeme brát jako potvrzení o majetkové účasti ve fondu. Nejčastěji je podílový list vyjadřován v nominální hodnotě. Z grafu vývoje se pak investor může dozvědět aktuální hodnotu svého listu. Například nakoupí 1000 ks cenných papírů, každý v nominální hodnotě 1 Kč. Za měsíc se podívá na graf výkonnosti, ve kterém zjistí, že aktuální hodnota je 1,04 Kč. Kdyby v tomto momentě investor odprodal svůj podíl, získá 4 %. Výhodami fondu je povinnost zpětného odkupu fondu od podílníků za právě aktuální hodnotu. Je potřeba ovšem zmínit, že se často při této situaci hradí poplatek za výstup.

Nyní budou rozebrány různé poplatky fondů. Stejně jako každý jiný fond je i podílový zatížen poplatky jak za vstup, tak i za výstup. Pro vstup do fondu a jeho správu se nejčastěji využívá procentuální vyjádření z investované částky. Například investor chce koupit podíl ve výši 100 000 Kč. Vstupní poplatek jsou 3 %. Fond mu tedy rovnou strhne poplatek 3 000 Kč. Dále je běžné, že roční správa stojí 1 % z majetku a výstup je 1 % z majetku + například nějaká fixní částka (1000 Kč). Investor musí mít ze všeho nejdříve na paměti tyto náklady. Pokud fond vydělává v průměru 3 % ročně a investor nemá v úmyslu prostředky nechat ve fondu delší dobu, rozhodně se mu investice nevyplatí.

Uzavřené podílové fondy

Uzavřený podílový fond se ze začátku chová stejně jako otevřený podílový fond. Nabírá nové investory do chvíle, než dosáhne požadované výše kapitálu. Poté je uzavřen pro nové vstupy. Doba od počátku do uzavření je samozřejmě závislá na rychlosti získání požadovaného kapitálu.

Množství podílových listů je tedy oproti otevřenému fondu omezeno. Dá se s nimi obchodovat standardně jen na kapitálovém trhu. Na rozdíl od otevřeného podílového fondu není uzavřený podílový fond povinen od podílníků zpětně odkupovat jejich podílové listy. Další specialitou je, že uzavřený podílový fond se v některých, zákonem ustanovených situacích, musí přeměnit na otevřený. (Zákon č. 240/2013 Sb., Hlava II, oddíl 3)

Hledisko zákona o investičních společnostech a investičních fondech

Dle hlediska zákona o investičních společnostech a investičních fondech jsou rozlišovány dva fondy, a to standardní a speciální. Způsob investování je přísněji regulován u standardních fondů než u speciálních.

Standardní fond

Standardní fond je takový, který splňuje požadavky práva Evropské unie a je zapsaný v seznamu vedeném Českou národní bankou. Fond může mít pouze formu otevřeného podílového fondu. Jeho majetek může být tvořen:

- investičními cennými papíry a nástroji peněžního trhu, které byly přijaty k obchodování na regulovaném trhu ČR, států EU nebo na burzovních trzích nečlenů EU
- investičními cennými papíry z nové emise (za předpokladu, že následně budou obchodovány na burzovních trzích)
- vklady se splatností do jednoho roku
- finančními deriváty obchodovanými na burzách

Pokud fond zařadí do svého portfolia jiné investiční cenné papíry než výše zmíněné, nesmí jejich objem překročit 10 % majetku fondu.

Omezení a rizika:

Standardní fond má řadu zákonných omezení, která musí dodržovat. Například drahé kovy a certifikáty nesmí portfolio takového fondu obsahovat, majetek nesmí být použit k poskytování půjček a úvěrů, k zajištění závazku nebo k úhradě závazku třetí osoby (pokud nesouvisí s jeho obhospodařováním).

Speciální fond

Speciální fond může mít formu investičního fondu nebo otevřeného i uzavřeného podílového fondu. Tento fond na rozdíl od standardního nesplňuje požadavky práva EU.

Speciální fondy zahrnují fondy fondů, fondy nemovitostí nebo fondy peněžního trhu.

Každý speciální fond musí zveřejňovat klíčové informace, které se dělí do 8 částí:

(Žehrová, 2014, 149. - 150. str.)

1. Základní údaje
2. Popis investiční strategie (jako například informace o nejdůležitějších druzích cenných papírů, lokalizaci fondu nebo o používání finančních derivátů)
3. Informace o doporučené době investování
4. Rizikový profil na základě volatility historické významnosti, včetně popisů jednotlivých rizik souvisejících s investicí
5. Poplatky
6. Historická výkonnost
7. Informace o depozitáři
8. Informace o povolení činnosti)

Hledisko investičního zaměření

Existuje široký výběr fondů, které se od sebe liší svým investičním zaměřením, rizikem a doporučenou dobou investice.

Fondy peněžního trhu

Fond peněžního trhu je druhem podílového fondu. Pro získání prostředků pro svou činnost vydávají fondy peněžního trhu investorům akcie či podílové listy, které nabízejí vysoký stupeň likvidity. Musí zvládnout každodenní žádosti investorů o odkoupení jejich podílů. Fondy investují zejména do krátkodobých a vysoce bezpečných dluhopisů, u kterých je průměrná doba splatnosti kratší než jeden rok. Jejich další doménou je velká diverzifikace, nízké riziko, ale bohužel poměrně nízký výnos. Všechny fondy peněžního trhu nepracují stejně. Některé mají výrazně větší výdaje na provoz a řízení fondu. Obecně se dá říci, že čím nižší náklady, tím vyšší výnos. (Malkiel, 2012, 295. - 296. str.)

Jejich velký rozmach v ČR nastal před milénium, a to především díky výnosům, které se pohybovaly mezi 10 - 15 % ročně. Tohle je již ale minulostí vzhledem k poklesu úrokových sazeb, jež tyto fondy hlavně ovlivňují. Momentálně je výkonnost těchto fondů někde na úrovni inflace, takže v řadě případů porázejí i spořicí účty, které slouží jako alternativa k fondům peněžního trhu.

Vzhledem k vazbě na bankovní a vládní sektor jsou tyto fondy považovány za systémově významné subjekty. Investují do aktiv, jako pokladniční poukázky, komerční papíry nebo

vládní listy. Jsou důležitým zdrojem financování pro podniky a vládu. Nutno podotknout, že do nich investují i tradiční banky, čímž implicitně podporují a garantují investované prostředky. Proto mohou mít tzv. runy neboli hromadné stahování peněz z těchto fondů závažné makroekonomické důsledky. Takový scénář se odehrál po kolapsu Lehman Brothers ve Spojených státech v roce 2008, kdy se rozpadl Reserve Primary Fund z důvodu rozsáhlých investic do aktiv Lehman Brothers. (Kabelík, 2012, 9. str.)

Fondy peněžního trhu v Evropě dělíme na dva druhy:

1. fondy s variabilní čistou hodnotou aktiv, které nabízejí odkup nebo prodej za cenu, která se rovná čisté hodnotě aktiv na akcii/podílovou jednotku (Variable net asset value, VNAV)
2. fondy s konstantní čistou hodnotou aktiv, snažící se nabízet neměnnou čistou hodnotu aktiv na akcii/podílovou jednotku, za kterou mohou investoři podíly nakupovat nebo odprodávat. (constant asset value, CAV)

Podíly těchto fondů jsou v Evropě zhruba stejné. Podle údajů Evropské komise z roku 2013 spravují v Evropě fondy peněžního trhu přibližně 38 % krátkodobých dluhových cenných papírů vydaných bankovním sektorem a kolem 22 % krátkodobých cenných papírů emitovaných korporacemi a vládními institucemi. (Consilium,2017)

Fondy fondů

Fondy fondů jsou speciální myšlenkou investice. Na rozdíl od klasického podílového fondu, který nakupuje přímo jednotlivé cenné papíry, jako akcie nebo dluhopisy a má jich v portfoliu desítky, fond fondů místo konkrétních akcií či dluhopisů nakupuje do svého portfolia podílové listy jiných fondů, takže dochází v podstatě k dvojité diverzifikaci. Důležité u těchto fondů, jsou náklady, které mají v podstatě dvojnásobné. Tento fond má obvykle větší vstupní a správcovské poplatky než ostatní fondy, jelikož platí náklady nejen svému fondu, ale i fondům, do kterých investuje. Rozhodující pro investora by tedy mělo být vyhledání kvalitního fondu s co nejmenšími náklady.

Fondy fondů musí kromě jiných náležitostí splňovat dvě hlavní kritéria:

1. musí mít v portfoliu cenné papíry vydané jiným fondem minimálně, a to 49 % hodnoty svého majetku
2. nesmí překročit 25% jmenovité hodnoty cenných papírů vydaných jedním emitentem

Některé fondy fondů investují do akciových fondů, některé do dluhopisových. Proto pokud chceme porovnávat výkonnost fondů, musíme vždy porovnávat právě fondy fondů, které investují do dluhopisových fondů, a fondy fondů, které investují do akciových fondů. (Investice.Finance, 2008)

Akciové fondy

Akciové fondy jsou jedny z nejrizikovějších, ale v dlouhodobém horizontu také nejziskovější, což dokazují statistiky v Evropě za posledních 50 let a v USA dokonce za 80 let. Portfolio manažer nakupuje primárně za peníze vybrané od investorů akcie, o kterých dle svých analýz předpokládá, že se jim bude v budoucnu dařit. Problémem akciových fondů je, že burzovní hodnoty jednotlivých titulů v čase hodně kolísají, což může mít za důsledek, že hodnota investice v akciovém fondu může klesat, a to i několik let. V historii se ale trend vždy obrátil a následný růst tento možný pokles časem vynahradil. Růst vychází z logiky společností, jejichž primárním cílem je dosažení zisku.

Důležitá je diverzifikace. Pokud akciový fond nakoupí jeden titul, může se stát, že ponese riziko špatného titulu. Obranou proti tomu je právě diverzifikace, kdy portfolio manažer nenakoupí jeden titul, ale nakoupí jich desítky z různých odvětví, čímž rozloží riziko. Když jeden titul zklame, vynahradí ztrátu druhý. Nevýhodou drobného investora, který by rád nakoupil akcie a vytvořil si tak portfolio sám, jsou vysoké transakční náklady, které zaplatí na burze obchodníkovi s cennými papíry. Proto je tu alternativa právě akciových fondů, u kterých se investor může podívat na jednotlivé statuty fondů, a zvolí si tak investiční strategii, která mu nejvíce vyhovuje.

Akciové fondy lze členit několika způsoby. Nejčastější z nich je členění podle regionu. Na trhu můžeme nalézt fondy, které investují do akcií v regionech, jako jsou USA, Evropa, Japonsko atd., které se nazývají rozvinuté, neboli anglicky developed. Na rozvinutých trzích je vidět kolísání souhrnných indexů zřídka. (*Pomineme-li vývoj v roce 2008 - poznámka autora*) Rozvinuté jsou považovány za likvidnější, efektivnější a stabilnější. Pak máme fondy,

kteře se zaměřují na rozvíjející se země (emerging), což jsou například státy Jižní Ameriky nebo Afriky, které trpí vyšší kolísavostí kurzů než v případě rozvinutých.

Dále je možné také členit akciové fondy, které investují do konkrétního odvětví, jako například farmacie, těžebního průmyslu, financí. Některé speciální fondy můžeme členit na fondy, které se zaměřují na akcie malých či velkých firem.

Z hlediska investice do akciových fondů v ČR je třeba vzít v úvahu, jako u každého podílového fondu, i měnové riziko. Portfolio manažeři nakupují na zahraničních burzách například v EUR nebo USD, a tím se přidává i měnové riziko. Není důležité, v jaké měně je veden fond, ale jaké akcie má daný fond v portfoliu. Případné riziko lze ošetřit nákupem fondů, jež zajišťují výkonnost do české koruny. (Investice.Finance,2017)

Dluhopisové fondy

Ve srovnání s akciovými fondy jsou dluhopisové fondy považovány za ty bezpečnější. Doporučovaný investiční horizont je alespoň tři roky. Portfolio těchto fondů se může skládat z dluhopisů státních, jež jsou považovány za nejbezpečnější, a dále dluhopisů různých společností.

Investor si rozhodně musí pohlídat skladbu jejich portfolia, a to ze dvou důvodů. V prvním kroku je potřeba zjistit, zda v portfoliu převažují dluhopisy, které jsou méně kolísavé a s variabilními kupony, nebo naopak dluhopisy více kolísavé s fixní úrokovou sazbou. V druhém kroku je potřeba zanalyzovat rizikovost těchto dluhopisů, tedy riziko nesplácení jejich emitentem (insolvence). Dochází i k situacím, že mezi dluhopisovými fondy existuje několik velmi rizikových dluhopisů, tzv. high-yield, které má fond ve svém portfoliu. Tyto dluhopisy jsou sice vysoce úročené, ale zároveň velmi rizikové. Jde o dluhopisy vydané společnostmi se zhoršenou bonitou. (Žehrová, 2014, 151. str.)

Smíšené fondy

Smíšené fondy, nebo také balancované fondy jsou ty na rozhraní mezi fondy akciovými a dluhopisovými. Jejich manažeři investují do akcií, dluhopisů a nástrojů peněžního trhu. Přizpůsobují rozložení investic aktuální situaci na trhu, a to samozřejmě v mezích, které jsou

stanoveny ve statutu fondu. Politika některých smíšených fondů je velmi flexibilní, což může být pro investora matoucí až nepředvídatelné. Tyto fondy se řadí mezi fondy se středním až vyšším rizikem. Tomu také odpovídá jejich vyšší zhodnocení. Doporučovaný investiční horizont je alespoň pět let. (ČNB pro všechny, 2017)

Zajištěné fondy

Zajištěné fondy jsou takové, ve kterých je garantovaný výnos za určitý investiční horizont, například za 4 roky a 5 měsíců minimálně 6 %, což odpovídá 1,3 p.a., Je nastaven také ale určitý strop, například 18 %. Investor tedy ví, kolik dostane vyplaceno na konci každého investičního období. Garance se ovšem nevztahuje na případ, že bude chtít svou investici ukončit dříve, tedy podílové listy prodat dříve. Předčasný výstup bývá obvykle zatížen výstupními poplatky. Fond investuje konkrétně do akcií v Evropě - index Euro Stoxx 50 a v Americe - index SaP 500. V případě, že se akciím bude dařit, můžeme získat až 18 % (3,8 % p.a.), což je ovšem již také výše zmiňovaný strop. U investic do akciových fondů žádný strop není daný. Z analogie věci jsou tedy zajištěné fondy dobré v dobách, kdy se akciím tolik nedaří, a to díky své garantované složce. Každý zajištěný fond si svůj garantovaný výnos stanovuje sám. Investor si má tak možnost vybrat například zajištěný fond s garancí 0 % a maximálním stropem 50 %.

Zajištěný fond má tedy hned několik výhod:

- je určen pro ty investory, kteří chtějí investovat na určitou dobu, pro niž je daný fond konstruován, a chtějí mít jistotu garance určitého výnosu
- kdo investuje do tohoto fondu, nemá problém s jeho kolísavostí. I když fond poklesne, investor ví, že dostane alespoň garantovanou částku
- jednoduchost fondu. Investor koupí fond, nemusí mít obavy a na konci si vyzvedne svůj výnos

Investice do zajištěného fondu se nedoporučuje na delší dobu než pět let. (Srový, 2016, 78. str.)

Nemovitostní fondy

Nákup podílových listů otevřeného nemovitostního fondu je forma investice, která se již po desetiletí těší veliké oblibě středních a velkých podnikatelů. Fond kupuje za prostředky investorů, získané přes podílové listy nemovitosti, vesměs kancelářské budovy, obchodní centra, logistické areály apod. Investoři se tak stávají majiteli těchto nemovitostí. Výhodou je jak následné zhodnocení nemovitosti, tak především příjem z pronájmu dané nemovitosti. Investor svým nákupem dosahuje velmi stabilního zhodnocení svých vkladů díky dlouhodobým pronájmům. Fond zpravidla také poskytuje účinnou ochranu proti inflaci, a to díky inflačním doložkám v nájemních smlouvách, které jsou aktualizovány na roční bázi výše průměrné inflace centrální banky. Vzhledem k tomu, že výnosy nemovitostních fondů nejsou přímo závislé na vývoji akciových a dluhopisových trhů jsou vhodné především jako doplněk investičního portfolia pro zvýšení potenciálu výnosu a rozložení tržních rizik (WM Invest,2017)

Hledisko distribuce zisku

U tohoto hlediska jde o to, zda je fond orientován na vyplácení dividend, nebo zda bude celý svůj zisk reinvestovat dále, případně udělá obojí. Proto fondy dělíme na výnosové, růstové a vyvážené. Toto hledisko je významné zejména v daňové oblasti, protože investor musí v některých případech platit daně z příjmů získaných z akcií.

Výnosové fondy

Výnosové fondy jsou založeny na pravidelném vyplácení dividend z akcií, respektive mohou plynout podíly z držby podílových listů.

Fondy růstové

U těchto fondů dochází k reinvestování zisku, čímž se postupně zvyšuje aktuální hodnota jejich majetku. Investování prostřednictvím těchto fondů je výhodné zejména v zemích, kdy je po určité době držby cenných papírů kapitálový výnos osvobozen od daně.

Fondy vyvážené

Jak již z názvu plyne, fondy vyvážené jsou kombinací fondů výnosových a růstových. Investorovi je tedy poskytován příjem jak běžný, tak kapitálový. Vše je samozřejmě znovu obsaženo ve statutu daného fondu. (Rejnuš, 2016, 299. str.)

Hledisko země, kde jsou fondy registrovány

Dle tohoto hlediska se rozlišují fondy, které jsou registrovány, resp. mají tzv. domicil v tuzemsku, tedy na území České republiky, nebo fondy zahraniční, jež jsou registrovány v zahraničí.

Hledisko měny

Dle tohoto hlediska rozlišují měny, v níž jsou fondy spravovány a je v ní i udávána hodnota podílového listu. Můžeme mít tedy fondu korunové, jež jsou spravovány v české měně a fondy cizoměnové, které jsou spravovány v měně zahraniční, například Euru.

3.3.2.4 Penzijní fondy

Penzijní společnosti a penzijní fondy slouží k zajištění příjmu k důchodu. Penzijní společnosti shromažďují finanční prostředky od občanů a následně je investují do různých investičních nástrojů, a to za účelem zhodnocení a následného vyplácení starobních penzí. Význam těchto společností záleží na mnoha faktorech, nicméně ten nejvýznamnější je druh zavedeného penzijního systému. Penzijní fondy zaznamenávají celosvětově velice rychlý rozvoj, a to především kvůli demografické situaci. Lidé nad 65 let v současnosti představují nejrychleji rostoucí složku populace. Vzhledem k mimořádně velké akumulaci spravovaných aktiv patří penzijní společnosti k velkým hráčům na kapitálových trzích.

Ve světě existují tři základní systémy penzijního zabezpečení.

1. Bezfondové penzijní zabezpečení
2. Fondové penzijní zabezpečení
3. Kombinované fondové zabezpečení

U bezfondového penzijního zabezpečení je vyplácena penze důchodcům přímo ze státního rozpočtu. To platí i v ČR. Tento druh penzijního zabezpečení nepotřebuje žádné penzijní společnosti a fondy ke svému fungování.

Fondové penzijní zabezpečení je založeno na shromažďování prostředků od občanů či jejich zaměstnavatelů do penzijních fondů, které tyto prostředky dále investují. Struktura investic v penzijních fondech bývá silně regulována. V těchto fondech můžeme nalézt i podporu ze strany státu, a to ať v případě daňových úlev nebo přímé dotace, která například v současnosti v ČR ve třetím pilíři činí 90 Kč při 300 Kč úložce měsíčně.

Kombinované penzijní zabezpečení, jak již název napovídá, je kombinace dvou předešlých zabezpečení. Bývá často obsažena v zákonech každé země. V ČR bylo dokonce možné si od roku 2013, kdy byl zaveden tzv. druhý pilíř, spořit na důchod celkem ve třech pilířích. Druhý pilíř byl ovšem pro jeho nezáměr ze strany občanů později zrušen. (Rejnuš, 2016, 97. str.)

3.3.3 Nebankovní poskytovatelé úvěrů

Nebankovní poskytovatelé úvěrů jsou společnosti bez bankovní licence, které v rámci svého podnikání poskytují spotřebitelům tzv. spotřebitelské úvěry. Spotřebitelský úvěr je definován jako odložená platba, půjčka, úvěr nebo jiná obdobná finanční služba, poskytovaná nebo přislíbená spotřebiteli věřitelem, nebo zprostředkovatelem.

Od 1. 12. 2016 po novelizaci zákona o spotřebitelském úvěru vykonává v ČR dozor nad dodržováním povinností stanovených tímto zákonem ČNB. Tento zákon velmi zpřísnil pravidla pro fungování nebankovních poskytovatelů úvěrů. Od této novely musel mít každý nebankovní poskytovatel udělenou licence na poskytování či zprostředkování úvěrů, kterou mohl získat na základě splnění několika podmínek jako například splnění požadavku na

minimální základní kapitál, splnění požadavku důvěryhodnosti a patřičné identifikace atd.(Zákon č. 257/2016 Sb ,2016)

3.3.4 Pojišťovací a zajišťovací společnosti

V úvodu byly představeny různé definice stínového bankovníctví. Konkrétně Evropská komise poukázala na to, že do stínového bankovníctví patří i pojišťovny a zajišťovny, které vydávají záruky úvěrovým produktům. (Pojišťovny, které vydávají záruky pro úvěrové produkty, se nazývají tzv. monoline. Ty jsou probírány v kapitole s credit enhancement.)

I pojišťovací a zajišťovací společnosti patří tedy do skupiny subjektů stínového bankovníctví. Obecně, například Rejnuš definuje, že *princip pojištění založen na agregaci nezávislých pojistných událostí, neboli na vzájemném rozložení rizika mezi velké množství pojištěných.* (Rejnuš, 2016, 101. str.)

Zajištění lze jednoduše definovat jako pojištění pojišťoven. Zajišťovny nezmenšují rozsah škod, ale dělí riziko mezi více společnostmi.

Nutno ovšem podotknout, že sem lze zahrnout nejen pojišťovny vydávající záruky úvěrovým produktům, ale i pojišťovny s charakterem vkladu a následné investice. U nás existují známá a oblíbená kapitálová a investiční životní pojištění, jež mají dvě hlediska. První hledisko je pojišťovací, to plní funkci ochrany při nenadálé události (jako je například úmrtí). Obmyšlená osoba pak dostane smlouvou sjednané pojistné plnění. Druhé hledisko je spořicí. Pojišťovny vybírají prostředky, které jsou následně investovány na trzích. Často se tak děje prostřednictvím různých fondů. V tomto případě je investice přes pojišťovnu nákladnější, než přímá investice do fondu, protože každý subjekt v řetězci chce logicky na tomto obchodu profitovat. (Srový, 2016, 93. str.)

3.3.5 Ratingové agentury

Ratingové agentury jsou zmíněny v kapitole o rozkvětu a pádu stínového bankovníctví, kde jsou naznačeny příčiny a důsledky krize z roku 2007. Částečně to také způsobily tyto agentury, jež udělovaly subjektům špatný rating. Rating je dle Vinše a Lišky *nezávislé hodnocení, jehož cílem je zjistit, a to na základě komplexního rozboru veškerých známých*

rizik hodnoceného subjektu, jak je tento subjekt schopen a ochoten dostát včas a v plné výši svým závazkům. (Vinš, Liška, 2005, 1. str.)

Rating je zjednodušeně řečeno informace o situaci emitenta konkrétního finančního nástroje, přičemž je daný emitent hodnocen známkou ratingové stupnice, kterou mají ratingové agentury podobnou, jak je možné vidět na následujícím obrázku.

I přes fakt, že tyto agentury v podstatě nic kromě informace neposkytují, musíme je i tak zařadit k subjektům stínového bankovníctví, protože ho přímo ovlivňují svými známkami.

Pro ratingové agentury je mimořádně důležité vlastnictví dobrého jména, což lze třeba docílit registrací regulačním orgánem jednotlivé země. Tenhle krok přidává agenturám na důvěryhodnosti. I v zemích, kde agentury nepodléhají regulaci, usilují o zaregistrování příslušným regulátorem.

Existují různé typy a druhy ratingu, ty se rozdělují na:

- úvěrový rating
- suverénní rating států

Druhy ratingu dle:

- časového hlediska se odvíjejí od doby splatnosti dluhového instrumentu.
- Místa trhu, na kterém je dluh denominován
- dluhového instrumentu:
 - rating cenných papírů s pevným výnosem
 - rating syndikovaného dluhu
 - rating prioritních akcií
 - rating strukturovaného financování
 - rating projektového financování
- dalšího možného dělení ratingů:
 - rating emitenta
 - rating banky či pojišťovny
 - atd. (Vinš, Liška, 2005)

Tabulka 2: Ratingové hodnocení

	Moody's	S&P / Fitch	
Investiční stupeň	Aaa	AAA	EXTRÉMNE VYSOKÁ schopnost splácet závazky
	Aa1	AA+	VELMI VYSOKÁ schopnost splácet závazky
	Aa2	AA	
	Aa3	AA-	
	A1	A+	VYSOKÁ schopnost splácet závazky
	A2	A	
	A3	A-	
	Baa1	BBB+	DOSTATEČNÁ schopnost splácet závazky
	Baa2	BBB	
Baa3	BBB-		
Neinvestiční (spekulativní) stupeň	Ba1	BB+	MÍRNĚ OHROŽENÁ krátkodobá schopnost splácet závazky
	Ba2	BB	
	Ba3	BB-	
	B1	B+	VÍCE OHROŽENÁ krátkodobá schopnost splácet závazky
	B2	B	
	B3	B-	
	Caa	CCC	VYSOCE OHROŽENA KRÁTKODOBÁ schopnost splácet závazky.
	Ca	CC	
		C	
	C	D	DEFAULT - nesplacen jeden a nebo více finančních závazků.

Zdroj: <http://trhy.mesec.cz/clanky/ma-jeste-rating-svou-vahu-nebo-se-stane-hrackou-politiku/>

3.3.6 Special Purpose Vehicle a Structured Investment Vehicle

Special Purpose vehicle (SPV) je společnost, pod kterou lze spatřit speciální společnost, která je založena výlučně za účelem převedení některých aktiv a následné emise cenných papírů (ABS⁷), tedy provedení sekuritizace. Tato společnost je často tvořena společnostmi (banky, investiční společnosti, pojišťovny), které si u ní nechávají převádět aktiva. Zakládající společnosti bývají nazývány jako originator nebo sponsor.

Je třeba upozornit, že tyto společnosti se nechovají ve vztahu k SPV jako společnosti mateřské. SPV bývají zakládány ve formě trustu, to znamená, že negativní výsledky hospodaření nemají vliv na hospodaření zakládající společnosti a naopak. Pokud dojde k bankrotu SPV, zakládající společnosti jím nejsou nijak dotčeny. Právě tato situace

⁷ Asset-backed-securities

(bankrotní odlehlost) umožňuje společnostem, které zakládají SPV, podstupovat vysoce rizikové projekty, protože akcionáři nenesou zodpovědnost za případné ztráty.

Motivem pro založení SPV společnosti bývá v bankovníctví vyhovění regulatorním požadavkům na kapitálové požadavky. Banky tak mohou svá aktiva krýt nižší výší kapitálu. Dalším důvodem k vytvoření SPV je například to, že cenné papíry vydané SPV mají zpravidla vyšší ratingové hodnocení než sponsor, díky čemuž může sponsor získat prostředky ve srovnání s úvěrem při nižších nákladech. Dalším motivem může být rozhodně i to, že u SPV existují daňové výhody pro původce a investory.

U Structured Investment Vehicle (SIV) na rozdíl od SPV neprovádí sekuritizace, ale jak je již z názvu patrné, do cenných papírů následně až investuje. Zjednodušeně, SIV je nebankovní instituce, která zpravidla investuje do CDO's a svoje investice financuje většinou emisí cenných papírů s krátkodobou splatností a MTN (medium-term-note), což je směnka se střednědobou splatností. V rámci emise je využíván tranching, který je rozebrán v práci dále. Zisk SIV realizuje na základě rozdílu mezi sash flow obdržným v souvislosti s držbou aktiv a náklady, za něž byly emitovány cenné papíry či MTN. (Bůčková, 2009)

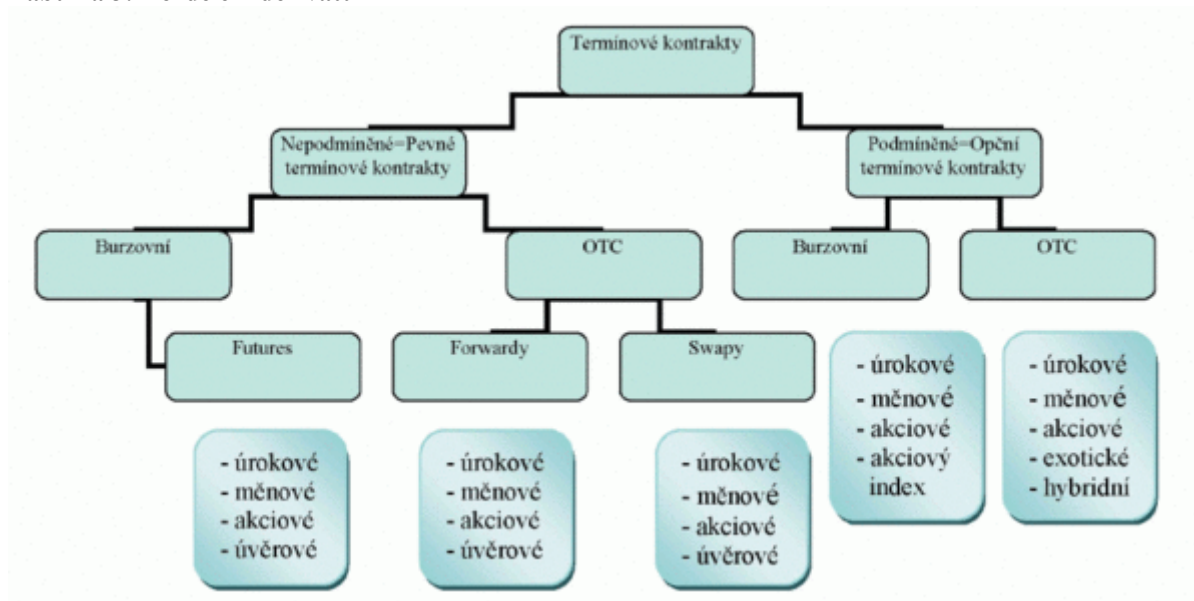
3.4 Nástroje stínového bankovníctví

3.4.1 Derivátové obchody

Finanční derivát je finanční nástroj, který je založený na podkladovém aktivu. Hodnota finančního derivátu se odvozuje od hodnoty právě tohoto podkladového aktiva, což může být například dluhopis nebo akcie. Subjekty stínového bankovníctví využívají tyto obchody ze spekulacních důvodů nebo ke svému zajištění. Mohou zaujímat dlouhou i krátkou pozici a často se tak děje s pomocí finanční páky. Z obrázku níže můžeme vidět, že deriváty nejdříve dělíme na pevné termínované kontrakty, jimiž jsou futures, forwardy a swapy a opční termínové kontrakty, jimiž jsou opce.

Tyto deriváty se dělí na ty, které se obchodují na burze a na ty, které probíhají na OTC trzích.⁸

Tabulka 3: Rozdělení derivátů



Zdroj: <http://www.investujeme.cz/financni-derivaty-kam-speji/>

3.4.1.1 Forward

Forward je derivát obchodující se na OTC trzích s vypořádáním dvou podkladových nástrojů v jednom okamžiku v budoucnosti, respektive se jedná o kontrakt na výměnu podkladových nástrojů k určitému budoucímu datu. Vypořádávání ovšem probíhá později než na trhu spotovém.

U forwardu se rozlišují podkladová aktiva úroková, měnová, akciová nebo komoditní.

3.4.1.2 Futures

Futures je standardizovaný forward, který je obchodovaný na derivátové burze. Prakticky se jedná o kontrakt na vypořádání podkladových aktiv k určitému budoucímu datu, a toto vypořádání trvá déle než na spotovém trhu. U futures stejně jako u forwardu se rozlišují úrokový, měnový, akciový nebo komoditní futures.

⁸ OTC (over-the-counter) je označení pro mimoburzovní trh s cennými papíry a jinými finančními instrumenty. Považují se za mnohem rizikovější, jelikož se obchoduje bez záruk, a obchody probíhají mezi dvěma obchodníky napřímo.

Cena futures může být vyšší či nižší, než je spotová cena podkladového nástroje, což závisí na nákladech přenosu a očekávaném vývoji ceny podkladového nástroje. Rozdíl mezi spotovou cenou a cenou futures se nazývá báze. Většina futures se likviduje před splatností. Ty, které dospějí do splatnosti, se vypořádávají peněžně.

3.4.1.3 Swapy

Swap je OTC derivát, který lze popsat jako několik forwardů s postupnou výměnou podkladových nástrojů. Vypořádání u swapu je buď:

- čisté, tj. po započtení úrokových plateb i jistin
- poločisté, tj. např. bez započtení úrokových plateb, ale bez započtení jistin
- hrubé, tj. bez započtení úrokových plateb i jistin

U swapu se rozlišují podkladová aktiva úroková či úvěrová, měnová, akciová nebo komoditní.

3.4.1.3.1 Credit default swap (CDS)

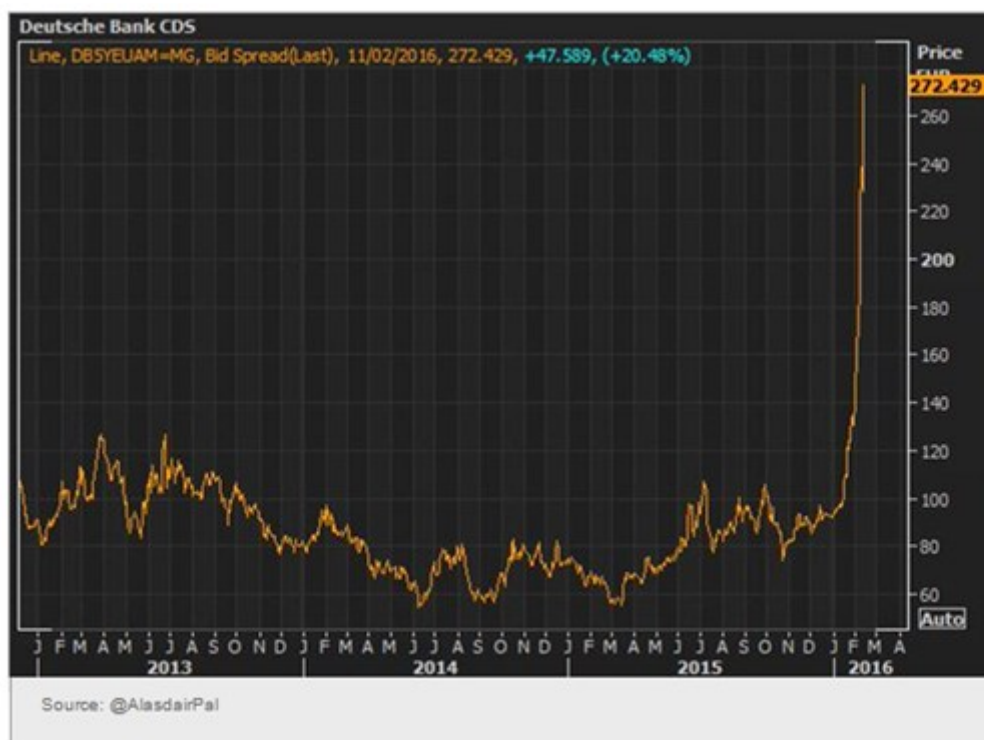
Credit default swap neboli CDS je kontrakt, konkrétně úvěrová opce, jež demonstruje vztah mezi kupujícím úvěrového rizika a prodávajícím úvěrového rizika. Proávající v tomto případě hradí kupujícímu úvěrového rizika periodické platby, tzv. prémie, a při defaultu dlužníka obdrží částku hotovostního vypořádání. Jedná se tedy o kontrakt, jenž dovolí klientovi se zajistit pro případ defaultu dlužníka. Swapu úvěrového selhání se jinak říká úvěrová událost, těch je celkem šest:

- bankrot
- urychlení závazku (závazek se stal splatným před okamžikem, kdy je běžně splatný, a to na základě selhání či jiné události)
- selhání závazku
- selhání v platbě
- odmítnutí (odmítnutí plateb a tedy posunutí závazku)
- restrukturalizace

Zajímavé na tomto derivátu je, že pokud je prodávající úvěrového rizikavystaven témuž úvěrovému riziku, může se u něho jednat o zajištění úvěrového rizika, ale prodávající úvěrového rizika nemusí být v podstatě angažovaný v daném úvěrovém riziku, tedy prostřednictvím derivátu může zaujmout krátkou pozici v daném aktivu.

Funkce CDS lze názorně sledovat na společnosti Deutsche Bank (viz. graf níže). Té v roce 2016 hrozila pokuta od USA v řádu několika miliard dolarů za obchody s problémovými hypotečními cennými papíry v roce 2008. Trh okamžitě reagoval a kupoval právě swap úvěrového selhání, jelikož očekával úvěrovou událost.

Graf 4: CDS Deutsche Bank



Zdroj: <https://www.tradingfloor.com/posts/daily-shot-deutsche-bank-downgraded-as-investors-flee-7097848>

Výhody prodávajícího:

- může eliminovat úvěrové riziko
- může spekulovat na úvěrovou kvalitu

Nevýhody prodávajícího:

- je vystaven bazickému riziku (při výrazném zhoršení zajišťovaného závazku nedojde k spuštění úvěrové události)
- má podmíněnou angažovanost vůči kupujícímu, protože kupující nemusí splnit své závazky po vzniku úvěrové události

Výhody kupujícího:

- může vytvořit dlouhou pozici, aniž by pozici financoval

Nevýhody kupujícího

- je vystaven úvěrovému riziku, tj. při úvěrové události musí provést platbu
- je vystaven podobnému bazickému riziku jako prodávající (Jílek, 2008)

3.4.1.4 Opce

Opce je OTC neboli burzovní derivát s právem jedné strany (kupujícího) na vypořádání obou podkladových nástrojů v jednom okamžiku v budoucnosti nebo během určitého období v budoucnosti. Opce s vypořádáním v jednom okamžiku se nazývá evropská opce a vypořádání během určitého období se nazývá americká opce. Druhá strana (prodávající) obdrží od kupujícího opční prémii, která je obvykle splatná v okamžiku sjednání opce.

Opce mohou být úrokové, měnové, akciové nebo komoditní.

3.4.1.4.1 CDO

CDO neboli Collateralized debt obligation, česky zajištěné úvěrové obligace jsme si velice zjednodušeně představili již v kapitole Rozkvět a pád stínového bankovníctví, kde byl zmiňován společně s finanční krizí.

CDO je opět instrument derivátového typu, což znamená, že výnosy z nich plynoucí jsou závislé na vývoji podkladového aktiva. U CDO jsou podkladovým aktivem úvěrové pohledávky bank - bankou držené dluhopisy (CBO), spotřebitelské úvěry (CLO) či hypoteční úvěry (MBS). V mnoha odborných textech se můžeme setkat s pojmem Asset-Backed Securities (ABS), což je nadřazený pojem pro výše jmenované (CBO, CLO, MBS atd.)

V úvodu práce je zmínka o tom, že banky byly omezeny regulací, nemohly poskytovat více rizikových úvěrů Proto pro zmírnění svého míry kreditního rizika toto riziko přeproductovaly dále jiným subjektům/investorům, tím zlepšovaly svoji kapitálovou přiměřenost a mohly tak nabízet půjčky mnohem rizikovějším klientům.

Tyto CDO byly emitovány v tzv. tranších (prošly procesem sekuritizace, o které je pojednáno v další části této práce). Tranši si lze představit jako balíček různých úvěrů dohromady. Tyto tranše byly rozděleny do tří druhů, a to podle míry rizikovosti a výnosu:

- Junior tranše - tranše, kdy v případě, že by některá z podkladových aktiv CDO by nebyla splácena, její vlastníci by byli první, jimž by poklesly výnosy z jejich držení. (Například, když nebude splaceno 15 % podkladových aktiv, z junior tranše nebude vyplacen žádný zisk)
- Mezzanine tranše - tranše, která nese ztráty až poté, co je plně ztrátová junior tranše
- Senior tranše - tranše, která nese ztráty jako poslední, tedy po propadu veškerých výnosů z Mezzanine tranše. V této tranši je investorovi slibován daleko menší výnos, než je tomu u přechozích dvou

Veronika Bůčková ve svém článku z roku 2009 rozděluje CDO ještě na několik typů podle podkladových aktiv:

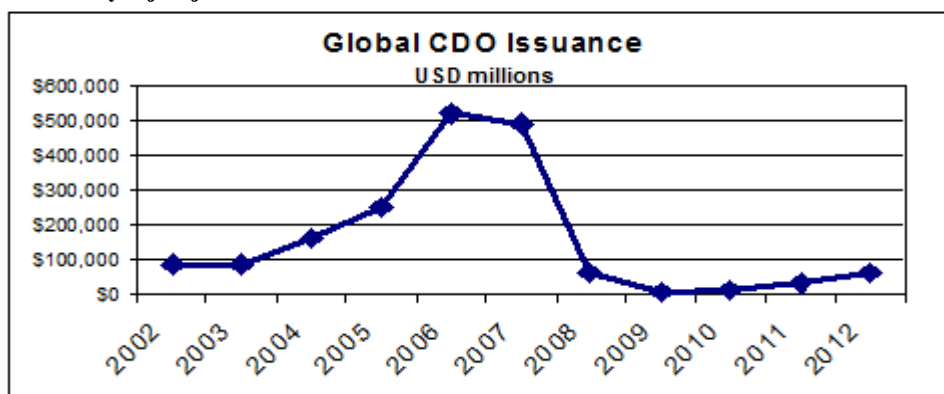
- Collateralized Loan Obligations (CLO) – podkladovými aktivy jsou bankovní úvěry
- Structured Finance CDO (SFCDO) – podkladovými aktivy jsou různé strukturované produkty (například hypoteční úvěry- MBS)
- Collateralized Bond Obligations (CBO) – s podkladovými aktivy v podobě dluhopisů

- Collateralized Synthetic Obligations (CSO) – podkladová aktiva jsou tvořena jinými úvěrovými deriváty (Bůčková, 2009)

Další zajímavostí u CDO je existence tzv. CDO squared a CDO cubed, tedy CDO na druhou a CDO na třetí. CDO squared je druh CDO, kde je podkladovým aktivem jiná CDO. CDO cubed je druh CDO, kde je podkladovým aktivem jiná CDO squared.

Na grafu níže lze sledovat vývoj objemu CDO ve světě v období finanční krize.

Graf 5: Vývoj objemu CDO



Source: www.sifma.org

Zdroj: www.sifma.org

3.4.2 Arbitráž

Mezi další nástroje stínového banovníctví patří arbitráž, jež se dá považovat za sen mnoha investorů. Arbitráž zaručuje zisk bez nutnosti investovat peníze a bez jakéhokoliv rizika. V tomto případě se jedná o tzv. čistou arbitráž, ke které jsou potřeba dvě aktiva se shodným cashflow, rozdílnými cenami a jistotou, že se jejich ceny v budoucnu srovnají. Je ovšem málo pravděpodobné, že budou všechny podmínky na derivátových trzích splněny, protože zde není důvod, proč by je pak trh měl oceňovat jinak. Když ale trh tato aktiva ocení jinak, okamžitě se ceny vyrovnají právě díky arbitrážím. Častěji dochází k dalším dvěma formám arbitráže, a to přibližné a spekulativní. Při přibližné nemusí být podmíněno, že bude garantováno budoucí srovnání cen těchto aktiv. U spekulativního dokonce nemusí být ani splněna podmínka dvou aktiv se stejným cashflow.

Příkladem čisté arbitráže může být situace, kdy zlato na burze v Chicagu má vyšší cenu než na burze v New Yorku. Investor proto nakoupí zlato na burze v New Yorku a současně prodá stejné množství na burze v Chicagu.

Aby investor v této situaci mohl uspět, musí být schopen provádět transakce ve velkých objemech, a to za minimální náklady na více trzích současně, a musí mít přístup k levnému financování (finanční páka). Zisk z arbitráží bývá velmi malý, tudíž je potřeba velkých objemů.

Pro běžného investora je dostupnější spekulativní arbitráž, která se dá provádět v menších objemech a nezaručuje zisk. Taková arbitráž se vyznačuje dvěma aktivy, jejichž cena měla v minulosti stejné pohyby, která se následně odchýlila. Příkladem z akciového trhu mohou být společnosti Ford a VW, které v minulosti měly stejný pohyb ceny, následně cena Fordu vzrostla a cena VW se propadla. Spekulativní arbitrážník by tedy prodával Ford a nakupoval VW.

Většina arbitrážních akcí je pro běžného investora nedostupná, což můžeme považovat za dobré. Například hedgeový fond LTCM měl svou strategii založen právě na čisté a téměř čisté arbitráži a ve svém vedení měl i nositele Nobelovy ceny. Přesto to nestačilo a tento fond očekával krach. Nejenže se očekával krach tohoto fondu, ale bohužel, vzhledem k jeho obrovským objemům, se i očekával kolaps celého finančního sektoru, což nakonec spravila injekce ve výši 3 mld. USD po přímé intervenci Americké centrální banky (FED). (Gladiš, 2010, 72. - 74. str.)

3.4.3 Maržové obchody

Maržové obchodování je nákup finančních instrumentů s využitím úvěru, který zajišťují investiční instrumenty na účtu investora. S použitím úvěrů získá možnost využít dodatečný kapitál k dalším investicím, a tím i zvýšit své příjmy z obchodů s cennými papíry. Pro použití úvěru jsou i další důvody, jako je:

- využití pákového efektu, se kterým jsme se v této práci již několikrát setkali
- možnost diverzifikace portfolia do více investičních titulů
- snížení likvidního rizika

Maržové obchody fungují v podstatě na bázi kontokorentního úvěru. Pokud investor úvěr nečerpá, neplatí za něj žádné poplatky.

Nejčastěji jsou ovšem používány maržové obchody k finanční páce - pákovému efektu, což znamená, že investor dodává pouze část finančních prostředků nutných k uzavření obchodu, tzv. margin, avšak plně se podílí na ziscích a ztrátách z vyplývajících obchodů. (BrokerJet, 2017)

Pákový efekt jednoduše vysvětlit na příkladu, kdy nakupujeme akcie BNP Paribas za 200 000 EUR v páce 2:1, tedy dodáváme 50 % vlastních prostředků (100 000 EUR) a 50 % (100 000 EUR) máme půjčeno od brokera. V případě růstu akcie o 10 % budeme mít příjem 20 000 EUR, tedy 20 % našeho dodaného kapitálu.

Tato páka je poskytována u každého brokera a podkladového aktiva jinak a investor si samozřejmě páku může zvolit. Průměrná poskytovaná páka se pohybuje okolo:

- u akcií = 2:1
- na Forexu = 50:1
- u komoditních futures = 15:1

3.4.4 Short-selling

Short-selling, neboli prodej na krátko či vstup do krátké pozice, je spekulace, kdy investor spekuluje na pokles ceny určitého aktiva, ať jsou to akcie, obligace či komodity atd.

Investor si v takovémto případě „půjčí“ příslušné aktivum a hned ho prodá. Investora předpokládá výtěžek, protože v době splatnosti (což někdy může být i doba neurčitá) toto aktivum koupí levněji a vrátí ho. Za zápůjčku musí investor samozřejmě zaplatit určitý poplatek, který se většinou stanovuje dle tržního očekávání.

Tento typ obchodu lze uvést na příkladu, že z analýzy investora vyšla společnost Microsoft jako cenově nadhodnocená - 50 USD za akcii. Investor si tedy tuto akcii „půjčí“ a okamžitě jí

prodá za 50 USD. Má tedy 50 USD a závazek, že danou akcii musí vrátit. Za tři dny akcie Microsoftu klesne na 48 USD, investor ji koupí a vrátí ji zpět, čímž splní svůj závazek. Na tomto obchodu získá 2 USD, ale samozřejmě ještě platí poplatek za vypůjčení, který zde není zahrnut a který se obvykle stanovuje v souladu s tržním očekáváním. Pokud by trh věřil, že akcie společnosti Microsoft nepůjdou dolů, poplatek by byl minimální. Pokud by ale více investorů chtělo spekulovat na pokles akcií, odrazí se to na poplatku, který bude vyšší.

Tento typ obchodování je někdy obviňován, že způsobil mnoho burzovních krachů a existují zde názory, že by se měl omezit. Příkladem může být George Soros a jeho spekulace na pokles libry, o níž je detail popsán v kapitole Rozkvět a pád stínového bankovníctví. Zastánci prodeje na krátko zase argumentují tím, že tento typ obchodu omezuje nafukování bublin.

Spekulace na pokles mohou mít i podobu pojištění CDS. (ITbiz, 2017)

3.5 Činnosti stínového bankovníctví

O poskytování či zprostředkování úvěrů má jistě každý z nás všeobecný přehled, proto není potřeba v této kapitole dále rozvádět. Místo toho se tato kapitola zaměřuje na další dvě činnosti, které tolik v povědomí nejsou, a to na proces sekuritizace a repo obchody.

3.5.1 Sekuritizace

Definice dle ČNB: *Sekuritizací je metoda transferu kreditního rizika, při které se ze souboru nelikvidních aktiv vytvoří nový obchodovatelný cenný papír, jehož hotovostní toky jsou závislé na peněžních tocích z těchto podkladových aktiv. Proces sekuritizace probíhá přes SPV (Special Purpose Vehicle), původní vlastník postoupí této společnosti podkladová aktiva za hotovostní platbu a SPV na jejich základě emituje nové cenné papíry (označovány jako cenné papíry kryté aktivy – asset-backed securities, ABS), které rozprodá investorům. Kreditní riziko se tak z původního vlastníka pohledávek přenesse přes ABS na jejich držitele. (ČNB, 2017)*

Dříve byl sekuritizací míněn proces, při němž korporace přecházely na financování investic prostřednictvím emise svých vlastních cenných papírů místo toho, aby si braly bankovní

úvěry. V dnešní době se sekuritizací rozumí balení vybraných aktiv do tzv. balíků, a jejich následný prodej investorům formou ABS, které jsou těmito aktivy zajištěny.

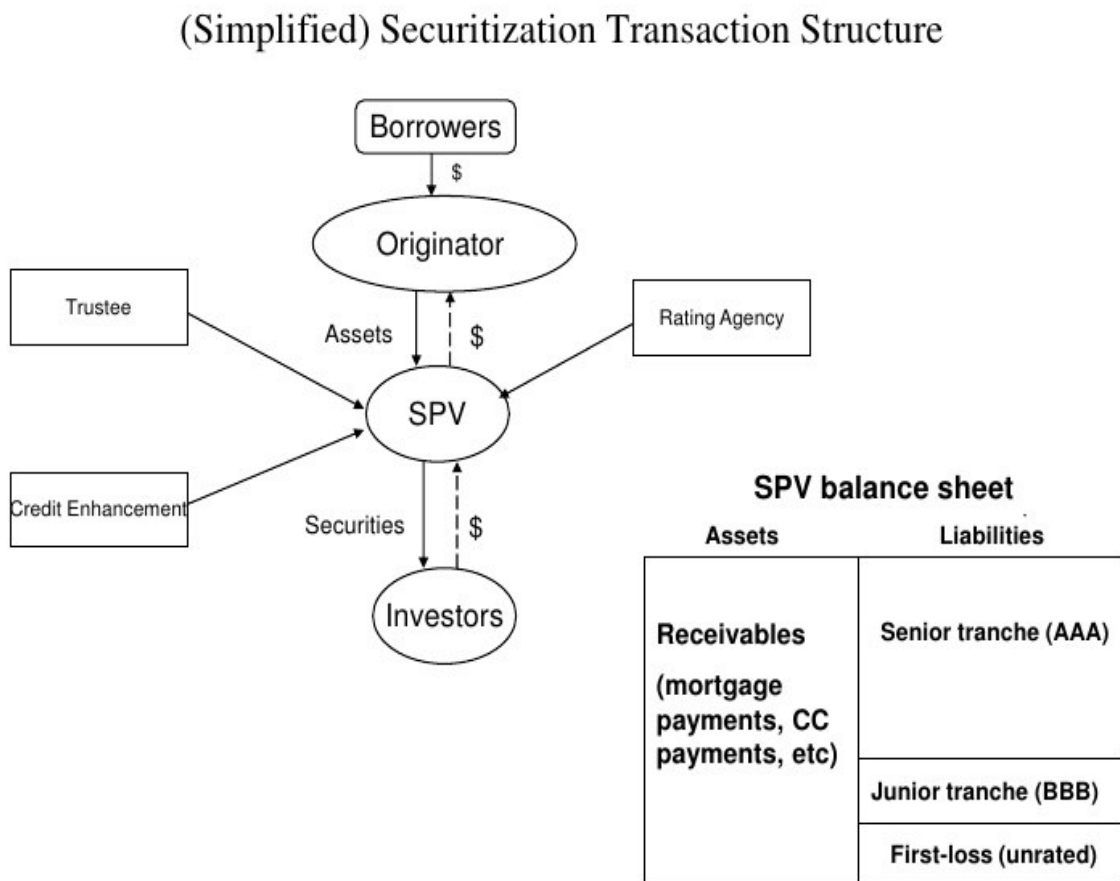
Sekuritizace aktiv a jejich převádění na ABS byla prakticky až do finanční krize roku 2007 považována za velice přínosnou metodu, která pomáhala zejména v USA výrazně podporovat ekonomický růst. Výhodou sekuritizace je to, že převádí nelikvidní pohledávky na likvidní cenné papíry a zároveň přenáší rizika z bank na široký okruh investorů. Zároveň ale sekuritizace rozprostírá úvěrové riziko na celý finanční systém a snižuje motivaci bank přísně prověřovat zájemce o úvěry a vymáhat pohledávky.

Dle Jílka dělíme sekuritizaci na:

- tradiční
- syntetickou

Níže na obrázku je znázorněn tradiční proces sekuritizace.

Obrázek 1: Proces sekuritizace



Zdroj: <https://www.slideshare.net/searlecenter/the-financial-crisis-2585316>

Příklad: Několik spotřebitelů si vezme u originatora hypotéku na dům, originator tyto úvěry zabalíčkuje a převádí do SPV, za něž dostane rovnou peníze, aniž by musel čekat. SPV emituje obchodovatelné cenné papíry (MBS) a začne prodávat v tranších, které následně ratingové agentury ohodnotí. Investor nakoupí cenné papíry z jednotlivých tranší a následně mu plyne nárok na budoucí cash flow z těchto hypoték. Investoři v takovém případě nejsou vystaveni riziku při úpadku originatora, ale čelí rizikům, která plynou z neplacení hypoték. Trustee je zde společnost, která jednak zajišťuje převod peněz od originatora k SPV a jednak dohlíží na to, aby investoři, jež nakoupili tato aktiva, byli vyplaceni dle dohodnutého pořadí.

Syntetická sekuritizace je druh sekuritizace spočívající v převodu ztrát a úvěrového rizika z originatora na SPV prostřednictvím úvěrového derivátu, tj. aniž by originator pohledávky skutečně prodal. Převod takového rizika může proběhnout prostřednictvím například úvěrového dluhopisu nebo Swapem úvěrového selhání (CDS). Pokud se k převodu rizika na SPV použije dluhopis, originator předem obdrží hotovost. Pokud to bude CDS, bývá běžně plně kolaterizován bezrizikovými aktivy.

Od tradiční sekuritizace se syntetická liší hlavně tím, že nedochází k převodu pohledávek od originatora aktiv na SPV, ale pouze k převodu ztrát a úvěrového rizika na SPV. Konkrétně u CDS platí originator SPV určitý roční poplatek.

Zajímavé na syntetické sekuritizace je, že ani nevyžaduje, aby originator vlastnil sekuritizovaná aktiva.

Syntetická sekuritizace se dále dělí na základní a pákovou. U základní se veškeré ztráty převádějí na SPV a poté na investory. U pákové se převádí pouze část ztrát a část úvěrového rizika sekuritizovaných aktiv (převádí se tzv. první ztráta).

3.5.1.1 Tranching

Tranchingem nebo tranšováním se dá rozumět jako prioritizování cenných papírů při sekuritizaci. Peněžní toky dělíme do několika tříd. Každá třída se nazývá tranší a platí mezi nimi podřízenost. Investoři mají v rámci různých tranší strukturované pohledávky za dlužníky, kteří přijali bankovní úvěry, emitovali dluhopisy apod.

Obvyklé názvy tranší:

- tranše peněžního trhu
- tranše přednostní (senior tranche)
- tranše střední (mezzanine tranche)
- tranše podřízená (subordinated tranche)
- tranše akciová (first loss tranche)

První tři tranše představují okolo 80 % objemu sekuritizovaných aktiv, podřízená 10 - 15 % a akciová 1 až 10 %.

První čtyři tranše obvykle vyplácejí pevné či proměnlivé úrokové platby, například přednostní tranše procento nad státními dluhopisy a střední tranše tři procenta nad státními dluhopisy. Akciová tranše obvykle vyplácí rozdíl mezi přijatými platbami a poskytnutými platbami včetně úrokových plateb u prvních čtyř tranší, stejně tak jako absorbuje první ztráty a další ztráty pokrývají další tranše. Úvěrové riziko a ztráty jsou víceméně koncentrovány do akciové a podřízené tranše.

Jednotlivé tranše mají rozdílné očekávané průměrné doby splatnosti. Aby první čtyři tranše obdržely úvěrové hodnocení, musí projít úvěrovým posílením (credit enhancement). (Jílek, 2010, 557. - 587. str.)

3.5.1.2 Credit Enhancement

Credit enhancement je termín pro procesy, jež se používají za účelem snížení rizika poolu aktiv pro investora. Tento proces je důležitý zejména pro ratingové agentury, které na jejich základě dávají ratingová hodnocení jednotlivým poolům. Credit Enhancement dělíme na interní a externí. Interní, které jsou vytvářeny ze samotných podkladových aktiv a externí, kde je ochrana poskytována třetími stranami. V této kapitole je popsáno pět základních mechanismů:

1. Excess spreads

Excess spreads je základní forma interního credit enhancement. Charakterizuje se jako zůstatek příjmů z podkladových aktiv poté, co jsou zaplacený všechny nároky investorů a náklady na transakce. Tento zůstatek může být uložen na separátní účet, který bude sloužit jako zajištění současných nebo budoucích ztrát.

2. Surety Bonds

Surety bonds je typ externího credit enhancement, který garantuje investorům v případě výpadku cash flow nahrazení jistiny a úrokové platby. Záruky jsou poskytovány Monoline pojišťovny, které se specializují právě na zajištění úvěrových produktů. Monoline pojišťovny mívají zpravidla vysoký rating.

3. Subordination

Subordination je typem interního credit enhancementu, jenž je nejvíce využívaný. Jeho mechanismus souvisí s tranšováním. Mezi emisemi existuje vztah podřízenosti, tzn., že nižší tranše poskytují ochranu těm vyšším. Například akciové tranše není podřízena žádná tranše, tedy nese jako první ztrátu. Čím níže postavená tranše je, tím má nižší rating, což má za následek nižší příjmy z jejich prodeje.

4. Cash Collateral Account

Cash Collateral Account je typem externího credit enhancementu, kdy si emitent půjčuje peněžní prostředky od komerční banky, za které nakoupí krátkodobé cenné papíry s vysokým ratingem. Pokud nastanou problémy s cash flow, emitent použije tyto prostředky na úhradu závazků. Jelikož je typ credit enhancementu v podstatě depozit hotovosti, nedochází zde k riziku snížení ratingu ABS v důsledku snížení ratingu emitenta.

5. Overcollateralization

Overcollateralization je forma interního credit engagementu, jež vznikne v situaci, kdy je hodnota emitovaných ABS nižší než hodnota aktiv, která banka převedla na SPV. Například: hodnota emise je 100 milionů USD a hodnota aktiv 105 milionů USD. V takovémto případě je 5 milionů USD použito na absorbování ztrát. (FinWeb, 2017)

3.5.2 REPO obchody

Repo obchody (dohody o zpětném odkupu) jsou ty, při nichž se dlužník zavazuje převést na věřitele vlastnické právo k určitým cenným papírům a věřitel na oplátku poskytne dlužníkovi finanční prostředky. Oba se pak zavazují k budoucímu datu si tato aktiva vyměnit zpět, tzn. dlužník vrací finanční hotovost a věřitel poskytnutý kolaterál⁹. Dalo by se tedy říci, že jde o půjčku finančních prostředků za cenu, která se rovná rozdílu mezi prodejní a nákupní cenou kolaterálu, který se používá jako záruka. Věřitel samozřejmě může s tímto kolaterálem dále volně obchodovat a použít ho například k realizaci dalšího repo obchodu, při němž tentokrát on bude dlužníkem.

⁹ Zástava v podobě cenného papíru s vysokou bonitou

Výše zmiňovaná záruka se v rámci repo obchodů nazývá haircut, což lze v podstatě popsat jako marži či rizikovou přírážku pro věřitele.

Příklad: Společnost A (věřitel) bude poskytovat likviditu společnosti B (dlužník) v hodnotě 100 000 EUR. Dlužník na oplátku poskytne kolaterál v hodnotě 101 000 EUR. Haircut je tedy v tomto případě 1 000 EUR neboli 1%.

Pro to, aby byl určen haircut, který slouží jako marže či riziková přírážka, je potřeba tyto rizika znát. ICMA stanovila v roce 2014 rizika, na jejichž základě se stanovuje haircut jsou:

- časová zpoždění
- volatilita ceny
- potencionální cenový dopad defaultu
- úvěrové riziko protistrany (ICMA, 2014)

Repo ochody jsou také tradičním nástrojem centrálních bank v situacích, které se snaží stahovat z finančního trhu daného státu likviditu a na oplátku poskytují například vysoce likvidní státní pokladniční poukázky. Například ČNB vyhláší tzv. 2T repo sazbu, za kterou si banky mohou směnit právě finanční prostředky za státní pokladniční poukázky. V ČR je tato repo sazba již od roku 2012 na technické nule, tedy 0,05 %, ale v souvislosti se stínovým bankovníctvím se mluví pouze o repo obchodech, které jsou uskutečňovány dvěma či více institucemi bez centrálních bank.

Bakk-Simmonová rozlišuje 2 typy repo obchodů:

- Cash driven - obchody jsou motivovány potřebou likvidity, tedy situace, kdy dlužník potřebuje peněžní prostředky.
- Securities driven - jedná se o speciální obchody soustředěné na kolaterál a strategii krátkých obchodů. Tyto repo obchody tedy primárně neslouží potřebě likvidity, ale slouží za účelem uspokojení poptávky po určitých cenných papírech. (Baak-Simmon, 2012)

Jílek dělí repo obchody na 3 typy:

- Klasické repo - cenné papíry sloužící jako předmět obchodu slouží zároveň jako kolaterál a chrání kupujícího při případném defaultu prodejce. Kdyby k tomuto defaultu prodejce došlo, kupující může prodat papíry na trhu za spotovou cenu. Tento případ je na rozdíl od sell-and-buy-back specifický tím, že kupující musí vyplatit původnímu majiteli všechny výnosy, které jsou spojené s držbou těchto papírů. Obvykle se tak děje na základě jedné rámcové smlouvy.
- Sell-and-buy-back - situace, kdy je cenný papír prodán za aktuální spotovou cenu a zpětně odkoupen za termínovanou cenu ke stanovenému budoucímu datu. Obě tyto transakce jsou uzavírány v jednom okamžiku, a to buď na základě dvou oddělených smluv, nebo jedné rámcové smlouvy.
- Půjčování cenných papírů - pokud se hovoří o půjčování cenných papírů, jedná se o jejich dočasný převod za výměnu kolaterálu, jehož forma zpravidla bývá hotovostní či v jiných cenných papírech. Instituce, která si cenný papír vypůjčí, platí poplatek jejich poskytovateli, a to na roční bázi v bazických bodech. Poplatek je odvozen od tržní hodnoty těchto cenných papírů. Transakce se uskutečňuje na základě jedné rámcové smlouvy. (Jílek, 1999)

3.6 Problematické aspekty stínového bankovníctví

3.6.1 Nedostatek transparentnosti

Stínové bankovníctví určitě trápí nedostatek transparentnosti, což lze odvodit už jen z příkladu sekuritizace, která se dá opakovat v podstatě neomezeně. Komplexnost a neprůhlednost cenných papírů potrápí každého analytika či investora, včetně ratingových agentur. To, že ratingové agentury nejsou schopny přesně ohodnotit podkladová aktiva, a tím jim přiřadit špatnou známku, následně vede k tomu, že mnoho investorů, kteří se na hodnocení ratingových agentur spolehnou, může nakonec o svůj investovaný kapitál přijít. Dalším problémem je, že nesprávně ohodnocená podkladová aktiva se často obchodují mezi subjekty stínového bankovníctví v rámci repo obchodů, kde je obzvláště potřeba znát rizika podkladových aktiv (která slouží jako záruka), aby se mohla určit marže neboli riziková přírážka. Pokud je rizikovým cenným papírům přiřknuta známka lepší, než má ve skutečnosti být, pak jsou přírážky menší a repo obchod je levnější.

Ale lze již registrovat snahy o větší transparentnost, což dokládá například nařízení Evropského parlamentu a rady 2015/2365, které vyšlo 25. listopadu 2015. Reguluje transparentnost obchodů zajišťujících financování a opětovné použití, dále i pojednává o přijetí ustanovení o výměně informací mezi příslušnými orgány.

3.6.2 Procykličnost, hromadění pákového efektu a následný run

V souvislosti s repo obchody často dochází ke hromadění pákového efektu, který je s úvěrem spjat a nepředstavuje hrozbu sám o sobě, ale může přeměnit nesystémové riziko v systémové, protože hromadění pákového efektu prohloubí procykličnost a zesílí dopady, jako tomu bylo například v období krize 2007 až 2009. Krach jedné instituce, například fondu, vytváří domino efekt, který vyústí v rychlé stahování peněz z trhu, což vede k poklesu likvidity na trhu. Subjekty stínového bankovníctví nepřijímají vklady, ale aktiva podobající se depozitům - krátkodobá vysoce likvidní aktiva. Tato likvidní aktiva jsou pak opět využívána jako záruka při repo operacích a pákový efekt se hromadí. Jakmile dojde na trhu k šoku, investoři začnou tato aktiva prodávat a stahovat tak peníze z trhu, což díky neexistenci minimálních

kapitálových standardů vyústí v pokles likvidity. Subjekty stínového bankovníctví se mnohdy chovají jako moderní podoba bankovních runů. (Kabelík, 2012, 8. str.)

Omezením bankovních runů se zabývá Mezinárodní organizace komisí pro cenné papíry, která v roce 2012 vydala *Policy recommendations for money market funds*, kde jeněkolik doporučení zaměřujících se především na řízení likvidity, provádění pravidelných zátěžových testů či řádnou identifikaci investorů. (IOSC, 2012)

3.6.3 Obcházení pravidel a regulatorní arbitráž

Stínového bankovníctví je možno využít v situacích, kdy se jednotlivé instituce chtějí vyhnout regulaci nebo dohledu, jaký je uplatňován na tradiční banky. Tradiční proces úvěrového zprostředkování se rozdělí do právně nezávislých struktur, jež ovšem obchodují navzájem. Vzhledem k této regulační nevyrovnanosti se snaží všichni o minimální pravidla. Banky a další instituce se snaží napodobovat subjekty stínového bankovníctví nebo vyvést alespoň některé operace do subjektů působících mimo tradiční regulaci. Jedná se zejména o operace, které obcházejí kapitálová a účetní pravidla, nebo o přesouvání rizika mimo oblast bankovního dohledu, což například hrálo důležitou roli ve vzniku finanční krize v roce 2007. (Evropská komise, 2012)

3.6.4 Propojení tradičního a stínového bankovníctví

Propojení tradičního a stínového bankovníctví je více než zřejmé. Snaha o regulaci, aby se krize jednoho sektoru nepřesunula do druhého, je tedy pochopitelná. Tvorbu regulatorních úprav této problematiky dostal na starost Basilejský výbor pro bankovní dohled¹⁰, který nastavil řadu opatření prostřednictvím Basel II. a Basel III (Standardy vydávané Basilejským výborem), jež mají zvýšit odolnost bank. To lze shrnout do tří základních bodů:

¹⁰ Jedná se spíše o neformální instituci zajišťující diskuzi a spolupráci mezi centrálními bankami. V současnosti má 27 členů z různých oblastí světa.

1. konsolidovaná regulace
2. omezení expozice
3. omezení majetkové účasti bank na peněžním trhu

Konsolidovaná regulace spočívá v regulaci tradičního či stínového bankovníctví a omezuje propojenost obou sektorů. Prakticky spíše dopadá na sektor tradičního bankovníctví, jak lze vyzorovat z následujícího.

Omezení expozice je jakási ochrana tradiční banky proti konkrétnímu subjektu při jeho potencionálním defaultu. Příliš vysoká expozice se může transformovat do systémového rizika. Banky mají být opatrné při investování do subjektů stínového bankovníctví a jsou omezeny různými pravidly, jako například speciálními limity pro investice do těchto entit. (Basilejský výbor, 2014)

Co se týče omezení majetkové účasti bank na peněžním trhu, jedná se o systémově nežádoucí riziko, protože například v sekuritizaci byly často banky právě sponzorem v tomto procesu, což je prakticky dostávalo z regulovaného sektoru do neregulovaného. Vystavovaly se tak rizikům právě v této oblasti. Basilejský výbor proto stanovil maximální možnou účast tradičních bank na peněžním trhu. Zároveň stanovil limity na výši využívání finanční páky. (Basilejský výbor, 2013)

3.7 Rozsah stínového bankovníctví v ČR

Tato kapitola je zaměřena na kvantifikování velikosti stínového bankovníctví v České republice. Pro určení odhadu velikosti stínového bankovníctví jsou využívány dvě metodiky, které byly vydány v rámci FSB, metodiku Broad a metodiku Narrow. Vzhledem k faktu, že tato kapitola je spíše o data-miningu různých čísel a statistik, je zde spíše soustředěnost na interpretování jednotlivých částí pomocí grafů. Je potřeba znovu připomenout, že se jedná pouze o odhad velikosti stínového bankovníctví, jelikož FSB na rozdíl od jiných států ve světě stínové bankovníctví v ČR nekvantifikuje. Dalším aspektem v této kapitole bude aktuálnost dat. Většina dat je zde vedena ke Q3 2016, ale v různých částech lze najít i výjimky, protože aktuální data jsou zatím nedostupná, takže je pracováno s daty staršími. Výsledná velikost je porovnána jednak s velikostí bankovního sektoru, HDP či se stínovým bankovníctvím několika ostatních států.

3.7.1 Broad a Narrow metoda

Broad metoda ve své podstatě nejdříve identifikuje veškerý nebankovní sektor a následně v něm určuje rizika, která by mohla být znakem pro stínové banky (Narrow). Metoda mapuje sektor na základě dat z rozvah národních účtů.

Jedná se tedy o širší metodu vymezení pro sledování nebankovního sektoru, která je založená na tzv. MUNFI, což jsou oblasti pro monitorování nebankovního zprostředkování.¹¹ Metoda primárně nekvantifikuje stínové banky, ale přímo celé nebankovní zprostředkování, které může odhalit různé novinky, trendy a inovace v tomto sektoru. MUNFI se dále dělí na tři podskupiny:

- ostatní finanční instituce (OFI)
- penzijní společnosti a fondy
- pojišťovací společnosti

¹¹ Monitoring Universe of Nonbank Financial Intermediation

OFI, to jsou ostatní společnosti, které nejsou bankami, centrálními bankami, penzijními společnostmi a fondy, pojišťovacími společnostmi či veřejnými finančními společnostmi. OFI v ČR zahrnují primárně nebankovní poskytovatele finančních aktiv (např. stavební spořitelny¹², leasingové společnosti, společnosti poskytující spotřebitelské úvěrování), investiční společnosti a fondy (např. hedgeové fondy, fondy kolektivního investování), obchodníky s CP, družstevní záložny nebo sekuritizační jednotky.

Narrow metoda, jak již bylo naznačeno, vymezuje činnosti OFI, jejichž rizika jsou typická pro stínové bankovníctví. Metoda je založená na rozdělení entit dle ekonomických funkcí. Díky tomu lze následně vyloučit z OFI další entity, které se nepovažují za stínové banky. (FSB, 2013)

Tabulka 4: Stínové bankovníctví dle eko. funkcí

Ekonomická funkce	vymezení	Entity
1	správa fondů kolektivního investování (+zranitelnost vůči runům)	Fondy (hedgeové, kolektivního investování)
2	Poskytování úvěrů	poskytovatelé úvěrů, leasingové společnosti, stavební spořitelny atd.
3	Tržní zprostředkování	obchodníci s CP
4	Účast v poskytování úvěrů	Pojišťovny vydávající záruky úvěrů
5	Proces sekuritizace	SPV

Zdroj: vlastní tvorba na základě FSB, 2013

¹² Dle českého práva jsou stavební spořitelny bankami, které mají bankovní licenci. Nepatří ovšem mezi tradiční banky, jelikož je licence omezena na určité činnosti a podléhají bankovnímu dohledu podle zvláštního zákona. Proto jsou dle povahy zařazeny mezi OFI.

3.7.2 Odhad velikosti stínového bankovníctví v ČR - analytická část

Stínové banky jsou určeny dle ekonomických funkcí v rámci podmnožiny OFI. OFI jsou podmnožinou MUNFI a MUNFI jsou podmnožinou celého finančního sektoru. Informace v této podkapitole jsou čerpány z různých dostupných zdrojů. Mezi hlavní zdroje patří ČSÚ, ČNB (zejména systém ARAD), AKAT (Asociace pro kapitálový trh ČR).

Rozložení finančního sektoru

Tabulka 5: Rozložení fin. sektoru v ČR

Rozložení finančního sektoru v ČR		
Entita	aktiva v mld. Kč	podíl
Banky	6516	68,9%
MUNFI	2936,5	31,1%

Zdroj: vlastní tvorba

Z tabulky je zřejmé, že bankovní aktiva tvoří majoritní část finančního sektoru, a to bez mála 70 %.

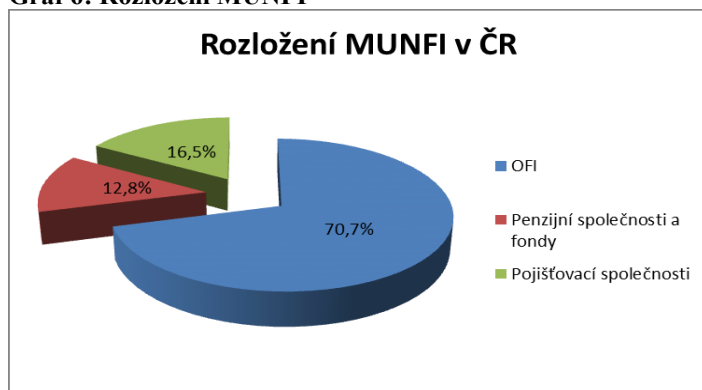
Rozložení MUNFI

Tabulka 6: Rozložení MUNFI v ČR

Rozložení MUNFI v ČR		
Entita	aktiva v mld. Kč	podíl
OFI	2076,5	70,7%
Penzijní společnosti a fondy	376	12,8%
Pojišťovací společnosti	484	16,5%

Zdroj: vlastní tvorba

Graf 6: Rozložení MUNFI



Zdroj: vlastní tvorba

V grafu výše lze pozorovat, že ostatní finanční instituce tvoří podstatnou část MUNFI v ČR.

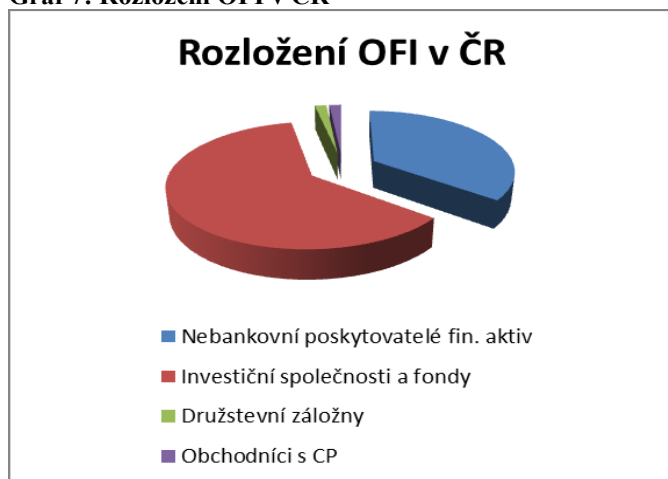
Rozložení OFI

Tabulka 7: Rozložení OFI v ČR

Rozložení OFI v ČR		
Entita	aktiva v mld. Kč	podíl
Nebankovní poskytovatelé finančních aktiv	739	35,6%
Investiční společnosti a fondy	1272	61,3%
Družstevní záložny	32,5	1,6%
Obchodníci s CP	33	1,6%

Zdroj: vlastní tvorba

Graf 7: Rozložení OFI v ČR



Zdroj: vlastní tvorba

K rozložení OFI je potřeba zmínit několik faktů. Na podmnožině nebankovních zprostředkovatelů finančních aktiv se významně podílejí stavební spořitelny s aktivy v hodnotě 356 mld. Kč.

Pro určení stínových bank dle funkcí je potřeba ještě detailněji určit investiční společnosti a fondy. Na tomto sektoru se podílejí fondy kolektivního investování s aktivy v hodnotě 432 Mld. Kč a hedgeové fondy s aktivy v hodnotě 110 mld. Kč. Hedgeových fondů je na současném českém trhu 180 (respektive se jedná o fondy kvalifikovaných investorů).

Vymezení stínových bank dle funkcí (Narrow)

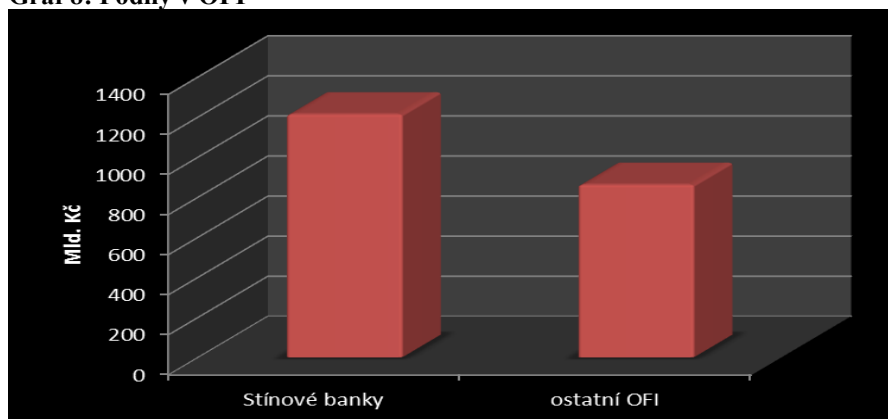
Tabulka 8: Vymezení stínových bank v ČR

Ekonomická funkce	vymezení	Entity	Aktiva v Mld. Kč
1	správa fondů kolektivního investování (zranitelnost vůči runům)	fondy (hedgeové, kolektivního investování)	442
2	Poskytování úvěrů	poskytovatelé úvěrů, leasingové společnosti, stavební spořitelny atd.	739
3	Tržní zprostředkování	obchodníci s CP	33
4	Účast v poskytování úvěrů	pojišťovny vydávající záruky úvěrů	0
5	Proces sekuritizace	SPV	0

Zdroj: vlastní tvorba dle FSB, 2013

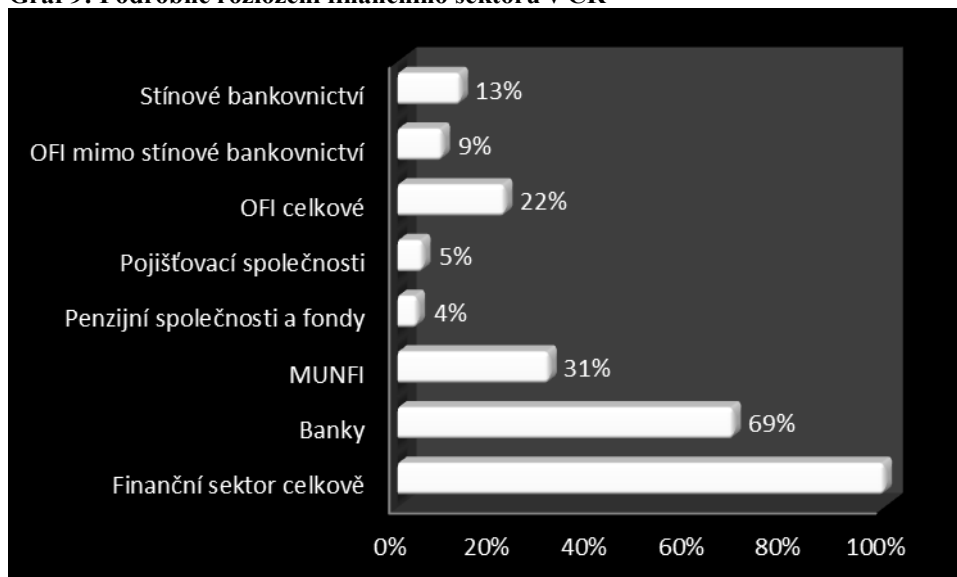
Narrow metoda ještě podstatně zúžila OFI, a tím identifikovala stínové banky. Celková aktiva OFI dosahují 2 076,5 mld. Kč, z toho **1 214 Mld. Kč reprezentují entity stínového bankovníctví**. Stínové banky se podílejí na OFI v 58,5 %. V tabulce je vidět, že největší zastoupení stínového bankovníctví v ČR má 2. ekonomická funkce, tedy poskytovatelé úvěru. V ČR se zřídka naráží na pojišťovny vydávající záruky úvěrů a SPV společnosti, které se podílejí na sekuritizaci. Dle dostupných informací je v ČR proces sekuritizace využíván velmi málo, a když již ano, procesuje se přes zahraniční SPV, jako tomu bylo například v roce 2006 při sekuritizování kreditních derivátů provedeném společně polskou a českou pobočkou Raiffeisen bank.

Graf 8: Podíly v OFI



Zdroj: Vlastní tvorba

Graf 9: Podrobné rozložení finančního sektoru v ČR



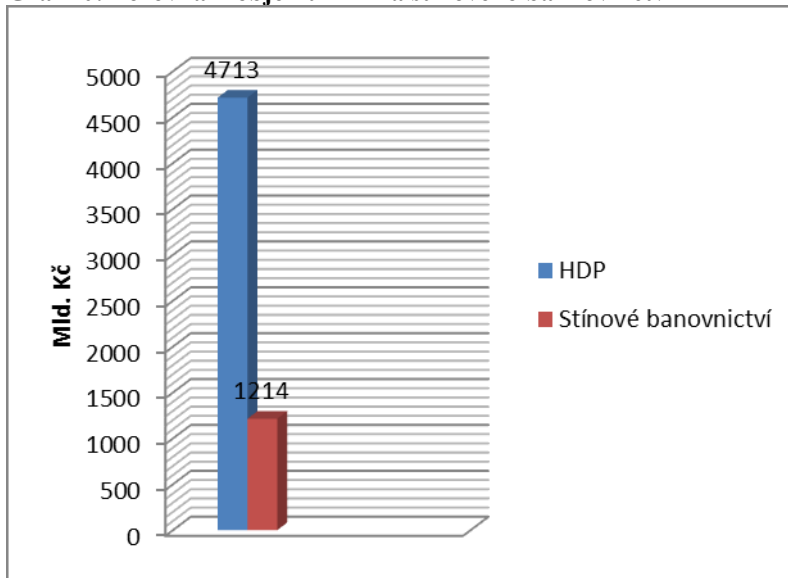
Zdroj: Vlastní tvorba

V grafu se odráží podíl jednotlivých segmentů finančního sektoru v ČR.

Podíl stínového bankovníctví na HDP

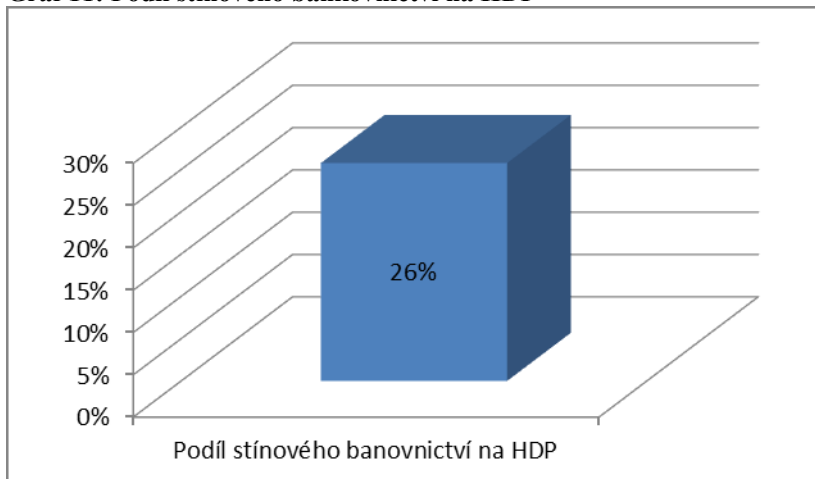
Ve světě se také často interpretuje ukazatel podílu stínového bankovníctví na HDP, který je znázorněn v grafu níže.

Graf 10: Porovnání objemu HDP a stínového bankovníctví



Zdroj: vlastní tvorba

Graf 11: Podíl stínového bankovníctví na HDP



Zdroj: vlastní tvorba

3.7.3 Porovnání se světem

K porovnání velikosti stínového bankovníctví v ČR poslouží monitoring report vydaný FSB v roce 2015, který podává přehled o 26 zemích světa, kde FSB na základě Narrow metody kvantifikuje stínové bankovníctví.

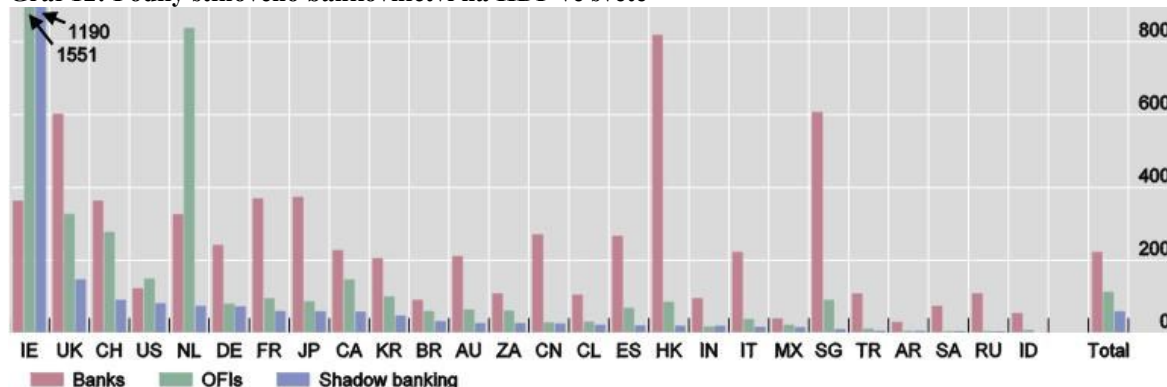
Není překvapením, že největší stínové bankovníctví, co se týče objemu, mají USA. V roce 2014 dosáhlo 14,2 bilionů dolarů, což je v přepočtu cca 341 bilionů Kč, tedy 280 x vyšší než v ČR. USA mají v rámci všech 26 měřených jurisdikcí podíl na stínovém bankovníctví 40 %. Podíl stínového bankovníctví v USA na HDP je na úrovni 82 % HDP. Ve srovnání s ČR a jejími 26 % je to přibližně 3x více.

Náš soused, tedy Německo, mělo v roce 2014 objem stínového bankovníctví 59,64 bilionů Kč. Ve srovnání s ČR je to 49x vyšší objem. Podílu stínového bankovníctví na HDP, tak dosahuje 74 %.

Za zmínku ještě stojí určitě Irsko a poměr jeho HDP a stínového bankovníctví. To dosahuje neuvěřitelných 1 190 % HDP, což je zcela jistě způsobeno díky daňovým úlevám tamního finančního sektoru. Proto se stínové banky zakládají právě tady.

Vezme-li se v úvahu všech 26 jurisdikcí, poměr HDP a stínového bankovníctví dosahuje 59 % HDP. V roce 2012 to bylo 55% HDP, tedy lze vidět opět vzrůstající trend. (FSB, 2015)

Graf 12: Podíly stínového bankovníctví na HDP ve světě



Zdroj: FSB monitoring report 2015

Z výše uvedeného plyne, že stínové bankovníctví v ČR nepředstavuje dominantní oblast, a to ani z hlediska světového objemu, ani v ekonomickém porovnání v rámci podílu na HDP. Svůj význam na finančním trhu v ČR přesto má, a rozhodně jej nelze nazvat zanedbatelným, jelikož se na něm podílí 13 %.

3.8 Otestování strategie hedgeových fondů

3.8.1 Long/Short Equity strategie - analytická část

Strategie long/short equity je strategie, kdy v portfoliu spekulujeme jak s růstem cen, tak s jejich poklesem. K tomu samozřejmě přidáme další nástroj hedge fondů, a tím je páka, kterou nastavíme na 2:1. Polovinu investovaných prostředků si tedy budeme půjčovat. Portfolio se bude skládat z akcií, které jsou vybrány na základě dvou dalších strategií. První, jednodušší, ale účinnou, je tzv. „up and down“ strategie, druhou založíme na hodnotovém screeningu Daniela Gladiše.

Up and Down je strategie, kdy se vyberou nejlepší akcie za uplynulý rok, které se budou shortovat, a zároveň se vyberou akcie s nejhorší výkonností za uplynulý rok, které se budou nakupovat. Strategie je tedy prakticky založená na pravidlu „Co jde nahoru, musí zákonitě dolů“, a naopak.

Nejhorší akcie v roce 2012:

- Hexaware Technologies
- AstraZeneca

Tyto akcie se kupují.

Nejlepší akcie v roce 2012:

- United spirits
- Jet Airways

Tyto akcie se shortují (prodávají). (Dsij, 2013)

Dále je na řadě hodnotový screening Daniela Gladiše (Gladiš, 2010, 92. - 95. str.) pro výběr podhodnocených akcií. Ten je založen na šesti kritériích, která musí společnost splňovat:

1. PE (price to earnings ration) < 15
2. PB (price to book ratio) <1,5
3. nepřetržitá historie výplaty dividend (doporučeno alespoň 5 let)
4. CR (current ratio) > 2
5. stabilní růst alespoň posledních 5 let
6. Market Cap > 500 mil. USD

Uvedená kritéria splnily tyto akcie:

- Activision blizzard
- Industries Bachoco
- ScanSource

Portfolio je sestaveno 18. března 2013 a na konci roku 2016 (cca 3 ¾ roku) se vyhodnocuje (za cca 3 ¾ roku). Do každé akcie bude vložen kapitál 100 000 USD. Vzhledem k nedávné krizi byla nálada na trhu spíše prorůstová, proto tedy bylo portfolio vybaveno spíše dlouhými pozicemi. Samozřejmě, že hedgeové fondy mají mnohem propracovanější obchodní strategie, ale je testována poměrně jednoduchá varianta, kdy i běžný investor (který si například bude chtít založit hedgeový fond) jeden den sestaví portfolio, které průběžně nebude spravovat, a za nějaký čas jednoduše investici vybere. Ve strategii dále není počítáno s náklady, jako jsou například poplatky brokerovi a daně.

Výsledky našeho portfolia

Tabulka 9: Výsledky portfolia

Společnost	strategie	buy/sell	počáteční cena	konečná cena	změna	profit bez páky	profit s pákou	vložená investice a profit s pákou
United spirits	Up and down	sell	\$ 1 917,00	\$ 1 858,00	-3,08%	\$ 3 077,73	\$ 6 155,46	\$ 106 155,46
Jet Airways	Up and down	sell	\$ 579,90	\$ 342,00	-41,0%	\$ 41 023,30	\$ 82 046,60	\$ 182 046,60
Hexaware Technologies	Up and down	buy	\$ 88,70	\$ 201,00	126,6%	\$ 126 606,54	\$ 253 213,08	\$ 353 213,08
Astra Zeneca	Up and down	buy	\$ 718,40	\$ 926,95	29,0%	\$ 29 029,79	\$ 58 059,58	\$ 158 059,58
Activision blizzard	Gladiš screening	buy	\$ 14,34	\$ 36,43	154,0%	\$ 154 044,63	\$ 308 089,26	\$ 408 089,26
Industries Bachoco	Gladiš screening	buy	\$ 33,89	\$ 48,87	44,2%	\$ 44 201,83	\$ 88 403,66	\$ 188 403,66
ScanSource	Gladiš screening	buy	\$ 29,80	\$ 40,45	35,7%	\$ 35 738,26	\$ 71 476,51	\$ 171 476,51
Celkem						\$ 433 722,07	\$ 867 444,14	\$ 1 567 444,14

Počáteční investice	\$ 700 000,00
Konečná investice	\$ 1 567 444,14
Výkonnost	123,9%

Zdroj: vlastní zpracování

Z výsledků je patrné, že za 3 ¼ roku by investor zhodnotil své portfolio o 123,9 %. Při vkladu 700 000 USD v březnu 2013 by ke konci roku 2016 vybíral přes 1,5mil. USD, což rozhodně není špatné. Dokud tyto výsledky ovšem nejsou srovnány s benchmarkem, nelze zjistit, zda byla zvolená strategie úspěšná. Jako benchmark bude sloužit index s&p 500.

Výsledky s&p 500

Tabulka 10: Výsledek benchmarku

Index	počáteční cena	konečná cena	změna	profit bez páky	vložená investice a profit
S&P 500	\$ 1 560,00	\$ 2 249,92	44,2%	\$ 309 400,00	\$ 1 009 400,00

Počáteční investice	\$ 700 000,00
Konečná investice	\$ 1 009 400,00
Výkonnost	44,2%

Zdroj: vlastní zpracování

Za testovanou dobu, jak vidno výše, trh vzrostl o 44,2%. Uvedená strategie za tuto dobu dokázala zhodnotit investici o 123,9 %, což definitivně trh pokořilo. Zajisté je to způsobené i pákou, nicméně i bez páky by strategie uspěla, jelikož by dosáhla výkonnosti bezmála 66 %. Průměrný dluhopisový fond měl za stejné období výkonnost okolo 12 %, takže i sázka na akcie v tomto ohledu také jednoznačně vítězí.

I přes fakt, že se jednalo o tzv. býčí období, vybrané akcie, které byly určeny za nadhodnocené, šly dolů. Dá se předpokládat, že v období stagnace či medvěda by šly níže, z čehož by se profitovalo ještě více. Každopádně to samé by se dělo s koupenými akciemi, kterých bylo v portfoliu více. Velmi zjednodušeně, vystačil by výše uvedený způsob výběru akcií a globální analýza pro určení momentální nálady na trhu. V období býka je potřeba akcie nakupovat (vstupovat do dlouhé pozice) a v období medvěda naopak shortovat. Soudě dle výsledků testu by byl benchmark i tak překonán.

Závěr

V rámci naplnění cílů této práce je osvětleno téma a problematika stínového bankovníctví. Tento pojem je popsán a jsou vysvětleny principy jeho fungování, a to včetně vazby na hedgeové fondy.

Co se týče stínového bankovníctví v ČR, dle Narrow metody je identifikován jeho rozsah, který je oproti tradičnímu bankovníctví nepatrný, ale určitě nezanedbatelný. Nejrozsáhlejší oblast stínového bankovníctví ČR tvoří 2. Narrow funkce, tedy poskytování a zprostředkování úvěrů. V tomto ohledu je ovšem potřeba podotknout, že tyto instituce jsou již výrazně regulovány, naposledy například zákonem o spotřebitelském úvěru, jenž je účinný od 1. 12. 2016 a v němž se nacházejí pravidla i pro kontrolu bonity spotřebitele. Co se týče další činnosti stínových bank, sekuritizace, v ČR k tomuto procesu dochází velmi málo, a když ano, tak přes zahraniční SPV.

Není třeba se tedy obávat nedostatečné regulace, ale spíše jejího nedodržování, proto je nezbytné se více zaměřit právě na kontrolu již nastavených pravidel u daných institucí.

Ve vztahu k hedgeovým fondům, které jsou podmnožinou stínového bankovníctví, je otestována strategie long/short equity, jež měla velmi solidní výsledky a překonala benchmark trhu. Bohužel, lze jen polemizovat, zda by byl výsledek stejný, kdyby byla tato strategie aktivně spravována. S těmito jasně stanovenými pravidly prakticky nedocházelo k ovlivnění psychologickými aspekty, jimiž je ovlivněna většina manažerů hedgeových fondů.

Lze jen spekulovat o tom, zda se již v dnešní době dá hovořit o stínovém bankovníctví, jako tomu bylo například před deseti lety, kdy podstatou tohoto odvětví byla substituce bankovních činností a produktů bez regulatorních omezení. O substituci bankovních činností a produktů je možno hovořit stále, nicméně již nelze hovořit o téměř nulové regulaci. Stínovému bankovníctví byl zejména po krizi patřičně nastaven dohled a regulace. Lze předpokládat, že v následujících letech bude tento trend pokračovat a stínové bankovníctví, vzhledem ke své provázanosti s tradičním bankovníctvím, se bude neustále dohledově a regulatorně přibližovat právě k tradičnímu bankovníctví.

Vždy byla a vždy bude existovat snaha vyhnout se různým regulačním nařízením. Proto je potřeba sledovat trendy v celé finanční sféře a identifikovat potencionální budoucí problémy, které by mohly být příčinou další krize.

Seznam použitých zdrojů

ADRIAN, Tobias a Adam ASHCRAFT. Shadow Banking Regulation. [online]. 2012 [cit. 2017-02-09]. Dostupné z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2043153

BAKK-SIMMON, Klára. Shadow Banking in the Euro Area an Overview. Frankfurt am Main: European Central Bank, 2012. ISBN 1607-1484.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. Capital requirements for banks' equity investments in funds. [online]. 2013 [cit. 2017-12-03]. Dostupné z: <http://www.bis.org/publ/bcbs266.pdf>

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. Supervisory framework for measuring and controlling large exposures. [online]. 2014 [cit. 2017-12-03]. Dostupné z: <http://www.bis.org/publ/bcbs283.pdf>

Brokerjet: maržové obchodování [online]. [cit. 2017-03-11]. Dostupné z: <https://cz.brokerjet.com/products/margin/description/>

BŮČKOVÁ, Veronika. Finance [online]. [cit. 2017-03-08]. Dostupné z: <http://www.finance.cz/zpravy/finance/217511-cdo-a-jeho-souvislost-se-vznikem-soucasne-hospodarske-krize/>

BŮČKOVÁ, Veronika. Special Purpose Entities a jejich podíl na vzniku současné krize [online]. 2009 [cit. 2017-03-11]. Dostupné z: <http://firmy.finance.cz/zpravy/finance/245461-special-purpose-entities-a-jejich-podil-na-vzniku-soucasne-krize/>

COGGAN, Philip. Guide to Hedge Funds. USA: Bloomberg Press, 2008. ISBN 978-1-57660-311-6.

Consilium [online]. 2017 [cit. 2017-03-03]. Dostupné z: <http://www.consilium.europa.eu/cs/policies/money-market-funds-timeline/key-facts-mmfs/>

ČNB pro všechny [online]. [cit. 2017-03-03]. Dostupné z: http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/osobni_finance/investice/moznosti_investovani/kolektivni_investovani_cleneni_fondu.html

ČNB pro všechny [online]. [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/osobni_finance/pujcky/spotrebitelske_uvery.html

ČNB [online]. [cit. 2017-03-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financi_stabilita/zpravy_fs/fs_2007/FS_2007_slovnicek.pdf

Dirhan, M. *Analýza hedgeových fondů se zaměřením na právní úpravu*. Brno. 2014. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská.

- Dsij [online]. 2013 [cit. 2017-03-18]. Dostupné z: <http://www.dsij.in/article-details/articleid/6133/5-best-and-worst-performing-stocks-in-cy12.aspx>
- Eureka Hedge [online]. [cit. 2017-02-26]. Dostupné z: http://www.eurekahedge.com/NewsAndEvents/News/1048/Multi_Strategy_Hedge_FundsStrategy_Outline
- EVROPSKÁ KOMISE. Zelená kniha stínového bankovníctví [online]. Brusel: Evropská komise, 19.3.2012. [cit. 2017-02-09]. Dostupné z:
- FINANCIAL STABILITY BOARD. Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. [online]. 2011 [cit. 2017-02-09]. Dostupné z: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf?page_moved=1
- Finančníci [online]. [cit. 2017-02-25]. Dostupné z: <http://www.financnici.cz/warren-buffett>
- FinWeb [online]. [cit. 2017-03-12]. Dostupné z: <http://www.finweb.com/banking-credit/5-types-of-credit-enhancement.html#axzz4b4KdLjcg>
- FSB Global Shadow Banking Monitoring Report 2015 [online]. 2015 [cit. 2017-03-12]. Dostupné z: <http://www.fsb.org/2015/11/global-shadow-banking-monitoring-report-2015/>
- FSB. Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities. [online]. 2013 [cit. 2017-12-03]. Dostupné z: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_130829c.pdf?page_moved=1
- Fundamental Finance [online]. [cit. 2017-02-26]. Dostupné z: <http://www.fundamentalfinance.com/mergers-acquisitions/merger-arbitrage.php>
- GLADIŠ, Daniel. Naučte se investovat. 2. rozšířené vydání. Praha: Grada publishing, 2010. ISBN 978-80-247-1205-5.
- Global Macro hedge fund investing: An overview. Efficient [online]. [cit. 2017-02-26]. Dostupné z: https://www.efficient.com/pdfs/Global_Macro_Hedge_Fund_Investing_An_Overview_of_the_Strategy.pdf
- GREGORIOU, G. Hedge funds: Strategies, Risk Assessment, and Returns. Washington, D.C.: Beard books. 2003. ISBN 978-1587982033
- GROSS, Bill. Beware our shadow banking system. FORTUNE. 2007 [cit. 2017-02-09]. Dostupné z: http://archive.fortune.com/2007/11/27/news/newsmakers/gross_banking.fortune/index.htm?postversion=2007112810
- Hedge fund research. HFR [online]. [cit. 2017-02-26]. Dostupné z: <https://www.hedgefundresearch.com/hfr-hedge-fund-strategy-definitions-event-driven>
http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_cs.pdf
- ICMA, 2014. Frequently Asked Questions on repo. Icmagroup.org [online]. [cit. 28.02.2017]. Dostupné z: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market->

Practice/short-term-markets/Repo- Markets/frequently-asked-questions-on-repo/

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Policy Recommendations For Money Market Funds. [online]. 2012 [cit. 2017-12-03]. Dostupné z: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD392.pdf>

Investice.Finance [online]. [cit. 2017-03-03]. Dostupné z: <http://investice.finance.cz/podilove-fondy/druhy-podilovych-fondu/akciové-fondy/>

Investice.Finance [online]. 2008 [cit. 2017-03-03]. Dostupné z: <http://investice.finance.cz/zpravy/finance/201573-fondy-fondu-diverzifikace-na-druhou/>

Investiční magazín [online]. [cit. 2017-02-25]. Dostupné z: <http://www.investicnimagazin.cz/hedgeove-fondy-jak-funguji-a-proc-je-vhodne-do-nich-investovat>

Investiční magazín [online]. Mladý podnikatel [cit. 2017-02-25]. Dostupné z: <https://mladypodnikatel.cz/george-soros-genialni-filozof-a-miliardar-ktery-ma-pravdu-t2096>

Investopedia: The Rise And Fall Of The Shadow Banking System [online]. 2014 [cit. 2017-02-09]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/articles/economics/10/shadow-banking-system.asp>

ITbiz [online]. [cit. 2017-03-11]. Dostupné z: <http://www.itbiz.cz/slovník/ekonomie/prodej-na-kratko-shorting-short-selling-kratky-prodej>

JAEGER, R. All about hedge funds: the easy way to get started. New York: The McGraw-hill companies, 2003. ISBN 0-07-139393-5

JÍLEK, J. Deriváty, hedžové fondy, offshorové společnosti. Praha: GRADA Publishing, 2006. ISBN 80-247-1826-X.

JÍLEK, Josef. Finanční a komoditní deriváty v praxi. 2., upr. vyd. Praha: Grada, 2010. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-3696-9.

JÍLEK, Josef. Moderní finanční produkty - repo obchody. Praha: Grada publishing, 1999. Finanční trhy a instituce. ISBN 8071698032.

JONES, CH. *Hedge Funds of Funds: A Guide for Investors*. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd. 2007. ISBN 978-0-470-06205-0.

KABELÍK, Karel. Stínové bankovníctví. [online]. 2012 [cit. 2017-02-09]. Dostupné z: https://www.czech-ba.cz/sites/default/files/cba_kabelik_stinove_bankovnictvi.pdf

Khanova škola [online]. [cit. 2017-02-26]. Dostupné z: <https://khanovaskola.cz/video/18/160/1064-strategie-hedgeoveho-fondu-dlouha-kratka-cast-2>

LASERTE, Teo a Gregory CONNOR. An introduction to hedge funds strategies [online]. [cit. 2017-02-26]. Dostupné z: <https://www.iam.uk.com/Portals/0/pdf/lse-publications/An-Introduction-to-Hedge-Fund-Strategies.pdf>

LHABITANT, F. S. Handbook of Hedge Funds. New York: John Wiley & Sons, Ltd., 2006. ISBN 978-0-470-02663-2

Makléřská zkouška [online]. [cit. 2017-02-26]. Dostupné z: <http://www.maklerska-zkouska.cz/hedge-fond>

MALKIEL, Burton Gordon. Náhodná procházka po Wall Street: časem prověřená strategie úspěšného investování. Praha: Pragma, c2012. ISBN 978-80-7349-307-3.

MCCULLEY, Paul. Global Central Bank Focus. PIMCO. 2007 [cit. 2017-02-09], Dostupné z: <http://media.pimco.com/Documents/GCB%20Focus%20Sept%2007%20WEB.pdf>

Morning Stars [online]. 2012 [cit. 2017-02-26]. Dostupné z: [http://www.morningstar.co.uk/uk/news/69379/commodity-trading-advisors-\(cta\)-explained.aspx](http://www.morningstar.co.uk/uk/news/69379/commodity-trading-advisors-(cta)-explained.aspx)

OECD stats [online]. 2014 [cit. 2017-02-09.] Dostupné z: <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=1223>

Penize.cz [online]. [cit. 2017-02-25]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/nezamestnanost/15190-cerne-pondeli-19-rijna-1987>

POZSAR, Zoltan, Tobias ADRIAN, Adam ASHCRAFT a Hayley BOESKY. Shadow Banking. Shadow Banking [online]. 2010 [cit. 2017-02-09]. Dostupné z: http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr458_July_2010_version.pdf

REJNUŠ, Oldřich. Finanční trhy: učebnice s programem na generování cvičných testů. Praha: Grada Publishing, 2016. ISBN 978-80-247-5871-8.

RITTEREISER, C. Top Hedge Fund Investors: Stories, Strategies, and Advice. 1. vyd., New York: Wiley and Sons, 2010. ISBN 0-470-50129-4

SYROVÝ, Petr. Investování pro začátečníky: učebnice s programem na generování cvičných testů. 3. zcela přepracované vydání. Praha: Grada Publishing, 2016. Investice. ISBN 978-80-271-0092-7.

VINŠ, Petr. LIŠKA, Václav. Rating. Praha: C. H. Beck, 2005. ISBN 80-7179-807.

WM Invest [online]. [cit. 2017-03-04]. Dostupné z: <https://www.wmsinvest.cz/fond-realita/co-je-nemovitostni-fond/>

Zákon č. 240/2013 Sb.: Zákon o investičních společnostech a investičních fondech. In: 2013.

Zákon č. 257/2016 Sb.: Zákon o spotřebitelském úvěru. In: 2016.

ŽEHROVÁ, Jana. Finance. 6. vydání. Praha, 2014. ISBN 978-80-213-2440-4.