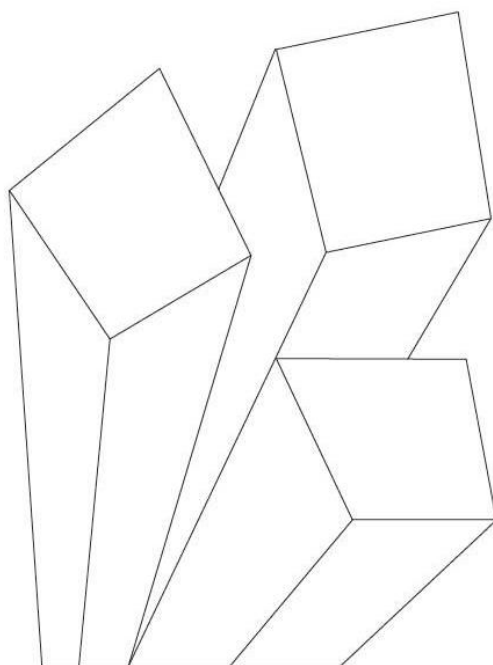


# 50 let investování amerických endowmentů

Téma čtvrtletí

Q2 2024



DÁVÁME *financím* ŘÁD  
A *smysluplnou* BUDOUCNOST

# EMUN

## Téma čtvrtletí: 50 LET INVESTOVÁNÍ AMERICKÝCH ENDOWMENTŮ

---

„**Endowmenty**“, neboli majetkové fondy často spojované s univerzitami a jinými neziskovými organizacemi, jsou v České republice poměrně neznámým pojmem. Tyto fondy, spravující po celém světě stovky miliard dolarů, využívají unikátní styl investování, který umožňuje dlouhodobé zhodnocování kapitálu a udržitelné financování jejich činnosti. Jejich sofistikovaný přístup k investicím může být inspirativní nejen pro institucionální investory, ale i pro movité rodiny, které hledají efektivní způsoby, jak spravovat svůj majetek a zabezpečit finanční stabilitu pro budoucí generace.

### Co jsou endowmenty?

Typicky se jedná o neziskovou **instituci spravující portfolio investičních aktiv s cílem dlouhodobě zhodnocovat majetek a pravidelně vyplácet předem definovanou částku, která většinou slouží pro krytí části provozních potřeb dané instituce**. Zřizovateli endowmentů jsou nejčastěji univerzity, církve či nadace obhospodařující svůj majetek získaný z darů, dotací, provozních výnosů či zisků z investování.

Největší endowmenty v USA	Hodnota majetku v roce 2023 (v mld. USD)
Harvard University	49
University of Texas System	45
Yale University	41
Stanford University	36
The Trustees of Princeton University	34
Massachusetts Institute of Technology	23
Trustees of the University of Pennsylvania	21
The Texas A&M University System & Related Foundations	19
University of Michigan	18
The Regents of the University of California	18

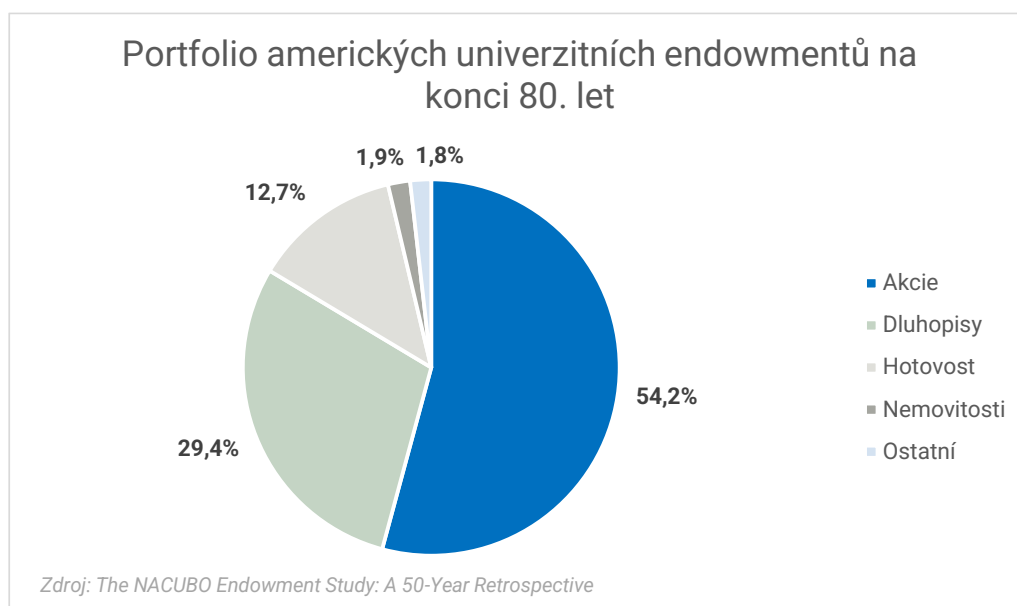
Specifikem endowmentů je kromě unikátního přístupu ke správě majetku i jejich **extrémně dlouhý investiční horizont**, kterému je přizpůsobena i jejich investiční strategie. **Portfolia jsou široce diverzifikovaná** napříč všemi klíčovými třídami aktiv **s důrazem na alternativní investice**. Ty hrají v celkové strategické alokaci aktiv významnou roli. Důvodem je jejich dlouhodobý charakter, potenciálně vyšší výnosy, nižší volatilita a nižší korelace s běžnými třídami aktiv, což jde ruku v ruce s dlouhodobými cíli a potřebami těchto institucí. Tradiční třídy aktiv zahrnují typicky akcie a dluhopisy, zatímco alternativní investice většinou private equity, venture capital, nemovitosti, komodity, hedgeové fondy a absolute return fondy či investice do infrastruktury. V rámci jednotlivých tříd aktiv se **pravidelně provádí tzv. rebalancování**, které zajišťuje udržení požadované alokace (tzn. odprodej aktiv, jejichž cena výrazně vzrostla a dokoupení aktiv, jejichž cena výrazněji poklesla, aby bylo dosaženo původního procentuálního rozložení do jednotlivých tříd aktiv).

Endowmenty disponují **permanentním kapitálem**, který je investován v horizontu několika desetiletí. To jim umožňuje efektivně využít časovou arbitráž, protože na rozdíl od jiných institucionálních investorů **nejsou pod tlakem doručit krátkodobou výkonnost**. Díky své orientaci na dlouhodobé výsledky, permanentnímu kapitálu, široce diverzifikovanému portfoliu, přesně vydefinované investiční politice a systematickému přístupu k investování potom mnohem lépe zvládají fluktuace na finančních trzích a jiné případné krize.

Největší investiční ikonou ze světa endowmentů byl bezesporu **David Swensen**, který stál 36 let v čele univerzitního Yale endowmentu. Swensen položil základy tohoto unikátního přístupu k investování. Strategii univerzity postavil na dvou klíčových pilířích – správné nastavení dlouhodobé strategické alokace aktiv a následný výběr kvalitních externích správců aktiv, kteří jsou schopni dlouhodobě porážet trh. Zejména v oblasti alternativních investic, kde je velký rozptyl mezi výkonností „dobrých a špatných“ portfolio manažerů a vyšší šance dosáhnout nadprůměrné výnosy. Swensenův unikátní přístup k investování přinesl ovoce. V průběhu své kariéry zhodnotil prostředky univerzity o 13,1 % ročně (60/40 portfolio akcií/dluhopisů zhodnotilo ve stejném období o 8,8 %, americký akciový index S&P 500 o 10,8 %). Jeho unikátní přístup v průběhu let převzaly i další univerzity, nadace, státní fondy, movité rodiny a jiní institucionální investoři.

### Vývoj od 70. let do současnosti

Na počátku sedmdesátých let se **portfolia** amerických univerzitních endowmentů skládala převážně z **tradičních investičních nástrojů** obchodovaných na veřejných trzích. Příčinou byla legislativa, která až do roku 1969 neumožňovala trustům čerpat na výdaje jiné prostředky z investic než kupóny a dividendy. Dle asociace NACUBO, která od roku 1974 monitoruje aktivity nejvýznamnějších amerických univerzitních endowmentů, se průměrné portfolio těchto institucí na konci osmdesátých let skládalo zejména z akcií a dluhopisů. Nijak zásadně se tudíž nelišilo od portfolií drobných investorů.



V následujících letech však prošlo celé odvětví významnou změnou v přístupu k investování. Na počátku 70. let se americké univerzitní endowmenty zaměřovaly na **vyvážená portfolia s důrazem na pravidelný příjem v podobě kupónů či dividend**. Postupem času se nicméně **většina z nich posunula směrem k investičnímu přístupu zaměřenému na celkový dlouhodobý výnos** (tedy kombinaci pravidelného příjmu a kapitálového výnosu). Požadavky na pravidelný příjem přestaly určovat složení jejich majetku.

**Tradiční portfolio sestavené z akcií, dluhopisů a hotovosti začaly postupně doplňovat nemovitosti, venture capital fondy, private equity fondy, hedge fondy a jiné alternativní investice.** A to nejen ze Spojených států, ale i ze zahraničí. Důsledkem byla vyšší diverzifikace a zároveň větší důraz na dlouhodobý investiční horizont (resp. dlouhodobé výnosy). Americké univerzitní endowmenty se tak staly pionýry v investičním přístupu, který je dnes běžně využíván nejen univerzitami, ale i církvemi, státními investičními fondy, family office a jinými neziskovými organizacemi po celém světě.

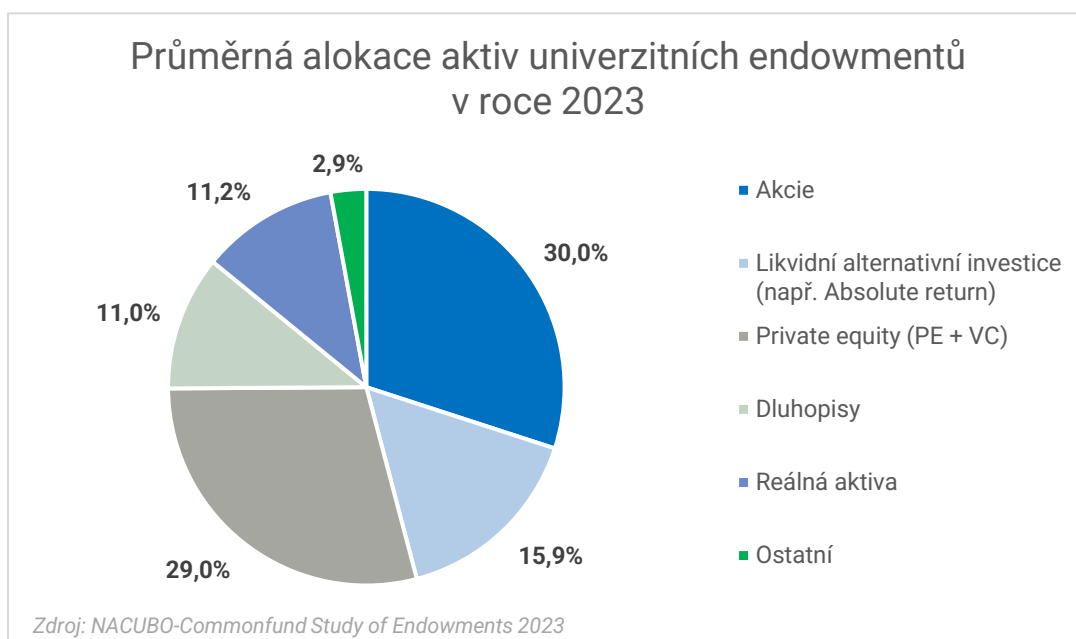
Pozoruhodný je zejména posun od tradičních investic směrem k alternativním investicím typu private equity a venture capital. Ještě **v roce 1988 tvořily alternativní investice méně než 10 % portfolií** amerických univerzitních endowmentů. Zlom nastal na přelomu tisíciletí, kdy se procentuální podíl zvýšil z cca 10 % na **téměř 30 % v roce 2003. O dvacet let později překonal hranici 55 %.**

Co bylo příčinou tak dramatické změny? Endowmenty relativně brzy rozpoznaly potenciál alternativních investic, které byly na přelomu sedmdesátých a osmdesátých let zcela na okraji zájmu velkých institucionálních investorů. Jednalo se o velmi neefektivní trhy, které nabízely řadu atraktivních investičních příležitostí. Zkušený management private equity fondů a venture capital fondů navíc dokázal zajistit další dodatečnou přidanou hodnotu prostřednictvím efektivní správy svěřeného portfolia firem, v nichž mohl často aktivně zasahovat do řízení a chodu společností. Výběr výjimečných portfolio manažerů z oblasti alternativních investic se proto stal pro endowmenty klíčovou disciplínou. Výsledkem byly potenciálně velmi zajímavé výnosy nekorelované s tradičními třídami aktiv.

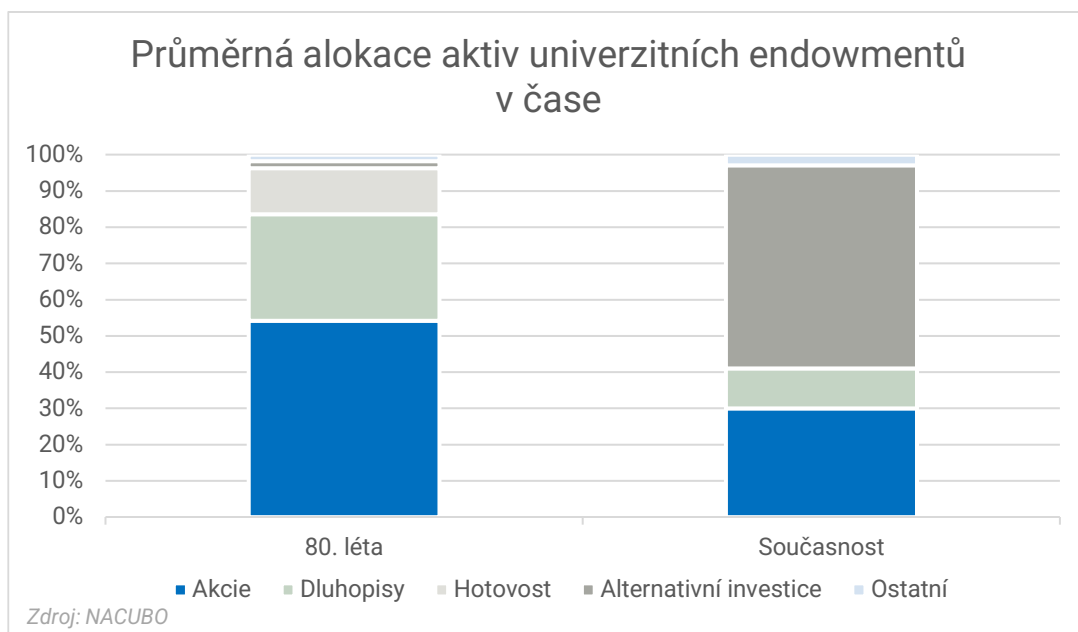
V minulosti se univerzitní endowmenty při správě majetku spoléhaly na interní zdroje a na externí investiční poradce a konzultanty. Později se začaly čím dál více přesouvat k modelu OCIO, tj. „outsourced chief investment officer“, v rámci něhož outsourcovaly roli investičního ředitele (CIO) na třetí strany. Komplexní správa aktiv na finančních trzích vyžadovala dostatečnou expertizu a zdroje, zejména v oblasti alternativních investic. Model OCIO získal na popularitě po finanční krizi v letech 2007-2009, zejména v segmentu malých a středně velkých endowmentů (s velikostí do cca 500 mil. USD). Dle údajů NACUBO adoptovalo model OCIO 46 % zkoumaných institucí. I nadále jsou využívány služby konzultantů. Spíše ale na specializované činnosti jako je měření výkonnosti, alokace aktiv, výběr portfolio manažerů nebo revize investiční politiky.

#### Aktuální složení portfolií

A jak vypadají portfolia amerických univerzitních endowmentů v současnosti? **Dominantní složkou jsou alternativní investice, které tvoří více než 56 % portfolia. Na druhém místě jsou akcie veřejně obchodovaných firem (USA 12,5 %, mimo USA 5,7 %, rozvíjející se trhy 4,3 %, globální 7,5 %), jejichž váha se pohybuje kolem 30 %. Dluhopisy tvoří 11 % portfolia.**



Oproti univerzitním endowmentům z osmdesátých let tedy došlo k významné proměně portfolií. Tradiční třídy aktiv ustoupily do pozadí a nahradily je alternativní investice v podobě private equity, venture capital a reálných aktiv.



**Endowment model pro správu majetku je optimálním investičním přístupem i pro mnohé family office. Řada movitých rodin vybudovala značné jmění v podnikatelské sféře a po prodeji firem se přesunula z pozice podnikatelů do role investorů, jejichž cílem je uchování majetku pro budoucí generace. Vedlejším cílem potom často bývá i pravidelný příjem z investovaného majetku. Svou podstatou tudíž mají blízko právě k endowmentům. Ještě větší smysl potom dává endowment styl investování pro církve, nadace a jiné neziskové organizace s investičním horizontem v řádu několika desetiletí. Tento unikátní přístup k investování je i filozofickým základem investičních strategií klientů EMUN.**