

Ekonómia a podnikanie

Vedecký časopis Fakulty ekonómie a podnikania BVŠP



*Scientific Journal of Faculty of Economy and Business
The Bratislava University of Law*

Economics and Business

Ekonómia a podnikanie

Vedecký časopis Fakulty ekonómie a podnikania BVŠP



Redakčná rada/*Editorial board:*

- prof. Ing. Eduard Urban, PhD. – predseda redakčnej rady/ Editor-in-chief
doc. Ing. Jitka Kloudová, PhD. – podpredseda redakčnej rady/Vice Editor-in-chief
prof. Ing. Ladislav Kabát, CSc.
prof. Ing. Milan Rajnák, DrSc.
prof. Ing. Ladislav Blažek, CSc.
prof. Ing. Jiří Dvořáček, CSc.
doc. Ing. Pavol Molnár, CSc.
univ. prof. Dr. Peter Linnert
univ. prof. Dr. Peter Bendixen

Redakčný pracovník/*Editorial assistant:*

JUDr. Peter Tkáč

Recenzenti/*Articles were reviewed by:*

- Ing. Marek Csabay, PhD., prof. Ing. Eduard Urban, PhD.,
doc. Ing. Pavol Molnár, CSc., doc. Ing. Jitka Kloudová, PhD.,
doc. Ing. Helena Majduchová, CSc.

Vydavateľ/*Publishing house:*

Bratislavská vysoká škola práva,
Fakulta ekonómie a podnikania
Tematínska 10
Bratislava 5

Spracovanie a tlač/DTP & print:



Poradca podnikateľa, spol. s r. o.
Rázusova 23A
010 01 ŽILINA
www.epi.sk

Registračné číslo/*Registration No.:*

3780/2007

ISSN 1337-4990

Obsah /Contents

■ Úvodné slovo	4
<i>Editorial</i>	
■ Digital Economics Enabling New Market Places.....	5
<i>Mag. Andrea Gaal</i>	
■ Das Verständnis der Abwärtsspirale in der Finanzwelt und deren Bekämpfungswege	13
<i>The Fight Against the Downward Spiral of the Financial World</i>	
<i>Robert Hengl Mag. (FH)</i>	
■ Manažment hodnoty podnikov pôsobiacich v oblasti poskytovania hotelových služieb....	19
<i>Valuation of Hotels</i>	
<i>Ing. Miroslav Jakubec – Ing. Peter Kardoš, PhD.</i>	
■ Assessment of Goodwill for the Squeeze Out Purposes	35
<i>Doc. Ing. Anna Harumová, PhD., Ing. Eva Kolláriková, Ing. Tomáš Korauš</i>	
■ Hedgefonds – Ein Überblick	44
<i>Mag. (FH) Thomas Malle</i>	
■ Model rozhodování skupiny a chování jednotlivce při zaopatřování veřejných statků	52
<i>prof. PhDr. František Ochrana, DrSc.</i>	
■ Von der „Privatbank“ zum „Private Banking“ – strategische Positionierung zweier erfolgreicher Anbieter in einem sich wandelnden Marktumfeld.....	59
<i>From „private bank“ to „private banking“ – strategic positioning of two competitors in a shifting market</i>	
<i>Mag. (FH) Jürgen Punzengruber</i>	
■ Interdisciplinárny prístup v skúmaní kultúrnych aspektov v medzinárodnom marketingu	64
<i>Interdisciplinar Approach in Research of Culture's Aspects on International Marketing</i>	
<i>Ing. Valéria Svobodová, PhD. – Ing. Marián Honaizer</i>	
■ Institutionelle Hedgefondskunden: Ein aktueller Überblick	77
<i>Institutional Hedge Fund Customers: a Current Overview</i>	
<i>Mag. Christian Wolf</i>	
■ Recenzie kníh.....	88
<i>Book´s Reviews</i>	
■ Pokyny pre autorov príspevkov.....	92
<i>Instructions For the Authors of the Articles</i>	

Úvodné slovo / Editorial



Vážené čitateľky a čitatelia,

Počas pomerne krátkej existencie sa vedecký časopis Fakulty ekonómie a podnikania BVŠP „Ekónomia a podnikanie“ stal, ako tomu svedčia jeho príspevky, skutočným medzinárodným vedeckým fórom publikovania a výmeny informácií.

V súčasnej dobe evidujeme už jeho 3 čísla – 1/2007, 1/2008, 2/2008 a 1/2009. Jedná sa o recenzovaný medzinárodný vedecký časopis, pričom redakčná rada časopisu je založená na medzinárodnej platforme.

Okrem príspevkov autorov zo Slovenskej republiky sú podobne ako v predchádzajúcich vydaniach časopisu publikované príspevky zahraničných autorov z Česka, Rakúska a Nemecka, pričom zahraničné príspevky počtom prevažujú nad príspevkami domácimi. Autormi príspevkov sú naši i zahraniční profesori, ale aj mladí autori, a doktorandi našej fakulty domáci i zahraniční. Príspevky boli publikované okrem slovenského jazyka aj v anglickom, nemeckom a českom jazyku a možno publikovať aj v jazyku francúzskom a ruskom.

Príspevky sú zamerané na aktuálne ekonomicke problémy a otázky týkajúce sa nielen podnikateľov a ekonómov, ale aj širokej verejnosti. Verím, že Vás zaujmú a prajem Vám osvieženie a inšpiráciu pri ich čítaní.

Ďakujem všetkým prispievateľom a recenzentom a tešíme sa na nové príspevky a podnety.

Prof. Ing. Eduard Urban, PhD.
Predseda redakčnej rady

Digital Economics Enabling New Market Places

Andrea Gaal

Keywords:

Collaborative Filtering, preference & recommender systems, algorithms, computational web intelligence

JEL Classification: D8

1. Introductory Remarks

Mankind's store of knowledge doubled between 1800 and 1900. In the 20th century it increased ten-fold. By 2050 futurologists expect human knowledge to double every day. More knowledge means more choices when it comes to making consumer decisions.

E Commerce can be regarded as a driving force in the way business is being conducted in the telecom, IT, multimedia and service industries and it is recommendations and preferences that play a major role in the field of digital economics. With an increasing amount of information and data available, businesses require more detailed information about their customers; on the other hand, customers also are interested in more detailed data about companies, products and services to be able to make informed consumer decisions.

Today customers are increasingly looking for internet guidance to obtain information. This information is actually drawn from the behaviour of the masses. Examples in this context are for instance lists of books that have been bought in the highest numbers in a market, The New York Times listing the most emailed articles, music firms like Apple's i-tunes listing the top downloaded songs. Simple filters provide this information.

Consumers are being confronted with more information than ever before in the history of mankind see these recommendations as guidance giving them some orientation in a sea of unlimited choices. It is Matthias Horx, the futurist, who claims in this context that most technological efforts to steer the user in a direction turn out to be very often 'huge efforts to exert control'. [1]

2. Searching and Browsing

It is a good recommendation engine that can make a difference for any online business. In online we can observe two fundamental activities: searching and browsing.

If a consumer knows exactly what he or she is looking for, they search for it. If a consumer is not looking for anything specific, he or she is browsing. This is a great opportunity for a recommendation engine, because the user is open to suggestions. In the same manner, a search engine may utilize recommendations when an exact match is not available for a keyword.

This is because the user gives their 'intention' through the keyword.

During browsing it is the attention of the consumer that can be channeled into many a path. If a web site is capable of giving consumers good recommendations, it is making more money. Hence the website increases the likelihood of the transaction.

3. Different Recommender Systems

We can distinguish between various types of recommender systems [2] based upon which different recommendations are being made to the consumer:

- (1) Personalized recommendation: Based upon the consumer's past behaviour & information using personalized filters
- (2) Social recommendation: based upon past behaviour of similar users using Collaborative Filtering
- (3) Item recommendation: based upon the article itself
- (4) A combination of the three approaches outlined above
- (5) Item recommendation further developed into a recommender system based upon genetics

Recommendation helps selection by reducing the number of options to a user according to given selection criteria. Most shopping websites still use conventional database queries carrying out the selection process. Consequently, consumers, non-experts, do have to spend a considerable amount of time fine tuning their query in order to get a desired number of examples for final comparison and selection.

There are several ways of making recommendations:

4. Personalized Filters: The Amazon Approach

Amazon was one of the first and most successful companies in applying recommendation technology. They are being considered a leader in online shopping and in particular recommendations. It is over a decade that the company developed a set of smart recommendations that are able to tap into a consumer's browsing history, their past purchases as well as purchases of other shoppers with the ultimate objective to lead them to the next purchase.

There are various parts to the Amazon recommendation system in order to gain insight on how they work:

First, there are social recommendations giving the consumer a statistical reason why they should purchase a particular item; e.g. 3% bought this book as well or this book ranks # 240 among all purchased books from Amazon.

But there are also personalized recommendations at play since recommendations on Amazon are based upon items that an individual clicked recently.

And there are item recommendations based upon books that have been newly released. If the consumer clicks on 'Why this is recommended to you' the text reveals a personalized customer history of a purchasing.

All recommendations are based upon past behaviour, i.e. the recommendation system is personalized; it remembers and generalizes user preferences from past requests and uses these learned parameters in future recommendations. In addition you see either the item or the behaviour of other customers on Amazon and the preference-based recommendation technique can be combined with expert opinions, peer reviews etc.

The system as such has been a big success as it combines collaborative shopping and automation. It 'remembers' what you clicked minutes but also months or years ago. What can innovative companies hold against this unique system of using recommendations to trigger purchases? A massive database and collective behaviours are hard to replicate and took over ten years to develop.

5. A Recommendation System Based upon Genetics

The answer is being found in an area that is very different from the online shopping arena: genetics. The science of genetics deals with the evaluation of genes, the DNA, encoding human traits and behavior. Family members looking alike and behaving in a similar

way do share a subset of genes. This science of genetics has been discovered 150 years ago and proved to be a powerful tool for medicine as well as history.

Things took an unexpected turning when the founders of Pandora [4], a music service, decided on the application of genetics to music.

The concept behind the music service is that we enjoy music because of its attributes. The idea was to design a music recommendation system leveraging similarities between pieces of music. This is falling into the category 'item recommendation'. In the course of a few years the project collected and accumulated data.

The novel aspect of the system was in the fact that similarity of a piece of music is being measured in terms of its 'genetic' make up. A user can quickly create a station by selecting an artist or a song and similar music is being proposed. The reason why Pandora became very successful was that it understood what makes music similar. It did not have to learn about the user, contrary to the Amazon approach. And the user enjoys instant gratification.

Some recommendation software goes a step further trying to tell you what people like you enjoyed. One reason why Amazon has been very successful is the innovative approach of utilizing software algorithms, which offer suggestions or recommendations for other books, music or consumer electronics products you as a consumer might be interested in. This requires the tracking of activity on the Amazon site and the tracking of purchases made. Similar information is being collected to better target online and mobile advertising. Recommendations are being made according to the preference of the members of the same group.

■ 6. Privacy Concerns

Information gathered can have many dark sides, however, if abused. Hence privacy concerns do exist. Companies like Google, Yahoo and Microsoft are turning into custodians of precious information about individuals. The data begin with logs of users' searches and a record of his or her interests and corresponding responses to advertisements.

This is often extended to the user's email, calendar, contacts, documents, spreadsheets, photos, videos and recommendation and online e-commerce sites. Soon they could include the medical record and the precise location (determined through his mobile phone).

In 2007 Yahoo unveiled a new search technology called 'Project Panama'. [9] This technology monitors what information internet users access on its portal and uses this information building a profile of their interests. The profiles, in turn, are used to display advertisements to the consumers most likely to be interested in them.

Another trend can be observed of a UK company called 'Autonomy' developing a technology for 'transaction hijacking'. This is monitoring when a consumer is about to make a purchase online and is in the position to suggest a cheaper alternative. This is another example where privacy concerns could be raised.

Taking into account the speed with which precious individual information is being accumulated will be testing the limits of what society can tolerate. On the one hand Google and other comparable services provide help for people to find information (at currently no charge) and letting advertisers promote their goods and services in a targeted way. Some terrible intrusions into privacy could occur. Currently data are being stored over a period of two years. A group of the EU Commission on data protection law is currently investigating whether this adequately protects privacy rights.

■ 7. Positive Side: Improving Customer Service

On the positive side, companies like Amazon appear to be using their profiling data to also identify their top customers making this information available real time to their customer service; hence, they are in turn, better able to exceed customer expectations.

Journalist Joe Nocera tells of his experience when Amazon replaced a Playstation 3, which he meant to give to his son for Christmas, and which mysteriously disappeared before his door. Amazon was not at fault but still provided this service of re-shipping the product at no cost to the customer. This was done because the profiling data of this particular customer, who wrote about this positive customer experience, in an article published by the Wall Street Journal [3] titled 'Put Buyers First? What a Concept', were available and used by Amazon.

In general, the preference-based recommendation approach can greatly improve the efficiency of online-shopping and other information selection processes. A huge amount of data is being made more accessible and manageable for consumers.

■ 8. Collaborative Filtering and Social Recommendations

Netflix, an online film rental company, takes a different approach and recommends films based on films that you, as an individual, have recommended to others in the past. According to Ian Ayres in his book 'Super Crunchers' [4], 'this is truly 'collaborative filtering', because your ratings of films help Netflix make better recommendations to others and their ratings help Netflix make better recommendations to you.'

Collaborative Filtering [5] is the 'process of filtering for information using techniques involving collaboration among multiple agents, viewpoints, data sources etc.' Collaborative Filtering methods have been applied to many different types of data (e.g. financial data, e-commerce and web 2.0 applications where the focus is user data).

The method of making automatic predictions (filtering) about the interests of a user by collecting taste information from many users (collaborating). The underlying assumption is that those who agreed in the past tend to agree again in future. (e.g. A Collaborative Filtering or recommendation system can make predictions about which music a user should like, given a partial list of that particular user's tastes, likes or dislikes.)

One of the advantages of collaborative filtering is the diversification of usage, which means the 'Long Tail' is being leveraged.

■ 9. The Long Tail

'The Long Tail' [6] was the title of an article that first appeared in Wired Magazine in October 2004. Within a short period of time, it became the most cited article and the term 'long tail' became synonymous with the possibility to reach niche markets and new opportunities. The analysis did not only apply to the new economics of the entertainment and media industries.

■ 10. Demand-side and supply-side drivers

The key supply-side factor that determines whether a sales distribution has a Long Tail is the cost of inventory storage and distribution. Where inventory storage and distribution costs are insignificant, it becomes economically viable to sell relatively unpopular products; however, when storage and distribution costs are high, only the most popular products can be sold. Let us look at film rentals as an example: A traditional film rental store has limited shelf space, which it pays for in the form of building overhead; to maximize its profits, it must stock only the most popular movies to ensure that no shelf space is wasted. Because a company by the name of Netflix stocks films in centralized warehouses, its storage costs are far lower and its distribution costs are the same for a popular or unpopular movie. Netflix is therefore able to build a viable business stocking a far wider range of films than a traditional film rental store. Those economics of storage and distribution then enable the advantageous use of the Long Tail: Netflix finds that in aggregate, "unpopular" films are rented more than popular movies.

Nearly two thirds of films are recommended by the Netflix site. Different films are being recommended to different people. As a result, over 90% of films that the company

offers in its catalogue consisting of 50.000 movies are being rented approximately once a month. It is the collaborative filters in this model that allows sellers to access the Long Tail of the preference distribution. An implication of this is that customers are able to put themselves into rare market niches, which traditionally were difficult to find.

Reed Hastings, CEO of Netflix aforementioned, cites statistics illustrating the niche recommendations: 'Historically Blockbuster has reported that about 90% of the movies they rent are new theatrical releases. Online they are much more niche: about 70% of what they rent from their website is new releases and about 30% is back catalogue. That's not true of Netflix. About 30% of what we rent is new releases and about 70% is back catalogue and it's not because we have a different subscriber. It's because we create demand for content and we help you find great movies that you'll really like. And we do it algorithmically, with recommendations and ratings.' [6]

Since then, a counterpoint to the argument has been brought forward as referenced by Anita Elberse in the August 2008 issue of the 'Harvard Business Review'. In the article the author's research proves that 'success is concentrated in ever fewer best selling titles at the head of the distribution curve. From 2000 to 2005 the number of titles in the top 10% of weekly sales dropped by more than 50%-an increase in concentration that is common in winner-takes-it-all markets. The importance of individual best-sellers is not diminishing over time. It is growing.' These trends could be observed not only in the home video market but also in the recorded music industry. [11]

■ 11. Social cost to exploiting the long tail

Chicago law professor Cass Sunstein worries that there is a social cost to the exploitation of the Long Tail: 'The more successful these personalized filters are, the more we as citizenry are deprived of a common experience. [4] Companies like Amazon that have a conservative profile of one customer, which might be based upon the purchase of one product classifying the customer in the wrong category, might only suggest books or music in a narrow field of interest, not giving the consumer sufficient choice.'

Or, alternatively, news publications exposing customers only to information fitting with their narrowly preconceived preferences as Nicholas Negroponte, MIT professor and famous writer and speaker on media technology, [6] points out when talking about 'personalized news' features and the emergence and the downside of the 'Daily Me'.

Filtering of news or information in general has been around for a long time. The major difference now is that it is actually technology which is creating listener censorship; this in turn is 'diabolically more powerful' [4]. Places are being created where the individual decides what the news of the day actually are. One example is Google News giving you the option to personalize the news you want to be informed about. From a technical point of view, it is RSS Feeds and Email Alerts allowing you to select the news you wish to be confronted with. Furthermore, some news like for instance social issues some decide to ignore could simply be filtered out.

■ 12. The Wisdom of the Crowds

Another interesting phenomenon in this context is the fact that groups, seemingly, make better predictions than individuals. All the aforementioned examples of collaborative filters are based upon the assumption which is dealt with in the book 'The Wisdom of the Crowds' by James Surowiecky [7]. It deals with the question which is expressed in the subtitle, 'Why the Many are Smarter than the Few and How Collective Wisdom Shapes Business, Economies, Societies, and Nations.'

Exploring the deceptively simple notion that large groups of people are smarter than an elite few the author gives sophisticated arguments with profound implications on how both personal and business decisions are being made, how problems are solved, innovation is being fostered and filters are being utilized.

How does one find the wisdom of the group? By simply calculating the average estimate, which is 'very likely to be closer to the truth than any of the individual estimates' [4] 'Some people guess too high, while others will guess too low – 'but collectively the high and the low estimates tend to cancel each other out'. In many TV shows one can observe that the audience when asked a question will produce the correct answer 90% of the time. In this sense, collaborative filtering can be regarded as 'a kind of tailored audience polling.' [4] People who have the same interests as you do, will very likely make accurate guesses on the books, films or music you might enjoy.

13. Predictive Preference Models

There are other methods of prediction going beyond conscious preferences. They are utilizing predictive statistical models; hence they do not analyze conscious choice of users like the aforementioned Amazon or Netflix systems.

eHarmony, for instance, produced a formula to predictive preference. It is trying to match compatible people by using personality and character traits people may not even know they have or not able to articulate. People that are being matched are similar and according to Robert Cialdini in his book 'Influence' [8] 'we like people who are similar to us (...) whether the similarity is in the area of opinions, personality traits, background, or life-style'[8].

Other companies like Perfectmatch are using data driven matching based upon a modified version of the Myer-Briggs personality test. This test has been used in many companies since its creation in the 1940s when Isabel Briggs Myers and her daughter Katherine designed a test which was based upon a theory of different personality types by Carl Jung. The test, in turn, classified people into sixteen different basic types of personalities. The company utilizes this system today for pairing people with complementary personalities.

While eHarmony match people who are very similar, i.e. are a lot like each other, i.e. whose intelligence ratings are similar, whose intelligence, curiosity and spirituality are very similar, Perfectmatch and a company called true.com look to match personalities rather complementing each other.

For business purposes, there is a differentiation between a *similarity* model versus a *complementary* model. The data behind the matching rules are proprietary – contrary to other data that can be downloaded freely and are publicly accessible.

Both models utilize matching algorithms in their service offerings that are not exclusively data-driven. At least partially, they do rely on conscious preferences that clients make.

Prediction strategies have an impact on a variety of businesses: e.g. supply chain mechanisms in the business world 'exploiting the hidden determinants of profitability' engaging in 'analytical competition' [4]

A majority of the top global retailers like Walmart utilize the same data-mining firm, Terradata; so do the majority of airlines and banks. Companies like UPS predict when it is that one of their customer's loyalty might be at risk and tries to act before the customer thinks about switching to a competitor. One of their salespersons is calling the customer in a proactive way resolving issues before the customer is lost and by doing that dramatically minimizing the risk of losing a customer.

The implication of the advent of terra-mining is that companies like for instance airlines are giving special treatment to those customers that have the highest turn over with them, not just the ones that fly most miles. With this particular set of data, airlines are giving special treatment favouring 'A' customers by giving them upgrades and access to other special services like a back massage or a meditation room. This is a new era in which 'firms sometimes know more about consumers than the consumers know about themselves'. [4]

Another model can be seen in the area of social networking. Facebook is also working on a system which combines profiling for targeting advertisements. Facebook collects a huge amount of data from not only what users share regarding their favourites and preferences but also on age, gender, location of the user. However, 'eventually, it hopes to

predict what products and services users might be interested in even before they have specifically mentioned an area.' [10]

■ 14. Outlook

This model could be potentially very strong for advertisers. Whereas Google's ads are key-word targeted aiming at demand fulfillment, i.e. people conducting internet searches trigger the process; they are the people who are actively searching for something they are interested in.

On the other hand, Facebook, could target a group of users called 'demand generation' [10]. This would involve utilizing information available not only from the user but also from his or her friends on the site and their activities and interests. This model, in turn, would try to predict what people might want before they have even specifically mentioned what they might want.

One risk might not only lie in the relationship with Microsoft, which is also attempting to develop new technology making it easier for advertisers to place targeted advertisements on Facebook. Another hurdle might lie in the users themselves who might be protesting against the commercial use of their personal information for the gain of Facebook.

All of these preferences and recommendations systems have their promoters and sometimes their skeptics. Some of the debates into the preferred system crosses over into the debates into the most effective research techniques. It is better to ask a user to determine brand awareness and intention to buy or to observe the user's actual actions. How will marketers sift through what potential customers say they will do and their actions. Then, using the various types of market research, how do marketers segment their potential customers based upon their personality, character and sociological traits?

Mobile advertising will be able to utilize the user behaviour, user recommendations, group behaviour to target ads and for recommendations, creating a cycle which will enable micro-targeting, niche marketing and ever more revealing user profiling.

Why are these recommendations systems important in mobile marketing and advertising? First, due to the constraints on mobile browsing and user experience, recommendations might be even more of value in a mobile environment, to assist users in making decisions on which music, books, films, podcasts or other products to buy, whether via m-commerce, e-commerce or through traditional channels. Second, the algorithms, number crunching and profiling, which is used for recommendations are similar to, and will be used for profiling of mobile users. The user behaviour profile as well as group behaviour profile can then be utilized for targeted advertising.

■ Summary

In the age of information explosion various recommendation systems can prove to be useful accessing information and in e-commerce driving consumers, who are just browsing, towards a transaction. There are different recommender systems utilizing personalized filters, collaborative filtering in a social setting, item recommendations based upon one article, a combination of the above, or alternatively, recommendations based upon genetics. Despite the fact that more successful targeting is being made possible, privacy issues, especially in the context of predictive preference modes, prevail. The next logical steps will be in the arena of mobile advertising as micro-targeting through more transparent user profiles will be made possible.

■ Literature

- [1] Horx, M.: Technolution, Frankfurt, 2008, p. 113, ISBN 978-3-593-38555-6
- [2] Iskold, A.: The Art, Science and Business of Recommendation Engines, <http://www.readwriteweb.com>, p. 2-4
- [3] Nocera, J.: Put Buyers First? What a Concept!, Brussels, Wall Street Journal, p.32
- [4] Ayres, I.: SuperCrunchers. How Anything Can be Predicted. London : John Murray, 2007, p.20-29, ISBN 978-0-7195-6463-5
- [5] http://eu.wikipedia.org/wiki/collaborative_filtering

- [6] Anderson, C.: *The Long Tail. How Endless Choice is Creating Unlimited Demand*. London : Random House Business Books, 2006, p. 109, ISBN 9781844138500
- [7] Surowiecki, J.: *The Wisdom of the Crowds. Why the Many Are Smarter than the Few and How Collective Wisdom Shapes Business, Economies, Societies, and Nations*. New York : Random House, 2004, ISBN 0-385-50386-5
- [8] Cialdini, R.: *Influence. The Psychology of Persuasion*. New York : Quill William Morrow, 1993, p. 173, ISBN 0-688-12816-5
- [9] Daniel, C.: Google's Goal to Organize Your Daily Life, London : Financial Times, 23 May 2007, p.1
- [10] Delaney, K.: Facebook's Ad Makeover. Brussels : Wall Street Journal Europe, 23 August 2007, p. 24
- [11] Elberse, A.: Should You Invest in the Long Tail?, Amsterdam, The Harvard Business Review, July-August 2008, p 92

Contact:

Mag. Andrea Gaal

c/o Sony Ericsson
Ungargasse 64-66,
Stiege 1, Top 110, A-1030 Vienna
e-mail: gaal_andrea@yahoo.com

Das Verständnis der Abwärtsspirale in der Finanzwelt und deren Bekämpfungswege

*The Fight Against the Downward Spiral
of the Financial World*

Robert Hengl

Keywords:

financial crisis, crowding out, step in, stabilisation plan, state aid, hands off, in the long run we're all dead, liquidity crisis, deposits guarantee, governmental steps, long term view, ECB, interdependency

Das Verständnis der Abwärtsspirale in der Finanzwelt und deren Bekämpfungswege

Hände weg von staatlicher Kontrolle, weil der Staat nicht wirtschaften kann. Viele Personen, die den „uneingeschränkt“ freien Markt noch vor kurzem befürworteten, sehen bzw. erleben eine Entwicklung im Kapitalmarkt, die nicht besser umschrieben werden kann als ein sich vergrößerndes schwarzes Loch, welches immer mehr, in sich hinein verschlingt.

Bevor jedoch das „Nichts“ jegliche Stufe unserer Sozialisation zerstört und ein unendliches Leid in der Weltbevölkerung hervorruft, sehen viele Wirtschaftsakteure die letzte Chance, eine Katastrophe zu vermeiden, indem man den Staat nun um Hilfe bittet, den Geldstrom wieder zum Fließen zu bringen. Ein gefährliches Unterfangen, wenn man bedenkt, dass vor der Krise dem Staat keine adäquate Wirtschaftskompetenz zugetraut wurde noch dem Staat es gelang, Rahmenbedingungen zu definieren, um eben eine Krise dieser Art zu verhindern.

Was sind nun die Gründe, die eine Abwärtsspirale in dieser Dimension hervorruft, so dass eine Staatshilfe zur Rettung von Banken unausweichlich erscheint?

Geld ist kein reeller Gegenstand, den man wie ein Gut angreifen kann. Es ist ein standardisiertes verbrieftes Versprechen, auf das sich eine Gruppe von Marktteilnehmern geeinigt hat, um es für den Einkauf reeller Güter einzusetzen bzw. für die Entschädigung von Dienstleistungen heranziehen zu können. Nun kann das verbriezte Versprechen in Form von Geldscheinen mit ausgewiesener Nominalwert ausgehändigt werden oder auch nur auf einem elektronischen Konto als Geldeinlage oder Spareinlage ausgewiesen werden. Da das Vertrauen in die „Verwalter“ – meine Bezeichnung für eine Bank aus der Sicht eines kleinen Bankkunden – der elektronischen Konten historisch gewachsen ist, stieg das Volumen kontinuierlich an. Dabei vertraut der Kunde dem Verwalter, durch den geschickten Umgang mit dem Versprechen einen Mehrwert generieren zu können. Das Risiko bei der Übertragung solcher Versprechen an andere Marktteilnehmer existierte daher zumindest in der Wahrnehmung lediglich beim Verwalter, nicht jedoch beim kleinen Bankkunden.

Seit 2007 werden schockierende Summen von Verlusten in den Banken bekannt, so dass der kleine Bankkunde nun befürchtet, dass der Verwalter seines Versprechens seinen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen kann, eben die Versprechen einlösen zu können. Steigt die Angst wäre die Folge ein Hineinstürmen der kleinen Bankkunden in die Bank, um ihre Versprechen in Form des verbrieften Versprechens abzuholen, d.h. die

Barbestände abzuheben. Die Bilder der langen Menschenschlangen vor einer Bank erinnern uns nicht nur an die Wirtschaftskrise 1929, sondern zeigen uns, dass bei später Reaktion zuständiger Hoheitsinstanzen auch heute, wie im Falle Northern Rock, einer englischen Bank, ein „Bankrun“ möglich ist. Nur wenn seine Einlagen gesichert sind, erspart sich der kleine Bankkunde den Weg zur Bank.

Gesichert versteht sich der Kunde nicht durch die Zusage der Bank, d.h. des Verwalters selbst, auch wenn diese mehr als gesund ist, sondern wenn der Staat es verspricht. Zu sehr haben falsche Versprechen diverser Banken der Institution Bank die Vertrauenswürdigkeit in diesem Belange genommen. Die Verwalter vertrauen sich ja nicht mehr selbst untereinander, warum sollte es dann der kleine Bankkunde? Der Schrei nach Ordnung oder Garantie durch den Staat, zieht sich über alle Banken, global. Die Neuordnung und Beruhigung kann nur dadurch erzielt werden, dass nicht durch Vertrauensverlust Gelder aus dem System durch Behebungen entzogen werden und der Liquiditätsfluss noch mehr ins Stocken gerät.

Zum besseren Verständnis möchte ich kurz über makroökonomische Grundlagen unter Berücksichtigung sozialökonomischer Aspekte den Bogen zur realen Ökonomie unter besonderer Betrachtung des Bankensektors spannen.

Sehen die Monetaristen die Ursachen für konjunkturelle Auf- und Abschwünge in den Eingriffen des Staates (durch diskretionäre Staatsausgaben und Steuerpolitik) und in der diskontinuierlichen Entwicklung in der Geldpolitik (Monetaristen → Money matters), fordern sie daher lediglich die Schaffung stabiler Rahmenbedingungen und eine Wirtschaftspolitik, die berechenbar bleibt. Die monetäre Stabilität dient zur Erwartungsstabilisierung. Dies kann jedoch nur dann erfolgen, wenn eben der Staat nicht eingreift. → Hands off! Der Monetarismus bezieht sich auf eine ökonomische Theorie, die das gesamte Wirtschaftsgeschehen ausschließlich durch das Geld, genauer: die Geldmengenpolitik sieht und entsprechendes Handeln des Staates, nämlich vollständiges Nicht-Intervenieren. Der Monetarismus geht auf Milton Friedman zurück und hat in den vergangenen Jahrzehnten die US-amerikanische Wirtschaftspolitik dominiert.

Im Gegensatz dazu befürworten die Keynesianer den Eingriff des Staates und zwar in jener Form, antizyklisch zur Konjunktur einzugreifen, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu steuern und so Stabilität über einen längeren Zeitraum zu gewährleisten. „Step in“ ist die Devise. Nach Krisen dauert es unter Umständen 20 bis 30 Jahre, bis sich die Dinge wieder einpendeln. Bekannt wurde die Aussage Keynes in diesem Zusammenhang. „In the long run we're all dead!“ Der Keynsianismus ist in den siebziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts „aufgegeben“ worden. Die wesentlichen Erkenntnisse waren, dass der breite Wohlstand nicht durch „deficit spending“ gesteigert werden kann. Ein Eingreifen durch den Staat brachte zudem Wettbewerbsverzehrungen, wirkte schließlich preistreibend, sprich eine höhere Inflation war sodann die unausweichliche Folge. Durch Subventionen wurden „schwächere Marktteilnehmer“ am Leben gehalten, anstatt sie durch Wettbewerbsfitness zu stärken.

In welchem Zusammenhang stehen diese beiden Denkschulen im Verständnis mit der Finanzkrise?

Nun muss man verstehen, dass mit der steigenden Verschuldung durch den Staat die Frage nach der Finanzierung bzw. der Finanzierbarkeit wohl aufkommen wird. Dabei geht es um einen Trade off – eine schnellere temporäre Erleichterung gegen eine höhere Last für die nachkommende Zeit, gleichbedeutend mit nachkommender Generation. Tritt der Staat als zusätzlicher Nachfrager im Markt auf, so kommt es zu Marktverschiebungen, die überzeichnet sogar zur Verdrängung des privaten Marktteilnehmers führen kann – „Crowding-out“. Ökonomische Modelle zeigen, dass erhöhte Ausgaben ohne reelle Wertschöpfung zu Preissteigerungen führen, somit die Kaufkraft einer Volkswirtschaft in Zukunft wieder zu sinken droht.

Die Gefahr der Verdrängung durch Staatsausgaben gilt jedoch nicht für Ausgaben, die als langfristige Investitionen gelten. Die wesentlichsten Formen dabei umfassen Forschung & Entwicklung, Infrastruktur und Ausbildung. Langfristige Pläne können jedoch

von der Privatwirtschaft unter Beachtung aller betriebswirtschaftlichen Aspekte nur bedingt umgesetzt werden. Der Private wird ja nur dann langfristig investieren, wenn er selber einen Nutzen hat. Die gesellschaftspolitische Verantwortung für die weitere Zukunft trägt er ja nicht. Würde der Staat daher nicht seine Rolle einnehmen, wäre es unter sozialökonomischen Aspekten betrachtet eine Unzumutbarkeit, da die breite Ausbildung über alle Bevölkerungsschichten nicht gewährleistet werden könnte. Straßen würden nur gebaut werden, wenn eine Maut zur Rückzahlung der Ausgaben eingehoben werden darf.

Während Unternehmungen in kürzeren Zeitspannen planen, obliegt die Langfristplanung und die sozialökonomische Steuerung in der Hand des Staates. Die Auswirkung von kollabierenden Banken hätte als Folgereaktion sehr langfristige Effekte in der vernetzten Ökonomie verursacht, z.B. Schmälerung von Pensionen, da Versicherungen erheblich betroffen sind, Zusammenbrüche von Unternehmungen, da diverse Finanzierungszusagen nicht eingehalten werden können,.....

■ Wenn von Staatshilfen für Banken gesprochen wird, muss man nun die unterschiedlichen Mechanismen und ihre Auswirkungen im ökonomischen Umfeld durchleuchten.

Aus heutiger Sicht (Oktober 2008) ergäben sich 5 Möglichkeiten der nationalen Interventionsmöglichkeiten, deren Akzeptanz international gesichert scheint:

- Vorübergehende Schaffung von nationalen Clearingstellen zum Liquiditätsausgleich, um das Ausfallsrisiko der Banken auf den Staat zu übertragen
- Änderung der gesetzlichen Verankerung der Einlagensicherung in der Höhe und Ausweitung der Garantie auf Schuldverschreibungen
- Übernahme langfristiger Schuldverschreibungen von Banken
- Die Teilverstaatlichung durch Staatsbeteiligung als Risikoschirm für systemrelevante Banken
- Dotations eines Krisenfonds, um Portfolios zur Eigenmittelentlastung der Banken abzukaufen und Liquidität den Banken zuzuführen

■ Vorübergehende Schaffung von nationalen Clearingstellen zum Liquiditätsausgleich, um das Ausfallsrisiko der Banken auf den Staat zu übertragen

Banken, die über überschüssige Liquidität (zumeist Kurzfristliquidität) verfügen, ziehen es vor, Gelder an die Notenbank zu geben oder Staatsanleihen mit kurzen Laufzeiten zu kaufen. In den USA sieht man, dass trotz Null Prozent Verzinsung der Staatsanleihen die Elastizität zur Rückkehr zum Interbankenmarkt nicht ausreicht. Der laufzeitadäquate Interbankenzinssatz bringt über 4%. Die Europäische Zentralbank (EZB) pumpt zwar massenhaft Liquidität in den Markt, doch gibt sie nur Liquidität gegen entsprechende Sicherheiten.

Welche Sicherheiten nun von der EZB angenommen werden, wurde zwar ständig ausgeweitet, man spricht dabei von tenderfähigen Wertpapieren, doch reicht dies bei weitem nicht aus, den Kreditbestand einer Bank und die Neuvergabe von Krediten zu refinanzieren. Vor der Krise war es ja möglich, über den Kapitalmarkt langfristige Anleihen zur Refinanzierung der Kredite begeben zu können. Solange aber diese Quelle nicht funktioniert, muss eine alternative Möglichkeit geschaffen werden, denn ohne Refinanzierungsmöglichkeit sieht sich die Bank nicht imstande, neue Kredite zu vergeben. Die Folge wäre eine Kreditklemme mit schweren Folgen für die Realwirtschaft.

Das Risiko für den Staat besteht in der Übernahme des Ausfallsrisikos in der Höhe der Forderung gegenüber einem oder mehreren Instituten. Sofern der Staat ohnedies Mechanismen vorsieht, dass keine nationale Bank mehr ausfallen soll, kann er die Höhe der ausstehenden Forderung in ein Sanierungskonzept einarbeiten.

■ Änderung der gesetzlichen Verankerung der Einlagensicherung in der Höhe und Ausweitung der Garantie auf Schuldverschreibungen

Das Kerngeschäft einer Bank umfasst unter anderem eine Fristentransformation. D.h. Einlagen mit kürzeren Laufzeiten werden entgegengenommen, um langfristige Kredite vergeben zu können. Ziehen Kunden ihre Einlagen (Sparbücher und Termineinlagen) ab, so kann die Bank nicht gleichzeitig den bereits vergebenen Kredit fällig stellen. Dies löst in der Bank eine Finanzierungslücke aus, die existenzbedrohend sein könnte. Insofern hilft die Garantiezusage des Staates zur Beruhigung der Sparer. Bliebe die Garantie in der ursprünglichen Höhe über z.B. 20.000 Euro wie in Österreich, so reagieren die Sparer mit emotionalen Transaktionen. Die Einlagen würden über mehrere Banken aufgeteilt, bzw. in jenes Land transferiert, dessen Garantie höher ist als im eigenen Land. Durch die staatliche Garantie bleiben die Anleger beruhigt und sehen keine Notwendigkeit, unangemessen reagieren zu müssen. Doch muss an dieser Stelle festgehalten werden, dass mit einem „step in“ durch den Staat neue Wechselwirkungen entstehen. Werden nur die Spareinlagen gesichert, werden Anleihengläubiger schlechter gestellt. Diese würden mit zunehmender Wahrscheinlichkeit Anleihen verkaufen, um in Sparbücher umzuschichten.

Da Spareinlagen nicht zu den Langfristrefinanzierungsinstrumenten zählen, würden die für die Stabilität einer Bank begebenen langfristigen Schuldverschreibungen im Produktvertrieb zu Gunsten von kurzfristigen Sparbüchern verdrängt werden. Da Anleihen eine qualitativ höherwertigere Refinanzierungsform für die Bank darstellt, wäre die Ausweitung der Garantie auf Schuldverschreibungen, zumindest temporär ebenso wünschenswert. Ebenso gilt zu bedenken, dass es mit dem Eintritt des Staates zu einem Wettkampf der Regionen kommen kann. So profitieren Banken mit guten Staatsbonitäten (Triple A Rating) wie z.B. Österreich oder Deutschland. Die im Verhältnis schlechtere Bonitäten wie z.B. Italien, Ungarn, Tschechien, Slowakei,.. erleiden demnach einen Wettbewerbsnachteil. Im schlimmsten Falle ziehen Anleger aus den genannten Regionen ihre Einlagen ab, um diese in Banken mit Staatsgarantien besserer Bonität einzulegen.

■ Übernahme langfristiger Schuldverschreibungen von Banken

Werden langfristige Schuldverschreibungen der Banken gegen entsprechendes Hafungsentgelt mit Staatsgarantien ausgestattet, könnte der Markt diese Anleihen aufgrund der guten Bonität des Staates aufnehmen. Auch dabei gilt es auszuloten, welche Wechselwirkung damit verbunden wäre. Einerseits könnten Staatsanleihen generell an Wert verlieren, da für die Platzierung der Bankanleihe eine höhere Verzinsung benötigt wird, aber gleichzeitig keine differenzierte Bonitätsqualität mehr zu Staatsanleihen besteht. Eine Verdrängung von Staatsanleihen wäre die logische Folge. Auch bestünde die Gefahr eines Angebotsschocks, da viele Banken aufgrund der Finanzkrise schon mehr als ein Jahr keine langfristige Schuldverschreibung begeben könnten.

Ein Überschwemmen des Marktes mit staatsgarantierten Anleihen kommt einer höheren Verschuldung durch den Staat gleich und einem damit verbundenen höheren Emissionsprogramm. Dies führte dazu, dass die Renditen wieder steigen. Diese Strategie bedingt notwendigerweise eine akkordierte Vorgehensweise mit der Notenbank. Erst durch das starke Absenken der kurzen Zinsen können die Kurzfristanleger auf die lange Seite gelockt werden, um so das starke Angebot annehmen zu können.

Alternativ könnte der Staat langfristige unbesicherte Anleihen der Bank übernehmen. Diese Lösung hätte unter Umständen mehr Charme, da es zu keiner Verwässerung von staatsgarantierten Anleihen in unterschiedlichsten Ausprägungsformen kommt. Zusätzlich blieben die Limite der Investoren für die Bank frei, wenn es darum geht, nach der Krise unbesicherte Bankanleihen wieder zu platzieren. Der Staat nimmt einerseits dabei das Ausfallsrisiko der Bankanleihe, andererseits der Bank das Fristentransformationsrisiko ab. Dadurch könnten die Banken wieder langfristige Kredite vergeben. Zur Refinanzierung der langfristigen Käufe könnten vom Staat Emissionen in kurzen Laufzeiten begeben

werden, da in diesem Laufzeitfenster derzeit ein Nachfrageüberhang besteht. Der Trade off für den Staat besteht darin, einen zusätzlichen Ertrag (=Bonitätsaufschlag der Banken im Vergleich zu Staatsanleihen) erwirtschaften zu können. Die Marktirritation (fehlende Nachfrage und psychologischer Streik der Investoren) bietet daher auch eine Chance für den Staat, die Zinsenbelastung zu reduzieren, vorausgesetzt, dass Banken nicht wirklich ausfallen und eine Abschreibung notwendig wird.

■ Die Teilverstaatlichung durch Staatsbeteiligung als Risikoschirm für systemrelevante Banken

Diese Unterstützungsart durch den Staat ist wahrscheinlich die heikelste in der Interpretation. Während es zuvor immer um Liquidität der Banken ging, wird nun das Thema Eigenkapital durchleuchtet. Zum Schutze der Gläubiger und Sparer sieht das Bankwesen-gesetz/Kreditwesengesetz die Vorgabe einer Mindesteigenkapitalquote vor. Für jedes Risiko wird daher ein Polster benötigt, welches in Form von Risikokapital oder Eigenkapital in der Bank vorhanden sein muss. Fallen Kredite aus, so schmälert dies zunächst einmal den zu erwartenden Gewinn. Werden aus bilanzierungstechnischen Ansätzen „Abwertungen“ aus marktbedingten Preisen notwendig, so können diese je nach Zuordnung der Bankbücher entweder in die Gewinn- und Verlustrechnung einfließen, aber unter Umständen auch direkt gegen das Eigenkapital gebucht werden.

Da systemisch bedingt alle Kreditaufschläge (Ausnahme sind Staatsanleihen) ungemein angestiegen sind, sind die im entgegengesetzten Verhältnis reagierenden Marktpreise für Anleihen stark abgestürzt. Eine Schmälerung des Gewinnes oder eine Reduktion des Eigenkapitals ist daher die Folge. Erfüllt eine Bank die Eigenmittelerfordernisse nicht mehr, so wird die Bankenaufsicht das Management zwingen, entweder eine sofortige Kapitalerhöhung durchzuführen, Vermögenswerte zur Eigenmittelentlastung zu veräußern oder aber die Zukunft in der Hand einer stärkeren Bank oder eines anderen Eigentümers erzwingen.

Da der Kapitalmarkt in der Finanzkrise auch für Kapitalerhöhungen nicht aufnahmefähig ist und mangels Kaufinteressenten die Vermögensveräußerung nur mit erheblichen Abschlägen zu Gunsten des Käufers erfolgen kann, wird diese „Teilnehmerabstinenz“ nur durch ein „step in“ des Staates ersetzt werden können. Die Abwärtsspirale der Vermögensvernichtung ist nicht zuletzt auf die Strategie vieler Banken zurückzuführen, die aufgrund der Marktlage versuchen ihr Eigenkapital zu entlasten, indem Vermögenswerte abverkauft werden.

Nun kann sich der Staat über eine Kapitalerhöhung an einer Bank beteiligen. Hierbei werden vermutlich unterschiedliche Varianten zur Verfügung stehen. Diese reichen von Stammaktien über Vorzugaktien bis hin zu Hybridprodukten wie Wandelanleihen oder andere Emissionen mit Mezzaninefinanzierungseigenschaften. Für jede staatliche Hilfe werden von den Banken substantielle Gegenleistungen erwartet. Die Vergabe der Staatsgelder wird mit strengen Auflagen verbunden sein, die unter anderem die Banken verpflichten werden, ihre Geschäftsmodelle, Bonussysteme und Abfindungsregeln zu reformieren. Mit diesen vertraglichen Verpflichtungen soll der Staat erreichen, dass selbst dann Einfluss auf das Bankmanagement ausgeübt werden kann, wenn er über keine Mehrheit der Aktien verfügt.

Durch Kapitalerhöhungen kann der Ausverkauf von Vermögenswerten abgebremst werden und angeschlagene Banken weiter existieren. Der Zeitpunkt für den Einstieg von Investoren oder vom Staat erscheint günstig, da die Aktienkurse relativ tief sind. Wenn zudem alle Staaten theoretisch ihre Banken auffangen, sind jene Marktpreise der im Anlagebestand befindlichen Finanzwerte im Verhältnis zum Risiko zu tief bewertet. Die als Gegenleistung kolportierte Inanspruchnahme von zusätzlichen Rechten im Zuge einer Kapitalerhöhung wäre aber eine Verdrängung der Rechtsansprüche bestehender Aktionäre, welche einer vorrangigen Beteiligung gleich käme. Die strenger additiven Auflagen führen zu einer Wettbewerbsverzerrung, so dass eine Normalisierung der Geschäftaktivitäten und die „Freilassung“ in die Privatwirtschaft behindert werden. Sollten jedoch gewisse Auflagen betriebswirtschaftlich und aus dem langfristigen Blickwinkel

sinnvoll sein, so wäre eine Adaptierung des Bankwesengesetzes/ Kreditwesengesetzes, welche für alle Banken Gültigkeit hat zielführender als eine mit der Staatsbeteiligung verknüpfte Sonderregelung zu schaffen.

■ Dotation eines Krisenfonds, um Portfolios zur Eigenmittelentlastung der Banken abzukaufen und Liquidität den Banken zuzuführen

Diese Variante entspricht mehr dem Konzept des amerikanischen Notfallplanes. Der Staat könnte zwar mit dem Fonds den Nachfrageausfall bei der Veräußerung von Vermögenswerten kompensieren und gleichzeitig Liquidität den Banken zuführen, doch wird es schwer sein, den entsprechenden Wert für die Übernahme der Vermögenswerte zu finden. Es bestünde in der genaueren Betrachtung die Gefahr, dass mit diesem Lösungsplan schlechte Assets dem Fonds übergeben werden, der Staat somit auf schlechter Qualität sitzen bleibt, wo hingegen die Bank sich positiv sanieren könnte und die Gewinne wieder dem Aktionär zukäme. Dieser Sanierungsplan führt vermutlich dazu, dass Verluste sozialisiert werden, die Gewinne aber nur dem Aktionär zukommen. Daher wird vermutlich dieser Lösungsansatz in Europa nicht umgesetzt werden.

■ Abschließende Bemerkung

Der politische Wille, die Krise zu bekämpfen, ist sehr groß. In dem Fünf-Punkte-Plan vom 10. Oktober 2008 sagen die G-7-Finanzminister und Notenbankchefs zu, sie würden Zusammenbrüche großer Banken zum Schutz der Finanzsysteme verhindern und dem Sektor staatliche Mittel zugänglich machen. „Step in“ heißt nun die historisch so kritisierte Devise, um Schlimmeres zu verhindern. Genau deswegen wird es genau auszuloten sein, dass keine Marktteilnehmer diskriminiert werden und der Staat gesunde Banken in ihrem Schaffen verdrängt. Die Krise wird als eine länger andauernde eingestuft. Die von den Staaten eingesetzten Mechanismen müssen unter genauer Beobachtung bleiben, damit kein weiterer Schaden entsteht. Denn wenn der Staat dahintersteht, muss verhindert werden, dass durch Moral Hazard die Wettbewerbsfähigkeit der Banken sowie das Risikobewusstsein sich verschlechtern.

■ Summary

Finance ministers and central bankers from the group of seven leading economies agreed to coordinated action in an effort to stabilize the global financial system. Under this agreement the guarantees will have to be offered on commercial terms, must be available to banks of all nationalities, and government will be able to attach conditions including assurances on providing credit to companies and households. „Step in“ is no longer just a slogan of Keynesian economics, it's a necessary step to be taken to restore market confidence and keep the money go around.

Kontakt:

Robert Hengl Mag. (FH),

Head of Fixed Income Trading & Sales, Oesterreichische Volksbanken-AG,
robert.hengl@volksbank.com

Manažment hodnoty podnikov pôsobiacich v oblasti poskytovania hotelových služieb

Valuation of Hotels

Miroslav Jakubec, Peter Kardos

Klúčová slova:

hotel, hodnota, metódy ohodnotenia

Key words:

Hotel, Value, Valuation methods

1. Všeobecne o nehnuteľnostiach

Bez ohľadu na stagnáciu alebo rast národného hospodárstva, obchody s nehnuteľnosťami sú považované za hlavné aktívum pri dlhodobých investíciách. Podnikatelia sa taktiež zaujímajú o realitné obchody z toho dôvodu, že pri poskytovaní úveru je nehnuteľnosť pre banku tým najkvalitnejším predmetom záložného práva. Dôchodcovia a jednotlivci sa zasa zaujímajú o malé penzióny, motely a hotely rodinného typu, kde by sa mohli realizovať v rámci aktívneho odpočinku. Z týchto dôvodov sa v priebehu posledných 30-tych rokov veľké množstvo investorov rozhodlo obchodovať s nehnuteľnosťami a investovať do nich, pričom nehnuteľnosti predstavujú alternatívnu cenným papierom. Ako príklad môžeme uviesť skutočnosť, že v roku 2005 sa vo svete celkovo predalo 106-tisíc izieb za zhrubu 18 miliárd dolárov, čo medziročne predstavuje nárast o 80 %. Na strane kuponujúcich figurovali v prevažnej miere private equity spoločnosti a dôchodkové fondy.

Pod pojmom obchodovanie s nehnuteľnosťami môžeme zaradiť veľké množstvo typov podnikania – hotely, rezorty, obchodné centrá, apartmánové komplexy, športové štadióny, administratívna a podobne. Hoci všetky investície do nehnuteľnosti majú množstvo spoločných črt – sú ľahko prenajateľné, sú likvidné, vhodné pre investičné skupiny, zabezpečujú dlhodobé zhodnotenie, v článku sa budeme zaoberať práve ohodnotením hotelov a ubytovacích rezortov, keďže ohodnenie týchto typov vyžaduje najviac znalostí a zručnosti.

Celkove sa v hotelovom priemysle využívajú 2 základné typy ohodnotenia: tzv. rozvojové ohodnenia, za účelom kúpy pozemku a výstavby hotela a ohodnenia už fungujúcich hotelov. Môžu byť využívané pre rôzne účely, napr. kúpa/predaj, vyplatenie obchodného podielu, plánovanie, zánik spoločnosti a podobne. Investície do hotelov, motelov a rezortov sú mnohými ľuďmi považované za veľmi rizikové obchody. A skutočne sú. Tieto typy nehnuteľností totiž majú obmedzenú kapacitu izieb, obmedzenú kapacitu stoličiek v reštaurácii, či obmedzenú kapacitu salónikov, teda možnosti zvyšovania tržieb sú presne určené práve rastom obsadenosti izieb, reštaurácií a podobne. Za istých okolností môžu hotely robiť radikálne zmeny v tržbách – či už prostredníctvom zmien obsadenosti alebo cien (v závislosti na národných a regionálnych ekonomickej cykloch) alebo ako výsledok konkurenčného boja. Aj keď investície do hotelov prinášajú so sebou určitú mieru rizika, je potrebné poznamenať, že cestovný ruch v krajinách Európy naberá na význame. V priemere vytvára 13 % HDP. Napríklad v Nemecku jedno pracovné miesto v turizme vytvorí 2,4 ďalšieho pracovného miesta v iných odvetviach hospodárstva (vo výrobe, v obchode, kultúre atď.). Hlavná výhoda cestovného ruchu je v tom, že hory, jaskyne a iné prírodné krásy

sa nedajú prestávať na rozdiel od závodov, ktoré môžu zahraniční investori ľahko presuňúť na iné miesto.

Na druhej strane medzi pozitívne stránky hodnotenia hotelov v zahraničí môžeme zaradiť vynikajúce štatistiky hotelových výsledkov, ktoré zahŕňajú obsadenosť izieb, ceny za izbu, náklady na izbu, ukazovatele náklady/výnosy pri reštauráciach, baroch, ukazovatele kapitálovej štruktúry a ďalšie finančné a obchodné informácie. Na základe tohto je spracovanie benchmarkingu pri hoteloch podstatne jednoduchšie ako pri hodnotení iných podnikov. V podmienkach SR existujú informácie len útržkové, komplexné porovnanie jednotlivých hotelov medzi sebou realizuje od roku 2004 spoločnosť TREND, výsledky publikované začiatkom roku 2009 sú nasledovné (Trend top **** hotely na Slovensku – prvých 25 miest) [4]:

Tab. č. 1

Poradie	Názov	Body za servis	Body za vybavenosť	Body za pomer kvalita/cena	Body spolu
1.	Hotel Crowne Plaza Bratislava	62	79	38	179
2.	Hotel Holiday Inn Žilina	59	77	40	176
3.	Hotel International	55	76	44	175
4.	Hotel Marrol's	64	74	36	174
5.	Radisson SAS Carlton	62	75	36	173
6.	Hotel Hills	55	67	46	168
7.	Grandhotel Praha	47	78	42	167
8.– 9.	Grand Hotel Bellevue	50	73	41	164
8.– 9.	Hotel Patria	54	69	41	164
10.	Hotel Aquacity Montain View	47	75	41	163
11.-12.	Hotel Kaskády	48	68	45	161
11.-12.	Hotel Partizán	54	67	40	161
13.-14.	Hotel Apollo	56	63	40	159
13.-14.	Hotel Wellness Patince	42	73	44	159
15. – 17.	Hotel Bránica	50	64	44	158
15. – 17.	Hotel Magnus	48	66	44	158
15. – 17.	Hotel Empire	47	67	44	158
18. – 19.	Hotel Hubert Vital Resort	45	73	39	157
18. – 19.	Hotel Kontakt	45	73	39	157
20.	Hotel Karpaty	46	66	44	156
21.	Hotel Patriot	59	51	43	153
22.	Park Inn Danube Hotel	57	66	29	152
23.	Balnea Palace	47	61	43	151
24.	Boutique Hotel Dubná Sklala	48	65	38	151
25.	Liptovský dvor – all inclusive apartment hotel	53	59	37	149

Zdroj: www.etrend.sk

Celkovo TREND porovnával hotely v rôznych oblastiach, či už je to celkové hodnotenie hotelov, prípadne hotelový servis, vybavenie hotelov, podľa hodnoty pre zákazníka a podobne. Hodnotenie sa zameriava aj na rozdelenie hotelov na jednotlivé skupiny – pre obchodných cestujúcich, pre rodičov s deťmi, konferenčné hotely, horské hotely atď. V zahraničí uľahčuje situáciu v hodnotení väčších hotelov aj fakt, že veľké množstvo hotelov bolo postavených (prípadne komplexne zrekonštruovaných) a aj predaných za posledných pätnásť rokov, predajné ceny sú verejné a k dispozícii na kontrolu vypracovaného hodnotenia.

V Slovenskej republike boli a sú obchodované veľké hotely, napr.:

2004 – Radison SAS Carlton – 60 mil. EUR

2007 – Hotel Danube – predajná cena nebola zverejnená

2007 – Hotel Devín – predajná cena nebola zverejnená

Príprava nových realitných projektov – 5 hviezdičkových hotelov:

J & T – siet Kempinski – River Park Bratislava

Ballymore – siet Starwood – hotel Sheraton Bratislava

Tab. č. 2 Najväčšie hotelové siete v rámci krajín EÚ

Largest hotel networks in EU countries

Poradie	Hotelová spoločnosť	Vybrané značky
Rank	Company	Selected brands
1.	Accor	Ibis, Novotel, Mercur, Sofitel, Etap Hotel, Formule 1, All Seasons
2.	InterContinental Hotels Group	Holiday Inn, Intercontinental, Crowne Plaza, Express by Holiday Inn
3.	Best Western International Hotels	Best Western
4.	Groupe Du Louvre	Campanile, Hotel Premiere Classe, Kyriad
5.	Sol Melia	Melia, Tryp, Sol Hotels, Hard Rock Hotel
6.	TUI	Riu, Grecotel, Iberotel
7.	NH Hotels	Hotel NH, Jolly
8.	Carlson / Rezidor SAS	Redisson, Park Inn, Park Plaza, Regent, Country Inn
9.	Hilton Corporation	Hilton Hotel, Hilton Garden Inn
10.	Choice International	Clarion, Quality, Comfort, Sleep Inn

Spolu top 10 hotelových spoločností (Total top 10)

(počet 1. 1. 2008 – numbers up to 1. January 2008)

Zdroj: www.etrend.sk

Priemerná vytaženosť hotelov v Bratislave je na úrovni 65 %. Ak klesne pod 50 %, hotel má problém. Nasledujúca tabuľka zobrazuje hotelové a ostatné ubytovacie zariadenia podľa vytaženosťi izieb v roku 2007 (prvých pätnásť miest podľa vytaženosťi).

Tab. č. 3

Poradie	Názov	Vytaženosť izieb (%)	Vytaženosť lôžok (%)	Počet izieb	Počet lôžok/ prístieliek	Priemerná cena izby v Sk
1.	KH Pro Patria Piešťany	88,4	83,1	104	180	642
2.	Penzión Ranč u Bobího Nový Tekov	87,0	74,0	16	39/10	800
3.	Družba Demänovská dolina	82,0	70,0	93	183/60	750
4.	Capital Nitra	81,0	82,0	45	99/1	2 000
5.	Grand Hotel Permon Pribyllina	80,9	79,2	127	286/48	1 836
6.	Balnea Grand Splendid	80,1	63,4	306	612	975
7.	Balnea Esplanade Palace Piešťany	78,0	63,1	455	811	1 354
8.	Flóra Trenčianske Teplice	77,4	74,3	61	114/18	1 198
9.	Jalta + dependance	72,1	64,4	171	285	508
10.	Bristol Košice	71,4	48,3	32	55	2 693
11.	Thermia Palace Piešťany	71,1	50,3	111	222	2 279
12.	Odevák & Dependance Piešťany	70,0	62,0	49	98/15	n
13.	Smrdáky Central**, vietoris**, Morava***	68,6	68,2	171	315	566
14.	Patria Štrbské Pleso	68,3	68,3	154	125	1 534
15.	Partizán Tále	65,0	n	90	180/60	2 262

Zdroj: www.etrend.sk

Tab. č. 4 Najväčšie individuálne hotelové transakcie (2008, Európa)

Por.	Predmet transakcie	Počet izieb	Krajina	Predávajúci	Kupujúci	Suma (mil. USD)
1.	The Savoy Hotel	263	Veľká Británia	Quinlan Partnerihip	Bank of Scotland (50 %), Fairmont (25 %), Kingdom (25 %)	424
2.	InterContinental Hotel Paris	438	Francúzsko	InterContinental Hotels Group	Dabiam SAS	387
3.	De Vere Belfry Hotel	324	Veľká Británia	De Vere Group	Yuinn Group	351
4.	Ballsbridge Site	509	Írsko	Jurys Doyle Hotels Group	Sean Dunne	313
5.	Ukraina Hotel	930	Rusko	Mesto Moskva	Biskvit	274

Zdroj: www.etrend.sk

■ 2. Špecifika hotela ako podniku

Hotel ako súkromná spoločnosť je v ekonomickom zmysle podnik ako každý iný. Z hľadiska cestovného ruchu je možné povedať, že hotel je druh alebo kategória ubytovacieho zariadenia, ktoré by malo mať k dispozícii najmenej 10 izieb a je vybavené na poskytovanie prechodného ubytovania. Zároveň poskytuje aj doplnkové služby a to hlavne stravovacie. V Slovenskej republike sa jednotlivé kategórie, teda aj hotel, klasifikujú pomocou hviezdičiek a to podľa vybavenia, úrovne a rozsahu poskytovaných služieb. Počet hviezdičiek využaduje triedu hotela a pohybuje sa na území Slovenska od jednej do piatich hviezdičiek. Rozsah a úroveň poskytovaných služieb určuje Zväz hotelov a reštaurácií Slovenskej republiky. Pre stanovenie hodnoty určitého hotela je však potrebné sa sústrediť práve na jeho špecifiká, ktoré sa premietnu do všetkých analýz.

■ 2.1 Produkt

Produktom hotela sú služby a nie fyzické výrobky. Z tejto hlavnej vlastnosti vyplýva 6 dôležitých špecifík služieb [1]:

1. Nehmotný charakter služieb

Služby sú nehmotné, t.j. nemajú vecný charakter a preto nie je možné ich testovať vo pred a merať ich vlastnosti ako napríklad, vôňu a iné. Je potrebné mať s určitou službou veľa skúseností, aby sa mohlo tvrdiť, že pred zakúpením bol produkt otestovaný. Pri fyzických výrobkoch je možné výrobok už pred prvou kúpou otestovať. Niektorí ekonómovia však zdieľajú názor, že aj u fyzických výrobkov ide vlastne o ich nehmotnú hodnotu. Z nášho pohľadu je toto tvrdenie správne, avšak prikláňame sa k názoru, že u služieb nikdy nie je možné dosiahnuť určitých daných a nemenných vlastností, ktorých je možné dosiahnuť len vďaka hmotnému charakteru a teda fyzickému výrobku.

2. Miestna a časová viazanosť služieb

Miesto výroby a spotreby je jedno a to isté a charakter výroby nie je sériový. Ďalej je dôležité spomenúť, že je jednoduché zaistiť ten istý štandard pri fyzickom výrobku. Pri službách je to takmer nemožné, pretože nie všetci zamestnanci jedného hotela sú schopní poskytnúť tú istú službu na tej istej úrovni.

3. Pominuteľnosť služieb

Fyzické výrobky je možné dodávať na sklad, nie však služby, kde ide najmä o čas ich realizácie. Pokiaľ sa nepredá voľná hotelová izba v jeden deň, nie je možné tento deficit dobehnuť na ďalší deň.

4. Distribučné cesty

Vzhľadom k tomu, že služby sú nehmotné, neexistuje preprava produktu od výrobcu cez sprostredkovateľov ku koncovým zákazníkom. U ubytovacích služieb rola pro-

stredníka znamená len formu predaja s tým, že koncový zákazník musí prísť na miesto výroby, aby mohol konzumovať produkt.

5. Podmienenosť nákladov

U väčšiny fyzických výrobkov je možné naplánovať presné fixné a variabilné náklady. To je najmenej možné v služieb, pretože každý zákazník je iný a predstava o požadovaných službách sa teda od zákazníka k zákazníkovi mení. Spolu so zámerom vyhovieť každému podľa jeho predstáv sa náklady môžu veľmi rýchlo meniť.

6. Viazanosť služieb na ich poskytovateľov

O viazanosti služieb na ich poskytovateľov hovoríme v tom prípade, ak má hotel vynikajúcu povest napríklad vďaka osobnosti vedúceho recepcie.

Pre hotel nie je výhodné poskytovať len samotné ubytovacie služby, poprípade služby stravovacie. S takýmto jednoduchým stálym produkтом by sa vo svete dnešnej konkurenčie dlho neudržal. Zákazník si potrebuje vybrať z pestrého portfólia produktov, napríklad poskytovanie konferenčných miestností, wellness centrum, balíky služieb, akcie. To všetko pôsobí na veľké množstvo zákazníkov.

2.2 Marketing

Známy marketingový mix pod názvom „4P“ sa u služieb cestovného ruchu mení na „8P“. Dodatočné „4P“ u služieb cestného ruchu tvoria:

1. Ľudia (People)

Ludský potenciál v manažéroch a zamestnancoch a ich prístup ku zákazníkovi patrí medzi dôležité prvky marketingového mixu zvlášť v hotelových službách.

2. Zostavovanie balíkov služieb (Packaging)

Balíky služieb sú veľmi oblúbená a trefná forma predaja. Vychádzajú totiž zo zistení, čo si zákazníci predstavujú a čo si prajú a tieto balíky bývajú sprevádzané aj výhodnejšou cenou.

3. Programová špecifikácia balíkov služieb (Programming)

Programová špecifikácia navážuje na zostavovanie balíkov služieb a podrobnejšie ich špecifikuje.

4. Spolupráca (Partnership)

V službách cestovného ruchu musí byť spolupráca jednotlivých dodávateľov zvlášť prepracovaná, ale v tejto súvislosti sa hovorí aj o dôležitosti spolupráce medzi súkromnými podnikmi v oblasti služieb cestovného ruchu a nesúkromnými inštitúciami (napríklad Slovenská agentúra pre cestovný ruch, rôzne združenia na podporu cestovného ruchu, regionálne a miestne úrady a podobne).

2.3 Náklady

Ako v prípade väčšiny podnikov, aj hotely majú náklady, ktoré môžeme rozdeliť na fixné a variabilné. Špecifikum hotela je v tom, že fixné náklady výrazne presahujú náklady variabilné, pretože vo väčšine prípadoch nosným základom pre poskytovanie ubytovania ako služby, je samotná budova s príslušným zariadením a vybavením.

2.4 Pomerové ukazovatele

Pomerové ukazovatele sú jedným z pilierov finančnej analýzy každého podniku. Okrem typických pomerových ukazovateľov je nutné pripomenúť aj niektoré prevádzkové ukazovatele špecifické pre hotel, ktoré by mali byť dôležitým doplnkom k finančnej analýze. Nižšie uvedené ukazovatele (KPI – klíčové indikátory výkonnosti) majú pre manažérov a vlastníkov vysvetľaciu schopnosť. Je možné porovnávať ich s ukazovateľmi výkonnosti iných spoločností v danom predmete podnikania a na základe výsledkov porovnania je možné robiť opatrenia smerujúce k zvýšeniu výkonnosti konkrétneho hotela.

V nasledujúcej tabuľke uvádzame najčastej používané KPI:

Tab. č. 5

KPI – ubytovanie
Tržby na lôžko
Tržby na izbu
Tržby na hosta
Tržby na pracovníka
Tržby na zmenu
Tržby na 1 izbu za rok za prenajaté izby
Tržby na 1 izbu za rok na celú kapacitu hotela
Prevádzkový zisk na lôžko
Prevádzkový zisk na izbu
Prevádzkový zisk na hosta
Prevádzkový zisk na pracovníka
Prevádzkový zisk na 1 izbu za rok za prenajaté izby
Prevádzkový zisk na 1 izbu za rok na celú kapacitu hotela
Prevádzkové náklady na lôžko
Prevádzkové náklady na izbu
Prevádzkové náklady na hosta
Prevádzkové náklady na pracovníka
Prevádzkové náklady na zmenu
Prevádzkové náklady na 1 izbu za rok za prenajaté izby
Prevádzkové náklady na 1 izbu za rok na celú kapacitu hotela
Počet ubytovaní cez recepciu na 1 recepčnú
KPI – gastronómia
Tržby na 1 stôl v jedálni
Tržby na 1 stoličku v jedálni
Tržby na 1 stôl v bare – denný, nočný
Tržby na 1 stoličku v bare – denný, nočný
Tržby na 1 pracovníka
Tržby na 1 zmenu
Tržby na 1 Sk nákupu potravín a surovín
KPI – efektívnosť
Efektívlosť 1 = náklady na prípravu izieb/celkový počet izieb
Efektívlosť 2 = náklady na prípravu izieb/uskutočnené predaje v Sk
Produkt. houskeepingu = Tržby za ubytovanie/mzdové náklady personálu houskeepingu
Produktivita = Počet upratanych izieb/Počet odpracovaných hodín
KPI – doplnkové služby
Tržby za doplnkové služby na 1 lôžko
Tržby za doplnkové služby na 1 izbu
Tržby za doplnkové služby na 1 hosta

2.5 Miesto podnikania a okolie

Hotely môžu byť postavené a teda ponúkať svoje služby len tam, kde existujú predpoklady pre niektorú formu cestovného ruchu. Umiestnenie hotela je teda veľmi dôležitým faktorom a prikladá sa mu veľký význam. Na mieste vo veľkej mieri závisia ako obsadenosť tak aj tržby hotela. Pri stanovovaní hodnoty hotela je teda prvoradé zhodnotiť vonkajšie prostredie hotela a prognózovať rast v celom regióne.

2.6 Zákazníci

Ďalším dôležitým faktorom, ktorý ovplyňuje tržby hotela, sú samotní zákazníci. Vo všeobecnosti je možné zhodnotiť, že dopyt po službách hotela je veľmi elastický, čo znamená, že znížená cena za služby sa odrazí vo výšom záujme zo strany zákazníkov. Hotel totiž nie je produkt, ktorý je pre život potrebný, je to niečo naviac. Aj keď na druhú stranu existujú výnimky, akou je napríklad kongresový hotel, kde dopyt nie je až tak elastický ako dopyt klasických turistických hotelov. V hotelových službách je výhodnejšie orientovať sa na viacero segmentov zákazníkov, pretože takýmto spôsobom môže hotel pokryť výkyvy počas sezónnosti alebo v prípade odlivu určitého segmentu zákazníkov.

2.7 Sezónnosť

Hotely patria do skupiny podnikov, ktoré najviac podliehajú sezónnosti. Z tohto dôvodu by mal hotel plánovať a rozhodovať o svojich stratégiiach aj s ohľadom na sezónnosť, ktorá pôsobí na veľké výkyvy v dopyte po službách hotela.

2.8 Yield management

Práve s výkyvmi v dopyte a teda aj tržbách spôsobenými veľkou sezónnosťou súvisí výraz yeild management, ktorý môžeme považovať za určitú „metódu optimalizácie zisku vhodnú pre celý rad odvetví služieb, v ktorých dochádza ku kombinácii tvorby cien pomocou segmentácie jednotlivých trhov s cieľom rozšíriť trh danej služby a zvýšiť príjem získaňý na jednotku kapacity“[2]. Hotelový priemysel je jedným z odvetví, kde sa yield management už začal uplatňovať. Je to známa odbornosť managementu, ktorý dokáže zbierať a analyzovať informácie a fakty a na základe ďalších prognóz ich využiť v prospech hotela aj zákazníka.

2.9 Tržby

Pri ohodnocovaní podniku výnosovými metódami je dôležité si uvedomiť, že u hotelov v najväčšej miere existuje konečná hranica zvyšovania tržieb. Hotel má totiž daný počet izieb, miest v reštaurácii a daný počet alebo kapacity všetkých ďalších zariadení a vybavení. Kapacita hotela alebo celková kapacita v regióne sa môže zmeniť len výstavbou ďalšej budovy, resp. rozšírením hotela, čo so sebou prináša vysoké fixné náklady.

3. Trhové a konkurenčné faktory

Prvý krok pri analýze budúcnosti hotela je stanovenie dlhodobého rastového potenciálu oblasti. Tržby hotelov sú extrémne citlivé na konkrétnu lokalitu a jej prípadné zmeny. Hotel situovaný v blízkosti upadajúceho mesta, bez ďalšieho rozvoja priemyslu, obchodu a rezidenčných oblastí, bude z dlhodobého hľadiska neperspektívny a s klesajúcimi tržbami. Podobne hotel situovaný na predmestí v blízkosti rýchlo rastúcich obchodných štvrtí, priemyselných parkov alebo turistických atrakcií bude mať perspektívú v podobe zvyšujúccej sa obsadenosti izieb a vyšších cien za ubytovanie.

Aj napriek tomu, ekonomickej aspekty konkrétnej oblasti nemusia mať taký silný vplyv na tržby hotela ako demografická štruktúra a ekonomická sila platiacich hostí. Napríklad hotel situovaný v blízkosti letiska je primárne určený ako tranzitná zastávka pre letecké spoločnosti, ich klientov a zamestnancov. Logicky bude úspešnejší a hodnotnejší hotel pri tom letisku, ktoré prepravuje viac pasažierov. Hotelový trh jednoznačne musíme posudzovať ako dlhodobú investíciu, ekonomická životnosť ubytovacej kapacity sa zvyčajne pohybuje v rozmedzí od 20 do 60 rokov. Toto je klúčový faktor pre posudzovanie tzv. investičnej hodnoty projektu, pričom sa pri posudzovaní investičnej príležitosti z dlhodobého hľadiska posudzuje aj okolie, napr. či je plánované budovanie nových ubytovacích kapacít, rekreačných možností, otvorenie alebo uzavretie letiska a podobne. Na hodnotu hotela je nutné nazerať z dlhodobého hľadiska, nie na základe krátkodobých udalostí.

Príklad rozhodujúcich trendov, ktoré môžu ovplyvňovať umiestnenie hotela a jeho hodnotu, môžu byť nasledovné:

- starnúca populácia, s množstvom dôchodcov poberajúcich penzie od zamestnávateľov (typické pre USA), môže vytvoriť rastúci dopyt na trhu po turistickom ubytovaní strednej cenovej kategórie;
- pokračujúci rast hi-tech priemyslu a priemyslu služieb môže znamenať rastúci záujem o hotely v oblastiach, kde podniky tohto odvetvia pôsobia;
- percento ľudí, ktorí majú peniaze na cestovanie, dlhodobo rastie, čo pomáha rastu dopytu po hoteloch v hlavných mestách vybraných štátov, podporuje dovolenkové lokality a zvyšuje hodnotu a obrat nákupných a obchodných centier;
- dlhšie pobity obchodných cestujúcich môžu priniesť vybudovanie nových typov ubytovaní a odkloniť biznis od klasických hotelov k apartmánovým typom;
- rastúca konkurenčnosť v množstve odvetví môže spôsobiť vyššiu „uvedomenosť“ obchodných cestujúcich a môže viesť k vytvoreniu tlakov na znižovanie nákladov na ubytovanie. To môže znamenať značnú konkurenčnú nevýhodu pre luxusné hotely s vysokými cenami za ubytovanie.

Konkurencia medzi rôznymi typmi hotelov, ako aj medzi hotelmi obsluhujúcimi rovnakú klientelu (ako napr. obchodných cestujúcich, rodiny s deťmi a pod.), má rozhodujúci vplyv na hodnotu hotela. V hotelovom priemysle sa ponuka izieb mení len vtedy, ak sa vybudujú nové hotely, prípadne sú zbúrané staré. Za posledných 20 rokov vývoj hotelov zaznamenal dlhodobý rast, len veľmi málo starých hotelov bolo zbúraných. To znamená, že kym ponuka produktov (konkrétnie hotelových izieb) je dlhodobo rastúca, dopyt po izbách sa mení a je ovplyvňovaný širokým množstvom faktorov od počasia až po ekonomický rast konkrétnej krajiny.

Analýza faktorov ponuky a dopytu je klúčovým krokom pri hodnotení hotela. Ponuka obsahuje konkurenčné možnosti ubytovania v danej oblasti; dopyt reprezentuje množstvo a druh cestujúcich, ktorí navštievujú danú oblasť a ktorí využívajú tieto služby. Keď dopyt a ponuka dosahujú rozumnú rovnováhu, hotely udržujú takú mieru obsadenosti, ktorá zabezpečuje dlhodobé dosahovanie zisku. Ponuka izieb v danej oblasti a dopyt cestujúcich vplývajú na dlhodobú hodnotu hotela viac ako akékoľvek iné faktory. Keď ponuka ubytovacích kapacít prevyšuje dopyt, hotely strácajú peniaze. V opačnom prípade môžu byť hotely v pozícii dojných kráv.

Hodnota hotela rastie vplyvom nasledujúcich trhových podmienok [3]:

- *Nedostatok ubytovacích kapacít vzťahujúci sa k rastúcemu dopytu zo strany zákazníkov.* Otvorenie Disney Worldu blízko Orlanda a veľkého nákupného strediska v Bloomingtone, legislatívne povolenie hazardných hier v kasinách v Atlantic City spôsobilo ne-rovnováhu medzi krivkou ponuky a dopytu po hotelových izbách.
- *Cyklický vývoj v niektorých oblastiach.* Hotely situované v niektorých oblastiach sú citliviejšie na veľké ekonomickej výkyvy, napr. závislosť Seattlu na Boeing Corporation, sústredenie sa Houstonu na NASA a tažobný priemysel, závislosť Los Angeles od zbrojárskeho priemyslu a iné. V prípade, ak sa závislé faktory nachádzajú na dne ekonomickej cyklu, hotely situované v týchto oblastiach klesnú na ich hodnote. V prípade, ak sa závislé faktory nachádzajú na vrchole ekonomickej cyklu, hotely v týchto oblastiach rastú na hodnote.
- *Bariéry otvorenia nových hotelov.* Zonácia, nedostatok vhodných pozemkov a environmentálne regulatívy sú všeobecne bariéry pre nových konkurentov, ktorí chcú vstúpiť na trh. V oblastiach, v ktorých je ponuka hotelových izieb fixná, môžu hotely dlhodobo prosperovať za predpokladu, že lokálne ekonomickej podmienky zostanú zdravé.
- *Rozmanitosť dopytu.* Hotely, ktoré sa orientujú na širšiu skupinu zákazníkov ako napr. biznis cestujúci, prázdninoví cestujúci, kongresoví cestujúci atd. majú stabilnejšiu trhovú pozíciu ako hotely, ktoré sa koncentrujú iba na jeden alebo dva segmenty zákazníkov.

Diverzifikácia služieb hotela je tiež dôležitá. Hotely ponúkajúce široké rozpätie služieb sú viac cenene, ako tie, ktoré ponúkajú jednu alebo dve služby, napr. hotely s banketovým

vybavením môžu pritiahať konferencie, hotely s kvalitnou reštauráciou sú lákadlom pre recepcie a pártu. Hodnota hotela je ovplyvnená aj štruktúrou a kategorizáciou izieb.

Samozrejmosťou v oblasti hotelierstva je pridávanie komfortu, aby sa vyrovnali rastúce ceny. Opačná taktika, ktorá má zabezpečiť nízke ceny, je takmer nemožná. „Jedným smerom je to možné, druhým nie.“ Cenová štruktúra vplýva na hodnotu hotela v prípade, ak sú budúce príjmy citlivé na ekonomické cykly. Hotely s najvyššou hodnotou sú tie, ktoré ponúkajú dobrý pomer medzi cenou a hodnotou. Hotely typu first class alebo apartmánové hotely sú dobrým príkladom – ponúkajú komfortné dlhodobé ubytovanie – obývačku, spálňu, kuchynu.

Pri ohodnotení je jedným z najdôležitejších kritérií vhodné prispôsobenie cenovej štruktúry s komfortom a trhovým dopytom. Správne spárovanie skoro vždy prinesie vysokú obsadenosť, naproti tomu nesprávne spárovanie vedie k prázdnym hotelovým izbám.

V oblasti ubytovania neexistuje jedna cena. Ceny pre cestovné kancelárie by mali byť výrazne nižšie, ako sú pultové ceny, za ktoré si klienti kupujú ubytovanie priamo v chate, hoteli alebo penzióne. V zahraničí existujú tri druhy cien. Pultové ceny, potom ceny B2C (business to client) – to sú ceny, ktoré dá hotel tej cestovnej kancelárii, ktorá predáva jeho kapacity priamo zákazníkovi. Tretími sú B2B ceny (business to business) – to sú ceny, ktoré dostanú veľkí touroperátori s možnosťou ponúknutia ceny ešte aj menším cestovkám a takto rozšíriť množstvo potenciálnych klientov. Je vylúčené, aby mal hotel iba jeden cenník. Škodil by tak sám sebe. Ak totiž dá cestovnej kancelárii alebo agentúre pultové ceny, tá si na to pridá svoj poplatok a predá ubytovanie klientovi. Ten po príchode zistí, že ak by kúpil ubytovanie priamo v hoteli, zaplatí menej. Čo urobí? Samozrejme, v budúcnosti cestovku obíde. Čo urobí tá? Vyradí hotel zo svojho katalógu.

4. Konkurenčná analýza

Na začiatku ohodnotenia hotela je potrebné zamerať sa na analýzu kvalitatívnych faktorov vzťahujúcich sa na trhovú pozíciu a ponuku služieb. Pomocou analýzy je potrebné zistiť, či má hodnotená nehnuteľnosť dlhodobý potenciál. Síce v niektorých prípadoch môže byť hotel na prvý pohľad dobre umiestnený, v ďalšom kroku by sa aj napriek tomu mala nasledovať kvantifikácia jeho trhovej pozície. Tá by mala byť zameraná na trhový podiel, mieru obsadenosti a priemernú cenu izby. Na základe konkurenčnej analýzy je možné plánovať budúce free cash flow. K hodnoteniu konkurenčnej pozície sa využívajú metódy:

- metóda preniknutia na trh
- metóda konkurenčného indexu.

4.1 Metóda preniknutia na trh

Výraz preniknutie na trh má v oblasti ubytovania veľmi presnú definíciu. Pre niknutie na trh predstavuje porovnanie percentuálneho podielu medzi aktuálnym trhovým podielom hotela a jeho celkovým trhovým podielom. Aktuálny trhový podiel je kalkulovaný ako pomer počtu obsadených izieb za deň v konkrétnom hoteli k celkovému počtu obsadených izieb na konkurenčnom trhu. Celkový trhový podiel je kalkulovaný ako pomer celkového počtu izieb konkrétnego hotela k celkovému počtu izieb na konkurenčnom trhu.

Príklad:

Konkurenčný trh – oblasť rušného letiska – 5 konkurenčných hotelov (*Holiday Inn, Days Inn, Ramada Inn, Sheraton a Guest Quarters*) – každý z hotelov má v priemere 100 až 300 izieb. Nasledujúca tabuľka ukazuje aktuálny trhový podiel každého z nich:

Tab. č. 6

Hotel	Počet izieb	Miera obsadenosti	Počet obsadených izieb	Aktuálny trhový podiel
Holiday Inn	250	60 %	150	20,95 %
Days Inn	175	55 %	96	13,41 %
Ramada Inn	300	80 %	240	33,52 %

Hotel	Počet izieb	Miera obsadenosti	Počet obsadených izieb	Aktuálny trhový podiel
Sheraton	225	70 %	158	22,07 %
Guest Quarters	110	65 %	72	10,06 %
Spolu	1 060		716	100,00 %

Celkový trhový podiel uvádza nasledovná tabuľka:

Tab. č. 7

Hotel	Počet izieb	Aktuálny trhový podiel	Celkový trhový podiel	Trhové preniknutie
Holiday Inn	250	20,95 %	23,58 %	0,89
Days Inn	175	13,41 %	16,51 %	0,81
Ramada Inn	300	33,52 %	28,30 %	1,18
Sheraton	225	22,07 %	21,23 %	1,04
Guest Quarters	110	10,06 %	10,38 %	0,97
Spolu	1 060	100,00 %	100,00 %	

K interpretovaniu trhového preniknutia je potrebné odpočítať vypočítané hodnoty od 1,00. Rozdiely sú nad alebo pod výsledkom trhového preniknutia. V našom príklade Holiday Inn dosiahol o 11 % menej ako jeho celkový trhový podiel ($1,00 - 0,89 = 0,11$), Days Inn dosiahol o 19 % menej ako jeho celkový trhový podiel ($1,00 - 0,81 = 0,11$), Ramada Inn dosiahol o 18 % viac ako jeho celkový trhový podiel ($1,00 - 1,18 = -0,18$), Sheraton dosiahol o 4 % viac ako jeho celkový trhový podiel ($1,00 - 1,04 = -0,04$) a Guest Quarters dosiahol o 3 % menej jeho celkový trhový podiel ($1,00 - 0,97 = 0,03$). Na základe vyššie uvedených výpočtov je hotel Ramada Inn najlepšou investíciou a hotel Days Inn najhoršou.

4.2 Metóda konkurenčného indexu

S využitím jednoduchších prepočtov dosahuje metóda konkurenčného indexu rovnaké výsledky ako metóda preniknutia na trh. Táto metóda odráža počet dní v roku, počas ktorých je jedna izba v hoteli obsadená a je kalkulovaná prenásobením jednorocnej percentuálnej obsadenosti s počtom dní v roku (365 dní). Prepočet je uvedený v nasledovnej tabuľke:

Tab. č. 8

Hotel	Miera obsadenosti	Počet dní v roku	Konkurenčný index
Holiday Inn	60 %	365	219
Days Inn	55 %	365	201
Ramada Inn	80 %	365	292
Sheraton	70 %	365	256
Guest Quarters	65 %	365	237

V druhom kroku sa stanovuje vzájomná konkurenceschopnosť pre každý hotel. Ako môžeme vidieť z nasledujúceho výpočtu pre hotel Holiday Inn, vzájomná konkurenceschopnosť stanovená metódou konkurenčného indexu je presne taká istá ako výsledok stanovený metódou preniknutia na trh.

Tab. č. 9

Hotel	Konkurenčný index	Trhové preniknutie
Holiday Inn	219	0,89
Days Inn	201	0,81
Vzájomná konkurenceschopnosť	1,09	1,09

Vypočítaný výsledok uvádza, že hotel Holiday Inn je o 9 % konkurenčne schopnejší ako hotel Days Inn. Konkurenčná analýza môže byť vykonaná s využitím miery obsadenosti

izieb jednotlivým typom hostí. Ako príklad uvádzame nasledovné miery obsadenosti izieb pre hotel Holiday Inn a Days Inn.

Tab. č. 10

Typ hosta	Holiday Inn	Days Inn
Oddych a rekreácia	40 %	60 %
Biznis cestujúci	30 %	25 %
Obchodné stretnutia	20 %	15 %
Konferencie	10 %	0 %

V prípade, ak sú miery obsadenosti prepočítané metódou konkurenčného indexu sú výsledky nasledovné:

Tab. č. 11

Typ hosta	Holiday Inn	Days Inn
Oddych a rekreácia	146	219
Biznis cestujúci	110	91
Obchodné stretnutia	73	55
Konferencie	37	0

Zo vzájomnej konkurenčnej analýzy vyplýva, že hotel Holiday Inn je lepší pre biznis cestujúcich (+19 %) a obchodné stretnutia (+18 %). Days Inn je výrazne lepší pre oddych a rekreáciu (+73 %).

Konkurenčné indexy sú nápmocné pri stanovení percentuálneho podielu pre každý trhový segment. V nasledovnej časti uvádzame mieru obsadenosti po trhových segmentoch:

Tab. č. 12

Typ hosta	Holiday Inn	Days Inn	Ramada Inn	Sheraton	Guest Quarters
Oddych a rekreácia	40 %	60 %	50 %	20 %	40 %
Biznis cestujúci	30 %	25 %	40 %	50 %	50 %
Obchodné stretnutia	20 %	15 %	0 %	10 %	10 %
Konferencie	10 %	0 %	10 %	20 %	0 %

Súčasný trhový podiel jednotlivých hotelov po trhových segmentoch zobrazuje nasledovná tabuľka:

Tab. č. 13

Oddych a rekreácia	Počet izieb	Konkurenčný index	Trhový podiel	Trhový podiel
Holiday Inn	250	146	36 500	22,52 %
Days Inn	175	219	38 325	23,65 %
Ramada Inn	300	183	54 750	33,78 %
Sheraton	225	73	16 425	10,14 %
Guest Quarters	110	146	16 060	9,91 %
Spolu	1 060		162 060	100,00%

Biznis cestujúci	Počet izieb	Konkurenčný index	Trhový podiel	Trhový podiel
Holiday Inn	250	110	27 375	18,46 %
Days Inn	175	91	15 969	10,77 %
Ramada Inn	300	146	43 800	29,54 %
Sheraton	225	183	41 063	27,69 %
Guest Quarters	110	183	20 075	13,54 %
Spolu	1 060		148 281	100,00 %

Obchodné stretnutia	Počet izieb	Konkurenčný index	Trhový podiel	Trhový podiel
Holiday Inn	250	73	18 250	45,56 %
Days Inn	175	55	9 581	23,92 %
Ramada Inn	300	0	0	0,00 %
Sheraton	225	37	8 213	20,50 %
Guest Quarters	110	37	4 015	10,02 %
Spolu	1 060		40 059	100,00 %

Konferencie	Počet izieb	Konkurenčný index	Trhový podiel	Trhový podiel
Holiday Inn	250	37	9 125	25,00 %
Days Inn	175	0	0	0,00 %
Ramada Inn	300	37	10 950	30,00 %
Sheraton	225	73	16 425	45,00 %
Guest Quarters	110	0	0	0,00 %
Spolu	1 060		36 500	100,00 %

■ 5. Plánovanie trhového podielu a obsadenosti

Základnou úlohou pri ohodnotení spoločnosti je stanovenie správnych budúcich odčerpateľných zdrojov, z čoho vyplýva požiadavka na prípravu plánu cash flow. Pred samotným plánovaním je potrebné urobiť si názor na budúci potenciál hodnotenej spoločnosti. Pri hoteloch budúci potenciál predstavuje návrh alebo pokles miery obsadenosti izieb. Tieto sú veľkou mierou ovplyvnené aktivitami konkurenčných hotelov v danej oblasti. Jedným zo spôsobov, ako merať taký dopad, je plánovať trhový podiel pre každý hotelový segment – napr. oddych a rekreácia, biznis cestujúci, obchodné stretnutia a konferencie. Tento postup nespočíva v oddelení a následnom hodnotení jednotlivých oblastí podnikania. Hlavná idea je v kvantifikovaní trhového podielu pre každý segment založený na súčasnej miere obsadenosti. V súčasnosti existujú dva hlavné rozdiely medzi hodnotením hotelov a spoločností pôsobiacich v inom priemyselnom odvetví.

Hlavný rozdiel spočíva v tom, že nehotelové spoločnosti môžu regulovať (vyrovnať) ponuku svojich produktov a služieb s dopytom na trhu, a to smerom hore alebo dole. Hotely majú fixnú ponuku izieb, z tohto dôvodu majú menšiu flexibilitu. Dobre cielený marketing môže zabezpečiť zmeny v štruktúre hostí, no napriek tomu celkový objem predaných izieb nemôže prekročiť počet dostupných izieb.

5.1 Plánovanie priemernej ceny obsadenej izby

Priemerná cena izby je základný kľúč pre plánovanie cash flow a výpočet hodnoty hotela. Kalkulácia priemernej ceny je najviac nezrozumiteľný aspekt hodnotenia hotelov. Priemerná cena izby nie je aritmetický priemer. Základný model pre kalkuláciu priemernej ceny za izbu je stanovený v Uniform System of Accounts for Hotels, ktorá je publikovaná Association of New York City, Inc. ako:

$$(1) \text{ Priemerná cena} = \frac{\text{Čisté tržby za izby}}{\text{Počet platených obsadených izieb}}$$

Čisté tržby za izby predstavujú celkové tržby obdržané za všetky izby ménus zrážky. Zrážky sú zľavy, úpravy výnosov, ktoré nie sú známe v čase predaja izby, smerom dole, prípadne bezplatne poskytované služby. Počet platených obsadených izieb sú všetky izby obsadené platiacimi hostami ménus bezplatne poskytnuté izby.

Vo väčšine podnikov jednotkové ceny reflektovajú mieru inflácie. Toto však neplatí pre hotely, pri ktorých ceny reagujú na mieru obsadenosti a intenzitu konkurencie. Pri obsadenosti 80 a viac percent, priemerná cena rastie. V tomto prípade nie je potrebné ponúkať izby s vysokými zľavami. Keď obsadenosť klesne, napr. pod 50 percent, alebo keď

konkurencia ponúka špeciálne služby, defenzívna stratégia zapríčiní pokles priemernej ceny. Na priemernú cenu izby vplýva aj produktový mix. Napr. letiská, autobusové zájazdy, konferencie a veľké spoločnosti zvyčajne platia nižšiu cenu, ktorá sa nazýva kontraktová cena. Ak sa táto skupina zákazníkov zvýší, vedie to k poklesu priemernej ceny. Komerčná cena je napríklad pre obchodných cestujúcich. Táto tiež znižuje priemernú cenu. Publikovaná cena je vyššia ako komerčná cena, objavuje sa v hotelových prospektoch, na internete. Pultová cena je navyššia cena, obvyčajne je stanovená pre každú izbu. Ked' obsadenosť dosiahnuje 100 percent, predaj je realizovaný za pultové ceny. Pri plánovaní výnosov je teda dôležité brať do úvahy mieru obsadenosti hotela a produktový mix. Na začiatku plánovania je potrebné vychádzať z historického vývoja obsadenosti, produktového mixu a priemernej ceny izby za posledných 3 až 5 rokov.

5.2 Plánovanie nákladov

Druhú dôležitú oblasť pri plánovaní odčerpateľných zdrojov predstavujú prevádzkové náklady hotela. Charakteristické pre prevádzkové náklady hotela je, že niektoré sú závislé na obsadenosti – ide o variabilné náklady, ale vo väčšine prípadov ide o fixné náklady. Príklad variabilných nákladov: náklady na práčovňu, náklady na zásoby (na izbe), provízie cestovným kanceláriám, náklady na rezerváciu izby, časť nákladov na mzdy, napr. pri plnom obsadení treba uvažovať s príplatkami pre chýzne, čašníkov.

Nasledujúca tabuľka uvádza závislosť jednotlivých nákladov na obsadenosti izieb:

Tab. č. 14

Druh nákladu	% na celkových nákladoch	Miera závislosti
Mzdy	50 – 70	priemerná
Odmeny zamestnancom	5 – 15	priemerná
Porcelán, sklo, bielizeň	3 – 8	mierna
Provízie	0 – 3	vysoká
Zazmluvnené upratovanie	1 – 3	fixná
Práčovňa, sušiareň	7 – 12	mierna
Prevádzkové zásoby	1 – 4	veľmi mierna
Iné prevádzkové náklady	1 – 4	veľmi mierna
Rezervačné náklady	0 – 8	vysoká
Rovnošty	1 – 3	veľmi mierna

Ukazovateľ nákladovosti izby (pomer nákladov vynaložených na izbu k príjomom za izbu) je dôležitý ukazovateľ merania ziskovosti nehnuteľnosti a jej hodnoty. Pri nízkej obsadenosti hotela by výdavky na izbu nemali dosahovať 25 % z čistých tržieb. Pri plánovaní nákladov je potrebné brať do úvahy skutočnosť, že 50 až 70 % nákladov je fixných a 30 až 50 % je variabilných. Rodinné hotely majú vo všeobecnosti vyššiu mieru fixných nákladov, hotely vyššej kategórie majú naopak vyššiu mieru variabilných nákladov.

Náklady na sú rozdelené nasledovne:

Tab. č. 15

Druh nákladu	% na celkových nákladoch	Miera závislosti
Náklady na predaj jedla	35 – 45	vysoká
Náklady na stravu zamestnancov	1 – 4	priemerná
Náklady na predaj nápojov	20 – 30	vysoká
Náklady na mzdy	25 – 35	priemerná
Odmeny zamestnancom	2 – 9	veľmi mierna
Náklady na upratovanie	0 – 3	fixná

Druh nákladu	% na celkových nákladoch	Miera závislosti
Náklady na práčovňu	1 – 2	mierna
Náklady na licenciu	1 – 2	fixná
Náklady na hudbu a zábavu	2 – 7	priemerná
Náklady na prev. dodávateľov	1 – 3	veľmi mierna
Ostatné prev. náklady	1 – 3	veľmi mierna
Uniformy	1 – 2	veľmi mierna

Hotely s klasickou reštauráciou by mali dosahovať 80 až 83 %-ný podiel nákladov na jedlo a nápoje na tržbách za jedlo a nápoje. Pre účely plánovania môžeme predpokladať, že 35 až 55 % nákladov na jedlo a nápoje je fixných a 45 až 65 % nákladov je variabilných v závislosti od tržieb. Výsledné hodnoty sa budú lísiť pri prvotriednom hotelovom rezorte oproti hotelu blízko frekventovanej cesty.

6. Metódy ohodnotenia hotelov

V súčasnosti sú využívané tri prístupy k ohodnoteniu hotelov. Ide o:

1. Metódu kapitalizácie odčerpateľných zdrojov
2. Metódu porovnávania tržieb
3. Nákladovú metódu

Pri samotnom ohodnotení je dôležité zvoliť vhodnú metódu ohodnotia vzhľadom na charakter a zameranie hotela. Investori do hotelov preferujú metódu kapitalizácie odčerpateľných zdrojov. V právnych systémoch, v ktorých sú ad valorem dane (podľa hodnoty) založené na trhovej hodnote nehnuteľnosti, majú vlastníci hotelov záujem o samostatný odhad zložky nehnuteľného majetku (nehnuteľnosti) a zložky hnuteľného majetku.

6.1 Metóda kapitalizácie príjmov

Metóda kapitalizácie príjmov je založená na predpoklade, že hodnota nehnuteľnosti je daná súčasnou hodnotou budúcich príjmov. Budúce príjmy sú v prípade nehnuteľnosti, ktorá generuje príjmy, ako napríklad hotel, stanovené ako čisté príjmy na základe plánu výnosov a nákladov spolu s predpokladaným výťažkom z budúceho predaja. Terminálny rok je plánovaný tak, aby zohľadňoval zostatkovú hodnotu nehnuteľnosti. Pri plánovaní terminálneho roka je potrebné prihliadať na životný cyklus hotela, teda, či sa nachádza vo fáze rastu, kulminácie alebo poklesu. Miera kapitalizácie príjmov je najčastejšie využívanou metódou pri ohodnotení hotela, pretože jej závery sú najpresvedčivejšie a najakceptovateľnejšie. Vo všeobecnosti je zaužívaný postup tvorby desaťročného plánu, z ktorého sa následne vychádza pri výpočte odčerpateľných zdrojov, ktoré sú v druhom kroku diskontované na súčasnú hodnotu. Ako mieru kapitalizácie sa odporúča použiť náklady vlastného kapitálu, pretože tieto najpresnejšie odrážajú činnosti typických kupcov hotelov, ktorí nakupujú majetok na základe špekulatívneho diskontovaného hotovostného toku. Pri plánovaní budúcich príjmov je potrebné zohľadňovať životnosť jednotlivých druhov majetku ako napríklad nábytok, koberce, závesy atď. Plán budúcich príjmov musí zahŕňať aj plánované investície, ktoré sú nevyhnutné na to, aby hotel vyzeral príťaživo pre jeho návštěvníka.

6.2 Metóda porovnávania tržieb

Investori investujúci do hotelov zvyčajne nevyužívajú výsledky tejto metódy pre svoje rozhodnutia o kúpe. Faktor ako nedostatok porovnatelných údajov, ktoré sú potrebné pre samotné ohodnotenie, obyčajne vedú k záveru, že výsledky metódy porovnávania tržieb sú často krát otázne. Faktory, ako napríklad nedostatok aktuálny údajov o tržbách, množstvo neakceptovateľných potrebných úprav a všeobecná neschopnosť určiť skutočné finančné podmienky a motivácie ľudí pri porovnatelných transakciach, často túto techniku spochybňujú. Prístup založený na porovnaní tržieb je najužitočnejší pri poskytnutí

rozsahu hodnôt určených predchádzajúcimi tržbami a pri stanovení ukazovateľa momentu stanovenia ceny, avšak spoločne sú na túto metódu mimo určenia širších parametrov je zriedka odôvodnené kvalitou údajov o tržbách. Kapitalizačné sadzby odvodenej od trhov, ktoré odhadcovia niekedy využívajú, majú sklon k rovnakým nedostatkom vlastným prístupu založenému na porovnaní tržieb.

6.3 Nákladová metóda

Nákladová metóda môže poskytnúť spoločnosť odkaz hodnoty v prípade nových nehnuteľností, no keď budovy a iné zlepšenia starnú a strácajú na kvalite, je vyčíslenie výslednej straty hodnoty čoraz náročnejšie. Najruderovejšej kupci hotelov zakladajú svoje rozrodenutia na ekonomickej faktoroch, ako je navrhovaný čistý príjem a návratnosť investície. Keďže prístup založený na nákladoch neodráža tieto uváženia týkajúce sa príjmov a vyžaduje si množstvo veľmi subjektívnych odhadov využívania, je tomuto prístupu v procese oceňovania hotelov prisudzovaná minimálna váha. Je však užitočný z hľadiska stanovenia porovnávacieho základu pri rozhodnutiach o kúpe či postavení a kvôli relativnemu stanoveniu ceny v priebehu času.

7. Záver

Ohodnotenie podniku pôsobiaceho v oblasti hotelových služieb má určité špecifika, ktoré je potrebné pri samotnom procese ohodnotenia zohľadniť. Medzi rozhodujúce faktory patrí práve obmedzenie z hľadiska počtu izieb, teda výška tržieb a ubytovacích kapacít je limitovaná. Tomu je potrebné prispôsobiť samotné fungovanie hotela a prognózy jeho tržieb do budúcnosti. Zároveň vysoká miera fixných nákladov pri tomto type podnikania poukazuje na vyššie riziko ako pri iných typoch podnikania, najmä v nadväznosti na samotnú polohu hotelového zariadenia. Metódy, ktoré sú celosvetovo využívané pri ohodnotení spoločností podnikajúcich v tejto oblasti, sú v prevažnej miere založené na princípe kapitalizácie príjmov, aj keďže niekedy sa používajú aj v kombinácii s porovnávacími metódami najmä v prípadoch, kde boli v minulosti realizované podobné transakcie. Je potrebné si však uvedomiť rozhodujúcu skutočnosť – pri ohodnotení hotelu nie je možné uvažovať s neobmedzenou životnosťou ako pri ohodnotení podniku, keďže tento je limitovaný svojou technickou životnosťou a po istom časovom období bude potrebné reálizovať komplexnú rekonštrukciu. Od tohto momentu sa opäťovne opakuje celý cyklus životnosti hotela.

Príspevok je výstupom riešenia grantovej úlohy VEGA 1/0259/08 Manažment hodnoty podniku v podmienkach Európskej únie"

SUMMARY

In the Slovak Republic real estate is often appraised for a variety of reasons: security interest, non-cash contributions to capital, transfers between associated parties, sale, and others. There are so-called "technical" methods that are commonly used, particularly the method of location differentiation. In case of certain kinds of real estate, such as hotels, residential suites and other commercially used facilities, it is, however, necessary to apply a different methodology based on returns the real estate can potentially bring in the future. Valuation of real estate by real estate agencies is mostly based on the size of floor or overbuilt area and does not take into consideration future returns. This article aims to analyze these facts and, based on a methodology used abroad, propose a method of valuation of this specific kind of real estate which would take into account its return potential.

Použitá literatúra:

- [1] MORRISON, ALASTAIR M.: *Marketing pohostinstva a cestovného ruchu*. Praha: Victoria Publishing, 1995, ISBN 80-85605-90-2
- [2] INDROVÁ, J., VOŘÍŠEK, T.: *Yield management a jeho uplatňování v hotelnictví*. Praha: Vysoká škola ekonomická, 1997, ISBN 80-7079-752-5

- [3] TULLER, LAWRENCE W.: *The small business valuation book*. Massachusetts: Adams Media Corporation, 1994, ISBN 1-58062-005-1
- [4] HOVORKOVÁ, D., HORVÁTHOVÁ, J., BRUNOVSKÝ, O.: *Trend top reštaurácie a hotely 2009*. Bratislava: TREND Holding, spol. s r.o., 2008. ISBN 978-80-89357-01-7

Internetové zdroje:

- [1] www.etrend.sk

Kontaktné údaje:

Ing. Miroslav Jakubec

Ekonomická univerzita v Bratislave, Fakulta podnikového manažmentu, Katedra podnikovohospodárska

Dolnozemská cesta 1, 852 35 Bratislava

Tel: +421903 652 041

email: mjakubec@corpora.sk

Ing. Peter Kardoš, PhD.

Ekonomická univerzita v Bratislave, Fakulta podnikového manažmentu, Katedra podnikovohospodárska

Dolnozemská cesta 1, 852 35 Bratislava

Tel: +421903 204 888

email: pkardos@corpora.sk

Assessment of Goodwill for the Squeeze Out Purposes

Anna Harumová, Eva Kollaríková, Tomáš Korauš

Keywords:

value, property, company, right of acquisition, offer, compulsory offer

JEL Classification: M20

■ Introduction

Squeeze out (right of acquisition, edging out minority shareholders) means an authorization of a majority shareholder to acquire, on the base of law regulations, all of the residual shares of a given joint-stock company (so-called target company), which are traded on regulated markets, i.e. Stock Exchange, for adequate consideration on the base of their purchase or exchange for other securities, and that regardless possible objection of the minority shareholders to this purchase or exchange. On the other hand, there is an obligation on the side of the minority shareholders to sell off these shares to the majority shareholder if they are asked to do so and other prerequisites pursuant to valid law regulations are fulfilled.

■ 1. Basic Terms with Squeeze Out

Takeover Offer means a public proposal for purchasing (or exchanging) shares of the target company from shareholders of this company. The proposal is submitted after acquiring control share (participation of at least 33% in voting rights related to the shares of one Target Company) in the target company. Pursuant to this Act, the Takeover Offer is possible to realize only on a regulated market.

Competitive Takeover Bid is a Takeover Offer which, during the validity of other takeover offer, in relation to shares of the same target company, is realized by a third party.

Compulsory Takeover Offer must be realized by a natural person or legal entity that alone or with other persons acting with it in compliance achieves or exceeds the control stake in the target company. This person is obliged to realize the Takeover Offer of all shareholders of the target company if not provided otherwise by the Act.

Consideration with Compulsory Takeover Offer may be in the form of¹⁾:

- monetary consideration,
- securities, or
- combination of these two forms.

This contribution must be reasonable to the shares value of the target company and adequacy of this contribution must be supported by an expert's opinion. The following is considered to be an adequate consideration:

- consideration which is no lower than the highest consideration,
- at the same time it is lower than the consideration stipulated by an expert's opinion,
- at the same time, it can not be lower than the value of the net enterprise assets including the value of intangible assets of the company per share pursuant to the latest fi-

1) Act no. 566/2001 Coll. on Securities and Investment Services and on amendments and modifications of some Acts (Securities act)

- nancial statements verified by an auditor prior to forming an obligation to declare the compulsory takeover offer,
- in case of quoted shares, the adequate consideration cannot be lower than the average rate of such shares acquired on the Stock Exchange for the past 12 months prior to forming the obligation to declare the compulsory takeover offer.

The purpose of the legal regulations of the Compulsory Takeover Offer is mainly to protect (minority) shareholders in case that on the base of change in distribution of participation in the company there will be a decrease of their impact on the company's management and, at the same time, a risk of directing the company when taken over by a new person. The above mentioned facts may have an important influence on the shares value, and therefore the Compulsory Takeover Offer should serve as protection against any possible decrease in value of shares of minority shareholders.

The Right of Acquisition belongs to the Proposer who realized the Takeover Offer (which was not partial – it did not apply only to a part of residual shares of the target company owned by minority shareholders nor conditional – the Proposer has not bound themselves within this Offer to require from all residual shareholders of the target company to transfer their shares in favor of him/her for an adequate consideration. The Proposer has the right of acquisition if he/she is an owner of shares the aggregate nominal value represents 95% of the fixed assets of the target company related with at least 95% participation of voting rights in the target company.

Minority shareholders are obliged to accept the draft of an agreement on purchasing shares (or exchanging shares) within the time period of 10 days following the consent from the National Bank of Slovakia to the proposed right of acquisition. If the minority shareholder requires providing expert opinion on the adequacy of the consideration, the Proposer is obliged to provide such opinion.

Adequacy of Consideration determined by expert opinion – the consideration with the Compulsory Takeover Offer must be adequate to the value of shares of the target company and the adequacy of consideration is supported by the expert opinion elaborated in accordance with valid Slovak legislation regarding assessments.

■ 2. Expert Opinion for the Purposes of Squeeze Out

Choosing an expert to determine the amount of consideration is pursuant to the Act in the competency of the National Bank of Slovakia. It is possible to choose a legal entity registered in the Expert Field of Enterprise Economy and Management, Division – Evaluation and Assessment of Companies. The Expert Opinion for assessing the amount of consideration must determine the general value of the company as a whole. The Expert Opinion must not be older than three months following the day of publishing the Proposer's announcement (the Proposer who decided to apply for the right of acquisition is to announce his/her decision to the target company, the National Bank of Slovakia and the rest of the shareholders of the target company).

For the purposes of determining the amount of consideration, it is possible to use the Expert Opinion executed before the obligation arose to announce the Compulsory Takeover Offer provided less than six months has passed between its elaboration and origin of this obligation and the National Bank of Slovakia has not rejected its application. The Proposer is obliged to provide the Expert Opinion upon request of the liable person. The Proposer must apply this right within three months following expiration of the period (ten working days after granting the consent of the National Bank of Slovakia), otherwise it will expire. If the amount of consideration was not determined by the Expert Opinion, the burden of proof on adequacy of the offered consideration lies with the Proposer.

One of the main targets of the participants in capital markets is to maximize returns on invested capital; therefore the shareholders expect adequate returns on their invested reso-

ources. The same will apply also with "squeeze out"; therefore it will not be easy to assess the general share value suitable for all majority and minority shareholders.

3. Assessing General Share Value for the purposes of Squeeze Out

When estimating the General Share Value for the purposes of determining appropriate value of consideration pursuant to the Act on Securities²⁾, it is in compliance with Annex no. 16 of the Equity Assessment Regulation³⁾. The General Share Value for the purposes of adequate consideration is calculated as a ratio of the general equity as a whole to the amount of shares issued considering their nominal value.

When estimating the General Equity Value as a whole, the Property or Enterprise Method will be used unless the Act on Securities⁴⁾ requires assessment of the General Equity Value as a whole by the Property Method and by the Enterprise Method at the same time. If both Methods are used, in the conclusion of the Expert Opinion both General Equity Values assessed by both the Property Method and Enterprise Method will be stated as well as the General Share Value determined by both Property Method and Enterprise Method.

The Property Method is estimated company's Goodwill or its parts in form of aggregate estimation of General Equity Value as a whole deducted by General Value of external assets to the estimation date. The General Equity Value and parts of the company assessed by Property Method will be determined as follows⁵⁾:

$$VSH_M = \sum_{i=1}^n VSH_{ZMi} - VSH_{CP}$$

Where

VSH_M – The General Equity Value and parts of the company assessed by Property Method,

VSH_{ZMi} – The General Value of all Equity parts considered as subjects of the estimation

The Enterprise Method will be used in the form with unlimited lifespan of the company and will be determined pursuant to the following equation:

$$GV_E = H_{OZ} + H_C$$

Where

GV_E – General Equity Value and parts of the company assessed by the Enterprise Method,

H_{OZ} – General Value of Deployable resources during assessment period,

H_C – continuing value.

The General Value of Deployable resources during assessment period is determined pursuant to the following equation:

$$H_{OZ} = \sum_{t=1}^n \frac{OZ_t}{(1+i)^t}$$

- 2) The Act no. 566/2001 Coll. on Securities on Investment Services and on amendments and modifications of some Acts and as subsequently amended
- 3) Regulation no. 492/2004 Coll. on Assessing the General Value of a Company
- 4) (1) § 118g (5), § 118i (7) and § 118i (12) of the Act no. 566/2001 Coll. on Securities and Investment Services and on amendments and modifications of some Acts (the Act on Securities) as amended by the Act no. 209/2007 Coll.
- 5) HARUMOVÁ, A. – MIŠKANIN, M.: Hodnota podniku v podmienkach Európskej únie. In *Ekonómia a podnikanie : vedecký časopis Fakulty ekonómie a podnikania BVŠP = scientific journal of Faculty of Economy and Business the Bratislava University of Law*. ISSN 1337-4990. Vol. 1, No. 1 (2007), p. 22-29.

Where

- H_{OZ} – the General Value of Deployable resources during the assessment period,
- OZ_t – Deployable resources during the assessment period,
- i – capitalization rate in %, in decimal form in the equation,
- n – length of the period under consideration.

The Deployable resources Value proceeds from the Enterprise Prospectus for future period from the date we will assess the Equity Value as of. The Discount Rate will be determined as follows:

$$i = (1 - DS) \cdot N_{PK} \cdot \frac{PK}{CK} + N_{VK} \cdot \frac{VK}{CK}$$

$$CK = PK + VK$$

Where

- i – capitalization rate calculated in %, reflecting average cost of capital and used capital structure, in decimal form in the equation,
- DS – Income Tax rate in %, determined pursuant to the Income Tax Act for the assessed company; in decimal form in the equation,
- N_{PK} – costs related to utilization of loan capital in %, i.e. interest and other expenses paid by the Creditor; in decimal form in the equation,
- PK – volume of the loan capital in Slovak Crowns, comprises external liabilities, which are (for the purposes of discount rate calculation) the following: long-term bank loans, regular bank loans, financial assistance, issued debentures, drafts, leasing, paid rent and other liabilities,
- N_{VK} – cost of own capital in %, i.e. participation in profit assumed and acquired by the owner to his/her capital deposit in the company; in decimal form in the equation,
- VK – volume of own capital in Slovak Crowns comprises liabilities items, which is equity (for the purposes of calculations).
- CK – total capital (the sum of the own capital and loan capital)

Accessing the Discount Rate is the key moment when estimating, which is often considered as the most problematic in reality. The data difficulties are solved in form usage of risk premiums and beta coefficients from foreign capital markets, partly even from United State capital market⁶⁾.

The Continuing Value is estimated pursuant to the following equation:

$$H_p = \frac{OZ_{n+1}}{i - g} \cdot \frac{1}{(1 + i)^n} \quad (i > g)$$

where

- HP_p – continuing value,
- OZ_{n+1} – volume of Deployable resources in the following year of the period under consideration,
- i – capitalization rate in %, in decimal form in the equation [%/100],
- g – Sustainable Growth Rate of Deployable resources in %, in decimal form [%/100] in the equation,
- n – length of the period under consideration [year].

The Continuing Period (HP) is a General Value of Deployable resources of the company and parts of the company in the following year of the period under consideration, taking into account company's prerequisites to create deployable resources during time unlimited period, which is calculated to present value as of the assessment date.

6) MAŘÍK, M – MAŘÍKOVÁ, P. Vybrané problémy výnosového oceňování podniku. In *Manažment hodnoty podniku 2008 : 3. medzinárodná vedecká konferencia 25. apríl 2008* [electronic source]. Bratislava : [Bratislavská vysoká škola práva], 2008. p. 28

Sustainable Growth Rate of Deployable resources (g) indicates percentage interannual ability change of the company to create deployable resources. It depends on the status of the company as of the assessment date and on its development during this period within its field.

Pursuant to the Regulation, the Sustainable Growth Rate of Deployable resources (g) is determined as follows:

- based on profit development history or forecast, or
- based on data of the Statistical Office of the Slovak Republic as the average growth value of relevant industry for the past period, usually for the past five years.

The data from the Statistical Office of the Slovak Republic will also be used in the case when the Sustainable Growth Rate (g) is to be higher than the Capitalization Rate (i) after deriving from historic data. If it is not possible to apply the results based on the above mentioned procedures, the boundary value of the Sustainable Growth Rate (g) is the inflation rate assumed as of the assessment date.

3. Models of Assessing General Value of Deployable Resource

There are two types of models of assessing General Value of Deployable Resource, and that with:

1. Non-financial Institutions

Assessing the General Value of Deployable Resource for a company, with the exception of financial institutions, using or will be using only own capital or both own capital and loan capital:

Table 1

Operating Profit from Economic Activities after Tax
+
Write-Offs
+
other expenses included in the operating profit from economic activities, which are not current expenses, e.g. reserve creation, asset valuation reserve, and decreased by
—
investments in adjusted working capital required for operations, while the adjusted working capital is determined by deducting only non-interest-bearing short-term liabilities from short-term assets
—
investments in acquisition of long-term assets required for operations
—
revenues included in the operating profit from economic activities, which are not current revenues, e.g. dissolution of reserves, dissolution of asset valuation reserve.
=
Value of Deployable Resource (Fair Value)

- a) if the company assessed uses or will be using both own capital and also loan capital, the **capitalization rate (i)** will be calculated as follows:

$$i = (1 - DS) \cdot N_{PK} \cdot \frac{PK}{CK} + N_{VK} \cdot \frac{VK}{CK}$$

$$CK = PK + VK$$

Where

- i — is the capitalization rate calculated in per cents reflecting the risk rate, average cost of capital and used capital structure which is in decimal form [%/100] in the calculation,

DS	- is the rate of income tax in per cents, determined pursuant to the Income Tax Act for the company assessed; in decimal form [%/100],
N _{PK}	- cost interests from the Profit and Loss Statements, the penalty interests are deducted from and they are calculated on a yearly basis to relevant interest-bearing loan capital, in decimal form [%/100] in the calculation,
PK	- volume of the interest-bearing loan capital in Slovak Crowns as of the date of assessment; consisting of liabilities items, which are (for the purposes of capitalization rate calculations): long-term bank loans, financial assistance, issued debentures, drafts, leasing, paid rents, and other liabilities,
N _{VK}	- own capital expenses in per cents, i.e. the participation in the profit assumed and acquired by the owner for his/her capital deposit in the company, in decimal form [%/100] in the calculation,
VK	- volume of the own capital in Slovak Crowns, including liabilities items, which is (for the purposes of the calculation) the sum of the own capital and loan capital.

Own Capital Expenses are determined on the level of riskless interest rate equal to the average government bond yield with the longest maturity on the bond market in the Slovak Republic.

The General Equity calculated is modified according to this Pattern as follows:

Table 2

General Value of the Company pursuant to this Model
+
General Value of Operating Assets not required for operations
-
General Value of Loan Interest-Bearing Capital as of the Date of Assessment
=
General Value of the Company determined by the Enterprise Value Method for this Case

- b) if the company assessed uses or will be using only own capital, the **capitalization rate (i)** will be determined on the level of own capital expenses, while the own capital expenses will be determined on the level of riskless interest rate equal to the amount of aggregated government bonds yield with the longest maturity on the bond market in the Slovak Republic.

2. Financial Institutions

Determining the general value of the deployable resource of financial institutions is according to the following pattern:

Table 3

Net Interest Profit
+
Profit from Variable Return Securities
+
Net Profit from Charges and Commissions
+
Profit from Financial Operations
+
Other Revenues from Current Operation
+
Use of Reserves and Adjusting entries
-
General Operating Expenses, i.e. expenses on employees, other operating expenses
-
Creation of Provisions and Adjusting entries

–	Income Tax
–	Capital Requirements on the base of Capital Adequacy
–	Assumed Investments necessary for Ensuring Required Profit Growth
–	Allocations to Statutory Reserve Funds and Statutory Funds
–	Eventually Limiting Financial Means based on the Commercial Code
=	
	Deployable Resource

In this case, the *Capitalization Rate (i)* is determined on the level of owned capital expenses, while the owned capital expenses are determined on the level of riskless interest rate equal to average *debenture bond yield with the longest maturity* on the bond market in the Slovak Republic.

When determining the general value of the shares pursuant to the Annex no. 16, in the expert's opinion it is necessary to state the characteristics and specifications of the company assessed, including economic-financial analysis, description and reasoning of the method and procedures used.

Example:

Example of calculations for non-financial companies. Data for calculations of deployable resources are listed in the Table 8.5.-4. We assume the data are in EUR. When calculating the General Value, we will use $i = 4.58\%$ (*of the debenture bond yield with the longest maturity*) a $g = 2\%$ (*assumed inflation rate*).

Calculating Deployable resources with Non-Financial Institutions

Table 4

Item	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Economic Activities Result after Tax	669	15,074	37,529	60,382	70,839	74,815
+						
Write-Offs	120,343	129,424	135,589	135,207	134,536	130,137
+						
Other expenses included in the Economic Activities Result, which are not revenue expenditures, e.g. creation of provisions, adjusting entries, and lowered	26,850	21,850	20,850	21,350	21,350	21,350
–						
Investments in adjusted operation-necessary working capital, while adjusted working capital is determined by deducting only non-interest-bearing short-term liabilities from short-term assets	-20	-20,488	-14,120	-22,865	-22,015	-21,030
–						
Investments in acquisition of operation-necessary long-term property	-20	-30	-25	-30	-32	-28
–						
revenues included in economic activities result, which are not revenues of current period,	-12	-15	-25	-8	-12	-10
–						
e.g. writing off reserves, adjusting entries, to property.	0	-10	-12	-14	-13	-22
=						
Deployable resource Value	147,810	145,805	179,786	194,022	204,653	205,212

Calculating Operating Capital Revision with Non-Financial Institutions**Table 5**

Indicator	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Floating Assets	768,203	825,200	966,300	899,230	749,200	850,230
Short-term Liabilities	818,811	855,320	982,300	892,365	720,320	800,320
Operation Capital	-50,608	-30,120	-16,000	6,865	28,880	49,910
Operation Capital Revision	20	20,488	14,120	22,865	22,015	21,030

Calculation in EUR:**General Value of Deployable resources during the period assessed:**

$$H_{OZ} = \frac{148\,810}{1,0458} + \frac{145\,805}{(1,0458)^2} + \frac{179\,786}{(1,0458)^3} + \frac{194\,022}{(1,0458)^4} + \frac{204\,653}{(1,0458)^5} = 757\,634,1024 \\ . \text{thousand. EUR}$$

Value Continuing:

$$H_P = \frac{205\,512}{0,0458 - 0,02} \cdot \frac{1}{(1,0458)^4} = 6\,358\,283,0830 \text{. thousand. EUR} \\ 205212\,1$$

General Value Determined as of 31st December 2008:

$$GVS_P = 757,634.1024 + 6,358,283.0830 = 7,115,917.1854 \text{. thousand EUR}$$

Table 6

Modification of General Value Calculated	
Goodwill pursuant to this Pattern	7,115,917.185
+	
General Value of Property not Required for Operations	23,425.205
-	
General Value of Loan Interest-bearing Capital as of the Date of Valuation	-134,924.311
=	
Goodwill Stipulated by Enterprise Method for this Case in EUR	7,004,418.079

After amendments, the general value of the non-finance company is set to EUR 7,004,418.08 as of 31st December 2008.

Conclusion

As it is obvious from the context of the "squeeze out" process, it is more likely that in many cases the court will decide over replacing the consent of the minority shareholder to transfer his/her shares to majority shareholder. The edging out process is has its purpose only when there is no possibility for the majority shareholder to come to an agreement with the minority shareholders after the shares being bought out. It is not possible to come to the agreement with these shareholders due to two main reasons, the shareholder does not want to sell his/her shares because he/she has a reason to keep them as his/her investment, or he/she does not consider the consideration offered being adequate.

■ Summary

The legal regulations of „squeeze out“ in Slovak republic authorizes according to the Act no. 566/2001 Coll. on Securities and Investment Services the majority shareholder to acquire all of the residual shares of a given joint- stock company (co-called target company), which are traded on regulated markets, i.e. Stock Exchange, for adequate consideration on the base of their purchase or exchange for other securities with minority shareholders.

The main purpose of these legal regulations is the protection of minority shareholders, which shareholders rights are highly limited once the compulsory take over offer had been issued, because it can lead to market exit of issuer or considerable change of business orientation of the company and can lead to change of dividend policy for example.

By applying of the Takeover right are the minority shareholders forced to sell their shares to the submitter and therefore to lose their Equity investment⁷⁾.

The whole process is meaning-full only when there is no possible agreement between minority and majority shareholders regarding the share's take over offer. This can have two main reasons, or minority shareholder insist on keeping the shares as an investment or he considers the offer as not adequate.

■ Literature Used:

- [1] BOETZEL, S. – SCHWILLING, A. *Managing for Value*. Capstone Publishing Limited: London 1999. ISBN 1-84112-080-4.
- [2] BREALEY, R. – MAYER, S. *Principles of Corporate Finance*. 7ed. New York: McGraw-Hill Irwin, 2003. ISBN 0072940433.
- [3] HARUMOVÁ, A. – MIŠKANÍK, M. Hodnota podniku v podmienkach Európskej únie. In *Ekonómia a podnikanie : vedecký časopis Fakulty ekonómie a podnikania BVŠP = scientific journal of Faculty of Economy and Business the Bratislava University of Law*. ISSN 1337-4990. Vol. 1, No. 1 (2007), p. 22-29.
- [4] MARÍK, M. – MAŘÍKOVÁ, P. Vybrané problémy výnosového oceňování podniku. In *Manažment hodnoty podniku 2008 : 3. medzinárodná vedecká konferencia 25. apríl 2008* [electronic source]. Bratislava : [Bratislavská vysoká škola práva], 2008. p. 28
- [5] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C. H. BECK 2001. ISBN 80-7179-529-1.
- [6] HARUMOVÁ, A. – MOJŽIŠEK, L. Squeeze-out na Slovensku a potreba znaleckých posudkov. In *Eurobiznis : mesačník o ekonomice a podnikání*. ISSN 1336-393X. Vol. 8, No. 9 (2008), p. 26.

Contacts:

Doc. Ing. Anna Harumová, PhD.

University of Economics in Bratislava, Faculty of Enterprise Management

E-mail: harumova@euba.sk

Ing. Eva Kolláriková

Bratislavská vysoká škola práva (Bratislava School of Law), Faculty of Economy and Enterprise

E-mail: ekollarik@stonline.sk

Ing. Tomáš Koraúš

Bratislavská vysoká škola práva, Faculty of Economy and Enterprise

E-mail: tkoraus@vub.sk

7) HARUMOVÁ, A. – MOJŽIŠEK, L. Squeeze-out na Slovensku a potreba znaleckých posudkov. In *Eurobiznis : mesačník o ekonomice a podnikání*. ISSN 1336-393X. Vol. 8, No. 9 (2008), p. 26.

Hedgefonds – Ein Überblick

Thomas Malle

Stichwörter/Keywords:

Managed Futures

Sammelbezeichnung für Futures Fonds (Futures Fund) und privat gemanagte Terminbörsensammelkonten (Futures Pools). Investmentfonds, der zufließende Mittel ausschließlich am Futures-Markt (Terminbörse) anlegt.

A Managed Futures Account (MFA) is a form of alternative investment, similar to a mutual fund, that takes long and short positions in futures contracts, government securities, and options on futures contracts.

Longposition

Geht ein Aktien-Trader in einem Handelsgeschäft an der Börse eine Kaufposition ein (in Erwartung steigender Kurse), so ist er "long" (engl.: to be long: auf lange Sicht eingedeckt sein)

A long position in a security, such as a stock or a bond, or equivalently to be long in a security, means the holder of the position owns the security and will profit if the price of the security goes up. Similarly, a long position in a futures contract or similar derivative means the holder of the position will profit if the price of the underlying security goes up. Going long is the more conventional practice of investing and is contrasted with going short.

Shortposition

Anlagesituation, in der ein Investor Wertpapiere verkauft, die er noch nicht besitzt, mit der Absicht, diese zum Lieferzeitpunkt günstig einzukaufen.

Gegenteil: Long Position

In finance, short selling or "shorting" is the practice of selling a financial instrument that the seller does not own at the time of the sale. Short selling is done with the intent of later purchasing the financial instrument at a lower price. Short-sellers attempt to profit from an expected decline in the price of a financial instrument. Short selling or "going short" is contrasted with the more conventional practice of "going long".

Put-Option

Der Käufer erwirbt gegen Bezahlung der Optionsprämie das Recht, am Verfallstag eine bestimmte Anzahl des Basiswertes (Aktien, Indizes, Währungen, etc.) zu einem fixen Preis zu verkaufen. Wird tatsächlich verkauft, nennt man das "Ausübung".

A put option (sometimes simply called a "put") is a financial contract between two parties, the seller (writer) and the buyer of the option. The buyer acquires a long position offering the right, but not obligation, to sell the underlying instrument at an agreed-upon price (the strikeprice). If the buyer exercises the right granted by the option, the writer has the obligation to purchase the underlying at the strike price.

Private equity

Geschäft von spezialisierten Beteiligungsgesellschaften, die nicht börsennotierten Unternehmen Beteiligungskapital zum Zwecke der Gründungsfinanzierung, der Wachstumsfinanzierung, der Turn-around-Finanzierung oder zur Durchführung von Management-Buy-Outs (MBO) bereitstellen

In finance, private equity is an asset class consisting of equity securities in operating companies that are not publicly traded on a stock exchange. Investments in private equity most often involves either an investment of capital into an operating company or the acquisition of an operating company.

Venture capital

Begriff: Finanzierung von Investitionen durch Risiko- oder Wagniskapital, Bereitstellung von haftendem Kapital über einen bestimmten Zeitraum, verbunden mit unter-

nehmerischer Beratung des kapitalnehmenden Unternehmens für Risikoprojekte (z. B. Produktinnovationen, Forschung und Entwicklung).

Venture capital (also known as VC or Venture) is a type of private equity capital typically provided to early-stage, high-potential, growth companies in the interest of generating a return through an eventual realization event such as an IPO or trade sale of the company.

DAX

1988 geschaffener Aktienindex, der im Hinblick auf die Eurex (vormals Deutsche Terminbörse) als handelbarer Index konzipiert ist. Der DAX enthält 30 zum überwiegenden Teil an allen deutschen Wertpapierbörsen zum amtlichen (Börsen-)Handel zugelassene Aktien (Standardwerte) und repräsentiert ca. 60% des gesamten Grundkapitals inländischer börsennotierter Aktiengesellschaften sowie ca. 75% des Free Floating Capital.

The DAX (Deutscher Aktien IndeX, formerly Deutscher Aktien-Index (German stock index)) is a blue chip stock market index consisting of the 30 major German companies trading on the Frankfurt Stock Exchange.

Leverage, Leverageeffekt

Hebelwirkung des Fremdkapitals, Erhöhung der Eigenkapitalrentabilität aufgrund einer über dem Fremdkapitalzins liegenden Gesamtkapitalrentabilität (positiver L.). Der L. gilt jedoch auch in umgekehrter Richtung (negativer L.): Liegt die Gesamtkapitalrendite unter dem Fremdkapitalzins, sinkt die Eigenkapitalrentabilität linear mit der Kapitalstruktur bzw. mit dem Verschuldungsgrad.

In finance, leverage (or gearing due to its analogy with a gearbox) is borrowing money to supplement existing funds for investment in such a way that the potential positive or negative outcome is magnified and/or enhanced. It generally refers to using borrowed funds, or debt, so as to attempt to increase the returns to equity. Deleveraging is the action of reducing borrowings.

Portfolio, Portfoliopositionen

Gesamtheit aller Assetklassen (z. B. Aktien, Zinsinstrumente, Debitoren, Beteiligungen, Immobilien). Gesamtbestand von Wertpapieren (z. B. Aktien, festverzinsliche [Wert-]Papiere).

In finance, a portfolio is an appropriate mix of collection of investments held by institutions or a private individual.

Volatilität

Schwankungsbreite bzw. Kursbeweglichkeit eines Finanzinstruments.

Volatility most frequently refers to the standard deviation of the continuously compounded returns of a financial instrument with a specific time horizon. It is often used to quantify the risk of the instrument over that time period.

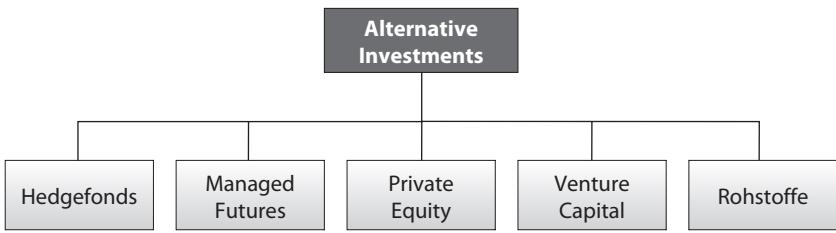
Stock picking

Aktienanlage-Strategie, bei der einzelne Wertpapiere erworben werden, von denen erwartet wird, dass sie sich besser als der Gesamtmarkt entwickeln.

Stock selection criteria is a strategy in which an stock analyst or investor uses a systematic form of analysis to determine if a particular stock constitutes a good investment and should be added to their portfolio.

■ 1. Begriffsabgrenzungen

Hedgefonds werden in der Literatur oftmals als (nicht-traditionelle) Anlageklasse bzw. als Alternative Investments bezeichnet. Der Begriff Alternative Investments firmiert auch unter Bezeichnungen wie „Neue Anlagemöglichkeiten“ oder „Innovative Finanzinstrumente“. Allerdings besteht häufig Verwechslungsgefahr zwischen den verschiedenen Formen des Alternativen Investments, weswegen an dieser Stelle auf die Einordnung von Hedgefonds in Kontext der Alternativen Investments eingegangen werden soll.

Abbildung 1: Einordnung von Hedgefonds in Alternative Investments

Quelle: Eckert (2006), S. 25

Managed Futures handeln sowohl mit derivaten Produkten als auch Optionen auf den Finanz-, Währungs-, oder Rohstoffmärkten und werden teilweise unter Hedgefonds eingeordnet. Managed Futures gehen Long- und Shortpositionen in Aktien-, Zins- und Währungs-, Energie-, Landwirtschafts-, und Metallmärkten ein und verfolgen dabei meist trendfolgende Strategien, wie in einem steigenden Markt eine Long-Position und in einem fallenden Markt eine Short Position aufzubauen. In der Finanzliteratur existiert noch keine eindeutige Abgrenzung von Managed Futures zu den Hedgefonds, meist werden sie den Alternativen Investments im Rahmen von Hedgefonds zugeordnet.

Private Equity und **Venture Capital** sind auch unter dem Begriff Risikokapital bekannt. Private Equity Investments stellen mittlerweile eine Hauptkomponente bei den Alternativen Investments dar und haben sich als eigenständige Assetklasse etabliert. Investoren beteiligen sich an meist jungen, noch nicht börsennotierten Unternehmen in einer entscheidenden Phase ihrer Entwicklung, ohne dass sie dafür ausreichende Sicherheiten erhalten. Damit gehen sie ein hohes Risiko ein, erwarten aber auch eine dementsprechende Rendite, wenn sie die Beteiligungen wieder veräußern. Venture Capital wird oftmals als eine Unterkategorie von Private Equity gesehen. Ein besonderes Unterscheidungsmerkmal bei Private Equity ist sowohl die Übertragung von Managementressourcen mit der Möglichkeit der Ausübung von aktiver Kontrolle als auch der Zeitpunkt der Finanzierung. Bei Venture Capital wird bereits die Unternehmensgründung finanziell unterstützt, während bei Private Equity die Finanzierung hier noch nicht zum Einsatz kommt.

Rohstoffe zählen in dem Moment zu den Alternativen Investments, in dem sie über Termingeschäfte abgewickelt werden. Sie stellen mittlerweile eine große Kategorie dar, da der Anstieg einzelner Rohstoffpreise aufgrund der hohen Nachfrage u.a. aus China, diese Assetklasse für Anleger attraktiv gemacht haben.

In den Rechtsvorschriften der unterschiedlichen Jurisdiktionen findet der Begriff des Hedgefonds eher ein Schattendasein. Stattdessen findet man Bezeichnungen wie „Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“ (Deutschland), „Andere Sondervermögen“ (Österreich), „Spezialisierte Investmentfonds“ (Luxemburg), „Fondi Speculativi“ (Italien) oder „Investmentunternehmen für andere Werte mit erhöhtem Risiko“ (Liechtenstein). Die Bezeichnung wird vor diesem Hintergrund vielmehr für eine heterogene Gruppe von Investmentgesellschaften herangezogen.

Dabei ist der Begriff „Hedge“ gut dafür geeignet, Verwirrung zu stiften, denn im Grunde genommen bedeutet dieser übersetzt so viel wie Schutz oder Absicherung. Im eigentlichen Sinne steht „Hedge“ somit für die Absicherung einer Anlage vor bestimmten Risiken. Zum Einsatz kommt „Hedging“ beispielsweise in Form einer Absicherung eines Aktienportfolios mittels Kauf einer Put-Option gegen unerwartete Kursrutsche. Auch zum Schutz gegen Wechselkursrisiken oder Zinsänderungen, Ausfall eines Kreditnehmers etc. kann dies ein sinnvolles Instrument sein. Gleichwohl sollte beachtet werden, dass dies in diesem Kontext keinesfalls impliziert, dass investierte Gelder in besonderer Weise abgesichert wären. „Hedging“ bedeutet hier einfach nur die Absicherung einzelner Portfoliopositionen oder einzelner Risikokomponenten. Insofern ist das so genannte „Hedging“ ein kapitalmarktrechtlich gängiger Begriff für die Absicherung von Preisrisiken durch negativ korrelierende Gegengeschäfte. Eine derartige Absicherung gegen Preisveränderungen

zählt jedoch bei den meisten Hedgefonds gar nicht mehr zu den vorherrschenden Zielen. Im Gegensatz zu „normalen“ Investmentfonds, die sich in der Regel an der Wertentwicklung eines bestimmten Vergleichsmaßstabes (Benchmark) orientieren, sind Manager von Hedgefonds danach bestrebt, absolute positive Renditen zu erzielen. Hedgefonds geben sich also nicht mit einem relativen Erfolg gegenüber einer eventuell auch rückläufigen Benchmark (z.B. Aktienindex) zufrieden. Vielmehr wird angestrebt, regelmäßig und somit auch bei fallendem Gesamtmarkt absolute Gewinne und Renditeziele zu erwirtschaften. Dabei zielen sie auf die Identifikation von Fehlbewertungen bestimmter Papierre oder ganzer Märkte. Diese Fehlbewertung versuchen sie durch eine entsprechende Positionierung gewinnbringend auszunutzen. „Hedging“ ist in diesem Kontext also nur insoweit Bestandteil einer Fondsstrategie, als das Portfolio gegen andere als die bewusst einkalkulierten Risiken abgesichert wird, so dass der wirtschaftliche Erfolg möglichst nur von der Korrektur der vermuteten Fehlbewertung abhängt. Bei Hedgefonds wird häufig übersehen, dass Hedgefonds in den häufigsten Fällen in den so genannten traditionellen Anlageklassen (Aktien, Geldmarkt, Fonds) investiert sind, sich aber in der Art und Weise bzw. im Stil des Managements von traditionell verwalteten Portfolios unterscheiden. Die Unterscheidung ergibt sich primär dadurch, dass sie alle Arten von Finanzinstrumenten verwenden, die Risiken absichern.

Hedgefonds sind aber auch deshalb sehr schwierig zu charakterisieren, weil die meisten Hedgefonds-Manager auf einen sich verändernden Markt häufig opportunistisch mit einem, Wechsel ihrer Strategie reagieren. Damit ist offensichtlich, dass man über die Interpretation der Vorgehensweise von Hedgefonds-Managern ebenfalls ein Zugang zum Verständnis dieser Investments erreichen kann. Hedgefonds-Manager haben einerseits ein absolutes Renditeziel vor Augen, andererseits ist ihr Handeln von der Maxime der Verlustvermeidung bestimmt. Während beispielsweise in den auf dem deutschen Aktienmarkt schwierigen Jahren 2002-2003 eine Negativrendite von 40% im Jahre 2002 für einen Hedgefonds-Manager ein

Abziehen der Anlagegelder seiner Investoren und folglich auch das Schließen des Fonds zur Folge gehabt hätte, war ein solches Ergebnis für einen Fondsmanager, der sich am DAX als Benchmark orientierte, durchaus hinnehmbar, denn der Dax musste im Jahr 2008 ein Minus von 43% verzeichnen. In diesem Zusammenhang ist ersichtlich, dass es für den Hedgefonds-Manager im Grunde gar nicht auf die Art der Anlagen ankommt, sondern nur auf deren Erfolg. Vor diesem Hintergrund und aufgrund der Tatsache, dass es für Hedgefonds keine allgemein anerkannte Legaldefinition gibt, kann die Definition über folgende spezifische Merkmale vorgenommen werden:

- Ziel einer absolut positiven Rendite
- Simultanes Verhalten von Long- und Short-Positionen
- Breites Spektrum von Instrumenten wie Derivaten
- Ziel von Leverage-Effekte durch Aufnahme von Fremdkapital
- Stark Performance-abhängige Vergütung des Fondsmanagers
- Geringe staatliche Regulierung

Abbildung 2: Wesentliche Unterschiede zwischen Hedgefonds und Investmentfonds

	Hedgefonds	Investmentfonds
Leerverkäufe	Erlaubt	verboten
Leverage	Hoher Hebeleffekt	Beschränkung der Kreditaufnahme auf 10% des Fondsvermögens
Instrumente	Derivate für Spekulationszwecke	Derivate nur zur Absicherung
Liquidität	Kündigung der Anteile nur monatlich oder quartalsweise, Sperrfristen	Meist tägliche An- und Verkäufe
Volumen	Limitiert	Unlimitiert
Transparenz	Sehr gering	Portfoliopositionen müssen mind. 2x im Jahr offen gelegt werden.
Einschränkungen	Kaum gesetzliche Bestimmungen	Werden i.d.R. von Bankenaufsicht und Finanzministerium reguliert.

Quelle: In Anlehnung an Eckert (2006), S. 27ff.

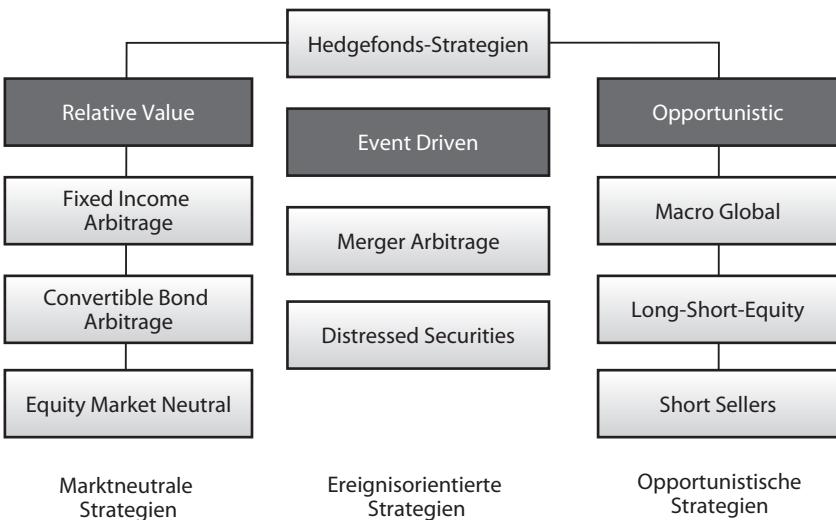
Nachfolgend soll eine entsprechende Darstellung der verschiedenen Strategien von Hedgefonds geleistet werden.

2. Klassifizierung von Hedgefonds-Strategien

Vorangegangen wurden die grundsätzlichen Merkmale von Hedgefonds beschrieben. Damit kann jedoch noch kein grundlegendes Verständnis für die Hedgefonds-Industrie erreicht werden, da Hedgefonds an sich kein homogenes Produkt darstellen, sondern sehr heterogene Anlagestrategien unter Anwendung unterschiedlicher Finanzinstrumente sind. Eine erschwerte Vergleichbarkeit ergibt sich aus daraus, dass jeder Hedgefonds grundsätzlich eine individuelle Strategie verfolgt. Dennoch existieren eine Reihe unterschiedlicher Möglichkeiten, Hedgefonds nach ihrer Anlagestrategie zu klassifizieren, beispielsweise nach Volatilität, Investmentprozess, Anlageklassen oder Branche. Entsprechende Ansätze kommen vor allem von den Anbieter von Hedgefonds-Daten.

So unterscheidet beispielsweise *Credit Suisse First Boston/Tremont* neun Strategien, *Van Hedge* 17 Strategien und *Hedge Fund Research* sogar 37 verschiedene Strategien. Bis-her wurde noch keine Einigung innerhalb der Hedgefonds-Branche über ein gemeinsames Standardisierungssystem erzielt. Für ein Verständnis der Strategien, deren Vorgehensweise, Chancen und Risiken erscheint es daher sinnvoll, eine Gegenüberstellung der Strategieklassifikation vorzunehmen. Die folgende Abbildung veranschaulicht die bedeutendsten Strategien in einem Überblick.

Abbildung 3: Hedgefonds-Strategien



Quelle: Petrich (2007), S. 17

Die Wahl der Strategie eines Hedgefonds beeinflusst maßgeblich das Risiko/Renditeprofil des jeweiligen Fonds. Gleichwohl können die Grenzen zwischen den jeweiligen Strategien unscharf sein, Strategieänderungen werden häufig vorgenommen. Im Folgenden sollen anhand der o.a. Abbildung die jeweiligen Strategien erläutert werden. Den Beginn machen dabei die opportunistischen Strategien.

2.1 Opportunistische Strategien

Opportunistische Hedgefonds-Strategien passen ihre Wertpapierpositionen an bestimmte Veränderungen der internationalen Finanz- und Kapitalmärkte an. Zu diesen Strategien zählen Long/Short Equity, Short Seller und Global Macro.

2.1.1 Long/Short-Equity-Strategien

Im Bereich von Long/Short- Equity – Strategien konzentrieren sich die Hedgefonds- Manager auf den Kauf von als unterbewertet eingeordneten Wertpapieren und/oder den Verkauf von überbewertet eingestuften Papieren unter zu Hilfenahme von Fremdkapital (Leverage).

Ein solcher Long/Short – Equity Fonds geht Long- und auch Short-Positionen in Wertpapieren und Derivaten ein und ist der am häufigsten im Rahmen von Hedgefonds angewandte Ansatz. Hier kommt es auf das „Stock- Picking“ der richtigen Aktien an. Hierzu werden zur Ermittlung von über- und unterbewerteten Aktien fundamentale und charttechnische Analysen durchgeführt, um von den unterschiedlichen Wertentwicklungen zu profitieren. Ziel ist es, mittels so genannter „Pair Trades“, das Marktrisiko zu verringern. Es werden hochkomplexe Instrumente wie neuronale Netzwerke, chaostheoretische Ansätze oder genetische Algorithmen genutzt, um bestimmte Muster in historischen Kursdaten ausmachen zu können, die als Grundlage einer Handelsstrategie dienen können.

2.1.2 Global Macro

Global Macro Strategien nehmen einen verhältnismäßigen geringen Anteil an allen Hedgefonds ein. Zu dieser Strategie zählen jedoch die größten und bekanntesten Fonds, beispielsweise der Quantum Fund von G. Soros. Dies hat verschiedene Gründe: Zum einen bewegen diese Fonds ein weltweit ausgerichtetes, sehr hohes Handelsvolumen mit einer Vielzahl von Handelsinstrumenten (Aktien, Rentenwerte, traditionelle Fonds, derivative Anlageformen, Private Equity Anlagen). Das hohe Anlagevolumen ist erforderlich, um die makroökonomischen Strategien wirksam verfolgen zu können, wobei sich das Investitionsvolumen durch die Hinzunahme von Fremdkapital zusätzlich erhöht. Zum anderen zählen Global Macro- Manager zu den spekulativsten Akteuren in den globalen Finanzmärkten.

Die Ineffizienzen, die von Global Macro Hedgefonds identifiziert und ausgenutzt werden, sind breiter Natur. Sie orientieren sich an ökonomischen Fundamentalanalysen und nehmen eine gesamtwirtschaftliche Betrachtung unter Verwendung von Leverage Trends im Zins-, Währungs-, Politik-, Rohstoff- und Aktienbereich vor. Sie versuchen, endogene und exogene Risikopotenziale zu ermitteln, um von eventuellen marktpsychologischen Schockreaktionen zu profitieren.

2.2 Marktneutrale Strategien

Die Kombination Long/Short – Equity Fonds fällt oftmals auch unter den Begriff Marktneutrale Strategie bzw. Relative Value Strategie. Hierbei werden existierende Preisunterschiede oder Ineffizienzen zwischen nahe liegenden Produkten oder unterschiedlichen Märkten zur Gewinnerwirtschaftung ausgenutzt. Der Begriff marktneutrale Strategie impliziert eine gewisse Risikolosigkeit in der Anlage, was jedoch keineswegs zutrifft. Es wird nämlich gezielt versucht, ein spezifisches Risiko einzugehen, mit dem Ziel des Erhalts einer Risikoprämie. Alle marktneutralen Strategien zielen auf das Eingehen systematischer Marktrisiken durch das Eingehen von Long- und Shortpositionen, die sich neutralisieren.

Im Rahmen der wichtigsten Unterstrategien unterscheidet man zwischen Fixed Income Arbitrage, Convertible Arbitrage und Equity Market Neutral-Strategie. Marktneutrale Hedgefonds weisen meist eine Mindesthaltedauer von bis zu drei Jahren auf.

2.2.1 Fixed Income Arbitrage

Die Grundidee bei Fixed Income Arbitrage bezieht sich auf das Ausnutzen von Arbitragemöglichkeiten zwischen unterschiedlichen Fixed-Income-Instrumenten, beispielsweise den Kauf von Unternehmensanleihen, die durch einen Leerverkauf von Staatsanleihen finanziert werden. Insofern besteht auch beim Fixed Income Arbitrage das Grundprinzip

des Ausnutzens von Preisungleichgewichten zwischen verschiedenen Zinswertpapieren oder Zinsinstrumenten.

2.2.2 Convertible Bond/Convertible Arbitrage

Auch bei der Strategie der Convertible Bond/Convertible Arbitrage steht das Ausnutzen von Preisanomalien im Mittelpunkt, hier zwischen Wandelanleihen und den zugrunde liegenden Vorzugsaktien. Wandelanleihen sind festverzinsliche Wertpapiere, die dem Anleger das Recht einräumen, als Kapitalrückzahlung eine bestimmte Anzahl von Aktien eines Unternehmens zu erhalten.

2.2.3 Equity Market Neutral-Strategie

Ziel der Equity Market Neutral-Strategie (Marktneutrale Aktien-Strategie) ist die Ausnutzung von kurzfristigen Preisunterschieden bei Aktien. Diese Strategie basiert darauf, ungefähr gleich große Long- und Short-Positionen im Portfolio zu halten. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass sich die Papiere etwa identisch entwickeln, weswegen man diese Strategie auch statistische Arbitrage nennt.

2.3 Ereignisorientierte Strategien

Ereignisorientierte Strategien oder Event-Driven Strategies lassen sich unterteilen in Merger Arbitrage und Distressed Securities.

2.3.1 Merger Arbitrage

Ausgangsbasis für ereignisorientierte Investments ist die Unsicherheit hinsichtlich des Ausgangs eines Ereignisses. Ziel des Hedgefonds-Managers ist es, den Ausgang dieses Ereignisses in zutreffender Weise vorwegzunehmen. Im Rahmen der Merger Arbitrage oder Risk Arbitrage werden gleichzeitig Long- und Shortpositionen in Aktien der Unternehmen aufgebaut, die sich in einem Übernahmeprozess einer Fusion oder Leverage Buy-outs befinden. Dabei wird versucht, von einer Konvergenz der Aktienkurse dieser Unternehmen zum angekündigten Umtauschverhältnis zu profitieren.

2.3.2 Distressed Securities

Hier liegt der Investitionsschwerpunkt auf Wertpapieren, deren Emittenten sich in finanziellen oder operativen Schwierigkeiten befinden. Dabei handelt es sich in der Regel um Unternehmen, die insolvenzgefährdet sind, sich bereits in einem Insolvenzverfahren befinden oder sonstigen einschneidenden Veränderungen ausgesetzt sind. Attraktiv ist ein solches Investment deswegen, da hier eine Ineffizienz im Markt vermutet wird, die sich durch entsprechende Abschläge dieser Papiere im Handel aufgrund der Verunsicherung auf Seiten der Anleger niederschlägt. Grundsätzlich wird dabei eine Fortführung des Unternehmens angenommen, weswegen es auch darauf ankommt, die Unternehmen herauszufiltern, die wirtschaftlich gesund und grundsätzlich überlebensfähig sind.

3. Schlussbetrachtung

Nach Darstellung der unterschiedlichen Strategien von Hedgefonds sollte klar geworden sein, dass es keineswegs gerechtfertigt ist, von „den“ Hedgefonds zu sprechen. Vielmehr existieren eine Vielzahl von Hedgefonds-Strategien mit ganz unterschiedlichen Ausrichtungen und Rendite-Risikoprofilen, die eine Basis von gemeinsamen Charakteristika aufweisen. Nicht zuletzt aufgrund dieser heterogenen Strategien kann festgehalten werden, dass trotz oder auch wegen der Fülle von Hedgefonds-Strategien die Hedgefonds-Industrie intransparent geblieben ist. Die Anlagestrategien sind komplex und der Investmentstil der jeweiligen Fonds ist von den Fähigkeiten der einzelnen Hedgefonds-Managern geprägt.

Aufgrund dieser teilweise schwer abschätzbaren Risiken kann es für einen Investor vorteilhaft sein, in Funds of Funds zu investieren, da sich diese aus einem Portfolio

verschiedener Hedgefonds zusammensetzen. Der Vorteil dieser Art Dachfonds liegt in der Verringerung des Risikos mit geringen Korrelationen untereinander. Ein Funds of Funds investiert in ein diversifiziertes Portfolio einzelner Hedgefonds, wodurch so genannte Multi-Manager Produkte entstehen. Hier kommt es auf die Auswahl der einzelnen Fonds an, wobei auch hier die Auswahl von strategiegleichen Fonds oder zum Zwecke der stärkeren Diversifizierung durch die Selektion von Fonds verschiedener Strategieausrichtungen denkbar ist. Es darf jedoch nicht außer Acht gelassen werden, dass auch Multi-Manager Produkte erhebliche Risiken in sich tragen, die Fähigkeiten des Hedgefonds-Managers zur Auswahl und Risikocontrolling sind auch hier von maßgeblicher Bedeutung.

Summary

Embedded in the asset category "alternative investments", hedgefunds have been developed to the premium class in this category. Due to the variety and complexity of these investments it is important to be able to distinguish and understand the several strategies of hedgefunds.

This article gives the interested reader a short overview about this investment philosophy.

Weiterführende Literatur:

- [1] Bader, H.P. (1996): Private Equity als Anlagekategorie – Theorie, Praxis und Portfoliomangement für institutionelle Investoren, Bern, Stuttgart, Wien
- [2] Bär, H.P. (2000): Asset Securitisation: die Verbriefung von Finanzaktiven als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderung für Banken, 3. Aufl., Bern, Stuttgart, Wien
- [3] Bratton, W.W. (2007): Hedge Funds and Governance Targets, Law Working Paper No.80, Online: <http://ssrn.com/abstract=928689>.
- [4] Clashinrichs, R. (2005): Hedge Funds – Grundlagen, Chancen, Risiken, Zukunft, Berlin
- [5] De Sousa, O. (2007): Regulierung von Hedgefonds in Deutschland, Frankfurt am Main
- [6] Eckert, J. (2006): Hedgefonds und ihre Mythen – Struktur und Analyse der Strategien, Saarbrücken
- [7] Fano-Leszczynski, U. (2005): Hedgefonds für Einsteiger, Heidelberg
- [8] Huber, C. (2005): Risikofaktoren und optionsähnliche Strukturen in Hedge-Fonds-Renditen, in: Peetz, D., (Hrsg.), Praktikerhandbuch Alternatives Investmentmanagement, Stuttgart,
- [9] Petrich, S., (2007): Der Markt für alternative Investments – Hedgefonds in Deutschland, Band IV.

Kontakt:

Mag. (FH) Thomas Malle

Doktorand

e-mail: thomas.malle@aon.at

Model rozhodování skupiny a chování jednotlivce při zaopatřování veřejných statků

František Ochrana¹⁾

Klíčová slova:

Efficiency-Decision-group-public goods

Key words:

Efektivnost-rozhodování-skupina-veřejné statky

V realitě se důsledky rozhodování o alokaci zdrojů, resp. veřejných statcích dotýkají skupiny jako celku. Je možné předpokládat, že každý člen dané komunity má jiné preference, tedy že přisuzuje veřejným statkům různou hodnotu.

Zároveň je racionální předpokládat, že nákladové funkce, související se zaopatřováním veřejného statku, mají různý průběh. Obecně ale bude platit, že funkce celkových nákladů (jako funkce množství poskytovaného statku) bude rostoucí, neboli, čím větší množství statku budeme spotřebovat, tím větší budou celkové náklady. To platí v podstatě ve všech případech, kdy předpokládáme „počáteční“ nebo fixní náklady.

Takovými počátečními náklady jsou i náklady na formální utvoření organizace, které jsou vynaloženy ještě předtím, nežli je veřejný statek získán. Tyto náklady je potřebné brát v úvahu zejména při reformě veřejné správy, resp. tehdy, kdy provádíme restrukturalizaci veřejného sektoru, jejímž cílem je zkvalitnění služby občanům. Náklady na ustavení či restrukturalizaci takové organizace vedou k tomu, že cena první jednotky veřejného statku bude (pravděpodobně) relativně vysoká, resp. náklady na pořízení první jednotky veřejného statku značně vysoké.

Platí:

$$C = C(T) \quad (1)$$

kde,

C náklady na pořízení veřejného statku

T úroveň pořízení veřejných statků

$C(T)$ náklady na pořízení veřejného statku jako funkce T

Zároveň platí, že funkce průměrných nákladů má tvar křivky U. Z ideje rationality ekonomického chování lze odvodit, že veřejný statek bude získáván s takovými (relativně nízkými) náklady, že užitek spotřebitele bude vyšší nežli náklady na pořízení statku. Za této podmínky lze předpokládat, že veřejný statek bude poskytován.

Ve vztahu ke spotřebě a nákladům na veřejný statek budeme na základě ekonomické rationality předpokládat, že celkový přínos z veřejného statku (pro členy skupiny, resp. komunity) ve vztahu k celkovým nákladům bude tak velký, že podíl užitku daného jednotlivého spotřebitele příslušné komunity na celkovém užitku bude větší než náklady na pořízení veřejného statku.

1) Prof. PhDr. František Ochrana, DrSc. Bratislavská vysoká škola práva. Fakulta ekonómie a podnikania. ochrana@vse.cz. Referát je výstupem z výzkumného úkolu FEP.

Podíl jednotlivého spotřebitele dané komunity závisí na počtu členů komunity. Zároveň závisí na tom, jaký bude mít uvažovaný spotřebitel užitek z veřejného statku ve vztahu k ostatním členům komunity. Celkový výnos komunity (její „zisk“) bude záviset na úrovni pořizování veřejného statku²⁾, kterou označíme T a velikosti komunity (resp. velikosti skupiny) S_g , resp. komplexně řečeno jejím „rozměru“.

Rozměrem skupiny rozumíme nejen její kvantitativní stránku, tj. velikost, ale i to, jaká je hodnota jedné jednotky veřejného statku pro každého člena komunity³⁾.

Výnos i -tého jednotlivce z komunity závisí na podílu F_i na veřejném statku, který i -tým jednotlivec získá.

Označme celkový výnos komunity V_g a výnos jednotlivce V_i .

Potom platí

$$F_i = \frac{V_i}{V_g} \quad (2)$$

kde

F_i podíl i -tého jednotlivce na veřejném statku

V_i výnos i -tého jednotlivce

V_g celkový výnos komunity (skupiny)

Protože je zřejmé, že

$$V_g = S_g T \quad (3)$$

kde

V_g celkový výnos komunity

S_g „rozměr“ komunity

T úroveň pořízení veřejného statku

pak

$$V_i = F_i S_g T \quad (4)$$

kde

V_i výnos i -tého jednotlivce

F_i podíl i -tého jednotlivce na veřejném statku

S_g „rozměr“ komunity

T úroveň pořízení veřejného statku

Označíme-li symbolem A_i výhodu i -tého jednotlivce vyplývající ze získání daného veřejného statku, pak je zřejmé, že

$$A_i = V_i - C \quad (5)$$

kde

A_i výhoda i -tého jednotlivce

V_i výnos i -tého jednotlivce

C náklady na pořízení veřejného statku

Při analýze chování komunity jako celku vycházíme z předpokladu kauzality, kdy chování komunity je závislé na chování členů komunity (ve vztahu k získávání veřejného

2) V praxi může být úroveň pořizování statku dána formálně („předepsána“ standardem) nebo neformálně.

3) Příkladem, který přiblíží danou myšlenku, může být společenství vlastníků nemovitostí, kteří lobují za snížení daní z nemovitosti. Předpokládejme, že celkový výnos skupiny by pak závisel na „rozměru“ nemovitosti. Ten by byl vyjádřen odhadní cenou „skupinové nemovitosti“ a stupněm snížení daně na jednu peněžní jednotku odhadní ceny.

statku) a chování člena komunity závisí na výhodách, které pro každého člena komunity vyplývají z nákladů obětované půležitosti, resp. alternativních akcí.

Nyní uvažujme individuální výnos, resp. individuální ztrátu vyplývající z různého množství veřejného statku. Individuální výnos je závislý na způsobu, jak se mění veličina (výhoda) $A_i = V_i - C$ v závislosti na stupni pořízení veřejného statku T .

Za předpokladu, že veličiny F_i (podíl i -tého jednotlivce na veřejném statku) a S_g („rozměr“ komunity) jsou konstantní, je zřejmé, že veličina $V_i = F_i S_g T$ (viz vztah 4) je funkčí proměnné T .

Tedy

$$V_i = F_i S_g T = V_i(T) \quad (6)$$

kde

V_i výnos i -tého jednotlivce

F_i podíl i -tého jednotlivce na veřejném statku

S_g „rozměr“ komunity

T úroveň pořízení veřejného statku

$V_i(T)$ výnos i -tého jednotlivce jako funkce T

Jelikož i náklady na pořízení veřejného statku $C = C(T)$ jsou funkčí T (viz vztah 1), pak je zřejmé, že platí

$$A_i = V_i - C = F_i S_g T - C = A_i(T) \quad (7)$$

kde

A_i výhoda i -tého jednotlivce

V_i výnos i -tého jednotlivce

C náklady na pořízení veřejného statku

F_i podíl i -tého jednotlivce na veřejném statku

S_g „rozměr“ komunity

T úroveň pořízení veřejného statku

$A_i(T)$ výhoda i -tého jednotlivce jako funkce T

Čili veličina A_i je funkčí proměnné T .

Pokud máme k dispozici analytický tvar funkcí, můžeme pro měření veličiny A_i využít první derivaci této funkce podle proměnné T .

Tedy s využitím vztahu (7)

$$\frac{DA_i}{dT} = \frac{dV_i}{dT} - \frac{dC}{dT} \quad (8)$$

Nutnou podmínkou pro lokální extrém, v tomto případě pro lokální maximum, je

$$\frac{DA_i}{dT} = \frac{dV_i}{dT} - \frac{dC}{dT} = 0 \quad (9)$$

Protože (viz 6)

$$V_i = F_i S_g T$$

a zároveň veličiny F_i a S_g jsou konstantní, pak podle pravidel o derivování součinu multiplikativní konstanty a funkce platí

$$\frac{dV_i}{dT} = \frac{d(F_i S_g T)}{dT} = F_i S_g \quad (10)$$

Dosazením (10) do (9) dostaneme nutnou podmítku pro lokální maximum výhody plynoucí z pořízení veřejného statku

$$F_i S_g - \frac{dC}{dT} = 0 \quad (11)$$

nebo jinak

$$F_i S_g = \frac{dC}{dT} \quad (12)$$

S ohledem na vztah (9) je možné (11) resp. (12) interpretovat následovně.

Nutnou podmínkou pro dosažení maximální výhody A_i (i -tého jednotlivce) je požadavek, aby marginální výnos i -tého jednotlivce

$$\frac{dV_i}{dT} = \frac{d(F_i S_g T)}{dT} = F_i S_g$$

byl roven marginálním nákladem

$$\frac{dC}{dT}$$

Dále je potřebné si uvědomit, že pro existenci lokálního maxima výhody A_i (i -tého jednotlivce) musí být splněna také postačující podmínka. Totiž, že druhá derivace této funkce musí být větší než nula.

Tedy

$$\frac{d^2 A_i}{dT^2} > 0$$

Při analytickém řešení těchto úloh musíme dodržovat zásady finanční matematiky, zejména zásadu, že je třeba pomocí znaménka (v matematickém smyslu slova tedy „signum“) odlišovat výnosy a ztráty, či zisky a náklady atp.

Pokud nemáme k dispozici analytické vyjádření potřebných funkcí, ale např. pouze tabulkární formu, je možné úspěšně využít prostředky diferenčního počtu. V tomto případě přecházíme od nekonečně malých veličin, resp. nekonečně malých změn, ke „konečně“ malým změnám (veličinám). Podstata řešení je ale téměř shodná.

Předchozí úvahy je možné zobecnit i na případ, kdy veličiny F_i a S_g nejsou konstantní. To znamená, že

$$F_i = F_i(T)$$

a

$$S_g = S_g(T)$$

kde

$F_i(T)$ podíl i -tého jednotlivce na veřejném statku jako funkce T

$S_g(T)$ „rozměr“ komunity jako funkce T

T úroveň pořízení veřejného statku

Potom podle pravidel o derivování součinu funkcí získáme nutnou podmítku pro existenci lokálního maxima výhody A_i (i -tého jednotlivce)

$$\frac{d(F_i S_g T)}{dT} - \frac{dC}{dT} = 0$$

ve tvaru

$$F_i S_g + [F_i T] \frac{dS}{dT} + [S_g T] \frac{dF_i}{dT} - \frac{dC}{dT} = 0 \quad (13)$$

kde

$F_i = F_i(T)$ podíl i -tého jednotlivce na veřejném statku jako funkce T

$S_g = S_g(T)$ „rozměr“ komunity jako funkce T

T stupeň pořízení veřejného statku

C náklady na pořízení veřejného statku

resp.

$$F_i S_g + [F_i T] \frac{dS}{dT} + [S_g T] \frac{dF_i}{dT} = \frac{dC}{dT} \quad (14)$$

Vztahy (11) a (12), resp. (13) a (14) určují optimální množství veřejného statku, kdy „optimálním“ v daném případě rozumíme dosažení maximální hodnoty A_i , (výhody i -tého jednotlivce), které by nakoupil i -tý jednotlivec jednající nezávisle na ostatních členech komunity, pokud by vůbec nějaký veřejný statek nakupoval. Tento výsledek je možno zobecnit.

Optimální hodnoty je dosaženo při splnění podmínky (9).

$$\frac{dA_i}{dT} = \frac{dV_i}{dT} - \frac{dC}{dT} = 0$$

Dále platí vztah (2)

$$F_i = \frac{V_i}{V_g}$$

z čehož plyne, že

$$V_i = F_i V_g \quad (15)$$

kde

V_i výnos i -tého jednotlivce

F_i podíl i -tého jednotlivce na veřejném statku

V_g celkový výnos komunity

Jelikož platí (3)

$$V_g = S_g T$$

kde

V_g celkový výnos komunity

S_g „rozměr“ komunity

T úroveň pořízení veřejného statku

je zřejmé, že

$$V_g = V_g(T)$$

čili, že celkový výnos komunity V_g je funkcí míry pořízení veřejného statku T .

Proto

$$F_i = \frac{V_i}{V_g} \quad (16)$$

stále za předpokladu, že F_i je konstantní.

Dosazením vztahu (16) do (9) dostaneme

$$F_i \frac{dV_g}{dT} - \frac{dC}{dT} = 0$$

čili

$$F_i \frac{dV_g}{dT} = \frac{dC}{dT} \quad (17)$$

Vztah (17) vyjadřuje, že optimální množství veřejného statku, které má získat jednotlivec (pokud by nějaký statek měl získat) nalezneme tak, že míru výnosu pro komunitu násobenou podílem F_i výnosu i -tého jednotlivce, položíme rovnou míře růstu celkových nákladů na pořízení veřejného statku, nebo také, že optimální množství veřejného statku, které má získat jednotlivec (pokud by nějaký statek měl získat), nalezneme tak, že marginální výnos komunity násobený podílem F_i výnosu i -tého jednotlivce položíme roven marginálním nákladům na pořízení veřejného statku.

Ze vztahu (17) vyplývá, že

$$\frac{dV_g}{dT} = \frac{1}{F_i} - \frac{dC}{dT} \quad (18)$$

a zároveň ze vztahu (2) je zřejmé, že

$$V_g = \frac{1}{F_i} - V_i \quad (19)$$

Porovnáním (18) a (19) vidíme, že při optimálním množství veřejného statku musí být míra výnosu komunity tolikrát větší, než míra růstu celkových nákladů na pořízení veřejného statku ($1/F_i$ krát větší) kolikrát je celkový výnos komunity V_g větší oproti výnosu i -tého jednotlivce V_i .

Až doposud jsme analyzovali podmínky pro nalezení optimálního množství veřejného statku. Důležitější otázka, než hledání odpovědi na otázku „jaké množství veřejného statku pořídit“ (pokud je nějaký veřejný statek nabízen), však představuje řešení problému, zda vůbec tento veřejný statek obstarávat, resp. nakupovat. Nezávisle na optimálním množství veřejného statku využívaného jednotlivcem, je možné se domnívat, že veřejný statek bude pořizován za podmínky, kdy

$$F_i > \frac{C}{V_g} \quad (20)$$

Dosazením (2) do (20) dostaneme

$$\frac{V_i}{V_g} > \frac{C}{V_g} \quad (21)$$

Násobením pravé a levé strany (21) veličinou V_g (celkový výnos komunity) snadno získáme podmínu

$$V_i > C \quad (22)$$

Tedy jestliže je

$$F_i > \frac{C}{V_g}$$

pak výnos i -tého jednotlivce V_i (protože byl veřejný statek pořízen), bude větší než náklady na pořízení veřejného statku C .

To znamená, že existuje předpoklad, že veřejný statek bude pořízen, pokud budou náklady na jeho pořízení (v optimálním bodě jakéhokoliv jednotlivce) ve vztahu k výnosu skupiny jako celku tak malé, že celkový zisk je alespoň tolikrát větší než celkové náklady, kolikrát je větší výnos komunity oproti výnosu jednotlivce.

Souhrnně můžeme tvrdit, že zpravidla existuje předpoklad, že veřejný statek bude pořizován, jestliže míra růstu výnosů z veřejného statku (marginální zisk) celé komunity je $1/F_i$ krát větší než míra růstu celkových nákladů (marginální náklady) na pořízení tohoto veřejného statku.

Tedy

$$\frac{dV_g}{dT} = \frac{1}{F_i} - \frac{dC}{dT} \quad (23)$$

Současně je třeba, aby celkový užitek komunity byl větší, než jsou výnosy komunity oproti výnosům jednotlivce.

Tedy

$$\frac{V_g}{C} > \frac{V_g}{V_i} \quad (24)$$

Vztah (24) získáme úpravou (21). Nezapomeneme přitom na změnu směru nerovnosti, neboť evidentně platí, že např. $(2/5) < (2/3)$, avšak pro převrácené hodnoty $(5/2) > (3/2)$.

Vztahy (23) a (24) lze interpretovat také tímto způsobem: jednotlivec si bude chtít zakoupit veřejný statek, pokud budou marginální výnosy skupiny $1/F_i$ krát větší, než marginální náklady na pořízení veřejného statku, a současně bude poměr výnosů komunity z tohoto veřejného statku k nákladům na jeho pořízení větší, než poměr výnosů komunity z veřejného statku k výnosům jednotlivce.

Závěry a doporučení pro další výzkum

Při alokaci zdrojů permanentně řešíme problém vzácnosti (tedy omezenosti) zdrojů. Z hlediska hospodárné, efektivní a účelné alokace zdrojů stojíme mj. před problémem, jaké je optimální množství veřejných statků, které má jednotlivec získat. Model nastoluje problémy, které je možné řešit v rámci komplexního úkolu, který je možné pracovně nazvat „Alokace a redistribuce zdrojů a jejich vliv na efektivnost“. Také v tomto ohledu je možné spatřovat jeden z důležitých problémů celkového výzkumného záměru FEP.

Literatura

- [1] ARROW, K.J.: Social Choice and Individual Values. New York, John Wiley and Sons 1951
- [2] BAUMOL, W.J.: Superfairness. Applications and Theory. Cambridge, Massachusetts, London, England, 1987
- [3] BLANKART B.C.H.: Öffentliche Finanzen in der Demokratie. Eine Einführung in die Finanzwissenschaft. 3., völlig überarbeitete Auflage. München, Verlag Franz Vahlen 1998
- [4] OCHRANA, F.: Veřejná volba a řízení veřejných údajů. Praha, Ekopress 2003

Kontakt:

prof. PhDr. František Ochrana, DrSc.

Von der „Privatbank“ zum „Private Banking“ – strategische Positionierung zweier erfolgreicher Anbieter in einem sich wandelnden Marktumfeld

***From „private bank“ to „private banking“ – strategic
positioning of two competitors in a shifting market***

Jürgen Punzengruber

Stichwörter:

Privatbank, Private Banking in Österreich, Geschichte, Veränderung, unterschiedliche Marktbearbeitung, Strategie, Vergleich

Keywords:

Private bank, private banking, in Austria, history, change, different market cultivation, strategy, comparison

JEL Classification: G20, G21, G24

■ 1. Historischer Abriss der Privatbanken in Österreich[1]

In Österreich hat das Geschäftsfeld „Private Banking“ keine allzu lange Tradition im Gegensatz zur Schweiz, wo einige Institute auf eine Historie von mehr als zwei Jahrhunderten zurückblicken können. Die Bankhäuser Carl Spängler gegründet 1828 und Schelhammer & Schattera 1832 sind die ältesten Privatbanken in Österreich. Betrachtet man den europäischen Raum nach dem ersten Weltkrieg, so wurden die großen Vermögen insbesondere in den großen Industriestandorten Böhmen, im Linzer und Wiener Becken gebildet.

Viele Banken siedelten sich auch in diesem Raum an, jedoch waren die meisten unter ihnen kleine, heute völlig unbekannte Institute, die – mit wenigen Ausnahmen – für Industrie, Handel und Gewerbe von keinerlei Bedeutung waren, sondern kleine Darlehen an Privatpersonen vergaben und teilweise die Funktion von Vermögens- und Anlageberatern hatten. Gerade unter den bedeutenderen und größeren von ihnen waren einige, die kaum noch Bankgeschäfte betrieben, sondern vielmehr das Vermögen ihrer Eigentümer verwalteten, unter diesen waren auch die Bankhäuser Gutmann und Rothschild zu finden.

Bis zum zweiten Weltkrieg wurden in Österreich 108 Privatbanken gegründet, doch viele von diesen waren während des Krieges von Arisierung und Liquidierung betroffen. Viele jüdische Bankiers wurden verfolgt und ermordet. Opfer dieser antisemitischen Hetze waren auch prominente Bankiers wie die Rothschilds. Viele Geschäfte wurden auch durch Abwanderung oder Emigration der Kunden und der immens rückläufigen Börsengeschäfte geschlossen, zu nennen sind hier Namen wie die Brüder Gutmann, Auspitz, Rosenfeld & Co, Lieben & Co oder Thorsch. Einige wenige auch heute noch existierende Privatbanken wie die Bankhäuser Gutmann, Meirl Bank, Kathrein & Co. oder das Bankhaus Krentschker können jedoch auf eine Firmengeschichte zurückblicken, welche bis in die Zwischenkriegszeit reicht.

Nach Kriegsende erhielten nur elf Bankiers die Bankenkonzession zurück und auch 1955 gab es noch immer nur 18 Banken mit privaten Eigentümern, die teilweise gar kein Geschäft ausübten. In der Zeit des Wiederaufbaus ging dieses offensichtlich mangels Nachfrage noch weiter zurück. 1986 gab es nur noch sieben aktive Privatbankiers in Wien und drei in den Bundesländern. 1979 wurde das Kreditwesengesetz eingeführt, welches vom Bankwesengesetz 1993 abgelöst wurde und in diesem sind viel strengere Eigenmittelbestimmungen verankert. Dies hatte zur Folge, dass in Österreich alle Privatbanken eine Rechtsformumwandlung machen mussten und somit der Privatbankier in seiner Reform in Österreich nicht mehr existiert.

Durch immer größer werdenden Kapitalbedarf, vor allem für den langfristigen Bereich, wurden diese meist kleinen Gesellschaften gezwungen sich in Aktiengesellschaften oder GmbHs umzuwandeln, man spricht auch vom sog. „Privatbankensterben“. Weiters spielten Konzentrationen und Akquisitionen bei der Entstehung der Großbanken doch eine erhebliche und wesentliche Rolle. Das einzige Bankhaus in Österreich hinter dem heute noch Einzelpersonen stehen ist die 2001 gegründete Filiale von Sal. Oppenheim & Co, einer echten Kölner Privatbank, welche 1789 gegründet wurde und die nach wie vor persönlich haftende Gesellschafter aufweist.

2. Die Situation im Wandel der Zeit

In Österreich ist die Zuordnung zu Privatbanken nicht immer einheitlich und leicht. Dies wird zusätzlich dadurch erschwert, dass die OeNB im Jahre 1989 die Gruppe der Privatbanken aus ihrer Statistik entfernte. Eine komplette Liste der Banken in Österreich, die sich Privatbank nennen dürfen bzw. sich mit „Private-Banking-Services“ rühmen, findet man unter www.factbook.at in der Rubrik „Vermögensberatung/Banken/Private Banking“. Anzumerken ist hier das in dieser Liste Finanzdienstleister die „Private-Banking-Services“ anbieten fehlen und so die Statistik sicherlich deutlich verzerrt wird. In der Rubrik „Vermögensberatung, -vermittlung und -verwaltung“ werden 61 Suchergebnisse unter dem Begriff „Private Banking“ angeführt.[2]

Interessant ist auch die folgende Tabelle in Fig. 1: regionale Verteilung des Private Banking-Geschäfts in Österreich. **Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden.** die das „Geschäft“ Private Banking nach Regionen aufteilt. Fast die Hälfte der Dienstleistung, konkret 43% wird dabei in der Bundeshauptstadt Wien erbracht. Niederösterreich und Oberösterreich folgen weit abgeschlagen mit jeweils 14% auf dem zweiten Platz. Alle weiteren Regionen bzw. Bundesländer rangieren unter der 10%-Marke.

Fig. 1: regionale Verteilung des Private Banking-Geschäfts in Österreich,



Quelle: Wirtschaftsblatt 2008

3. Von der Privatbank zum Private Banking

„Das Private Banking ist aufgrund der hohen Rentabilität und des fortschreitenden Wachstums des globalen investierbaren Vermögens von Privatpersonen weiterhin ein begehrtes Geschäftsfeld. Es durchläuft eine Phase umfassenden Wandels, die im Gefolge sich verändernder externer wie interner Rahmenbedingungen neue Spielregeln in sich birgt und eine Neuorientierung der Wettbewerber erfordert.“[3]

Zum Zeitpunkt als dieser Artikel verfasst wurde, erleidet die Branche durch die sogenannte „Subprime-Krise“ einen schweren Rückschlag. Obwohl viele – vor allem europäische Marktteilnehmer – vorerst beteuerten von dieser Krise nicht betroffen zu sein, wurde mit zunehmender Dauer offensichtlich, dass vertrauensbildende Maßnahmen ergriffen werden müssen; vorerst lediglich um die Marktteilnehmer zu beruhigen, gerade in Österreich musste das vom Staat ausgehandelte „Sicherheitspaket“ jedoch gerade von einer Privatbank in Anspruch genommen werden (die Constantia Privatbank AG wurde am 16. Oktober 2008 von den fünf größten österreichischen Banken gekauft und die Nationalbank stellte Sicherheiten in Form von Liquidität zur Verfügung)

Im Elaborat 1[4] wird im Kapitel 3.3 „Private Banking – Leistungsangebot und Wettbewerbssituation“[5] anhand vorliegender Literatur der Begriff bzw. die Dienstleistung aus verschiedenen Gesichtspunkten erarbeitet. Hier soll nun im Anschluss nochmals aufbauend auf das aktuelle Wettbewerbsumfeld eine praxisorientierte Definition erfolgen. Diese Definition und exaktere Abgrenzung der verschiedenen Angebote ist auch deswegen wichtig, da durch die stärkere kundenseitige Nachfrage die bankenseitige (Dienstleistungs-) Abgrenzbarkeit gegenüber dem Mitbewerb schärfert und klarer vorgenommen werden muss. Gerade neue Anbieter die sich in diesem Segment niederlassen versuchen dies durch klare Definition des Angebotes zu erreichen.

Eine in Anlehnung an bestehende Literatur[6] abgeleitete Definition des Begriffes „Private Banking“ kann wie folgt aussehen:

1. klare Zielgruppdefinition: „gehobener, vermögender Privatkunde“
2. qualitativ hochwertige, auf den Kunden und seine Bedürfnisse individuell entwickelte Lösung
3. intensive, langfristige Beziehung zwischen Kunden und Bank bzw. Betreuer

Oder mit einem Satz zusammengefasst: „Private Banking soll bestehendes Vermögen durch ein breit gestreutes Portfolio sichern und vermehren.“[7] Wichtig dabei ist die Tatsache, dass die Dienstleistung „Private Banking“ im heutigen Marktumfeld nicht mehr zwangsläufig voraussetzt sich an eine „Privatbank“ per Definition zu wenden sondern lediglich Anbieter der Dienstleistung „Private Banking“ zu lokalisieren.

Unterschiede in der Marktbearbeitung und in der Definition von „Private Banking“ anhand zweier ausgewählter Marktteilnehmer

In Folge werden zwei komplett unterschiedliche Mitbewerber die die Dienstleistung „Private Banking“ anbieten mittels Fragebogen zu verschiedenen Themenbereichen befragt. Ziel dieser Befragung war die unterschiedlichen Marktbearbeitungen und -strategien herauszufinden. Es wurde bewusst sowohl eine „klassische“ Privatbank als auch ein „Finanzdienstleister“ (also ein Berater ohne Bankenkonzession) befragt, um herauszuarbeiten, dass sich das Feld der Anbieter erstens auch auf Nicht-[Privat]-Banken ausweitet und zweitens jeder Anbieter einen eigenen Zugang zur Dienstleistung hat. Aufgrund der zur Verfügung stehenden Länge des Artikels wurden die wichtigsten Punkte herausgearbeitet – das ganze Interview sowie die gesamte Auswertung kann im „Elaborat 2 – Qualitätsmanagement im Private Banking – theoretische Problemstellung, Aufarbeitung der Thesen“[8]

Übereinstimmung:

- Definition von (regionalen und strategischen) Kernmärkten: im Wesentlichen wird der Fokus auf Österreich, hier wiederum auf die im Radius von 100 Kilometer befindlichen Kunden gerichtet
- Hohe Ansprüche an die eigene Dienstleistung: Qualität vor Quantität, klare Ausrichtung auf beste Dienstleistungsqualität
- Klare Kundenorientierung: Kunde steht bei allen Handlungen im Mittelpunkt
- Klare Definition des Angebotes bzw. der nicht angebotenen Leistung: Definition des Dienstleistungsangebotes bzw. -spektrums, beide Teilnehmer definieren auch was nicht Teil ihrer Dienstleistung ist.

- Hohe Ansprüche an den eigenen Berater und dessen Ausbildung: Laufende Überprüfung der Eignung, ständige Weiterbildung durch das dynamische Umfeld, selbständige (fachliche) Weiterbildung als Voraussetzung, starkes Arbeiten an den „soft skills“
- „open architecture“: beide Anbieter bedienen sich aller am Markt befindlichen Produktmöglichkeiten und haben keine Präferenz zu „hauseigenen Produkten“ (Anbieter finaconsult Financial Services AG hat keine eigenen Produkte)
- Erfolg durch Spezialisierung: beide Anbieter versuchen durch ein klares, durch Spezialisierung geprägtes Erscheinungsbild bzw. Auftreten am Markt Kundengruppen anzusprechen und zu akquirieren.

Keine Übereinstimmung:

- Eigentümergeführtes Unternehmen vs. „Fachabteilung“ einer Großbank: während Anbieter „finaconsult“ (ähnlich einer größeren Rechtsanwalts- bzw. Steuerkanzlei) in einem Partner-System funktioniert ist Anbieter „Raiffeisen“ eine Fachabteilung einer österreichischen Großbank.
- „Vollbank“ vs. konzessionierte Wertpapierfirma: einer der wesentlichsten Unterscheidungsmerkmale liegt in der konzessionellen Austattung: während Anbieter „finaconsult“ lediglich als Berater und Vermittler auftritt, ist Anbieter „Raiffeisen“ im Wesentlichen mit allen Konzessionen (Beratung, Vermittlung, Verwaltung etc.) ausgestattet.
- Komplette Unabhängigkeit vs. „Einbettung in Großkonzern“: der strategische Ansatz der völligen Unabhängigkeit wird bei Anbieter „finaconsult“ als Wettbewerbsvorteil klar hervorgehoben – während Anbieter „Raiffeisen“ exakt mit dem Gegenteil wirbt – starke Eigenständigkeit in der eingebetteten Raiffeisen-Struktur.
- Keine Vermögensverwaltung vs. eigene Vermögensverwaltung: auch hier wird wie im Punkt davor ein klar für den Kunden erkennbarer Unterschied geschaffen: während sich Anbieter „finaconsult“ als Berater sieht wirbt Anbieter „Raiffeisen“ mit der Expertise der eigenen Vermögensverwaltung
- Selbständige Berater vs. angestellte Berater: im partnerschaftlich geführten Unternehmen „finaconsult“ sind die Partner erfolgs- bzw. geschäftsabhängig während Anbieter „Raiffeisen“ das klassische, vorherrschende Modell des angestellten Beraters führt.
- Vermögensverwalter vs. Berater/Vermittler
- Margensituation: während Anbieter „finaconsult“ die Margensituation als „stabil“ bezeichnet sieht Anbieter „Raiffeisen“ diese als sinkend.

Andere Sichtweise:

- Unabhängigkeit vs. „Konzernstärke“: ganz klare Unterscheidung zwischen der „gelebten Unabhängigkeit“ aufgrund fehlender Konzernvorgaben (Anbieter „finaconsult“) vs. Hervorhebung der Konzernstärke als Voraussetzung gelebter Unabhängigkeit.
- Reine Beratung vs. Vermögensverwaltung: auch hier einer der wesentlichsten Unterscheidungen: unabhängige Beratung inkl. Auswahl des besten Vermögensverwalters am Markt (Beratung wird in den Mittelpunkt gestellt) vs. Mischung aus Beratung und Verwaltung
- „Universalbanken-Angebot“ vs. Spezialisierung auf klar definierte Dienstleistungsfelder: Anbieter „Raiffeisen“ versucht die Dienstleistung Private Banking mit dem Angebot einer Universalbank zu verbinden während Anbieter „finaconsult“ den Fokus sehr eng auf ein stark spezialisiertes und fokussiertes Themengebiet (Private Banking) einengt.

Zusammenfassung

Privatbanken per Definition haben in Österreich im Vergleich zu anderen Ländern Europas (zB Schweiz, Deutschland) eine kurze Tradition die durch die Weltkriege unterbrochen wurde. Nachdem erneuten Markteintritt österreichischer und internationaler Anbieter in das Margin- und prestigestarke Geschäft wurde die Dienstleistung „Private Banking“ zunehmend von dem Begriff „Privatbank“ losgelöst. Sowohl bestehende als auch neue Mitbewerber versuchen die Dienstleistung und nicht die formelle Definition „Privatbank“ in den

Vordergrund zu stellen. Dies führte zu einer großen Anzahl von Marktteilnehmer die zunehmend einen eigenen, abgegrenzten Ansatz zur Marktbearbeitung verfolgten.

Im Artikel wurden die Kernpunkte des Interviews, das Mitte dieses Jahres mit den Vorständen zweier bewusst sehr unterschiedlichen Anbieter geführt wurde, herausgearbeitet. Aufgezeigt wurde dass beide Anbieter trotz zum Teil erheblicher Unterschiede hinsichtlich Größe, Ausstattung von Konzessionen, Mitarbeiter etc. im gleichen Umfeld erfolgreich tätig sind.

Summary

Private banking has no long and deep tradition in Austria compared with other European countries like Switzerland or Germany . Due to World War I and II many vendors had to shut down their business. After renew their business, and because of the opportunity to earn money in this special business field, many new parties try to enter business. They tried to enter business as branches of major banks or as subsidiary. New trends see that many bidders try to enter the market not as a private bank, they try to offer private banking – which is more an more a separate definition of service which has nothing to do with the historic word private bank.

This article tries to abstract a short historical overview of Austria 's private banks and the service "private banking". A short summary is added in the second part which tries to figure out the different way of market cultivation in the field of private banking. Based on an interview which was taken within the elaboration to the dissertation "trends in private banking" two different competitors were asked to figure out their way of gaining new customers and which tools they use.

Literatur

- [1] Miller Gernot, Mag.: Private Banking in Österreich; Diplomarbeit; Institut für betriebliche Finanzwirtschaft, Abteilung Asset Management; Betreuer: Univ. Prof. Dr. Teodoro D. Coccia, Linz, Dezember 2007, Seite 33-34. Weiterführende Quellenangaben:
Pechlaner, H.: „Private Banking – Eine Wettbewerbsanalyse des Vermögensverwaltungs- und Anlageberatungsmarktes in Deutschland, Österreich und der Schweiz“, 1993, Seite 25f
Kasic, W.: „Wir Österreicher als geborene Dienstleister“, Top-Gewinn, Oktober 2006, Seite 58
Maier, M.: „Die große Private-Banking-Übersicht“, Gewinn Mai 2006, Seite 40
Melichar, P.: „Neuordnung im Bankwesen“, 1. Auflage, 2004
- [2] http://www фактbook.at/cgi-bin/factnet_at?sid=1219392240117&VB_00&show&an=melden=gast; Stand 22. August 2008
- [3] Riegler, Claudia Eva: „Kunden- und Ertragsorientierte Ansätze der Preisgestaltung für Beratungsleistungen im Private Banking“, Dissertation, Graz/Basel 2005
- [4] Punzengruber Jürgen: „Qualitätsmanagement im Private Banking – Analyse und Bestandsaufnahme, Literaturrecherche“ Ausarbeitung im Rahmen der Dissertation; 2007, Seite 18
- [5] Punzengruber Jürgen: „Qualitätsmanagement im Private Banking“ Analyse und Bestandsaufnahme – Literaturrecherche; Ausarbeitung im Rahmen der Dissertation; Jürgen Punzengruber 2007, Seite 15
- [6] Miller Gernot, Mag.: Private Banking in Österreich; Diplomarbeit; Institut für betriebliche Finanzwirtschaft, Abteilung Asset Management; Betreuer: Univ. Prof. Dr. Teodoro D. Coccia, Linz, Dezember 2007; in Anlehnung an
Philip Schädler (Herausgeber): Private Banking im Qualitätswettbewerb um den Kunden, Physica-Verlag, Heidelberg 2004, Seiten V sowie
Schuppli Peter: „Kundenpflege im Private Banking“; Haupt Verlag 2004, Seite 16 und
Brost H./Faust M. (Hg.): „Private Banking und Wealth Management“, Bankakademie Verlag GmbH 2006, Seite VII
- [7] Gaulhofer Karl und Fembeck Michael: „Wer passt am besten zu Ihnen?“ GEWINN 5/2007, Seite 68
- [8] Punzengruber Jürgen: Elaborat 2 „Qualitätsmanagement im Private Banking – Theoretische Problemstellung, Aufarbeitung der Thesen“ Ausarbeitung im Rahmen der Dissertation, Jürgen Punzengruber, 2007, Seite 22 ff

Kontakt:

Mag. (FH) Jürgen Punzengruber,

partner, senior consultant Finaconsult Financial Services AG, Lastenstr. 36/16, A-4020 Linz

email to: punzengruber@finaconsult.at

phone: +43 (0) 664 8467770

Interdisciplinárny prístup v skúmaní kultúrnych aspektov v medzinárodnom marketingu

*Interdisciplinár Approach in Research
of Culture's Aspects on International Marketing*

Marián Honaizer – Valéria Svobodová

Kľúčové slová:

kultúra, kultúrne vzorce, interkultúrna psychológia, správanie spotrebiteľa, preferencie, motivácia, hierarchia hodnôt,

Keywords:

culture, patterns of culture, cross – cultural psychology, consumer behaviour, preferences, motivation, hierarchy of values

JEL klasifikácia: M3, Z1

Úvod

Okrem ekonomických faktorov, ktoré majú dominantný vplyv na možnosti a schopnosť zákazníkov nakúpiť si výrobky, nemalú úlohu zohrávajú i kultúrne faktory, ktoré ovplyvňujú ich rozhodovanie. Tieto skutočnosti sa v poslednom čase stávajú čoraz častejšie predmetom rôznych výskumov a vedeckých subdisciplín i v rámci ekonomických vied, najmä na poli behaviorálnych teórií a ktoré sú implementované do stratégii spoločností expandujúcich na medzinárodné a globálne trhy. Taktiež je zrejmý dominantný nárast podielu neekonomických vied a ich prieniku do marketingových aplikácií, medzi ktoré môžeme zaradiť najmä antropológiu, sociológiu a psychológiu. Aby sa firmy vedeli úspešne uplatniť na zahraničných trhoch musia marketéri dobre poznáť kultúrne prostredie a spotrebiteľské správanie sa zákazníkov na týchto rýchle sa rozvíjajúcich trhoch. Donedávna bol marketing uznávaný a chápany iba ako ekonomická aktivita, ktorá napomáhala pri predaji výrobkov a služieb. Avšak iba nedávno boli sociálno-kultúrne vplyvy identifikované ako determinanty pre marketingové rozhodovanie, pričom priradili marketingu charakter nielen ekonomický ale samozrejme i kultúrny.

1. Kultúra ako vedecká kategória

Teoreticko metodologickým východiskom skúmania je vedecká kategória kultúry, ktorá je definovaná ako reflexia zložitého systému celej skutočnosti vytvorenej človekom, jeho ľudských výtvorov (objektivizovaných i interiorizovaných) a na ktorú sa pozeraeme najmä z hľadiska funkcie adaptačnej, regulačnej a vývojovej. Kultúra je definovaná vždy vo vzťahu ku konkrétnemu ľudskému spoločenstvu, ktorého je neoddeliteľným funkčným systémom. Každý historický typ ľudského spoločenstva (sociálna skupina, národ, národné spoločenstvo) je vždy takýmto sociálno-kultúrnym systémom.

Pojem kultúra a jej fenomén je odvodený od latinského slova „*colere*“ v preklade znamenajúceho: pestovať, šľachtíti, tiež však: obývať, vážiť si, uctievať. Preto najskôr označovalo vzdelávanie, kultivovanie pôdy. Určité priblíženie slova „*cultura*“ k dnešnému významu urobil ako prvý Cicero v Tuskulských rozhovoroch, ktorý takto označil „*kultiváciu ľudstva*“

tým, že filozofiu nazval „kultúrou ducha“ [4, s. 7]. V zásade je možné rozlíšiť dve skupiny chápania kultúry:

- Podľa širšieho chápania pojem kultúra zahrňuje všetko, čo vytvára ľudská civilizácia – teda sú to **materiálne výsledky** (artefakty) ľudskej činnosti, ako sú napríklad domy, odevy, polnohospodárske plodiny, priemyselné produkty a iné materiálne statky. Dopravné, telekomunikačné systémy no i **duševné výtvory ľudí**, ako je napríklad umenie, náboženstvo, morálka, zvyky, vzdelávacie systémy, politika, právo a ī.
- V užom slova zmysle (ktoré sa uplatňuje v kultúrnej antropológii a tiež v interkultúrnej psychológií), sa pojem kultúra – vzťahuje skôr na **prejavy správania sa ľudí** – teda ide o kultúru určitého spoločenstva, pričom sa majú na mysli zvyklosti, komunikačné normy, jazykové rituály, zdieľané hodnotové systémy, odovzdané skúsenosti, zachovávané tabu a ī.

Kultúra ako jeden z najdôležitejších fenoménov, ktorá sprevádza ľudstvo od jeho vzniku sa odráža v množstve definícií, charakteristik a náhľadov. Existuje veľké množstvo definícií slova kultúra, niektorí vedci napočítali viac, ako 160 definícií. Niektoré z nich sú veľmi komplikované, niektoré sú stručné a výstižné. Najkomplexnejšiu definíciu kultúry sformulovanú ako zovšeobecnenie poznatkov získaných empirickým výskumom možno uviesť definíciu od C.M.Kluckhohna [4, s. 9]: „*kultúra pozostáva z modelovaných systémov – schém myslenia, cítenia a reagovania, získaných a odovzdávaných najmä prostredníctvom symbolov, vytváraných z príznačných – charakteristických úspechov jednotlivých ľudských spoločenstiev, vrátane ich stvárnení v materiálnych výtvoroch, základné jadro kultúry pozostáva z tradičných (t.j. v historickom kontexte odovzdávaných a selektovaných) ideí a hlavne z hodnôt s nimi spojených*“. Inú definíciu kultúry uvádzala americký antropológ R. F. Murphy [7, s. 46]: „*Kultúra je celistvý systém významov, hodnôt a spoločenských noriem, ktorými sa riadia členovia danej spoločnosti a ktoré prostredníctvom socializácie sa prenášajú na ďalšie generácie*.“ V interkultúrnej psychológií sú kultúry chápane ako produkty minulého správania sa ľudí a ako determinant ich chovania sa v budúcnosti, teda že ľudia sú tvorcami kultúry a zároveň sú touto kultúrou ovplyvňovaní. Napríklad prof. Geert Hofstede hovorí o „*software myse*“ a definuje kultúru ako „*kolektívne naprogramovanie myse ľudí*, ktoré odlišuje určitú skupinu či kategóriu ľudí od iných nakoľko kultúra je vždy kolektívnym javom, pretože ju aspoň často prejímajú ľudia žijúci v určitom kolektíve, kde sa s ňou oboznámili

Pri podrobnejšej analýze všetkých definícií a koncepcíí kultúry zistíme, že vo všetkom sú spoločné nasledujúce body [9, s. 35]:

- kultúra je **systém hodnôt a sociálnych noriem** zdieľaných určitou spoločnosťou, alebo skupinou ľudí
- kultúra nie je vrodená, **vzniká procesom učenia**
- je **zdieľaná, komunikovaná a prenášaná** členmi určitej spoločnosti, alebo sociálnej skupiny
- existuje veľké množstvo **prejavov kultúry** (napr. humor, manželstvo, tanec, stravovanie, obliekanie, zákony, chápanie času, náboženské rituály...)

Podľa toho aké je správanie človeka, ako koná a aké hodnoty uznáva je výsledkom množstva determinujúcich vplyvov. Na jednej strane je to samostatná **podstata človeka**, jeho základné fyzické a psychicke fungovanie, čo je pre všetkých ľudí spoločné, nakoľko vieme čo je radosť, strach, máme v sebe vnútornú potrebu socializácie, bezpečia atď. Tieto všetky vlastnosti máme zdedené v našich génoch. Akým spôsobom sa zaraďujeme do spoločnosti je **výsledkom kultúry**. V konaní a v správaní sa každého jednotlivca sa prejavuje jeho jedinečnosť, ktorá je výsledkom dedičných vlastností obsiahnutých v jeho génoch a zároveň je výsledkom kultúry, ktorá ovplyvňuje a modifikuje jeho správanie. Kultúrne rozdiely sa môžu prejavovať rôznymi spôsobmi, sú často viditeľné nezúčastneným pozorovateľom, avšak ich podstatu a príčiny vo väčšine prípadov tento pozorovateľ nechápe a nemôže pochopiť z hľadiska hodnôt svojej vlastnej kultúry. A to je dôvod, prečo je dnes poznanie kultúrnych rozdielov tak dôležité.

Kultúrna pluralita je teoretický princíp, na základe ktorého sa uznáva, že jednotlivé spoločenstvá (národy, etniká, kmene, rasy, náboženské skupiny) majú svoje špecifické

kultúry, ktoré je nutné považovať za úplne rovnocenné. Preto je potrebné tolerovať spôsob života cudzích spoločenstiev a rešpektovať existenciu odlišných hodnôt a noriem. Nie sme teda oprávnení považovať kultúru určitého spoločenstva za primitívnu alebo barbar-skú, iba preto, že nezodpovedá napr. kultúre ekonomicky vyspelých európskych národov. Uznanie tohto princípu býva označované tiež ako **teória kultúrneho relativizmu**, ktorý je podľa Soukupa charakterizovaný nasledovne [7, s. 46]: **kultúrny relativizmus** je teore-ticko – metodologický prístup k štúdiu kultúrnych javov, ktorý predpokladá, že jednotlivé kultúry predstavujú jedinečné a neopakovateľné sociokultúrne systémy, ktoré je možné popísat a pochopiť iba v kontexte ich vlastných hodnôt, noriem a ideí. Opakom kultúr-neho relativizmu je **etnocentrizmus**, čo je tendencia poznávať, hodnotiť a interpretovať okolitý svet len z perspektívy kultúry vlastného etnického spoločenstva.

V súvislosti s pojmom kultúra sa často objavuje ešte ďalší pojem, a to je „**kultúrny vzorec**“ (patterns of culture) – znamená naučené a záväzne schémy pre konanie v štandard-ných situáciach, ktoré sa navonok prejavujú v podobe obyčajov, mrvavov, zákonov a tabu. Kultúrne vzorce postupujú z generácie na generáciu a to už od najmladšieho veku detí, prostredníctvom tzv. – **kultúrnej transmisie**. Práve tento reprodukčný charakter kultúr-ných vzorcov má pre teóriu a aplikáciu v interkulúrnej psychológií veľký význam, vo vzta-hu vytvárania a ovplyvňovania etnických postojov a stereotypov. Teóriu kultúrnych vzor-cov vypracovala americká antropologička Ruth Benedictová (1887 – 1948) podľa ktorej „kultúrny vzorec je systém foriem správania sa, hodnôt a noriem charakteristický pre danú spoločnosť, ktorý je vo všeobecnosti prijímaný a napodobňovaný, vstupuje do socializácie jednotlivcov, reprodukuje sa v kultúrnych výtvoroch a stabilizuje sa vo zvykoch a obyča-joch“ [7, s. 47].

Človek sa stáva príslušníkom určitej kultúry prostredníctvom procesu, ktorý sa v kultúrnej antropológii nazýva „**enkultúrácia**“ (enculturation), v interkulúrnej psychológií, častejšie **kultúrna transmisia** (cultural transmission). Ide v podstate o synonymné termíny, ktoré označujú proces osvojovania si určitej kultúry a jej charakteristických znakov jed-notlivcom od jeho narodenia až do dospelosti. Pavel Hartl a Helena Hartlová ju v *Psychologickom slovníku* (2000) definujú nasledovne: „**Enkultúrácia** je formálne i neformálne prijímanie kultúrnych noriem a skúseností jednotlivcom v priebehu jeho ontogenézy.“ Inter-kultúrna psychológia sa hlbšie zaoberá mechanizmom kultúrnej transmisie, predovšet-kým jej predstaviteľov – vykonávateľov (cultural transmitters), čo sú napríklad otcovia, matky, ďalší príbuzní, učitelia, vrstovníci a iní, pričom sa sleduje, aký obsah kultúry prená-šajú tieto subjekty na mladú generáciu. Niektoré empirické výskumy vysvetľujú na konkrétnej populácii, ako prebieha medzigeneračná transmisia, v niektorých krajinách sa u imigrantov prejavuje generačná medzera v kultúrnej transmisii, čo znamená že potom-kovia imigrantov sa prispôsobujú kultúre hostitelskej krajiny a hodnoty ich pôvodnej kul-túry sa oslabujú.

S ústredným pojmom kultúra súvisia taktiež iné procesy, označované termínmi: akul-túrácia, asimilácia, adaptácia. **Akulturnácia** je sociálny proces, ktorý sa uskutočňuje vo všetkých prípadoch, kedy sa dostávajú do kontaktu alebo stretu dve kultúry, alebo niekoľ-ko kultúr súčasne. Dochádza pri nej k trvalým kultúrnym zmenám pričom na jednej strane sa preberajú prvky z inej kultúry, a na druhej strane sa vyučujú niektoré vlastné prvky, do-konca môže dôjsť i k ich prevádzaniu. Avšak vo veľa prípadoch, kedy sa stretávajú dve kul-túry pri nenásilnom kontakte, dochádza k tomu, že jedna kultúra sa asimiliuje, podlieha vy-spelejšej kultúre. **Asimilácia** je postupné včleňovanie jedného etnika a jeho kultúry do inej kultúry tak, že znaky pôvodnej kultúry sa strácajú a sú nahradzované dominantnými znakmi prijímanej kultúry. V priebehu prirodzenej a nenásilnej asimilácie môže dochádzať k vzájomnému obohacovaniu participujúcich etnických a iných spoločenstiev [7, s. 47].

■ 2. Spotrebiteľ a jeho správanie

Vedy, ktoré sa zaoberajú správaním sa človeka, obzvlášť psychológia a sociológia, sa odvíjajú od myšlienky, že ľudská prirodzenosť sa môže vydelenie z toho, ako sa správa-jú jednotlivci a snažia sa pochopiť „čo je to človek“ na základe toho, akým spôsobom koná.

Psychologický prístup je ten, ktorý najviac prispel k procesu poznania celkového správania spotrebiteľa. Hoci, už dávno pred tým, ako sa vytvorila vedná disciplína o spotrebiteľskom správaniu v 70-tych rokoch, vedy ako psychológia a ekonómia už spolupracovali na tomto poli či už v rovine teoretickej alebo aplikovanej. Napríklad prvé aplikácie reklamy a distribúcie sa datujú na začiatky rokov 1900 a psychoanalytické aplikácie a komerčný výskum sa datuje od roku 1940. Prakticky od svojho vzniku ako vednej disciplíny, prispela psychológia významne do oblasti poznania správania subjektov na trhu a to najmä z pohľadu teoretického, metodologického ako i rôznych techník vlastného výskumu. Chcela nájsť odpoveď na mnohé problémy ako napríklad aké sú motívy spotreby, ako sa stretávame, prijímame a pamätáme si informácie, akým spôsobom sa formujú a menia preferencie vo vzťahu k produktom k značke, k obchodom, k inzerátom, ako sa tvoria rozhodnutia o spotrebe, prečo sporíme, aké faktory sú spojené s vernosťou k určitej značke, alebo s akceptáciou inovácií, atď. Oproti iným aproximáciám pri štúdiu správania spotrebiteľa zo psychologického pohľadu je potrebné pochopiť, ktoré sú to osobné faktory, ktoré majú vplyv na akúkoľvek činnosť, spojenú so spotrebou. Čo značí, že má za úlohu poznať procesy a mechanizmy, ktoré sa nachádzajú v reakciách každého spotrebiteľa pred stimulmi, ktoré vyvolávajú obchodnú aktivitu /chut' nakupovať/ z pohľadu psychologickej analýzy premenných a najmä akú úlohu zohrávajú (motívacia, emócie, pozornosť, pamäť, vedomosti, myšlenie každej osoby) a analyzovať psychosociálne (prístupy, skupiny, hodnoty, kultúru) v správaní sa spotrebiteľa. Toto poznanie procesov a mechanizmov správania sa spotrebiteľa umožnilo lepšie pochopiť spotrebiteľov a následne navrhnuť lepšie a efektívnejšie programy ako pôsobiť na spotrebiteľa. I v rámci samotnej psychológie sa vyskytlo niekoľko teoretických smerov, odlišujúcich sa v základnej otázke čo by malo byť cieľom štúdia psychológie a čo by mala psychológia skúmať, aby lepšie pochopila samotné správanie jednotlivca a faktory, ktoré toto správanie ovplyvňujú. Pre niektorých by sa psychológia mala zaoberať iba biologickými faktormi, ktoré ovplyvňujú človeka. Pre iných, vlastné správanie je determinované iba sexuálnymi impulzmi a autodeštrukciou nevedomstnej a iracionálnej povahy. Tretí názor prezentoval, že predmetom štúdia psychológie by malo byť iba to správanie, ktoré sa dá pozorovať a merat. A naopak, existuje i taký prúd, ktorý tvrdí, že štúdium psychológie by sa malo zameriavať na mozog, ktorý sa chápal ako nejaký mechanizmus na spracovanie informácie. Boli i také názory, ktoré tvrdili, že psychológia by sa mala zaoberať subjektívnymi skúsenosťami mentálneho života. Celkovo poznáme najmenej päť rôznych prístupov: *biologický, psychodynamický, cielený, kognitívny, humanistický*. Každý jeden z týchto prístupov, je vo svojej podstate pravdivý, a nie je čistou spekuláciou, nakoľko ich výsledkom je popis ľudskej prírodenosti, čo determinuje ako sú relevantné charakteristiky ľudského správania, ako sa majú formulovať otázky a aké metódy máme použiť. Podľa rôznych prístupov, boli definované mechanizmy a postulované procesy, ktoré mali za cieľ tú istú odpoved. Je úplne samozrejmé, že rôzne teoretické a metodologické prístupy psychológie prispeli veľkou pluralitou k poznaniu správania sa spotrebiteľa, ako sa stalo následne v prípade prác autorov, ktorí sa zaoberali výskumom tohto správania.

Psychobiologický prístup je najviac ovplyvnený prácou **Charlesa Darwina**, konkrétno jeho dielom *Opôvode druhov* (1859). Jeho myšlienky boli skoncentrované **M.W. Eysenkcom**, na základné štyri oblasti, ktoré majú veľký vplyv na súčasnú psychológiu, či už v oblasti teórie alebo v oblasti aplikovaného výskumu. Podľa Eysencka je potrebné venovať pozornosť *vzájomnej iterakcii* biologických a psychologických faktorov, aby sme vedeli pochopiť motívacie, emócie. K tomu má slúžiť i štúdium zvierat a ich správania. Dôraz kladie na dedičnosť, ktorá hrá mimoriadne dôležitosť úlohu pri rozvoji konkrétnego ľudského jedinca a vychádza pritom z darwinovských konceptov výberu a evolúcie. V rámci tejto teórie je potrebné spomenúť, že pre psychológiu je charakteristické skúmať fiziologické procesy organizmu, ktoré majú vztah k určitému psychologickému procesom, pričom používa postup, ktorý umožňuje registrovať aktivity nervových štruktúr a systémov. Inak povedané, snaží sa pochopiť emócie, myšlenie a správanie v oblasti fiziologických procesov, ktoré sa odohrávajú v organizme. Pre psychofyziológiu je dôležité poznať, ako funguje centrálny nervový systém napríklad, v akom vzájomnom vzťahu sa nachádzajú mozgové štruktúry s motíváciou, s emóciemi a s mentálnymi funkiami ako sú: pozornosť, pamäť, jačky atď. a ako na vonkajšie stimulovanie reaguje fyziológia a následne mení správanie.

Z tohto pohľadu správanie spotrebiteľa sa opisuje ako fyziologický proces, teda reakcie spotrebiteľov pri komerčnom stimulovaní sa vysvetľujú na základe týchto procesov. Na základe predpokladu komerčných stimulov sú vyvolané fyziologické procesy, ktoré sa dajú zaregistrovať, čo nám umožní takto vyhodnotiť a poznať reakcie spotrebiteľov. Je to možné vďaka moderným polygrafickým technikám ako sú napríklad: elektorkardiografia, elektronikografia, technika, ktorá registruje pohyb očí a pod.

Z prístupov psychoanalýzy alebo **psychodynamiky**, ktoré najviac rozvinul Sigmund Freud vyplýva, že ľudské správanie je riadené na základe impulzov, ktoré sú skryté v nevedomej (podvedomej) časti mozgu. Konkrétnejšie, podľa Freuda, ľudská osobnosť je zložená z troch vzájomne prepojených dynamických štruktúr: *id*, *ego* a *supero*. Na základe tejto schémy, ľudská osobnosť sa neustále nachádza v konflikte a to takým spôsobom, že všetky tri komponenty vzájomne pôsobia ako odpoveď na základné impulzy ako i na kultúrne dopyty. A v konečnom dôsledku pôvod celkového správania, vrátane toho, ktoré má spojitosť so správaním spotrebiteľa je v nekonzistentných impulzoch pri hľadaní uspokojenia sa a autodeštrukcie, ako i kultúrnych obmedzení vonkajšieho sveta. Psychoanalýza má dôležité postavenie v západnej kultúre (napr. v literatúre, v umení, v kine atď.) či už v oblasti teoretickej tak i aplikovanej psychológie. V oblasti správania sa spotrebiteľ tak tiež neodbočila zo svojej schémy. Vychádzajúc z predpokladu, že nie vždy sme si vedomí dôvodov podľa ktorých konáme, tým sa neracionálne motívacie, často považovali za reakcie spotrebiteľov. Akceptovanie tejto skutočnosti bolo jedným z faktorov, ktorý priniesol veľký rozvoj v oblasti motivačného výskumu, predstaviteľom ktorého bol americký psychológ **Ditchter**. Motivačný výskum má za úlohu poznať náladu, emócie a činnosti ktoré sú bázou pre použitie výrobku, služby a značiek. I napriek veľkému množstvu námietok, či už teoretických alebo metodologických Ditcherove výsledky boli rozhodujúce pre pochopenie rozvoja a aplikácie súčasných kvalitatívnych techník [8, s. 58].

Podľa **cieleného prístupu** vlastné správanie pozostáva z vnútorných mentálnych procesov, ktoré sa nemôžu nikdy pozorovať priamo a preto nemôžu byť objektom vedeckého skúmania, čo pre oblasť psychológie znamenalo obmedzenie iba na priamo pozorovateľné procesy a to je vlastné správanie. Protagonistom tohto smeru bol **John B. Watson**, ktorý tvrdil, že psychológia správania musí byť objektívnu a experimentálnu vedou medzi prírodnými vedami a jej cieľom by mala byť predpovedať a kontrola správania. Pozorovania musia objektívne umožniť vysvetlenie vzájomného pôsobenia vonkajších stimuli a vlastného správania subjektu. Podľa Watsona je správanie odpoveďou na stimuli a preto ak poznáme konkrétné podmienky, v ktorých sa vyvíjalo vlastné správanie, môžeme ho dokonca kontrolovať. Podľa tohto prístupu, správanie osôb je kontrolované vonkajšími stimuli, ktoré nám zostali asociované po určitem procese vzdelenávia sa. Preložiť toto takzvané správanie spotrebiteľa predpokladá pripustiť, že správanie pri nákupoch je kontrolované komerčnými stimuli a teda napríklad, kúpiť si nejakú značku, vlastne závisí od toho či sa vytvorila určitá asociácia medzi ňou a odpovedou na nákup.

Kognitívny prístup sa rozvinul v rokoch 1950 a 1960 ako odpoveď na obmedzenosť psychologickej teórie o správanií, pričom sa sústredoval na štúdium mozgu. Cieľom štúdia kognitívnej psychológie sú procesy a mozgové štruktúry, ktoré sa podieľajú na kognitivite. Tento prístup sa sústreduje na mentálne procesy ako sú: pozornosť, pamäť, myšenie, a jazyk, ktoré sú aktívne, ak nejaká osoba vykonáva činnosť, a ktoré využívajú mozgové štruktúry poznania /vedomostí/ pri realizácii tejto úlohy. Cieľom kognitívnej psychológie je presný a jasný opis kognitívnych procesov, aby sme vedeli lepšie pochopíť ľudské správanie. Pri štúdiu procesov a mentálnych štruktur predpokladá, že človek je spracovateľom informácie. Informácie, ktoré príjme prostredníctvom svojich zmyslov sa menia prostredníctvom série mentálnych operácií až do toho momentu, kedy je k dispozícii konečný výsledok, ktorý sa uloží do pamäte aby následne generoval určité správanie. Mnohé vytvorené a navrhnuté spracovateľské a štrukturálne modely pre vysvetlenie toho, akým spôsobom spracováva mozog inputy, boli inšpirované systémami, ktoré boli pôvodne navrhnuté pre spracovanie dát. Kognitívna psychológia ďalej predpokladá, že za spracovanie informácie je zodpovedný človek, ako riešiteľ problémov a za týmto účelom má mozog, ktorý je vlastne systémom schopným spracovať informáciu a rozhodnúť sa. Preto reakcie spotrebiteľov na výrobky, služby vlastne zodpovedajú výsledku spracovania informácií, ktoré mali o nich k dispozícii. Inak povedané, napríklad reakcia na určitú reklamu, inzerát

závisí od vybranej informácie pomocou pozornosti, ktorú sme jej venovali, na významoch ktoré sme jej pripísali v procese prijímania, na správach, ktoré sa uložili v pamäti a na použití informácie v procese rozhodovania. Tento prístup hrá dominantnú úlohu v štúdiu správania spotrebiteľa v posledných rokoch a dali základ teóriám orientovaným na pochopenie procesov pozornosti, prijímania informácie, pamäte, pochopenia ako i procesu rozhodovania. V skutočnosti sa naozaj môže tvrdiť, že tieto predpoklady kognitívnej psychológie sú vždy prítomné v správaní človeka ako spotrebiteľa. Okrem tohto teoretického modelu, kognitívna psychológia taktiež priniesla platné a dôveryhodné metódy a techniky. V rámci tejto perspektívy sa vyvinuli experimentálne procesy, ktoré umožnili lepšie vyhodnotiť vplyv kognitívnych procesov vo vzájomnom vzťahu k spotrebiteľom. Napríklad sa zlepšili techniky, pomocou ktorých sa meria spomienka a znovaobjavenie sa vnemu resp. myšlienky alebo sa vyvinuli postupy na diagnostiku dopadov vlastností obalov na vnímanie výrobku.

Humanisticko – existentialistický prístup sa začal formovať v roku 1950 v práciach **Carla Rogersa a Abrahama H. Maslowa**. Bol výsledkom ako jedna z alternatív dominantných psychológií v danom období, psychoanalýzy a konduktívnej psychológie, tvrdiac, že ľudský jedinec je slobodný a potencionálne je dobrý. Základným predpokladom pri skúmaní správania sa ľudskej osoby je myšlienka, že osoba sa neustále vyvíja, mení sa a takmer vždy má za cieľ dosiahnuť maximálnu realizáciu. Určite to bolo dielo Abrahama Maslowa, ktorý sa považuje za zakladateľa humanistickej psychológie, ktorá mala najväčší vplyv na výskum správania sa spotrebiteľa. Podľa Maslowovej teórie hierarchie potrieb sa individuá usilujú dosiahnuť stav tzv. sebarealizácie. Vlastná sebarealizácia sa odvoláva na myšlienku, že ľudia majú za cieľ dosiahnuť čo najvyššie možné úrovne uspokojenia svojho osobného života, pracovného atď., hoci Maslow tvrdil, že existuje veľmi malo osôb ktoré dosiahli túto úroveň. Základná hypotéza tejto teórie tvrdí, že existuje päť základných tried potrieb: fyziologické, bezpečnostné, vlastnícke, úcta a sebarealizácia. Tým, že potreby chápeme ako „systém napäťia“, ktoré sú orientované smerom k vlastnému uspokojeniu, budeme vychádzať z predpokladu, že nie všetky potreby sú rovnaké. Existujú rozdiely podľa dôležitosti, podľa stupňa naliehavosti alebo podľa svojho úspechu. Myšlienky, ktoré prezentoval vo svojej práci „Motivácia a Osobnosť“ položili hlavné základy. Táto jeho kniha mala veľký vplyv na pozitívny a ucelený pohľad na ľudský charakter. Základná sila Maslowa bola v jeho schopnosti klásiť podstatné základné otázky na život celého sveta, ako a čo je to byť dobrým človekom? Čoho je schopný človek? Ako môžeme vytvoriť kompletný model ľudského charakteru, pričom by sme vzdávali hold nášmu neuveriteľnému potenciálu a nestratili zo zreteľa našu iracionálnu stránku? Maslow nám predstavuje **nevedomú motiváciu**, pričom indikuje, že „detailné štúdium iba motivačného vedomého života často vedie k opomenutiu mnohých vecí, ktoré sú niekedy oveľa dôležitejšie ako to, čo sa môže vidieť pri vedomej motivácii“. Maslow taktiež vysvetluje takzvané **mnohonásobné motivácie**, keď píše, že „*vedomé želanie, alebo určité motivované správanie môže slúžiť ako určitý druh kanálu, prostredníctvom ktorého sa vyjadrujú iné úmysly, zámery. Existuje veľa spôsobov, ako sa to dá preukázať. Napríklad je známe, že naše vedomé sexuálne chovanie a želania môžu byť mimoriadne komplexné v podtexte našej nevedomosti. Pre niekoho, sexuálna túžba môže v realite znamenať želanie aby si utvrdil svoju masculinitu. Pre iných, pre zmenu môže vo svojej podstate znamenať túžbu po uskutočnení dojmu, túžbu po zblížení, túžbu po priateľstve, túžbu po bezpečnosti, túžbu po láske, alebo túžbu po akejkoľvek kombinácii týchto túžob. Vedome, sexuálna túžba u všetkých týchto ľudí, môže mať ten istý obsah a pravdepodobne všetci budú tvrdiť, že je chybou myslieť si o nich, že hľadajú iba sexuálne uspokojenie. Ale už vieme, že to tak nie je, aby sme vedeli porozumieť týmto ľuďom je dôležité venovať sa tomu, čo reprezentujú ich túžby a ich základné sexuálne chovanie, a nie to čomu títo ľudia vedome veria že reprezentujú“* [8, s. 53].

Niektoľ teoretici, nazývaní napr. *experiencialisti, postmodernisti, humanisti, postpozitivisti alebo interpretativisti* tvrdia, že aby sme pochopili fenomény, ktoré majú vzťah k spotrebe, mali by sme sa koncentrovať na subjektívne skúsenosti spotrebiteľa. Podľa interpretativistov neexistuje iba jediná objektívna pravda, realita je subjektívna, nemožno ju izolovať od príčin a efektov, a preto každá skúsenosť spotreby je jedinečná. S cieľom poznať hlbšie skúsenosti v spotrebe, aplikujú iné techniky z iných vedných odborov ako napr. z etnografie, kultúrnej antropológie a pod. Prínosy psychologického prístupu

v štúdiu správania sa spotrebiteľa sa neobmedzujú iba na poskytnutie všeobecných teoretičkých rovín, odkedy sa poskytujú informácie o správaní a individuálne faktory. V rámci psychológie existujú iné disciplíny, ktoré mali a budú mať rozhodujúcu úlohu pri štúdium správania sa spotrebiteľa, ako sú napríklad sociálna psychológia, psychofyzika, alebo tie ktoré sa začínajú vyvíjať, napríklad v prípade evolučnej psychológie.

Ekonómovia sa pri štúdiu o správaní spotrebiteľov sa zvyčajne opierajú o dva hlavné predpoklady: o postulát racionality a o zistenia obmedzenia vlastného rozpočtu. Predpokladá sa, že spotrebiteľ si vyberie medzi alternatívami, ktoré mu poskytuje trh tú racionálnu, ktorá je funkčne závislá od limitovaných zdrojov, s cieľom uspokojenia svojich potrieb. Základné znaky tohto klasického pohľadu sú nasledujúce:

- Spotrebiteľ dokonale ovláda svoje vlastné potreby, výrobky ktoré sa mu ponúkajú, ako i činnosť, ktorú môže uskutočniť a zároveň i výsledok aký môže dosiahnuť.
- Má nejaké zdroje, ktoré podmieňujú jeho výber.
- Ciel spotrebiteľa sa koncentruje na získanie všetkého, čo ho môže uspokojiť, teda všetko čo mu ponúka rôzne množstvo tovarov.

Stretneme sa s **racionálnym správaním spotrebiteľa** pri jeho výbere alternatív, s cieľom maximálneho uspokojenia svojich potrieb. Inak povedané, maximalizuje svoju funkciu. Ak by sme prijali tieto myšlienky, museli by sme dospiť k záveru, že na trhoch existuje racionálita, že preferencie sú nemenné, že informácia je transparentná a dokonala a že nákupy a spotreba sú priamo závislé len od príjmov, alebo od renty, či už podľa toho či sa zvyšuje, alebo znižuje. Marketing by mal rozvíjať niektoré schémy rozdielne od tých súčasných a prakticky by sa mal zredukovať len na výrobu lepšieho výrobku, takého ktorý by v sebe prinášal vyššiu úroveň uspokojenia. Pri lepšom výrobku sa informácia o jeho kvalite transparentne dostane k zákazníkovi, ktorý ju príjme bez pochybností, racionálne zmení svoje preferencie a bude kupovať tento lepší výrobok, pokiaľ mu to dovolia jeho zdroje. Je viac ako zrejmé, že klasická ekonomická schéma nám nedá odpoveď na všetky naše otázky. Je potrebné brať do úvahy úvodnú hypotézu, že maximalizácia je racionálnou approximáciou motívov, ktoré sú základom pre správanie pri nakupovaní.

Interpretácia ekonomickej teórie postuluje záver, že výber spotrebiteľa závisí v nejakej forme od interakcie medzi tzv. internými premennými ktoré definujú spotrebiteľa a premennými, ktoré opisujú jeho okolie, ktoré môžeme nazvať externými. Avšak v momente, ako skúmame problém **individuálnych preferencií**, zabúdame na relatívne charakteristiky obsahu a dynamiky psychosociologického okolia spotrebiteľa. Taktiež ekonomovia nevysvetľujú akým spôsobom sa prekladá uspokojenie aktu spotreby, teda inak povedané, ako sa menia preferencie na základe skúseností a získavania vedomostí. Taktiež sa nekladie dôraz na stimuly, ktorími na nás pôsobí prostredie, v ktorom žijeme. Súčasne sa nerozbí presná referencia na výber výrobkov a konkrétnych značiek, zvyčajne sa iba hovorí o množstve. Avšak mali by sme mať na pamäti, že ekonomicke premenné samé osobe nemôžu vysvetliť všetky rozdiely, ktoré sa vyskytujú na trhu. *Ekonomicke premenné sú veľmi dôležitou hypotetickou funkciou integrálnej spotreby, ale musia byť komplementované s inými premennými rôzneho pôvodu, na ktoré sa budeme následne koncentrovať.* Nemôžeme odmietnuť to, že ekonomická teória je dôležitým zdrojom referencií pri analýze tzv. čiernej skrinky individuálneho spotrebiteľa. Čím je vyššia cena benzínu, tým sú budovy v centre mesta vyššie? Je toto tvrdenie pravdivé, alebo nepravdivé? Takéto otázky kladie **Gary Becker**, profesor Chicagskej Univerzity a nositeľ Nobelovej ceny za ekonómiku roku 1992, svojim žiakom. Becker požaduje aby odpovede mali solídnuy ekonomický základ, ale zároveň by mali byť doplnené o bežné každodenne vysvetlenia ľudí, prečo tak konáme. Becker vo svojich prácach veľmi hlboko zanalýzoval oblasť rodiny, ako i delbu práce v domácnostach. Vo svojich názoroch tvrdí, že vydaté ženy sa špecializovali tradične na výchovu detí ako aj iné činnosti v domácnosti, čo bolo dôsledkom, že ich manželia pracovali na dlhodobé kontrakty a týmto spôsobom sa bránili rozpadu rodiny a iným neprijemnostiam. V patriarchálnom systéme mzda, ktorú môže dostať manžel je veľmi rozdielna a najmä vyššia oproti tej, ktorú môže dostať manželka a preto je racionálna delba práce: manžel prináša rentu, manželka sa venuje domácim prácam. Samozrejme, evolúcia prináša progressívny podiel žien na trhu práce, čo je prejavom určitej emancipácie. V tomto období

žena začína prinášať zdroje, ale neustále pokračuje v domáčich práchach. To prináša so sebou nerovnováhu v delbe práce v domácnosti a znamená to, že žena začína prevažovať v prínose ekonomických a neekonomických zdrojov pre manželstvo, čím prevyšuje muža. Takáto situácia už nie je pre ňu spravodlivá a časom prestane byť pre ňu rentabilná. V momente, ako sa objaví nerovnováha, vzniká problém, ktorý treba riešiť. Môže vzniknúť množstvo odpovedí s rôznym podtónom. Becker radí, že manžel by mal dosiahnuť spravodlivú distribúciu tým ako konkuруje svojej manželke tak, že by prispieval vo forme nepeňažnej renty, napríklad môže sa staráť o odpad, upratovať posteľ alebo umývať riady. Ďalšou alternatívou je získanie ďalšieho zamestnania aby mohol dosiahnuť vyššiu úroveň peňažnej renty, ktorá by kompenzovala domáce úsilie jeho manželky. A existuje i ďalšia možnosť, že manžel si môže na „trhu neviest“ nájsť novú manželku, ktorá nepracuje mimo domácnosť a pritom dostáva tak nízkú finančnú rentu, že musí plniť domáce úlohy bez toho, aby nútilla manžela aby jej pomáhal, teda manžel by sa opäťovne nachádzal v tradičnej delbe práce medzi manželmi.

3. Kultúra ako ekonomická dimenzia

Vyššie uvedené vedecké prístupy však budú abstrahovať od kultúrnych odlišností alebo ich nebrali dostačočne do úvahy a boli poplatné prostrediu v ktorom tvorili. Až rozvoj interkultúrnej psychológie, ktorá sa začala vyvíjať ako súčasť psychológie najmä v období šesťdesiatych rokov minulého storocia a ktorá sa specializovala na objasňovanie komparatívnych údajov v rôznych kultúrach, dala podnet pre vznik veľkého množstva interdisciplinárnych oblastí vedy. Týmto spôsobom sa vytvorila napr. psycholinguistika, rozvíjal sa výskum sociálnej interakcie a komunikácie a mnoho iných. Od konca šesťdesiatych rokov sa interkultúrna psychológia veľmi rozvinula, o čom svedčí mimoriadne množstvo výskumných objavov, vedeckých časopisov, knižných publikácií, výskumných tímov a centier. I keď vedúcu úlohu v tejto oblasti zohrávajú najmä USA a anglosaské krajinu, interkulturná psychológia sa rozvinula i v mnohých európskych krajinách, kde bola iniciovaná praktickými potrebami v Nemecku, Francúzsku, Taliansku, Holandsku a v škandinávskych krajinách, ako dôsledok novej kultúrnej situácie spôsobenej migračnými vlnami a množstvom utečencov z iných častí sveta. V procese výskumu interkulturality je však potrebné mať na zreteli jednu veľmi dôležitú vec a to, že nie je možné pri tomto výskume aplikovať iba výsledky jedného vedného oboru. Dochádza k stále väčšiemu vzájomnému prelínaniu rôznych vedných disciplín, takže sa začína formovať určitý druh integrovanej multidisciplíny, ktorá komplexne objasňuje určité javy. Je viac ako isté, že orientácia v týchto hraničných disciplínach nie je jednoduchá, najmä v dôsledku rozdielnej interpretácie, či už v sociálnych vedách, akými sú etnológia a kultúrna antropológia, s ktorými interkulturná psychológia je v úzkej interakcii. Na druhej strane existuje odlišná interpretácia interkulturnality v ekonomických vedách.

Geert Hofstede patrí medzi priekopníkov praktického využívania rôznych aspektov kultúrnych odlišností v oblasti manažmentu a medzinárodného marketingu. Svoje zistenia sprístupnil verejnosti vytvorením konceptu kultúrnych dimenzií, zjednodušujúcich charakteristik, pomocou ktorých sa dajú jednotlivé kultúrne odlišnosti definovať. Na základe rozsiahleho empirického výskumu, definoval kritériá, ako sú *nerovnosť, neistota, vzťah jednotlivec verus skupina a pôsobenie muža a ženy v spoločnosti, vzťah k budúcnosti*, ktoré sú podľa neho spoločné pre všetky spoločnosti a podľa neho kultúrne odlišnosti treba skúmať v týchto dimenziách:

- Snaha vyhnúť sa riziku a neistote (nízka vs. vysoká)
- Vzdialenosť mocenských pozícii
- Individualizmus vs. kolektivizmus
- Maskulinita vs. feminita
- Krátkodobá vs. dlhodobá orientácia

Možno preto, že sám prešiel od strojárstva k sociálnej psychológií, od antropológie k manažmentu, nerobilo mu problémy kombinovať kvalitatívne a kvantitatívne výskumné metódy, mať na mysli praktickú aplikáciu poznatkov a udržať si objektívny prístup k vede

a použítej metodológií. Sám hovorí o svojej vedeckej práci ako o Archimedovom efekte, teda o nájdení pevnej platformy aby „*veda mohla pohnúť zemegulou*“. Nájdenie pevného bodu v antropológii, by podobne ako povestná „páka“ inžiniera Hofstedeho v psychológii, posunulo vývoj dopredu. Kedže skúmanie kultúr a kultúrnych rozdielov je hlavným predmetom jeho záujmu, môže byť považovaný za zakladateľa skúmania kultúry ako „*vednej disciplíny*“; ako prvý ju popísal na kvantitatívnom základe.

Edward T. Hall sice zvolil odlišný základ pre svoju prácu (vychádzal skôr z antropologickej aspektov), ale dospel rovnako ako Hofstede k určitým kultúrnym dimenziám: priestor, čas a komunikácia (Nový, I., Schröll-Machl, S., s. 22). Pokiaľ ide o priestor, vznikajú kultúrne rozdiely s ohľadom na fyzickú/telesnú vzdialenosť, ktorú človek v rozhovore s niekym cudzím prirodzene a dobrovoľne zaujíma. Vnímanie času rozlišuje na *monochrónne a polychrónne*. V monochrónne orientovaných kultúrach predstavuje ubiehajúci čas lineárnu os a stavia vysoké požiadavky na plánovaciu schopnosť a spoľahlivosť jedincov, skupín a spoločenských systémov. Oproti tomu v polychrónne orientovaných kultúrach vytvárajú vlastné úmysly jednania rôzne roviny, ktoré môžu prebiehať aj v jednom okamihu. Táto orientácia stavia na časovej flexibilite a tolerancii voči časovým kolíziam. V komunikácii rozlišuje Hall tzv. *low context*, čiže nízky, slabý komunikačný kontext, sprevádzaný explicitnou a priamou komunikáciou a *high context*, silný, vysoký – sprevádzaný implicitnou a nepriamou komunikáciou [6, s. 23].

Fons Trompenaars vychádza z pracovných skúseností, ktoré nadobudol počas desiatich rokov praxe a spolupráce s viac ako 15000 manažérmi z 28 krajín a modely Hofstede a Halla obohatil o ďalšie dimenzie. Podľa neho kultúrne rozdiely vynikajú v troch základných oblastiach ľudského života: *v postoji ľudí k času, v ich postoji k prírode a v postoji k ostatným ľuďom*. Postoj k ostatným ľuďom je však možné rozčleniť na 5 ďalších dimenzií, čím získame celkom 7 kritérií, podľa ktorých je možné odlišovať detailne jednotlivé kultúry od seba:

- individualizmus vs. kolektivizmus
- univerzalizmus vs. partikularizmus
- neutrálny vs. afektívny
- špecifický vs. difúzny
- dosiahnutý vs. pripisovaný spoločenský štatút
- vnútorná vs. vonkajšia orientácia vo vzťahu k prírode
- vzťah k času následný vs. súbežný

Shalom Schwartz mal celkom odlišný prístup, pri hľadaní (kultúrnych) rozdielov hodnôt. Vo svojom výskume použil tzv. „SVI“ (Schwartz Value Inventory) – inventár Schwartzových hodnôt, kde sa autor nespytoval respondentov na preferované výstupy ako také, ale sptyoval sa ich na vyhodnotenie 57 hodnôt, teda za ako dôležité považujú tieto hodnoty v prípade „*riadiacich princípov v živote človeka*“ Schwartzov výskum je rozdelený na úroveň individuálnej analýzy a na úroveň kultúrnej analýzy, čo bol najväčší rozdiel od práce Hofstede a Trompenaarsa, ktorí vo väčšine prípadov nepracovali s dvoma úrovňami, hoci vo všeobecnosti prehlasovali, že pracujú na kultúrnej úrovni. S. H. Schwartz, vyvinul pre potreby interkultúrneho výskumu **teóriu hodnôt**, ktorá vypovedá o mnohých aspektoch správania sa ľudí v spoločnosti. Zahŕňa sedem typov hodnôt, s ktorými sa spoločnosť konfrontuje pri základných socio-ekonomickej činnostiach jej členov. Popisuje faktory ako úspech, spravodlivosť, sloboda, spoločenský poriadok, ktoré sú v spoločnosti súčasťou všeobecne uznaných hodnôt. Základnou črtou teórie je riešenie vzťahu jednotlivca voči skupine. V závislosti od vplyvu kultúry pomenoval Schwartz dva extrémy, ktoré nazval „**konzervativizmus**“ a „**autonómia**“ Viac konzervatívne kultúry vnímajú človeka ako súčasť väčšieho celku, ktorý nachádza zmysel života a sebarealizáciu v skupine. Kultúry, v ktorých prevládajú opačné hodnoty, vnímajú človeka ako samostatnú bytosť, ktorá je jedinečná vo svojej podstate a realizuje sa prostredníctvom svojich individuálnych charakteristík (spoločnosť takéto konanie umožňuje a podporuje).

Charles Handy sa zaslúžil o spopularizovanie typológií kultúr a organizácií. Jeho rozdelenie do štyroch skupín je veľmi zrozumiteľné. Skupiny, ktoré sa v modeloch

identifikujú, môžu použiť svoje poznatky na lepšie spoznanie vlastnej kultúry. Ch. Handy použil symboliku štyroch gréckych bohov na ilustráciu svojich základných ideí a následných typov organizačných kultúr:

- Kultúra moci (Power Culture) – Zeus
- Úradnícka" organizácia (Role Culture) – Apolón
- Tímová orientácia (Task Culture) – Aténa
- Kult osobnosti" (Person Culture) – Dionýz

Kniha **Edgara Scheina** "Organizational Culture and Leadership" je považovaná za jednu z najlepšie spracovaných analýz organizačnej kultúry vôbec. Hlavnou tému knihy je identifikovanie, zmena a adaptácia podnikových kultúrnych systémov ako reakcia na externé a interné faktory. E. Schein hovorí o organizačnej kultúre ako o niečom, čo obklopuje všetkých v konkrétnej firme; musíme preto chápať ako vzniká, rozvíja a mení sa, ako je riadená a organizovaná. Porozumieť kultúre znamená porozumieť vlastnej organizácii. E. Schein túto problematiku analyzuje na troch úrovniach. Hovorí o troch úrovniach kultúry – tzv. "artefaktoch". Kultúra podľa neho vzniká na základe skúseností a spoločného úsilia organizácie riešiť fundamentálne problémy adaptácie na vonkajšie prostredie a dosiahnuť vnútornú konzistenciu a rozvoj. Týmto spôsobom sa zhromažďujú skúsenosti, ktoré definujú primerané správanie a konanie v danej situácii a poskytujú návod ako riešiť problémy.

Záver

Celková konsolidácia štúdií o správaní sa spotrebiteľa ako nezávislá a autonómna disciplína je fenoménom sedemdesiatych rokov, čo bolo dôsledkom dosiahnutého rozvoja v oblasti vied, ktoré sa zaoberali správaním, ako i v dôsledku potreby dosiahnuť vedeckejší prístup v komerčnej oblasti. Je mimoriadne dôležité pripomenúť, že takáto situácia sa mohla vytvoriť iba vďaka tomu, že do tejto oblasti sa zapojili také koncepty, myšlienky, konštrukcie alebo teórie, ktoré sa objavili v rôznych vedeckých oblastiach.. Veda o správaní sa spotrebiteľa by sa nemohla vyvíjať bez prispenia takých vedných disciplín, ako sú ekonomická teória, psychológia, sociológia, a dokonca antropológia a medicína, a ani bez pomoci technických vied, ako sú štatistiká alebo informatika.

V období pred 70 rokmi, môžeme spomenúť prvú etapu, ktorá sa datuje do rokov 1930 a 1950, pričom v tomto období sa rozvíjali najviac empirické výskumy, privátneho charakteru, najmä spoločností, ktoré chceli poznať výsledky svojich vlastných rozhodnutí s cieľom plánovania na trhoch, pričom sa jednalo fundamentálne o motivačné výskumné techniky. 50-te roky sú už charakterizované ako dekáda formovania sa, nakoľko výskum sa začína koncentrovať na osobnosť, jednotlivca. Intenzívne sa začína vysvetlovať problematika výberu značky ako dôsledok správania sa spotrebiteľa v dôsledku jeho postavenia v sociálnom prostredí. Na začiatku šesťdesiatych rokov je možné sledovať značnú zmene v tom, že vlastné správanie sa spotrebiteľa začína byť štúdiom samo osobe, čo bolo je obdobím identifikácie vednej disciplíny. Došlo k pokroku z oblasti jednotlivých konštrukcií do oblasti integrujúcej teórie. Ako výsledok tohto procesu treba spomenúť formálne komplexné modely, ktoré mali za následok použitie nových metód a pri analýzach spotreby. Pokračovanie integrujúcej predchádzajúcej etapy bolo koncentrované na prehĺbenie štúdia určitých vlastností globálnych modelov správania sa tak z pohľadu teoretického ako i z pohľadu nespočetných a dôležitých empirických prác, ktorých úlohou bolo dať do protikladu rôzne hypotézy ako i existujúce teórie.

Biologický, psychodynamický, cielený, kognitívny, humanistický je vo svojej podstate pravdivý, nakoľko ich výsledkom je popis ľudskej prirozenosti. Determinujú relevantné charakteristiky ľudského správania, ako sa majú formulovať otázky a aké metódy sa majú použiť. Podľa rôznych prístupov, boli definované mechanizmy a postulované procesy, ktoré mali za cieľ tú istú odpovedeť. Je úplne samozrejmé, že rôzne teoretické a metodologicke prístupy psychológie prispeli veľkou pluralitou k poznaniu správania sa spotrebiteľa. Z aplikácie logickej ekonomiky podľa Beckera, a Maslowa môžeme vyslovíť určité všeobecné závery, ktoré sa vzťahujú k ekonomickým témam: ekonómovia prispeli veľmi

dobrými schémami pri aproximácii a vysvetľovaní správania sa spotrebiteľa, venovali až nadpriemernú pozornosť pri exkluzívite dôležitosti ekonomických premenných vo svojich vysvetleniach, ale zároveň paralelne preukázali svoj sociopsychologický deficit počas svojich vysvetlení [8, s.53].

Avšak na tomto makropoli je veľké množstvo problémových oblastí. Na jednej strane existuje nespočetná literatúra o rôznych aspektoch správania človeka, avšak téme spotreby z pohľadu interkulturality doteraz nebola venovaná dostatočná pozornosť. Na druhom mieste treba poznamenať, že tieto základné disciplíny pristupovali k výskumu jednotlivca-spotrebiteľa kvantitatívne veľmi rozdielne, napríklad psychológovia boli viac aktívni ako sociológovia a antropológia v tejto oblasti priniesli veľmi málo, i keď je zrejmý ich významný vedecký prínos. A po tretie treba poznamenať, že väčšia časť vedeckého výskumu použila rôznu metodológiu a tým jeho výsledky boli podriadené skôr partikulárnym záujmom. Výsledkom týchto prístupov a existujúcej situácie je podľa názoru **F. M. Nicosia** jedného z pionierov v tejto oblasti nasledovné [8, s. 54]:

- Tendencia väčšiny vedcov, ktorí pokladajú prírodu za organizovanú pomocou vedy a disciplínen
- Každá oblasť rozvíja svoje vlastné koncepty a metódy nezávisle
- Neexistuje schéma, ktoré by determinovala vzájomné vzťahy medzi rôznymi disciplínami
- Absentuje prepojenie a integrácia minulých a súčasných poznatkov o človeku

Tento nedostatok unifikácie v oblasti, ktorá sa týka ľudského správania, znemožňuje vytvoriť schému štruktúry procesov o rozhodovaní spotrebiteľov. S čím sa môžeme stretnúť, tak sú to čiastočné práce, ktoré majú za cieľ oboznámiť nás s relatívnymi informáciami o premenných ako i o ich procese a funkčnými vzťahmi, ktoré existujú medzi nimi samotnými. Správanie spotrebiteľa má univerzálny koncept, avšak nie je možné ignorovať kultúrne premenné:

- a) hierarchia potrieb ktoré tvoria dopyt podľa kategórie výrobkov
- b) kultúrne hodnoty, obzvlášť individualizmus vs. kolektivizmus, kto má väčší vplyv na správanie sa spotrebiteľa a rozhodovanie k nákupu (jednotlivec alebo rodina)
- c) vplyv inštitúcií – spotrebiteľské správanie má svoje korene v sociálnom živote a vo väčšej miere je inštitucionalizované

Realita byť človekom, je ovplyvnená množstvom sôl a každá osoba je motivovaná základnými potrebami a túžbami, v aktuálnom čase. V motiváciách sa zároveň prejavuje nazbieraná skúsenosť z minulosti, ktorú jednotlivec či skupina získala vo forme vedomostí a návykov. Na druhej strane, každý človek je schopný anticipovať budúce dôsledky svojho vlastného konania. **Renato Ortiz**, brazílsky sociológ a antropológ, významný vedecký pracovník v oblasti skúmania „mundanalizácie“ kultúry a globalizácie spoločnosti tvrdí, že sociálne vedy v 20. storočí veľmi veľa pokročili v tejto oblasti, avšak tento progres so sebou priniesol veľa problémov, z ktorých sa upriamuje najmä na dva z nich.

Prvým významným problémom je **hyper – špecializácia**, nie len v rôznych vedy a disciplínach, ale i vo vnútri každej oblasti a podoblasti sociálnych vied, čo by sa dalo jednoducho povedať tak, že v 21. storočí budeme musieť celiť otázkam ako je globalizácia z pohľadu veľkej fragmentácie. Tento vedecký prístup chce pripomienuť dôležitosť pohľadu na problematiku nie iba z **multidisciplinárneho** uhlia, ale minimálne z pohľadu **transdisciplinárneho**. Aby sme vedeli pochopiť našu súčasnú spoločnosť, pretože súčasný vedecký prístup nemôže mať základ iba v jednej, alebo vo dvoch vedeckých disciplínach, ale v niekoľkých, vzájomne sa dopĺňajúcich, aby nás pohľad na dianie bol čo najširší a najkompletnieši [2].

Druhým problémom je, že v 20. storočí ostalo prostredie kultúry opomenuté a v úzadí v rámci agendy výskumu sociálnych vied, kde dominovali témy ako rozvoj, štát a politické strany. Na začiatku 21. storočia, ale už aj ku koncu minulého sme mohli badať, že téma kultúry má niekoľko križovatiek a to v rôznych sférach: sociálnej, politickej a ekonomickej, atď. Ak toto je pravdou, tak si musíme uvedomiť celkovú veľkosť tohto skúmaného objektu, ktorý sme si vybrali. Preto nám už dnes nestačí iba jediná vedná disciplína, ale vedec

ktorý sa podujme študovať tieto trendy doma i vo svete, musí byť vzdelený v oblasti analýzy danej problematiky, ale zároveň musí byť veľmi zdatný a znalý aj v oblasti ekonomickej, najmä ak nadnárodné spoločnosti sa zaoberajú výrobou a distribúciou svetových kultúrnych statkov [2].

Z podnikateľského pohľadu ak všeobecným princípom je hierarchy, znamená to, že postupovať by sme mali vzostupne po tejto stupni rebríka postupne po jednom stupni a je dôležité aby sme identifikovali stupnicu rebríka, na ktorej sa aktuálne nachádzajú naši spotrebiteľia. Sociálna situácia je veľmi odlišná medzi krajinami a medzi regiónymi. Úroveň uspokojenia potrieb je rozdielna v krajinách ako je Švédsko, Švajčiarsko, Kuba, India, Rúanda, Japonsko alebo Alžír, ale aj v rámci regiónov takých obrovských štátov ako je USA, Rusko, Čína či Brazília.

V prípade, ak spotrebiteľia sa nachádzajú na určitom determinovanom stupni a nezāčali ešte pohyb smerom na vyšší stupeň, mali by sme ponúknuť také výrobky, ktoré sú spojené so súčasným stupňom. Na každý určitý stupeň sa dá dostať s určitými výrobkami a službami, tak že identifikujeme úroveň aktuálnych potrieb a tak sa môžeme rozhodnúť, aké výrobky poskytnúť na tom ktorom trhu. Čím ďalej sa nachádza potreba od úrovne prežitia, je pre spotrebiteľa oveľa ľahšie omeškať sa v jej uspokojení a v aplikácii obranných mechanizmov, ktoré na ľuďu neprihliadajú. Vyššie potreby sú menej urgentné, avšak ich uspokojenie vytvára pre jedinca subjektívne kvalitnejšie výsledky ako je napríklad štásie, kľud a vnútorné bohatstvo. Uspokojenie základných potrieb prináša spokojnosť, ale veľmi ľahko môžu generovať senzáciu alebo pocity delíria. Táto skutočnosť by nám mala slúžiť pre orientáciu v rozdielne atraktívnej obchodnej politike, keď sa odvolávame na výrobky, ktoré sú určené pre prvú úroveň, alebo pre vyššie úrovne. V týchto posledných je potrebné spomenúť, že tieto výsledky subjektívnych želaní pre spotrebiteľa, treba prekonať entuziastickými scenármami, dynamicky a agresívne.

Tovar ako taký spotrebiteľia nakupujú pre hodnotu, ktorú pre nich predstavuje. Z tohto pohľadu spotrebiteľ prisudzuje tovaru **atribúty súkromné**, alebo **spoločenské**. Podľa Richinsa spoločenský význam je ako subjektívny význam, ktorý je priradený objektu tzv. vonkajšími pozorovateľmi (tí, ktorí ho nevlastnia), t.j. členmi spoločnosti [10, s. 89]. Spoločenský význam – hodnota sa prejavuje procesom socializácie a spoluúčasťou na aktivitách, pričom je znásobená sociálnymi výmenami. Súkromná, osobná mienka je súhrn subjektívnych hodnôt, ktoré pripisuje predmetu jednotlivec. Niektoré súkromné hodnoty sú samozrejme odvodené od sociálnej interakcie, avšak niektoré sú jedinečné pre konkrétneho spotrebiteľa, nakoľko sú asociované s jeho súkromím, dokonca s intímnom sférou jeho života. Vlastné ja je teda možné rozdeliť na tzv. vnútorné súkromné ja a vonkajšie spoločenské ja, ktoré je založené na sociálnom postavení. Spotrebiteľia z individualistických kultúr používajú také výrobky, ktoré vyjadrujú ich vnútornú hodnotu, zatiaľ čo spotrebiteľia z kolektivistických kultúr používajú také výrobky, ktoré podčiarkujú ich sociálnu spolu-patričnosť. Je preto veľmi dôležité ist ďalej za „individualizmus a kolektivizmus“ a stanoviť dve relativne stabilné osobné úrovne [10, s. 90]:

- **independencia** – západná koncepcia individualizmu osobné nákupné preferencie (vkus, hodnoty.....)
- **interdependencia** – kolektivistická koncepcia, ľudia nie sú tak separovaní, podielajú sa na spoločnom prepojení, ich identita je založená na rodinnom živote a sociálnych interakciách

Marketing nemôže byť preto strnulý a prispôsobiť sa iba princípom hierarchie, pretože úspech sa zvyčajne objaví mimo normovanú oblasť, prostredníctvom výnimiek. V pyramide aj dynamika potrieb a výnimiek sa môže premeniť na dobré príležitosť. Existujú osoby, ktorých vlastné hodnotenie je závislé, ako je láska, existujú i iné osoby, ktoré si cenia impulz kreativity. Ten kto je zvyknutý na bežné uspokojenie nejakej potreby, vo všeobecnosti ju podhodnocuje a môže prejsť dočasným hladom, aby mohol dosiahnuť iné ciele. Predpokladáme však, že spotrebiteľ môže vystupovať po schodoch po dvoch, bez toho aby sa zastavil na niektorom z nich, ale už bude veľmi ľahké, aby vystupoval po troch schodoch, nakoľko jeho nohy nie sú tak dlhé. Marketing sa môže snažiť o to, aby spotrebiteľ meškal v uspokojení jeho súčasných potrieb a aby sa priblížil k vyšším metám uspokojenia.

Summary

Authors are trying to find and explain the interdisciplinary approach in research in culture's aspects influence on International Marketing. They highlight the importance a multilevel and interdisciplinary approach in global growing economy what is affected by various culture differences through the international environment. These new attitudes assure no conflictive situations during the penetration of foreign companies in their commercial activities.

Literatúra

- [1] BECKER, S. G.: *Theorie preferencí*. Praha: Grada Publishing, 1997, s. 350, ISBN 80-7169-463-0
- [2] *Entrevista con Renato Ortiz*. [online]. In: Red de La Iniciativa de Comunicación. www.communit.com. [citované 2008-02-17]. Dostupné na: www.communit.com/en/node/67340
- [3] KAMENÍČEK, J.: *Lidský kapitál, úvod do ekonomie chování*. Praha: Karolinum, 2003, s. 247, ISBN 80-246-0449-3
- [4] KNAPIK, P. – ZORKÓCIOVÁ, O.: *Vplyv kultúrnych odlišností na obchod a rokovanie v medzinárodnom obchode*. Bratislava : EKONÓM, 2006, s. 318, ISBN 80-225-2154-X
- [5] MURPHY, R. F.: *Úvod do kultúrní a sociální antropologie*. Praha: Sociologické nakladatelství SLON, 2004, s. 268, ISBN 80-86429-25-3
- [6] NOVÝ, I. – SCHRÖLL-MACHL, S. a kol.: *Spolupráce pries hranice kultur*, Management Press, Praha 2005, 313 s. 313, ISBN 80-7261-121-6
- [7] PRŮCHA, J.: *Interkulturní psychologie*. Praha: Portál, 2004, s. 199, ISBN 80-7178-885-6
- [8] RIVAS, J. A. – ESTEBAN, I. G.: *Comportamiento del consumidor, decisiones y estrategia de marketing*. Madrid : Esic. Editorial, 2004, s. 523, ISBN 84-7356-364-4
- [9] SVĚTLÍK, J.: *Marketing pro evropský trh*. Praha: Grada Publishing, 2003, s. 272 ISBN 80-247-0422-6
- [10] USUNIER, J. C. – LEE, J. A.: *Marketing Across Cultures*. Harlow : Pearson Education Ltd., 2005, s. 573, ISBN 978-0-273-68529-6

Kontakt:

Ing. Valéria Svobodová, PhD.
katedra medzinárodného obchodu
Obchodná fakulta EU v Bratislave
valeria.svobodova@euba.sk

Ing. Marián Honaizer
externý doktorand
Obchodná fakulta EU v Bratislave
honaizer@mail.t-com.sk

Institutionelle Hedgefondskunden: Ein aktueller Überblick

Institutional Hedge Fund Customers: a Current Overview

Christian Wolf

Schlüsselwörter:

Alternative Investments, Hedgefonds, Kundenstrukturen, institutionelle Kunden

Keywords:

alternative investments, hedge funds, customer structures, institutional clients

JEL-Klassifikation: G28, G19

■ 1. Einleitung

Erodierende Renditen auf traditionellen Finanzmärkten veranlassen immer mehr Anleger, sich während ihrer Suche nach neuen Ertragspotenzialen, mit Hedgefonds zu beschäftigen. Die vorliegende Arbeit versucht die institutionelle Kundenbasis von Hedgefonds zu beleuchten sowie deren Hintergründe und Motivationen für ein Investment in alternative Anlageformen darzustellen.

■ 1.1 Zielsetzung und Problemstellung

Während in den 1990er Jahren noch vornehmlich vermögende Privatanleger (High Net Worth Individuals) als größte Anlegergruppe von Hedgefonds auftraten, so haben sich in den letzten Jahren die Kundenstrukturen in Richtung institutioneller Investoren verschoben. Im Zehnjahresvergleich zeigte diese Investorengruppe Anfang 2007 ein Wachstumsplus von 12 % und stellt gemessen an den anderen Kundengruppen mit 37 % Marktanteil eine nicht zu vernachlässigende Größe dar. Obwohl auch die Mittelzuflüsse seitens HNWIs gestiegen sind, so hat sich der Anteil dieser Anlegergruppe gemessen am Gesamtmarkt anteilmäßig von 61 % in 1997 auf 40 % Anfang 2007 verringert. Die in Summe als institutionelle Investoren kategorisierten Pensionsfonds, Stiftungen und Sondervermögen sowie andere Institutionen haben ihren Anteil innerhalb der Betrachtungsperiode von 39 % auf 60 % ausbauen können [15].

■ 2. Institutionelle Kunden von Hedgefonds

■ 2.1 Definition des Terminus »Institutioneller Investor«

Der Terminus des institutionellen Investors wird grundsätzlich als Oberbegriff für eine inhomogene Gruppe von Anlegern verwendet. Als eine Gemeinsamkeit aller institutioneller Investoren gilt u.a. Ihre Funktion als Übernahmepool für Risiken kleinerer Investoren gegen Hingabe einer Risikoprämie (Gebühr). Ein weiteres Charakteristikum ergibt sich im Bereich der Vermögensverwaltung. Unabhängig davon, ob damit verbundene Dienstleistungen von der Institution selbst angeboten oder an Dritte ausgelagert werden, entspringen aus der daraus resultierenden engen Kundenbeziehung zwei Probleme. Einerseits sind es gerade die damit verbundenen treuhänderischen Pflichten, die der Portfolioallokation ein noch höheres Risikobewusstsein abverlangen und andererseits ergibt sich daraus das klassische Principle-Agent Problem [5]. Trotz all dieser Ähnlichkeiten unterscheiden sich institutionelle Investoren aber grundsätzlich hinsichtlich der vertraglichen

Ausgestaltung der Verbindung zwischen Vermögensgebern (Kunden) und dem Vermögensverwalter. Man kann somit institutionelle Investoren als all jene spezialisierte Finanzunternehmen definieren, die Vermögenswerte Dritter kollektiv im Sinne eines speziellen Rendite-/Risikoziels verwalten [5]. Unter diese Kategorie fallen in Folge dessen alle Kapitalsammelstellen wie z.B. Banken, Versicherungen, Fondsgesellschaften, Pensionskassen, Stiftungen und auch Hedgefonds, die im Rahmen ihrer Vermögensverwaltungsmandate aber auch im Eigenhandel vermehrt Investments mit absolute Renditen bei einem ausgewogenem Rendite-/Risikoprofil nachfragen.

Obwohl der Anteil von alternativen Investments als Zielanlage institutioneller Investoren in Europa mit gesamt 23,8 % im Vergleich zu anderen traditionellen Anlagen noch relativ gering ist, erkennt man doch anhand einer Anteilssteigerung von rund 8 % während vier Jahren dessen wachsende Bedeutung. Auffallend ist hier in erster Linie die Verdoppelung von Investments in Hedgefonds. Die rechtlichen Entwicklungen dürften auch in Zukunft das Wachstum von institutionellen Investoren als Kundengruppe von Hedgefonds unterstützen. Nicht zuletzt ist dieses Wachstum aber auch zunehmend von der Gruppe der Privatanleger getrieben, die mit dem Wunsch einer Vermögensanlage in alternative Investmentformen im ersten Schritt an institutionelle Institutionen herantritt. Diese Gruppe fördert damit deren Wachstum indirekt mittels des Kaufs von Pensions- und Lebensversicherungen oder der Inanspruchnahme von Dienstleistungen im Bereich der treuhändischen Vermögens-verwaltung.

Das Wachstum von institutionellen Allokationen lässt sich besonders gut durch die Entwicklung der Nettomittelzuflüsse beschreiben. Eine Untersuchung der Mittelflüsse von US-amerikanischen institutionellen Anlegern in Hedgefonds zeigt einen Anstieg von 2 % im Jahr 2000 auf rund 40 % im Jahr 2005. Gemäß einer Studie der Bank of New York Mellon dürfte dieser Anteil innerhalb der nächsten Jahre auf über 50 % steigen, wobei der Großteil der Mittelzuflüsse seitens Pensionsfonds erwartet wird. Man schätzt, dass 2010 ungefähr 65 % der weltweiten Mittelneuzuflüsse aus dieser Kundengruppe stammen werden. Dieselbe Studie erwartet auch im Hinblick auf die Anzahl der in Hedgefonds investierten institutionellen Investoren einen Anstieg auf 24 % bis zum Jahr 2010 (15 % in 2005). Das dabei investierte Kapitalvolumen soll von rund 361,0 Milliarden USD im Jahr 2005 auf ca. 1,0 Billion USD im Jahr 2010 anwachsen [1].

Die folgenden Subkapitel widmen sich nun einzelnen ausgewählten Typen institutioneller Investoren unter Bezugnahme auf die obenstehenden allgemeinen Ausführungen. Aufgrund ihrer Bedeutung für Hedgefonds wird der Investorentypus der Stiftung, des Family Offices, des Pensionsfonds, der Versicherung, des traditionellen Investmentfonds, der Banken und Dachhedgefonds besprochen.

3. Typen institutioneller Investoren

3.1 Stiftungen

US-amerikanische Universitätsstiftungen zählten traten bereits sehr früh als Investoren in Hedgefonds auf und erzielten damit weitbeachtete Erfolge. So verwaltete bspw. die Universitätsstiftung Harvard im Jahr 2007 ein Vermögen von 34,63 Milliarden USD, was im Vergleich zum Vorjahr 2006 einen Anstieg von 19,8 % bedeutete [21]. Die hier erzielten Erfolge dienen immer wieder als Anstoß zur Einrichtung ähnlicher Institutionen auch ausserhalb der USA. Des Weiteren bestärkt auch die Renaissance des Stiftungsgedankens in Europa die weiter wachsende Wichtigkeit dieser Investorengruppe als Zielgruppe für Hedgefonds.

Obwohl der ursprüngliche Sinn der Stiftung der Zuwendung von Vermögen zu philanthropischen Zwecken heute noch in vielerlei Ausprägungen gelebt wird, so finden sich immer mehr Stiftungen zum Zweck der eigennützigen Art. Es handelt sich im Regelfall immer um zweckgebundene Vermögenswerte, die in eine eigenständige juristische Person eingebracht werden [19]. Stiftungen sind als unabhängige und eigenständige Rechtspersönlichkeiten ohne gewerbliche Gewinnziele zu sehen. Sie verfügen dabei über eine eigene sichere Einkommensquelle, die gewöhnlicherweise auf einem bestimmten

Kapitalstock fundiert und von einem bestellten Verwaltungsorgan administriert wird. Dieses ist dabei mit sämtlichen Rechten ausgestattet, die zur Verfolgung des definierten Zwecks erforderlich sind.

Derzeitige rechtlichen Entwicklungen lassen eine Loslösung von rein karitativen Zwecken erkennen und die günstigen Rahmenbedingungen üben besonders für vermögende Privatpersonen große Attraktivität aus. Die steuersparende Ausgestaltung auch in Hinblick auf Zuwendungen und Kapitalzuwächse bzw. -entnahmen, brachte dem Konstrukt der Stiftung große Mittelzuflüsse. Im Sinne des Vermögenserhalts bzw. dessen Erweiterung sind diese Kapitalpools auch für Anbieter alternativer Investments von großer Bedeutung. Aufgrund der Verschwiegenheit sind für Liechtenstein und Österreich nur grobe Schätzungen des verwalteten Stiftungsvermögens möglich. Die für alternative Investmentanbieter steigende Relevanz der Stiftungskunden lässt sich aber gut anhand der jährlich publizierten und transparenten Zahlen bezüglich des Investitionsverhaltens von US-Universitätsstiftungen ablesen.

Die jährlich durchgeführte *Endowment Study* der *National Association of College and University Business Officers* (NACUBO) erhebt das Investitionsverhalten der größten US-Colleges und Universitäten und bietet mit einem Befragungsumfang von jeweils rund 725 Respondenten einen repräsentativen Überblick [24]. Während 2002 der Anteil von alternativen Anlagen am gesamtinvestierten Vermögen noch bei rund 55 % lag (Hedgefonds 45%; Private Equity 10,20 %), so betrug dieser fünf Jahre später bereits 88 %. Hedgefonds konnten dabei ihren Anteil zulasten von Private Equity um rund 2 % ausbauen und repräsentieren mit 70,5 % den Hauptteil des Gesamtinvestments. Andere traditionelle Investmentformen wie z.B. Aktienanlagen oder Fixed Income sind tendenziell rückläufig. Diese Entwicklungen sind jedoch nicht gänzlich generalisierbar. So weist bspw. die Bank of New York in ihrer Studie darauf hin, dass obwohl mehr als die Hälfte der amerikanischen non-Profit Unternehmen in Hedgefonds investiert sind, dies in Gesamtheit aber auf nur rund 15 % aller Institutionen zutrifft [1]. An anderer Stelle wird auch darauf hingewiesen, die Raison d' Ètre und damit auch die Finanzierungs- und Investitionsanforderungen von non-Profitorganisationen nicht mit jenen von anderen institutionellen Investoren gleichzusetzen ist. Dies wird zumeist mit den unterschiedlichen Zeithorizonten der Anlagen begründet. Maßnahmen zum Werterhalt und -ausbau von Stiftungsvermögen sind im Regelfall eine Frage der Dauerhaftigkeit über einen nicht weiter definierten, unbegrenzten Zeitraum [11].

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass Stiftungen im Normalfall aus zwei Gründen zu Investoren von Hedgefonds werden. Zum einen steht auch z.B. im Fall von gemeinnützigen Stiftungen die Komponente der Reduktion des Verlustrisikos des überantworteten Vermögens im Vordergrund. Damit geht auch der Wunsch zur Absicherung von zukünftigen Verpflichtungen bei gleichzeitigem absoluten Vermögenszuwachs einher. Zum anderen wurden Stiftungen durch ihre steuergünstige Ausgestaltung zu einem Zwischenkonstrukt für die bereits etablierte Kundengruppe der vermögenden Privatanleger. Es bleibt auch zu beobachten, wie weit der Gedanke der Einrichtung eines europaweit einheitlichen Rechtskonstrukts der Europäischen Stiftung zu einem Wachstum dieser Kundengruppe beitragen wird [siehe dazu 13].

3.2 Family Offices

Das Konzept des Family Offices lässt sich bereits mehrere Jahrhunderte zurückverfolgen und hat sich in seinen Grundfunktionen bis heute nur sehr wenig geändert. Im Regelfall sind es vermögende Privatkunden (HNWIs), die die Funktion der Vermögensverwaltung in Family Offices auslagern. Das Family Office übernimmt damit die Funktion der »Family Governance«. Dies erfordert auf Familienseite eine gemeinsame Übereinkunft über die zu verfolgenden Ziele, ein sogenanntes »Family Mission Statement« [14]. Während sich der traditionelle Terminus des Family Offices auf die Auslagerung persönlicher und finanzieller Agenden einer einzigen wohlhabenden Familie bezieht, wird der Begriff heute auch immer mehr im Rahmen der kommerziellen Bereitstellung derartiger Dienstleistungen an eine oder auch mehrere Familien verwendet (Multifamily Office). Die Konzentration einiger Anbieter auf die rein finanzbezogenen Agenden, lassen auch zunehmend die

Grenzen zwischen Family Office-Dienstleistungen und Private Banking Angeboten verschwimmen. Ein bedeutender Unterschied liegt jedoch darin, dass Family Offices im Vergleich zu Full-Service Anbietern im Regelfall ihre Beratungsdienstleistungen frei von Interessenkonflikten anbieten können. Im Regelfall werden diese Dienstleistungen in eigene mit Personal ausgestattete Rechtspersönlichkeiten ausgelagert, die im Familienbesitz verbleiben und auch ausschließlich von dieser beansprucht werden.

Family Offices stellen für Hedgefonds eine besonders interessante Investorengruppe dar. Einerseits liegt das darin begründet, dass diese indirekt ihre bereits bestehende größte Investorengruppe der vermögenden Privatkunden repräsentiert und somit auch als eine institutionalisierte Form der HNWIs angesehen werden kann. Andererseits stellen Family Offices durch ihre Vertretung des akkumulierten Kapitals verschiedener Familienmitglieder eine volumensmäßig nicht uninteressante Clientele dar, die zudem aufgrund ihrer langen Anlageerfahrung auch auf sophistizierte Anlagemethoden zurückgreift [22]. Aus diesem Grund steht für Family Offices zumeist das Ziel der Maximalrendite zugunsten eines ausgewogenen Risikos im Hintergrund. Diese Überlegungen und der damit verbundene Wunsch nach niedrigen Korrelationen zu traditionellen Märkten bevorzugt Hedgefonds als mögliche Zielinvestments [22].

In einer von Bloomberg durchgeführten Studie wurden die 69 größten in den USA vertretenen Multifamily Offices untersucht. Die von dieser Gruppe verwalteten Vermögenswerte erfuhren in den Jahren 2004 auf 2005 einen Zuwachs um 26,6 % und summieren sich auf durchschnittlich 2,8 Milliarden USD. Der Median kommt dabei bei rund 1,0 Milliarde USD zu liegen. Die Multifamily Offices verwalten das Vermögen von durchschnittlich 75 Familien mit einem durchschnittlichen Mittelbestand von 21,9 Millionen USD [3].

Die rasante Entwicklung des globalen Wohlstands resultiert in einem entsprechend beschleunigtem Wachstum der damit verbundenen Services. (Multiple-) Family Offices wurden durch das von ihnen verwaltete aggregierte Kapital von vermögenden Privatkunden zu einer wichtigen potenziellen Investorengruppe für alternative wie auch traditionelle Investments. Der für Hedgefonds verwendete Portfolioanteil ist jedoch nur schwer zu eruieren, als zwar Family Offices als institutionelle Investoren anerkannt werden, dazugehörige Zahlen jedoch zumeist mit der Gruppe der HNWIs und anderen Vermögensverwaltern aggregiert werden.

3.3 Pensionsfonds

»Pensionsfonds: Finanzinstitutionen, die Vermögenswerte kontrollieren und Personen nach deren Pensionierung ein Einkommen auszahlen. Pensionsfonds investieren in eine Vielzahl von Wertpapieren und kontrollieren derart hohe Summen, dass ihre Investitionsentscheidungen einen signifikanten Einfluss auf die Wertpapierkurse haben können.«

Die Notwendigkeit der Entlastung der Staatshaushalte aber auch das wachsende individuelle Bewusstsein für eine private Pensionssicherung, lassen betriebliche Pensionskassen und andere öffentliche Pensionsfonds immer mehr Zuspruch erfahren. Aus einer funktionalen Sicht unterscheidet man Pensionskassen zwischen staatlichen und privaten Vorsorgekassen. Die 2003 in Österreich gesetzeswegen eingeführten, aber von den Betrieben eigenständig verwalteten »Mitarbeitervorsorgekassen« veranlagten per Ende 2007 bereits direkt 598,26 Millionen EUR (+ 102,4 % gegenüber Ultimo 2006). Die indirekten Veranlagungen stiegen 2007 im Vergleich zum Vorjahr um rund 23 % auf 1,02 Milliarden EUR. Im Fünfjahresvergleich von 2001 auf 2006 stieg zwar auch innerhalb der Vereinigten Staaten die Summe der von Pensionskassen verwalteten Vermögenswerte von rund 7.100 Milliarden USD um 33 % auf 9.500 Milliarden USA an, deren Anteil am globalen Gesamtmarkt sank allerdings von 66 % auf 58 % der globalen Assets Under Management (AUM). Der Gesamtmarkt wuchs in derselben Zeitspanne von rund 10.600 Milliarden USD um 53 % auf 16.200 Milliarden USD an [29].

Pensionskassen stellen angesichts dieser Marktdaten einen nicht unwesentlichen Wirtschaftsfaktor dar, der in Österreich zwar noch vergleichsweise klein ist aber zunehmende Bedeutung erlangt. Die OECD attestiert Österreich einen Anstieg des für

Rentenzahlungen reservierten und veranlagten Vermögens (»Pension Assets«) von rund 2,9 % des Bruttosozialproduktes in 2001 auf 4,8 % in 2006 [26]. Knapp die Hälfte dieser Mittel wird in Österreich konservativ in Anleihen investiert (2006: 51,3 %) [26]. Dies spiegelt eine der grundlegenden Herausforderungen von Pensionsfonds wider: im Vergleich z.B. zu Stiftungen, können Pensionsfonds im Falle sinkender Renditen die Zahlungen an ihre Kunden nicht einfach senken [18]. Das führt dazu, dass Stiftungen im Regelfall ihre Portefeuilles aggressiver allozieren können und sich dies auch in einem vergleichsweise höheren Zugriff auf weniger liquide alternative Anlageformen niederschlägt. Es sollten sich aber die vertraglich vereinbarten Renten im Idealfall aus den Vermögenszuwächsen des veranlagten Kapitals finanzieren und gleichzeitig den Deckungsstock unberührt lassen. Pensionsfonds kommen somit auf der einen Seite aufgrund regulatorischer Bedingungen und auf der anderen Seite aufgrund generell sinkender Marktrenditen in die Lage, sich über alternative Risiko-/Renditeprofile Gedanken zu machen. Hedgefonds mit ihrem Angebot marktneutraler Renditen könnten genau diesen Bedarf decken, werden aber aufgrund der noch immanenten Transparenzprobleme nur sehr zurückhaltend einbezogen. Dies lässt sich auch in den Zahlen der anteilmäßigen Investitionen in Hedgefonds ableSEN.

Der Anteil von Hedgefonds in den Portefeuilles von deutschen Pensionskassen konnte von 2005 auf 2006 zwar leicht gesteigert werden, ist aber mit 0,62 % der AUM noch verschwindend gering. Die Situation in der Schweiz, wo im selben Zeitraum ein Anstieg von 2,8 % auf 3,6 % verzeichnet wurde, stellt sich nur leicht besser dar. Ähnlich gestaltet sich die Situation in Finnland, Portugal sowie den Niederlanden mit einem mittleren Anteil alternativer Investments von rund 3 % [26]. Diese geringen Beimengungen dürften hauptsächlich in den regulatorischen Rahmenbedingungen begründet liegen.

Gesamtheitlich geht man davon aus, dass rund 20 % der europäischen und US-amerikanischen sowie bis zu 40 % der japanischen Pensionsfonds in Hedgefonds investieren. Dennoch bewegt sich die Gesamtexposure pro Pensionskasse nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds um nur rund 5 bis 10 % der Assets under Management. Es wird aber gleichermaßen darauf hingewiesen, dass weltweit eine Ausweitung der Hedgefondsinvestments von Pensionskassen beobachtet und erwartet wird [30]. So geht bspw. die Bank of New York Mellon davon aus, dass bis zum Jahr 2010 ca. 65 % der neuen institutionellen Mittelzuflüsse in alternative Investments von Pensionskassen stammen könnten [1].

3.4 Versicherungen

Im Gegensatz zu Zug-um-Zug-Geschäften sammeln Versicherungen bereits im Vorhinein Prämien über oftmals lange Zeiträume ein, denen erst zu einem späteren, undefinierten Zeitpunkt eine Gegenleistung gegenübersteht. Bis zum Zeitpunkt des Eintritts einer die Gegenleistung auslösenden Situation, können Versicherungen die Zahlungsströme reinvestieren. Nachdem dieser Zeitpunkt aber einen aleatorisch bestimmten Moment kennzeichnet, sind die Einkünfte aus Prämien sowie die Erträge aus deren Veranlagung mit nicht detailliert zu beschreibender Unsicherheit behaftet. Diese Unsicherheit besteht aber auch auf der Seite des Versicherungskäufers, der im Unterschied zu Zug-um-Zug-Geschäften ein gesteigertes Interesse an der zukünftigen Solvenz des Versicherungsunternehmens hat. Im Gegensatz zu einem normalen Kaufabschluss, bei dem die Hingabe der Ware sowie die geldwerte Gegenleistung zumeist zeitlich sehr eng beieinander liegen, besitzt der Versicherungsnehmer gegenüber seiner Versicherung einen Anspruch, dessen Erfüllungszeitpunkt entweder sehr weit in der Zukunft liegt oder dessen Eintritt überhaupt dem Zufall überlassen ist. Aus dem Titel des zeitlichen Abstands zwischen Eingang der Prämie und Zahlung der Versicherungsleistung, unterscheidet man typischerweise Lebensversicherungen und »Property and Casualty« (P&C oder auch Nicht-lebens-Versicherungen) [4]. Obwohl beide Gruppen hinsichtlich ihres Allokationsverhaltens als annähernd gleichwertig zu bezeichnen sind, ist die Gruppe der Lebensversicherungen aus Gründen der Fristenkongruenz für Hedgefonds als interessanter einzustufen.

Es ist auch festzuhalten, dass die Umschichtungen in beiden Versicherunggruppen fast ausschliesslich innerhalb dieser beiden Instrumentenkategorien vorgenommen wurden.

Obwohl sich bezüglich der Mittelallokation beide Versicherungsgruppen sehr ähnlich sind, zeigt eine nominale Gegenüberstellung der Allokationen das vergleichsweise unbedeutende Investitionsvolumen von P&Cs. Die Summe der veranlagten Mittel in Lebensversicherungen (87,36 Milliarden EUR in 2006) übersteigt jene von P&Cs um das 12-fache (7,19 Milliarden EUR in 2006) [27]. Dies sowie der dem Geschäft zugrundeliegende Zeithorizont unterstreicht die Bedeutung von Lebensversicherungen nicht nur als Investoren in internationalen Finanzmärkten sondern auch als potenzielle Kunden von Hedgefonds. Der dennoch nur geringe Nutzungsgrad von alternativen Investments dürfte in den regulatorischen Rahmenbedingungen begründet sein.

Österreichische Versicherungen können nach derzeitiger Rechtslage zur Deckung ihrer Rückstellungen alle in der Kapitalanlageverordnung normierten Vermögenswerte heranziehen. Als zur Bedeckung geeignet werden neben Schuldverschreibungen und anderen Geld- und Kapitalmarktpapieren, Aktien, andere Anteilsrechte und Forderungen mit Eigenmittelcharakter, Anteile an Organismen für gemeinsame Anlage in Wertpapieren und anderen gemeinschaftlichen Anlagen, Darlehen und Kredite, Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte sowie Guthaben bei Kreditinstituten und Kassenbestände angesehen [KAVO § 2 Abs. 1 Z 1 ff]. Sofern Vermögenswerte ihrem jeweiligen Risikogehalt entsprechend einem unternehmensinternen Risikomanagement unterworfen werden, so erlaubt § 2 Abs. 9 KAVO auch die Investition in »*sonstige Vermögenswerte von Unternehmen, Emittenten und Ausstellern, die nicht unter Z 1 bis 8 fallen und den Voraussetzungen des § 78 Abs. 1 VAG entsprechen*« [KAVO § 3 Abs. 9]. Diese als »Öffnungsklausel« bezeichnete Vorschrift erlaubt somit auch neben anderen ein Engagement in Hedgefonds bzw. in Hedgefondsanteile von Investmentfonds, in Fonds mit einem Derivateanteil von mehr als 20 % sowie UCITS-Fonds oder Produkte mit einem Anteil von mehr als 10 % von diesen [28].

Laut Daten der Österreichischen Finanzmarktaufsicht von 2004 wird diese Öffnungsklausel mit einem Bilanzwert von knapp 1 Milliarde EUR jedoch nur sehr konservativ angenommen [28]. Innerhalb der Öffnungsklausel nehmen Hedgefonds allerdings den weitaus größten Teil der Mittel für sich in Anspruch (55 % oder 582 Millionen EUR) [28]. Der konservative Anlagestil setzt sich mit der Auswahl von rund 40 % Dachhedge- und Multi-Strategyfonds selbst innerhalb der alternativen Engagements fort [28].

Versicherungsunternehmen stellen aber nicht nur auf der Veranlagungsseite einen interessanten Markt dar, sondern auch als möglicher Vertriebskanal von hedgefondsgebundenen Versicherungsprodukten. Im üblichen Falle können Erträge aus Versicherungspolicen entweder an die Entwicklung eines Indexes oder auch eines Hedgefonds gebunden werden. Diesbezüglich existieren in Österreich derzeit keine Vorschriften. Es wird in diesem Zusammenhang aber auf spezielle im Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) normierte Informationspflichten der Anleger hingewiesen [28].

Dehnt man die Marktbetrachtung auf den globalen Gesamtmarkt aus, so findet man dort die bereits in der österreichischen Marktsituation analysierten Trends bestätigt. Die von Versicherungen gehaltenen Assets Under Management belaufen sich global betrachtet per Ende 2006 auf rund 17.296 Milliarden USD, was einem Anteil von knapp 28 % an den weltweit von Investoren verwalteten AUM von geschätzten 61.763 Milliarden USD entspricht. Der Anteil der von österreichischen Versicherungen verwalteten Vermögenswerte ist mit 0,15 % vergleichsweise gering [16][27].

Genaue Zahlen zur Höhe der Gesamtinvestitionen von Versicherungsunternehmen in Hedgefonds sind nicht verfügbar. In der Branche geht man allerdings davon aus, dass rund 10 % der institutionellen Mittel auf Versicherer entfällt. Nach Angaben der Schweizerischen Rückversicherungs-Gesellschaft (SwissRe) haben jedoch europäische Versicherer bereits sehr früh begonnen, den Markt zu testen. SwissRe rechnet im Zeitraum 2002 bis 2012 mit einem stetigen Wachstum von rund 10 % p.a. in diese Anlagekategorie [31]. Hedgefondsinvestitionen von Versicherungen werden somit als zunehmend attraktiv eingeschätzt, was sich in einer wachsenden Bedeutung dieser Kundengruppe manifestiert.

3.5 Banken

Banken als institutionelle Investoren haben für Hedgefonds mehrfache Bedeutung. Zum Einen treten Sie als Verwalter des ihnen überantworteten Kundenvermögens auf, andererseits investieren sie selbst im Rahmen des Eigenhandels. Sie übernehmen im Rahmen der treuhändischen Verwaltung von Kundengeldern ähnliche Funktionen wie Family Offices und sind für Hedgefonds daher zur Erschließung der Kundengruppen privater Anleger von großer Bedeutung. Des Weiteren besitzen Banken auch Hedgefundsexposure im Rahmen der von ihnen angebotenen Dienstleistungen der Prime Brokerage. Diese Funktionen werden durch zentrale Leistungen wie die Kreditvergabe zur Ermöglichung der Fremdfinanzierung sowie die Wertpapierleihe zur Ermöglichung des Leerverkaufs ergänzt [28].

Auf der Investorenseite ist es hauptsächlich die *Private Banking*-Sparte der Banken, die Kunden- oder auch Eigengelder in Hedgefonds sowie in Dachhedgefonds investiert [4][7]. Das Wachstum der Mittelzuflüsse seitens der Kreditinstitute wird zu weiten Teilen indirekt durch die Vermögenszuwächse bei Privatpersonen getragen [9]. Auch hier wird das Interesse hauptsächlich in der Suche nach attraktiven, nicht mit dem Markt korrelierten Risiko-/Renditeprofilen begründet. In einer durch die Europäische Zentralbank 2005 durchgeführten Umfrage, gaben die meisten Banken substantielle Eigeninvestments in Hedgefonds an [9]. Die Exposure von Banken lässt sich in vier Aspekten zusammenfassen:

- (1) *Finanzierungsexposure*: entsteht entweder durch die kurzfristige Bereitstellung von Liquidität (Bridge Financing) oder durch die normale Kreditvergabe. Eine EZB-Studie zeigte, dass das besicherte Finanzierungsvolumen an Hedgefonds rund 1,5 % der Assets der befragten Banken bzw. 50,2 % des regulatorischen Kapitals (Tier 1) ausmachte [9].
- (2) *Investmentexposure*: Das Eigenengagement bzw. das Engagement im Rahmen von Kundenaufträgen ist im Regelfall die einzige Form einer Direktexposure von Banken gegenüber Hedgefonds. Die von der EZB befragten Unternehmen gaben einen Gesamtinvestitionsgrad von 9,4 Milliarden EUR an, wobei rund die Hälfte dieses Betrages in Hedgefonds investiert wurden, die entweder von der Bank selbst oder einer ihrer Tochtergesellschaften verwaltet wurden [7][9].
- (3) *Handensexposure*: Sie entsteht durch den Handel auf Over-the-Counter (OTC) Märkten und ist aufgrund des Kontrahentenrisikos sehr eng mit dem Finanzierungsexposure verbunden. Das Exposure ergibt sich dabei aus dem Handel mit Zins- und Kreditderivaten und belief sich laut den Ergebnissen der EZB-Studie bei fünf Banken auf rund 2,7 % aller offenen OTC-Kontrakte [9].
- (4) *Einkommensexposure*: Aufgrund der Geschäftstätigkeit mit Hedgefonds erwirtschafteten die von der EZB befragten Banken rund 0,8 Milliarden EUR an Erträgen, was sich in Relation zu den Gesamterträgen trotz des damit verbundenen niedrigen Risikos als gering bezeichnen lässt. Der Großteil dieser Erträge generiert sich aus den Dienstleistungen der Prime Brokerage sowie durch Zinserträge [7][9]. Weltweit betrachtet liegt nach Schätzungen der Boston Consulting Group der Ertragsanteil bei 15 % der Gesamterträge aus dem Aktiengeschäft [7].

Im Rahmen der Bewertung von Banken als potenzielle Investoren in Hedgefonds ist vor allem die Betrachtung deren Investmentexposure von Bedeutung. Die im Rahmen der EZB-Studie befragte Österreichische Nationalbank identifizierte in Österreich im Jahr 2005 13 Banken mit einem Investmentexposure von rund 1,83 Milliarden EUR gegenüber Hedgefonds, was gemessen an der Bilanzsumme dieser Banken lediglich einen geringfügigen Anteil von 0,3 % repräsentiert. In Bezug auf das regulatorische Tier-1 Kapital ergibt sich jedoch im Vergleich zur gesamten EZB-Stichprobe (4,3 %) ein überdurchschnittlich hoher Anteil von 10,2 % [8][28], der jedoch großteils sehr konservativ veranlagt wird. Die FMA verweist noch auf die interessante Beobachtung, dass entgegen dem internationalen Trend (50 %) österreichische Banken zu einem Anteil von 83 % auf offshore domizierte Fonds zugreifen [28].

Banken als Investoren werden auch in Zukunft eine Rolle spielen, wenngleich deren Bedeutung nicht jene anderer Institutionen wie vornehmlich Pensionsfonds und

Versicherungen erreichen wird. Dies liegt an einer in der Wahrung der Finanzmarktstabilität begründeten stärkeren Regulierung und Überwachung durch die Gesetzgeber, auf der anderen Seite aber auch im Umstand, dass Banken selbst immer mehr Hedgefonds oder hedgefondähnliche Strategien am Markt platzieren.

3.6 Investmentfonds

(Traditionelle) Investmentfonds unterscheiden sich somit von Hedgefonds grundsätzlich hinsichtlich der Renditeziele, der Kundenstrukturen sowie den regulativen Vorgaben. Dabei fliessen die Aspekte der Liquidität, der Verfügbarkeit, der Fremdkapitalaufnahme sowie der Gebührenstrukturen ein, wobei in Bezug auf die ersten beiden Punkte, Investmentfonds ihren Anlegern durch ihre Notierung auf öffentlich zugänglichen Märktenplätzen größere Flexibilität bieten.

Im Allgemeinen können Investmentfonds entweder als institutioneller Investor oder aus einer anderen Sicht auch als potenzielles Zielinvestment klassifiziert werden. Für Hedgefonds gelten sie in diesem Sinne als potenzieller Anleger oder als mögliches Substitut. Bekier hält fest, dass die Antwort auf diese Frage sehr stark von der Eignerstruktur des Investmentfonds abhängig ist. Während in Kontinentaleuropa Investmentfonds im Regelfall von Banken emittiert werden, stellen sie in den USA und Großbritannien normalerweise eigene Rechtspersönlichkeiten dar [4]. Europäische Investmentfonds verwalteten Ende 2007 rund 7.925 Milliarden EUR an Kundengeldern, wobei 6.203 Milliarden EUR (78 %) davon auf UCITS-Produkte entfielen [6]. Weltweit wird im 3. Quartal 2007 die Summe der AUM von Investmentfonds auf 25,82 Billionen USD geschätzt. Davon entfielen rund 49 % auf Aktienallokationen, 16 % auf Anleihen, 18 % auf Geldmarktinstrumente sowie 17 % auf andere diversifizierte Instrumente [17]. Eine Allokation in Hedgefonds ist hierbei nicht zuletzt aufgrund der regulatorischen Vorgaben eher unwahrscheinlich [4].

3.7 Dachhedgefonds

Dachhedgefonds sind rein strukturell den traditionellen Dachfonds sehr ähnlich. Ihr offensichtlicher Unterschied liegt darin, dass ihre Zielinvestments vornehmlich aus einer Mischung von Single-Strategy-Hedgefonds und Mult-Strategy-Fonds bestehen [25]. Diese Anlagestrategie hat zum Ziel, dass durch die Diversifikation von Managern, die Volatilität im Vergleich zu einem Einzelinvestment deutlich reduziert wird. Dachhedgefonds stellen daher eine vergleichsweise attraktive Option dar, um in alternative Investments mit relativ geringem Risiko zu investieren [20]. Sie bieten Anlegern eine interessante Möglichkeit, am alternativen Investmentmarkt zu partizipieren, ohne sich jedoch selbst mit einer Unzahl von verschiedenen Strategien und Instrumenten auseinandersetzen zu müssen. Unterschiede zu Single-Hedgefonds ergeben sich Großteils aus der organisatorischen Ausgestaltung. Im üblichen Falle bieten Dachhedgefonds unbegrenzte Laufzeiten, wobei die Fondsanteile ähnlich wie bei traditionellen Investmentfonds, direkt zwischen Anleger und Fondsgesellschaft gehandelt werden. Der Handel ist hierbei üblicherweise per Monatsultimo möglich, womit in Relation zu Single-Hedgefonds eine höhere Liquidität geboten wird [20].

Heute reüssieren Dachhedgefonds mit einer konstant hohen jährlichen Wachstumsrate von rund 48 % seit 1990 [25]. Im Jahr 2007 erfreuten sie sich bereits Mittelzuflüssen von 59,2 Milliarden USD. Im Vergleich dazu flossen im Jahr 2006 ca. 49,7 Milliarden USD und im Jahr 2005 9,5 Milliarden USD zu [12]. Die Gründe für das steigende Interesse an Dachhedgefonds liegen am wachsenden Angebot und an veränderten Investorenbedürfnissen. In erster Linie verhalf das Platzen der Technologieblase Anfang 2000, in deren Folge sich die Märkte hoch volatil zeigten, der Hedgefonds-Branche generell zu einem steilen Wachstum. Investoren suchten nach neuen Optionen, um attraktive Renditen losgelöst von der allgemeinen Marktentwicklung lukrieren zu können und wurden im Umfeld der alternativen Anlageformen fündig. Die dadurch resultierenden bedeutsamen Mittelzuflüsse in Verbindung mit der üblichen leistungsabhängigen Entlohnung lockten neben Anlegern auch immer mehr gut ausgebildetes und hoch talentiertes Personal in die Branche. Als nachteilig erwies sich jedoch sehr häufig die fehlende Erfahrung dieser

Manager. In weiterer Konsequenz hat dies die Aufgabe, nachhaltig geführte Fonds für ein Portfolio auszuwählen, erschwert und viele Investoren begannen die Sichtung neuer Investitionsoptionen an Dritte abzutreten. Dies wurde zum Impetus für das Wachstum der Dachhedgefonds. Erfahrene Manager mit entsprechendem Leistungsausweis übernehmen durch die Zusammenstellung eines Dachfonds die Aufgabe der Suche, Sichtung und Analyse von Hedgefonds [25].

In den Jahren 2001 bis 2007 haben sich die von Dachhedgefonds verwaltenden Vermögenswerte von rund 157,0 Milliarden USD auf 1.233,0 Milliarden USD fast verneufacht [2]. Auf der Anlegerseite stellten sie nach den vermögenden Privatkunden die größte Investorengruppe in Hedgefonds dar. Gleichzeitig repräsentieren Sie auch das am Schnellsten wachsende Segment der Hedgefondsbranche (+ 9 Basispunkte) mit einem relativen Anteil am Gesamtmarkt von 23 % im Jahr 2007. Wenngleich Dachhedgefonds ähnlich wie Hedgefonds derzeit keinen besonderen regulatorischen Bestimmungen unterliegen, dürfen diese aufgrund ihres Diversifikationspotenzials neben institutionellen Anlegern vor allem für private und vermögende Kunden immer attraktiver werden. Diese Entwicklung wird auch durch die Überlegungen der britischen Financial Services Authority bestätigt, die unter dem Terminus des »Fund of Alternative Investment Funds« ein dachhedgefondähnliches Produkt für den Retailkunden konzipieren möchte [10]. Es ist auch davon auszugehen, dass eine freiwillige Registrierung von Dachhedgefonds unter dem UCITS-Richtlinien zunehmend Kapital seitens kleinerer Investoren anziehen dürfte. Diese Vermutung wird durch eine Studie der European Fund and Asset Management Association (EFAMA) gestützt, die anhaltend hohe Mittelzuflüsse in UCITS-Dachhedgefonds vor allem in den Ländern Frankreich, Italien sowie der Schweiz feststellt [6]. Die Daten weisen ein Wachstum von 6,0 Milliarden EUR an Mittelzuflüssen in 2003 auf rund 85,0 Milliarden EUR im Jahr 2007 aus [6].

Mercer Consulting hat in seiner 2006 durchgeführten Studie eine Inanspruchnahme von Dachhedgefonds bei 33 % von 181 institutionellen Studienrespondenten erhoben. Weiters ergab die Erhebung, dass rund 19 % der Befragten institutionellen Anleger ein Investment innerhalb der nächsten zwei Jahre anstreben bzw. mehr als 54 % bereits bestehende Veranlagungen ausbauen möchten [23]. Betrachtet man diese Zahlen auch in Relation mit den bereits investierten Vermögenswerten, so lässt sich daraus ein noch umfassendes Geschäftspotenzial ableiten.

Der Umstand, dass neue Mittel zum Großteil direkt in Single-Hedgefonds investiert werden, lässt sich die wachsende Bedeutung von Dachhedgefonds als Investorengruppe für Single-Manager Hedgefonds erkennen.

Zusammenfassung

Der Artikel hat sich mit der ständig wachsenden institutionellen Kundengruppe von Hedgefonds beschäftigt. In diesem Zusammenhang wurden in der einleitenden Definition die gemeinsamen Charakteristika der institutionellen Investoren aufgeführt. Im weiteren Schritt wurde aufgrund aktueller Daten eine Übersicht über deren Auftreten auf den Finanzmärkten gegeben und versucht deren grundlegenden Anforderungen überblicksmässig darzustellen. Dabei kam die Arbeit zum Schluss, dass die allgemein üblichen Forderungen nach einerseits gesicherten Risiko-/Renditeprofilen sowie nach einer transparenten Operationalisierung des Geschäfts, auch institutionellen Investoren als besonders wichtig erscheinen.

In den Folgekapiteln wurden anschliessend die wichtigsten Typen der institutionellen Investoren diskutiert. Dabei wurde versucht, auch auf deren historische Entwicklung sowie ihren derzeitigen Status Quo auf den Finanzmärkten einzugehen. Die Arbeit kommt zum Schluss, dass einerseits Stiftungen und Family Offices als »verlängerter Arm« der bereits jetzt schon wichtigsten Kundengruppe der vermögenden Privatanleger nichts an ihrer Bedeutung eingebüsst haben. Weiters kam die Arbeit zur Erkenntnis, dass auch immer mehr Kleinanleger über den Weg von Vermögensverwaltern oder Banken indirekt auf den Markt drängen. Dies erklärt das anhaltend starke Wachstum von Banken und Kreditinstituten als Kunden in Hedgefonds. Die Ausführungen weisen aber auch darauf hin, dass

gerade Kreditinstitute immer mehr dazu übergehen, selbst Hedgefonds zu emittieren und damit auch zu Substituten zu werden.

Die Suche nach absoluten und sicheren Erträgen trägt auch im Bereich der Pensionsfonds und Versicherungen zu hohen Mittelzuflüssen bei. Dies liegt hauptsächlich darin begründet, dass diese Organisationsformen eine besondere vertragliche Beziehung zu ihren Kunden bei gleichzeitigen Besonderheiten in den Anlagehorizonten unterhalten. Es ist auch nicht auszuschliessen, dass private Kleinanleger Pensionskassen und Lebensversicherungen explizit aufgrund deren Hedgefondsengagements als Anlageform auswählen, andernfalls sie rechtlich gesehen keinen Zugriff darauf hätten. Diesbezüglich liegen zwar Indikationen vor, eine wissenschaftliche Beschäftigung mit diesem Thema ist dem Autor aber nicht bekannt.

Summary

This paper focusses on the growing group of institutional customers for hedge funds. The paper highlights the characteristics of this group and proceeds to give an overview of the current status by analysing recent survey data. The text also discusses the specific requirements of institutions and stresses the fact, that similar to all other potential clients, institutions primarily long for a secured risk/return profile. Further, institutional investors seem to place more emphasis on transparent operations before investing considerable amounts.

Chapter 3 and its subchapters focus on a discussion of the historic development of the most important types of institutional investors to hedge funds. It also discusses their roles on current financial markets. The paper unveils that endowments, foundations as well as family offices may act as an extension to high net worth individuals and even though private clients seem to be able to directly access hedgefunds, they still play a major role. Small investors also seem to directly promote the growth of institutions as hedge fund clients since they seek to gain access to otherwise closed investments by using the services of financial institutions. It is also worth mentionning that the latter fact apparently leads banks to issue their own funds in order to profit from new demand, which in consequence converts them from hedge fund clients to hedge fund substitutes. It is also pension funds and insurances that comprehensively benefit from new money inflows. This may be seen as a result of special contractual agreements that lead to a convergence in long term investment horizons. The paper identifies the possibility that small investors might expressively invest in pension funds and life insurances because they offer them access to otherwise not accessible hedge funds. For the time being there is no academic evidence and it is left to future work to investigate in this issue.

Literatur

- [1] Bank of New York Mellon (2006): "Institutional Demand For Hedge Funds – A Global Perspective", Though Leadership Series, Vol. 2
- [2] Barclay Hedge Alternative Investment Databases (2008): www.barclayhedge.com/research/indices/ghs/mum/Fund_of_Funds.html, zuletzt abgerufen am: 04.04.2008
- [3] Beer, Kieran (2005): "Varsity Crew" in: Bloomberg Wealth Manager Special Report on Multifamily Offices September 2005
- [4] Bekier, Matthias (1996): "Marketing of Hedge Funds – A key strategic variable in defining possible roles of an emerging investment force", Europäische Hochschulschriften, Reihe 5, Volks- und Betriebswirtschaft 1902
- [5] Davis, E. Philip; Steil, Benn (2004): "Institutional Investors", The MIT Press
- [6] EFAMA (2008): "European Fund and Asset Management Association: Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2007", Quarterly Statistical Releases, March 2008/No. 32
- [7] Eidgenössische Bankenkommission (2007): "Hedge-Fonds Marktentwicklung, Risiken und Regulierung" in: Positionspapier der EBK
- [8] Endlich, E.; Schwaiger, M.; Stöffler, G. (2005): "Die Risikopositionen von Banken gegenüber Hedgefonds in Österreich und regulatorische Aspekte", Finanzmarktabstabilitätsbericht, Nummer 10/2005, Seiten: 80-89
- [9] European Central Bank (2005): "Large EU Banks' Exposures to Hedge Funds", November 2005
- [10] Financial Services Authority (2007): "Funds of Alternative Investment Funds", Consultation Papers, Vol. 07/6

- [11] Grene, Sophia (2007): "Endowments and Hedge Funds", The Hedge Fund Journal, Issue 28 June 2007
- [12] Hedge Fund Research (2007). "Hedge Fund Research Industry Reports", Year End Report 2007
- [13] Hopt, K.; Walz, R.; von Hippel, T.; Then, V. (2006): "The European Foundation. A New Legal Approach", Bertelsmann Stiftung
- [14] Hughes, James E. (2004). "Family Wealth – Keeping It in the Family: How Family Members and Their Advisers Preserve Human, Intellectual, and Financial Assets for Generations", Bloomberg Press
- [15] International Financial Services London (2007): "Hedge Funds", City Business Series, April 2007, www.ifsl.org.uk, zuletzt abgerufen am: 14.04.2008
- [16] International Financial Services London (2007): "Fund Management 2007", October 2007, zuletzt abgerufen am: 14.04.2008
- [17] Investment Company Institute (2008). "Worldwide Mutual Fund Assets And Flows Third Quarter 2007", Quarterly Statistics, February 2008, Washington DC
- [18] Jaeger, Robert A. (2002): "All About Hedge Funds", 1st Edition, McGraw-Hill
- [19] Jakob, Dominique (2006): "Schutz der Stiftung – Die Stiftung und ihre Rechtsverhältnisse im Widerstreit der Interessen", Jus Privatum, Ausgabe 111
- [20] Kaiser, Dieter G. (2004): "Hedgefonds: Entmystifizierung einer Anlageklasse Strukturen-Chancen-Risiken", Gabler Verlag, Wiesbaden
- [21] Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) über Kapitalanlagen zur Bedeckung der versicherungstechnischen Rückstellungen durch Unternehmen der Vertragsversicherung (Kapitalanlageverordnung) i.d.F. von BGBl. II Nr. 289/200622.
- [22] Lo, Andrew W. (2005): "The Dynamics of the Hedge Fund Industry", The Research Foundation of CFA Institute
- [23] McCrary, Stuart A. (2005): "Hedge Fund Course", Wiley Finance Series, Wiley Finance
- [24] Mercer Investment Consulting (2006): "A Global Evaluation of Funds of Hedge Funds", October 2006, London
- [25] National Association of College and University Business Officers (NACUBO) (2008): "2007 NACUBO Endowment Study – NES Tables 2003–2007"
- [26] Nicholas, Joseph G. (2004): "Hedge Fund of Funds Investing: An Investor's Guide", 1. Ausgabe, Bloomberg Press
- [27] OECD (2007): "Pension Markets in Focus", Issue 4, www.oecd.org/dataoecd/46/57/39509002.pdf, zuletzt abgerufen am: 27.03.2008
- [28] OECD.StatExtracts Online Database, stats.oecd.org
- [29] Österreichische Finanzmarktaufsicht (2005): "Hedgefonds – Bedeutung am Finanzplatz Österreich und regulatorischer Rahmen", Wien 2005
- [30] Österreichische Nationalbank (2008): "Mitarbeitervorsorgekassen 2007 – Dynamische Entwicklung einer jungen Branche", Presseaussendung vom 06. März 2008
- [31] Stewart, Fiona (2007): "Pension Fund Investment in Hedge Funds" in: OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions No. 12, OECD Publishing
- [32] SwissRe (2002): "Third-Party-Asset-Management für Versicherer", Sigma, Nr. 5/2002, Zürich

Kontakt:

Mag. Christian Wolf

Doktorand

email: christian.wolf@inode.at

Recenzie kníh/Book's reviews

Kloudová, Jitka: „Makroekonomie, základní kurz“

*Bratislava: 2. vyd. Poradca podnikateľa, 2008, Bratislava, Slovakia
ISBN: 978-80-88931-77-5*

Úvodom musíme zdôrazniť, že predložená práca je mimoriadne pozitívnym krokom v prospech študentov ekonomickej fakult a ekonomickej orientácie. Základným dôvodom je skutočnosť, že autorke sa podarilo na relatívne malom priestore, ktorý predstavuje 211 strojopisných strán, definovať základné problémy, základné kategórie a ich súvislosti, ktoré tvoria obsah makroekonómie. Chcem zdôrazniť, že podnadpis Základný kurz vystihuje obsah, náplň i charakteristiku posudzovanej práce. Študent dostáva do rúk prácu, ktorá mu:

1. umožní obsiahnuť základné a rozhodujúce teoretické problémy makroekonómie,
2. dáva dispozíciu jasné formulácie, jasné definície v ich vzájomných súvislostiach,
3. predkladá teoretické vývody, vysvetlenia a definície tak že sú ilustrované a doplnené konkrétnymi číslami, údajmi a tabuľkami z českej a slovenskej súčasnej reality.

Pozitívne treba hodnotiť spôsob spracovania matérie.

Každá kapitola vychádza z úvodnej časti, ktorá určuje alebo definuje, čo je možné si v danej kapitole osvojiť, potom sú zreteľne členené jednotlivé časti kapitoly, venované jednotlivým problémom.

V každej kapitole sú v rámčeku vysvetlené kľúčové momenty, kľúčové poznatky danej kapitoly, definície, blokové schémy a základné rovnice a matematické vzťahy. Prehľadne v rámčekoch sú zvýraznené jednotlivé grafické vyjadrenia vzťahov a funkcií a na záver kapitoly je uvedené zhrnutie toho, čo kapitola preberala.

Zaujímavým prístupom je to, že autorka uviedla kľúčové slová až na záver kapitoly, tesne pred kontrolnými otázkami, otázkami k diskusii a príslušnou literatúrou, ktorá sa da-nou problematikou zaoberá.

Takto zvolená štruktúra kapitol umožňuje čitateľovi jasne si vymedziť oblasť, ktorú kapitola rozoberá, názorne a zdôrazňujem, veľmi zrozumiteľne, si osvojiť relativne stručné ale dostatočne jasné vymedzenie jednotlivých pojmov, ich vzájomných vzťahov, prísluš-ných rovníc, grafov, a stĺpcových grafov.

Užívateľ tohto základného kurzu bez menného registra, len na základe relatívne po-drobného obsahu, vie nájsť problematiku, ktorej definíciu alebo teoretický vývod chce ná-jst, vie si ju ľahko prečítať a relativne jednoducho aj osvojiť.

Posudzovanie základného kurzu som začal analýzou štruktúry, teda štruktúry obsahu predloženej práce. Získal som presvedčenie, že pre zámer, ktorý mala autorka, to zna-me-ná, dať k dispozícii základný kurz z makroekonómie, bola štruktúra veľmi vhodne zvolená.

Autorka po úvode do štúdia začína vzťahom makroekonómie a hospodárskej politiky. Je to kapitola, ktorej výstavbu a logiku by bolo možné najviac rozoberať, pripomienkať, doporučo-vat zmeny a rôzne vylepšenia. Ja som sa zameral predovšetkým na zaradenie tejto kapitoly. Možnosť rôznych pohľadov a rôznych spôsobov podania tejto kapitoly vyplýva predovšetkým z toho, že v práci nie je dostatočne jasne vymedzený úvod do štúdia makroekonómie, ktorá by mohla byť aj vydelená do zvláštnej kapitoly jasne zvýraznená a potom, vztah makroekonómie a hospodárskej politiky by logicky vychádzal ako zaradenie niekde na konci tejto práce, čo vyplý-va z neustále živej diskusie o tom, ktorá časť – uplatňovanie makroekonomických poznatkov – a – realizácia trhových funkcií jednotlivých subjektov, patrí do makroekonómie alebo aj v tejto práci do makroekonomickej politiky a čo je obsahovou náplňou hospodárskej politiky. Predo-všetkým práce českých a slovenských autorov, ako z oblasti makroekonómie, tak z oblasti hos-podárskej politiky, sú štruktúrované tak, že sa vzájomne prekryvajú a prelínajú. Táto

nevyhranenosť predmetov týchto dvoch vedných disciplín sa prejavuje aj v uvedenej kapitole. Nie je zrejmé, čo je vlastne podstatou makroekonomickej politiky, hospodárskej politiky a čo to potom znamená pojem „konzervatívny typ hospodárskej politiky“ a „konzervatívne poňatie makroekonomiky“, alebo: „keynsiansky typ hospodárskej politiky a „keynsianske poňatie makroekonómie“. Mám za to, že zvlášť pre študentov fakulty ekonómie, pre ktorých je tento základný kurz určený predovšetkým, by vymedzenie predmetu skúmania, vymedzenie toho, že existujú rôzne koncepcie samotnej makroekonomiky a vymedzenie politík rozhodujúceho subjektu, ktorý má možnosť, a podľa mnohých teoretikov aj povinnosť, regulovať fungovanie trhového mechanizmu – teda štátu, ktoré logicky vychádzajú z ním uplatňovaného konkrétneho poňatia makroekonómie a jeho aplikácie do konkrétnych funkcií štátu.

Skúsenosti posledného storočia ukázali, že konkrétna, ak ju nazveme hospodárska, politika štátu spravidla nikdy nedodržiavala jeden, alebo nevychádzala z jedného, úzko poňatého teoretického konceptu makroekonómie. Žiadny štát v histórii nerealizoval úplnú voľnosť trhového mechanizmu a neboli štát, ktorý by do fungovania trhového mechanizmu vôbec nezasahoval. A tiež neboli štát, v ktorom by nefungoval viac, či menej regulovaný trh, alebo taký v ktorom by sa tržné princípy v priamej podobe alebo v sprostredkovanej podobe neprejavovali. Teda, podľa môjho názoru, v modernej dobe neexistovali ekonomiky, ktoré by nemali viac, či menej znakov trhovej ekonomiky, teda neboli ekonomiky, v ktorých tovary niekto nevyrábal ako tovary a ako tovary nepredával. Zrejme neboli ekonomiky, kde by ponuka a dopyt priamo alebo nepriamo neovplyvňovali aj v konečnom dôsledku nediktovať ceny, neboli ekonomiky, v ktorých by sa neprejavila tá, či oná forma nerovnováhy, tá, či oná forma hospodárskeho cyklu alebo tá, či oná forma deformácie pôsobenia hospodárskeho mechanizmu. Preto túto kapitolu by som v ďalšom vydaní Základného kurzu viac prepojil s prvou kapitolou a tieto dve kapitoly by som výraznejšie štrukturoval v zmysle vyjasnenia uvedených obsahov predmetov vedných disciplín a s媚ezimej aj ich logickej vzájomnej väzby a previazanosti.

Podstatou je, že tieto dve kapitoly umožňujú čitateľovi osvojiť si základné momenty trhu a trhového mechanizmu, pochopiť, čo je makroekonómia a aké sú jej ciele a spoznať základný model trhu a jeho makroekonomickú podobu. Toto by mala byť kľúčová kapitola, z ktorej sa vychádza do nasledujúcej kapitoly, ktorú označila autorka číslom 3 a ktorá je zameraná na meranie makroekonomických veličín a vysvetlenie národného účtovníctva. Problémom tejto kapitoly je, že autorka si dala za cieľ pri meraní makroekonomických veličín pojednať nielen o meraní produktu, ale sem zahrnula podkapitolu merania inflácie, merania cenovej hladiny. Logika však diktuje meranie týchto veličín zaradiť až po vysvetlení ich podstaty. Preto aj názov 3. kapitoly by zrejme bol výstížnejší, ak by sa zameral len na meranie produktu. Ako ďalšiu kapitolu by zrejme bolo logičkejšie zaradiť problematiku makroekonomickej rovnováhy, ktorú autorka spracovala veľmi dobre, veľmi prehľadne, tak, že takéto spracovanie sa v mälokturej učebnici takto hute a logicky nájde.

Až po makroekonomickej rovnováhe by logike viac vyhovovalo zaradenie finančných trhov a medzinárodných finančných trhov. Ak by sme chceli však postupovať rigorózne, potom finančné trhy, ich miesto, by mali byť jednoznačne zaradené tam, kde autorka vysvetľuje samotný trh a trhový mechanizmus v súvislosti s jeho segmentáciou. Vzhľadom na to, že v poslednom období predovšetkým finančné trhy získavajú nielen stále väčšiu pozornosť, ale deje sa to, že stále väčší objem prostriedkov koluje v týchto finančných trhoch, bolo by možno účelné vysvetliť vzťah trhu spotrebnych predmetov, trhu výrobných faktorov s trhom financií, pretože ako autorka správne definuje, že peniaze v akejkoľvek forme, či v podobe krátkodobých alebo dlhodobých peňazí, teda či v podobe peňazí alebo kapitálu, sú stále statkom, tovarom, ktorý slúži k výmene iných statkov a služieb a čo je dôležité, vykonávajú stále úlohu všeobecného zmenného ekvivalentu.

Preto si myslím, že trh so samotnými zmennými ekvivalentmi v akejkoľvek podobe je predsa len špecifickým trhom a je potrebné vymedziť jeho úlohu, a to ako pozitívnu, tak aj negatívnu.

Dnes už veľa autorov píše o tom, že na finančnom trhu veľká časť týchto prostriedkov obieha neproduktívne, nerealizuje svoju základnú úlohu všeobecného zmenného ekvivalentu, nesprostredkováva pohyb medzi úsporami a investíciami, nepredstavuje reálne investície do kapitálu ako výrobného faktoru, ale neraz negatívne odčerpáva veľkú časť úsopor, ktoré hlucho obiehajú na finančnom trhu a nerealizujú sa ako výrobný faktor.

Predovšetkým nástup do 21. storočia vyžaduje si predovšetkým od makroekonomickej teoretikov, aby už v základnom kurze čitateľa na túto skutočnosť upozornili a naznačili nielen pozitívne, ale predovšetkým negatívne momenty, ktoré vyplývajú z narastajúceho objemu prostriedkov cirkulujúcich v tomto, podľa mnohých autorov, v značnej časti hluchom kolobehu, alebo ako niektorí autori upozorňujú v riadenej lotérii či kasinovom kapitalizme.

Vyjadrenie a vyjasnenie vzťahu medzi úlohou a funkciou ekvivalentu a funkciou špecifického tovaru by plasticky definovalo a čitateľovi vysvetilo reálnu situáciu, reálnu štruktúru súčasných trhov a súčasného trhového mechanizmu, ktorý práve s nástupom globalizácie a s presadzovaním sa globalizácie, má tejto globalizácii adekvátny obsah i formu.

Na kapitole o makroekonomickej rovnováhe autorka nadviazala kapitolou o inflácii a nezamestnanosti, ďalej o ekonomickom raste a hospodárskom cykle a potom rozobrala regulačnú funkciu štátu v samostatnej kapitole, ktorá bola venovaná fiškálnej politike a monetárnej politike. Práve za týmito makroekonomickými politikami by sa podľa môjho názoru veľmi hodila pasáž o vzťahu makroekonomiky a hospodárskej politiky s tými vymedzeniami a s tým námetmi, ktoré som už vyšše uviedol.

Práca sa končí kapitolou o medzinárodnom obchode, o vonkajšej obchodnej politike a o menovej politike. Základné problémy sú v tejto kapitole, tak ako v ostatných kapitolách, výstižne a jasne formulované, jasne vymedzené, adekvátnie tomu, čo základný kurz makroekonómie vyžaduje.

Tu ale by sa žiadala bud' subkapitola alebo samostatná kapitola o tom, ako vyzerá medzinárodný obchod, vonkajšia obchodná a menová politika v podmienkach globalizácie, ako globalizácia vplýva na tieto procesy a ako sa mení podstata týchto procesov.

Ako príklad uvediem, ako sa mení podstata menovej politiky a dosah jej pôsobenia, ak štát sa stane súčasťou hospodárskeho spoločenstva alebo ak sa štát dokonca stane súčasťou menovej únie. Aké nástroje ostanú tomuto štátu v rukách, ak na jeho územiaci, v jeho podmienkach nastane nerovnováha platovej bilancie? Ak sa rozvinú procesy inflácie, čo má tento štát v rukách? Má možnosť zasahovať? Je to veľmi dôležité práve vo vzťahu k menším štátom, konkrétnie vo vzťahu k Slovensku, ktoré bude tvoriť veľmi malú percentuálnu časť Európskej únie a menovej únie Eurozóny. Čo bude robiť slovenská vláda, slovenský štát, ak sa rozvinie v podmienkach Slovenska inflácia, pretože nemôžeme očakávať, že by inflácia na takomto relatívne malom kúsku Európskej únie mohla ovplyvniť monetárnu politiku Európskej banky, ba je málo pravdepodobné, že ovplyvní fiškálnu politiku Európskej komisie.

Vzhľadom na to, že sú to veľmi naliehavé a aktuálne otázky, doporučujem, aby autorka v druhom vydaní, ktoré určite bude veľmi rýchle nasledovať, pretože už dnes je o túto prácu veľký záujem, aby ich tam doplnila a rozpracovala, pretože problematika globalizácie, problematika Európskej únie pre ekonómov, študujúcich na Slovensku, v ČR, jednoznačne patrí do základného kurzu.

Mám za to, že základný kurz makroekonómie by mal čitateľovi ukázať, aspoň naznačiť relativnosť jednotlivých definícií, ktoré vyplývajú už zo samotnej podstaty rôznych vedeckých koncepcii poňatia makroekonómie, ale predovšetkým z toho, čo je objektívne a jasné, že nielen predmet makroekonómie sa dynamicky vyvíja, ale aj hlbka poznania, nové odhalenia vzájomných súvislostí nemôžu zostať na pozíciah, na ktorých bol prvý novoveký reformátor makroekonomickejho pohľadu Adam Smith. Ved'ak by niekto chcel tvrdošíjne zotrúvať na jeho pohľadoch a na jeho definíciách, alebo napr. na Sayovej definícii, zrejme by nemohol robít žiadnu reálnu, serióznu a v prospech občanov svojho štátu, robenú hospodársku politiku. Vývoj, viac ako dvestoročný odsatup od práce Adama Smitha, ukázal, že ekonómia, ale predovšetkým makroekonómia musí byť veľmi dynamická, musí analyzovať stále novú a novú kvalitu svojho predmetu skúmania, ale musí v sebe absorbovať aj nové poznatky, medzi ktoré zrejme, ako základné, nepatria rôzne nové metódy štatistikického skúmania fungovania a poznania pravdepodobnosti úspešnosti na finančných trhoch a špecifických mikroekonomických problémov.

Na súčasnej situácii sa presvedčujeme že spoločným menovateľom súčasných problémov je neadekvátnie verbálne preceňovanie „nevíditeľnej ruky trhu“ (dnešnú situáciu lepšie vystihuje pojem „nevidiacej ruky trhu“) a odmietanie resp. likvidácia najmä racionálnych systémových spôsobov regulácie trhového mechanizmu.

Riziko neregulácie a deregulácie trhového mechanizmu dokumentujú veľké globálne i lokálne ekonomickej krízy 20. storočia ale najmä prvá veľká globálna kríza 21. storočia na

ktoréj začiatku sme sa ocitli. Tieto krízy spôsobili a zrejme aj hrozia spôsobiť na ekonomike štátov i celej svetovej ekonomike nenávratné a nenahraditeľné škody merateľné v desiatkách ba stovkách tisícov miliárd (v biliónoch) nevytvoreného HDP (ktoré keď sме kvôli krízam a teda nevyužitú potenciálneho produktu stratili resp. nevytvorili, už nikdy ich nahraďť nemôžeme ak správne predpokladáme že pri bezkritizovom fungovaní ekonomiky sa potenciál plne využíva) nehovoriač o problémoch stoviek miliónov občanov tejto planéty, neraz o ľudských tragédiach zamestnancov i podnikateľov, spôsobených rastom nezamestnanosti a ekonomickými krachmi veľkého počtu trhových subjektov a s tým spojeným poklesom ich životnej úrovne.

Na príklade súčasnej krízy sa dá názorne dokumentovať že systémová neregulácia či deregulácia jedného segmentu trhu – finančného trhu v USA – spustila celosvetovú krízu. To že sa včas nezaviedla systémová, kvalitné fungovanie trhového mechanizmu podporujúca regulácia, si dnes vyžiadalo masívne pritom nesystémové (kvalitu trhového mechanizmu zhoršujúce) regulačno – záchranné opatrenia všetkých rozvinutejších štátov sveta ktoré obrazne vytiahli z vrecák daňových poplatníkov tisícky miliárd dolárov najmä vo forme nesystémových dotácií vybraným súkromným subjektom ale aj preberaním štátnej zodpovednosti za ich straty spôsobené najmä ich špekulatívnymi „tiežtovarmi“ a obchodmi s nimi. Pritom účinnosť týchto drahých a nesystémových ale zrejme v danom štádiu nevyhnutných regulačných zásahov ukáže dynamika rozvoja svetovej krízy

Absencia kvalitnej regulácie sa výrazne prejavuje v stále krehkejšej a rizikovejšej pozícii papierových ničím nepodložených peňazí a s nimi spojeným menovým mechanizmom v ktorom menové kurzy sú diktované neraz špekulatívnou ponukou a dopytom (kedž z devízami sa špekuluje ako zo špecifickým, spravidla špekulantom nepatriacim, tovarom).

Pre stabilitu menových kurzov i pre stabilitu celej svetovej ekonomiky hlavným rizikom je neregulácia globálneho i národných či únijných trhových mechanizmov, najmä spekulačného zneužívania jeho negatívnych stránok ktorého jedným z dôsledkov je vznik a reproducia bublinovej pridanej hodnoty a bublinového HDP ktoréj objem sa v súčasnej dobe odhaduje na 400 – 500 biliónov USD čo je takmer 10 ročných HDP celej svetovej ekonomiky.

Preto obnovenie systémovej regulácie menových vzťahov a obmedzenie tvorby bublinovej pridanej hodnoty, najmä na finančnom trhu, musí byť prvým krokom formovania novej kvality globálnej regulácie trhového mechanizmu.

Analýza súčasných tendencii globalizácie (globálnej oligopolizácie, či až monopolizácie) a stále sofistikovanejších spôsobov špekulačnej tvorby bublinovej pridanej hodnoty ukazuje, že bez novej kvality regulácie globálneho, unijných a štátnych trhových mechanizmov takej ktorá podporuje a rozvíja pozitívne stránky trhového mechanizmu, najmä jeho systémový tlak na rest tvorby pridanej hodnoty a zvlášť na rast produktivity jej tvorby za podmienok udržateľného a životné prostredie šetriaceho rozvoja, a potláča či eliminuje jeho negatívne stránky zvlášť stimuláciu tvorby bublinovej (najmä špekulačnej) pridanej hodnoty sa narasta niu problémov nevyhneme. Takáto regulácia trhového mechanizmu predstavujúca novú kvalitu, by mala byť základom obsahu skutočne Novej Ekonomiky adekvátej potrebám a možnostiam 21. storočia. Ponechanie súčasného stavu, môže viest' k následnému potlačeniu váhy trhu dokonca v konečnom dôsledku viest' k sebalikvidácii trhového mechanizmu ako takého.

Záverom chcem opäťovne podčiarknuť, že predložená práca je mimoriadne pozitívny krok v prospech študentov ekonomických fakúlt. Základným dôvodom je skutočnosť, že autorke sa podarilo na relatívne malom priestore, ktorý predstavuje 211 strojopisných strán, definovať základné problémy, základné kategórie a ich súvislosti, ktoré tvoria obsah makroekonómie. Chcem zdôrazniť, že podnadpis Základný kurz vystihuje obsah, náplň i charakteristiku posudzovanej práce.

h. prof. Dr. Ing. Ivan Haluška, DrSc.

Bratislavská vysoká škola práva

Slovenská republika

Pokyny pre autorov príspevkov

Príspevky môžu byť písané v slovenskom, českom, nemeckom, anglickom a ruskom jazyku. Za originalitu, odbornú a formálnu stránku zodpovedá autor príspevku. V časopise nie je možné publikovať príspevok, ktorý bol už uverejnený v inom periodiku. Redakcia si vyhľaduje právo príspevok odmietnuť. Uverejneniu príspevku musí predchádzať recenzia od renomovaného odborníka z príslušného obooru. Autorom doporučujeme, aby definovali tématickú oblasť, do ktorej by zaradili svoj príspevok (JEL klasifikácia).

Prehlásenie o originalite príspevku spoločne s príspevkom odovzdá autor redakčnému pracovníkovi, kde uvedie, že príspevok je originálny, nebol nikde publikovaný. O text prehlásenia (v slovenskom a anglickom jazyku) môžete požiadať na emailovej adrese: petotkac@gmail.com.

Príspevky sú príjmané a posielané výhradne v elektronickej podobe, vo formáte MS Word na emailové adresy: petotkac@gmail.com alebo dekanat@uninova.sk.

Štruktúra príspevku:

- ▶ názov príspevku (veľkosť písma 16, tučné písmená, zarovnanie na stred),
- ▶ názov príspevku v anglickom jazyku (rovnaké podmienky ako v predošлом prípade),
- ▶ meno autora bez titulov (veľkosť písma 14, zarovnanie na stred),
- ▶ klúčové slová v jazyku príspevku (veľkosť písma 12, zarovnanie na ľavý okraj),
- ▶ klúčové slová v anglickom jazyku,
- ▶ JEL klasifikácia (www.aeaweb.org/journal/jel_class_system.html),
- ▶ názov kapitoly (číslovaný, tučné písmo, veľkosť 12, zarovnanie na ľavý okraj),
- ▶ text príspevku (písmo TIMES NEW ROMAN, veľkosť 12, riadkovanie: jednoduché, stránky nečíslovať),
- ▶ záver,
- ▶ summary v anglickom jazyku,
- ▶ použitá literatúra,
- ▶ kontakt na autora.

Tabuľky a grafy sa číslujú a v texte musí byť na nich odkaz. Názov tabuľky (Tab.1:) alebo grafu (Obr. 1:) je písaný normálnym písmom veľkosti 12, zarovnanie k ľavému okraju. Pod každým grafom a obrázkom musí byť uvedený zdroj, z ktorého autor čerpal.

Vzorce sa označujú číslom v guľatej zátvorke. Číselné označenie je písané v TIMES NEW ROMAN, veľkosť 12, zarovnanie k pravému okraju.

Dĺžka príspevku by nemala presiahnuť 15 strán A4.

Odkazy na literatúru. Na príslušnom mieste v texte sa uvedie číselné označenie v hranatej zátvorke. Poznámky pod čiarou sú neprípustné. Pod týmto číslom je potom dieľo uvedené na konci príspevku. Vzor:

- [1] Armstrong, M. : Personální management. Praha : Grada Publishing, 1999, s. 963. ISBN 80-7169-614-5

Štruktúra príspevku:

názov príspevku

(veľkosť písma 16, tučné písmená, zarovnanie na stred),

názov príspevku v anglickom jazyku

(rovnaké podmienky ako v predošлом prípade),

meno autora bez titulov

(veľkosť písma 14, zarovnanie na stred),

Klúčové slová v jazyku príspevku

(veľkosť písma 12, zarovnanie na ľavý okraj),

Klúčové slová v anglickom jazyku,

JEL klasifikácia (www.aeaweb.org/journal/jel_class_system.html),

názov kapitolys

(číslovaný, tučné písmo, veľkosť 12, zarovnanie na ľavý okraj),

text príspevku

(písmo TIMES NEW ROMAN, veľkosť 12, riadkovanie: jednoduché, stránky nečíslovať),

Záver,

Summary v anglickom jazyku,

Použitá literatúra,

Kontakt na autora.

Instructions for the Authors of the Articles

An article should be written in Slovak, Czech, English, German and Russian languages. The author is responsible for the scientific accuracy, the originality, and the formal part of the article. If the submitted article has been published in another magazine, it cannot be accepted. The editors have the right to exclude the article. Publishing of the article must be recommended by a specialist – a professor or senior lecturer. The editor's office decides whether or not an article will be published. We recommend that the author(s) define the thematic field where the article would fit, but the board of editors makes the final decision regarding positioning of an article.

The statement about the originality of the article – the author will submit a statement about the originality of the article and whether the article has not been offered to another publisher. Both the statement and the article will be submitted to editorial assistant. The statement form can ask for on: petotkac@gmail.com.

The articles should be typed on a computer using MS Word software and sent on mail addresses: petotkac@gmail.com and dekanat@uninova.sk.

The structure of the article:

- ▶ headline of the article should be written in font size 16 bold capital letters arranged in the middle of the page,
- ▶ headline of the article in **English** should be written in font size 16 bold capital letters arranged in the middle of the page,
- ▶ the author's name should be written without titles and in font size 14 and arranged in the middle of the page,
- ▶ keywords in the article's language should be written in font size 12 and arranged to the left side,
- ▶ keywords in **English**,
- ▶ JEL Classification (www.aeaweb.org/journal/jel_class_system.html),
- ▶ titles of the chapter must be numbered, written in bold type, font size 12 and arranged to the left side,
- ▶ text of the article – observe following configuration: font style TIMES NEW ROMAN, font size 12, spacing-single, do not include page numbers,
- ▶ conclusion,
- ▶ summary in **English**,
- ▶ literature,
- ▶ author's address.

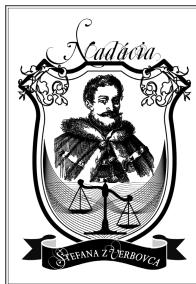
Charts and graphs are to be numbered and the references must be in the text. The name of a chart (Tab. 1:) or a graph (Fig. 1:) should be written in font size 12, arranged to the left and not underlined. The source from which the author gained the data should be written under every chart and graph.

Formulas are to be numbered. The number should be written in font size 12 TIMES NEW ROMAN in the round bracket, arranged to the right and next to the formula.

Length of article – maximum length should be 15 pages of A4 format.

References to literature should be presented in the text in its respective place with an indication number in square brackets. Footnotes are not allowed. At the end of the article in the bibliography, the indicated number should be written with the following as an example of the information to be included:

- [1] Armstrong, M. : Personální management. Praha : Grada Publishing, 1999, s. 963.
ISBN 80-7169-614-5



▼ Ekonómia a podnikanie

Vedecký časopis Fakulty ekonómie a podnikania Bratislavskej vyskej školy práva
Číslo 1 / Ročník 3. / Registračné číslo: 3780/2007

▼ Economy and Business

Scientific Journal of Faculty of Economy and Business The Bratislava University of Law
Number 1 / Volume 3. / Registration No.: 3780/2007

Grafické spracovanie:

Mgr. Jozef Kotačka

Sadzba dodaná do tlače:

máj 2009

Vytlačil:



POLYGRAFICKÉ
CENTRUM
www.polygrafcentrum.sk

Polygrafické centrum
Tomášikova 26
821 01 Bratislava
ba@polygrafcentrum.sk
www.polygrafcentrum.sk

ISSN 1337-4990