

Hannu Kahra (toim.)

Hedge-rahastot työeläkesijoittajien salkuissa

Tämä selvitys tarjoaa lukijalle hedge-rahastoja käsittelevän katsauksen kolmelta keskeiseltä osa-alueelta: (1) hedge-rahastojen ominaisuuksien esittelyn, (2) tarkastelun siitä, kuinka ne soveltuvat täydentämään perinteistä sijoitussalkkua ja (3) esityksen rahaston valintaan liittyvistä keskeisistä kysymyksistä.

Hedge-rahastot korostavat absoluuttisen tuottotavoitteen sijoitusstrategioita, joiden menestymisen keskeisiä tekijöitä ovat sovellettava sijoitustyyli ja salkunhoitajan taidot. Hedge-rahastot käyttävät strategioissaan muun muassa johdannaisia, lyhyeksimyntiä, velkavipua, lunastusrajoitteita ja merkittäviä salkunhoitajien kannustinpalkkioita. Näiden vuoksi hedge-rahastot poikkeavat perinteisistä sijoitusrahastoista.

Toimialan keskeisenä ominaispiirteenä on, että hedge-rahastoilla ei ole lakisääteistä raportointivelvollisuutta. Tämän johdosta rahastot raportoivat informaatiota vapaaehtoisesti erilaisiin kaupallisiin tietokantoihin. Vapaaehtoisuudesta johtuen informaation laatu voi olla kyseenalaista.

Akateemisen käsityksen mukaan tietokantoihin liittyvät harhat tulisi ottaa huomioon informaatiota analysoitaessa. Informaation laatu vaikuttaa keskeisesti sijoittajien ja tutkijoiden käsityksiin hedge-rahastojen menestyksestä ja riskeistä.

Hedge-rahastoja arvioitaessa tulisi ottaa huomioon eloonjäämis- ja backfillingharhojen mahdolliset vaikutukset tuottohavaintoihin. Epälikvidien sijoitusten hallinnoinnin seurauksena hedge-rahastojen tuottoaikasarjat ovat usein autokorreloituneita, pienentäen harhaisesti rahaston tuoton vaihtelua ja kasvattaen riskikorjatun tuoton tasoa. Autokorrelaatioon vaikuttaa hedge-rahastojen harkinnanvaraisuus arvioida epälikvidejä sijoituksia.

Hedge-rahastojen osalta haasteena on järjestelmä-, markkina-, likviditeetti- ja häntäriskien arviointi tuottoaineiston informaation perusteella. Järjestelmäriskin arvioinnissa keskeisenä tekijänä on hedge-rahastojen velkaantuneisuus, jonka ajassa muuttuvia piirteitä on usein haasteellista arvioida kaupallisten tietokantojen informaation perusteella.

Likviditeettiriskin kannalta oleellista on hedge-rahastojen sijoitussalkun likviditeetin sekä rahastojen soveltamien lunastusrajoitteiden välinen suhde. Hedgerahastojen häntäriskien arvioinnissa analysoijan tulisi ottaa huomioon tuottosarjojen mahdolliset poikkeavuudet normaali-jakaumasta. Ei-normaalit tuottojakaumat vaikuttavat sekä rahastojen riskien arviointiin että sijoitussalkun optimointiin.

Finanssikriisin myötä hedge-rahastoja koskevaan lainsäädäntöön tulevat muutokset liittyvät suurelta osin järjestelmäriskin huomioon ottamiseen. Tavoitteena on pyrkiä parantamaan toimialan läpinäkyvyyttä.

Kyselyiden mukaan huomattava osa yhteisösijoittajista harkitsee hedgerahastojen osuuden kasvattamista sijoitussalkuissaan. Tärkeimpinä perusteina ovat alhaiset korrelaatiot perinteisten omaisuusluokkien kanssa, hajautushyödyt ja absoluuttisen tuoton tavoite. Finanssikriisin opetukset näkyvät näin sijoittajien painotuksissa.

Hedge-rahastojen yhdistäminen optimaaliseen salkkuun on haasteellinen tehtävä. Ensiksi, rahastojen valinnassa tarvitaan erityisosaamista. Toiseksi, optimointiin ei sovellu tavanomainen Markowitzin ratkaisu. Tämä johtuu muun muassa hedgerahastojen tilastollisista ominaisuuksista.

Yhdistämällä hedge-rahastoja tavanomaiseen sijoitussalkkuun, optimaalisen CVaR-tehokkaan salkun riski/tuotto-suhde on usein parempi kuin salkun, jossa ei ole hedge-rahastoja. Tämän lisäksi kaikki optimaalisen salkun riskiluvut, erityisesti alasuunnan riskiä kuvaavat tunnusluvut, ovat pienempiä kuin vertailusalkussa.

Vertailusalkun ja globaaleja makrostrategioita soveltavien hedge-rahastojen käyttäytymistä voidaan jäljitellä soveltamalla tilastollisia riskifaktoreita. Useimmat riskifaktorit muodostuvat sellaisista indekseistä, joihin voidaan myös sijoittaa. Tämä mahdollistaa hedge-rahastokomponentin korvaamisen ”talon sisäisellä” hedge-rahastolla, joka soveltaa joko passiivisia tai aktiivisia sijoitusstrategioita.

Useat riskifaktorit pystyvät myös ennustamaan tulevia tuottoja. Tuottoja ennustavia faktoreita voidaan soveltaa sijoitussalkun riskienhallintaan.

Useat tutkimukset osoittavat, että hedge-rahastojen (i) väliset menestyserot ovat erittäin suuria, (ii) niiden menestys riippuu voimakkaasti sekä makrotalouden tilasta että rahastojen ominaispiirteistä ja elinkaaren ajankohdasta ja (iii) niiden konkursseja voidaan parhaiten selittää operationaalisella riskillä.

Eri tutkimusten otosten ulkopuoliset analyysit osoittavat, että – ainakin teoriassa – tiukoista lunastusehdoista huolimatta, jopa pitkäaikaisten sijoittajien, kuten eläkeyhtiöiden on mahdollista valita salkkuunsa hedge-rahastoja, jotka todennäköisesti pystyvät parantamaan sijoitusten riski/tuotto-suhdetta.

Hedge-rahastojen menestyksen mittaamiseen ja ennustamiseen voidaan soveltaa erityisiä tilastollisia mittareita. Niiden avulla voidaan eksplisiittisesti ja implisiittisesti kontrolloida hedge-rahastojen riskiherkkyyksiä. Mittareita soveltamalla voidaan myös ottaa huomioon epälineaariseen riskiin ja tuottojen tasoittamiseen liittyvät ongelmat.

Menestyksenkäs hedge-rahastojen valinta vaatii kuitenkin eläkeyhtiöiltä huomattavaa erityispanostusta ja -osaamista, konsulttiyhtiöiden palveluiden käyttöä sekä mahdollisesti myös omia investointeja tietokantoihin ja ohjelmiin, joilla aineistojen analysointi on mahdollista.

Perusteellinen due diligence -prosessi on kallista, mutta sen avulla on mahdollisuus selvittää hedge-rahastoihin liittyvät operationaaliset riskit ja löytää sopivia hedge-rahastoja. Suurilla sijoittajilla, joilla on riittävät resurssit, on mahdollisuus hyötyä skaalaeduista hedge-rahastojen valinnassa. Pienemmät eläkesijoittajat voivat ulkoistaa hedge-rahastovalintansa sen osavalle rahastojen rahastolle.

Tutkimukset osoittavat, että hedge-rahastojen ominaispiirteet tarjoavat perustietoa, joka on hyvä ottaa huomioon sijoituspäätöksiä tehtäessä. Hedge-rahastojen palkkiorakenteeseen liittyen sijoittajien on syytä vaatia rahastolta high-water mark -provision asettamista. Sen avulla voidaan tehokkaasti yhdistää sijoittajien ja hedge-rahastojen salkunhoitajien edut. Empiiristen tulosten mukaan high-water mark -provision olemassaolo vaikuttaa positiivisesti hedge-rahastojen riskikorjattuun tuottoon ja pienentää rahastojen konkurssitodennäköisyyttä.

Lisätietoja:

Professori Hannu Kahra
Oulun yliopisto
Sähköposti: hannu.kahra@oulu.fi
Puhelin: 044 357 6881

Aineistotilaukset:

aineistotilaukset@etk.fi
ISBN 978-951-691-145-1 (painettu)
ISBN 978-951-691-146-8 (PDF)
ISSN-L 1238-5948
ISSN 1238-5948 (painettu)
ISSN 1798-7490 (verkkojulkaisu)