

Fundusze hedgingowe – identyfikacja ryzyka i szans inwestowania

Renata Karkowska

Znaczenie segmentu instytucji wspólnego inwestowania wśród polskich instytucji finansowych nieustannie wzrasta, szczególnie wśród inwestorów indywidualnych. Istnieje duże prawdopodobieństwo, że wraz z postępującą globalizacją rynków finansowych oraz znoszeniem barier legislacyjnych utrudniających swobodny przepływ kapitałów indywidualni inwestorzy w Polsce poszukiwać będą bardziej wyrafinowanych, alternatywnych form inwestowania kapitałów, jakimi są m.in. fundusze hedgingowe. Fundusze hedgingowe, które rozpoczęły już działalność na polskim rynku finansowym, niewątpliwie korzystają z doświadczeń pochodzących z państw wysoko rozwiniętych, w tym przede wszystkim ze Stanów Zjednoczonych. Jednakże rozwój funduszy hedgingowych budzi pewne obawy związane z ich transparentnością. Od dłuższego czasu, zarówno w Polsce, jak i zagranicą, powstają próby nadania norm prawnych dedykowanym wyłącznie tym podmiotom. Pozostaje również kwestią otwartą, czy w czasie kryzysu finansowego fundusze te zdołają przynosić zadowalające przychody. Dlatego za cel artykułu postawiono identyfikację szans i ryzyk inwestowania w taki rodzaj funduszy. Analizą badawczą objęto lata dziewięćdziesiąte i okres 2000–2007. Szczególnej uwadze zostały poddane strategie podejmowane przez fundusze typu hedge, regulacje prawne dotyczących funduszy hedgingowych w Unii Europejskiej i USA oraz analiza grupy inwestorów funduszy typu hedge. Do praktycznych rezultatów opracowania zaliczyć należy wyniki analizy dochodowości i ryzyka wybranej strategii inwestycyjnej.

1. Wstęp

Fundusze hedgingowe (ang. *hedge funds*) są jedną z alternatywnych form inwestowania na rynku kapitałowym. Ideą pierwszych funduszy tego typu było dokonywanie kupna i krótkiej sprzedaży papierów wartościowych na rynku w celu ograniczenia (*to hedge*) ryzyka wahań cen przy dążeniu do maksymalizacji zysków. Ich najważniejszą cechą była możliwość osiągania wysokiej stopy zwrotu zarówno podczas hossy jak i bessy na rynku. Fundusze hedgingowe charakteryzują się jednak bardzo wysokim ryzykiem inwestycyjnym, a ich strategia inwestycyjna jest często agresywna i spekulacyjna. Fundusze hedgingowe są obecne na rynkach finansowych od połowy XX wieku. Za pierwszy podmiot tego typu można uznać założony przez

Amerikanina australijskiego pochodzenia Alfreda Winslowa Jonesa w 1949 r. fundusz. Jego wyjątkowość polegała na redukcji ryzyka rynkowego poprzez równoczesną sprzedaż i kupno akcji. Dzięki zastosowaniu tej nowej techniki udawało się osiągnąć stabilniejszy wzrost portfela, eliminując gwałtowne spadki jego wartości przy korektach kursów w momentach bessy.

Fundusze hedgingowe to przede wszystkim nietypowe strategie inwestowania, dzięki czemu uzyskiwana dodatnia stopa zwrotu może wystąpić zarówno podczas hossy jak i bessy na rynku. Podstawowa cecha klasycznych funduszy inwestycyjnych polega na tym, że ich stopy zwrotu zależą od losowego ruchu poziomu cen na rynkach finansowych. Dlatego fundusze hedgingowe są efektem poszukiwania strategii alternatywnych, których wyniki finansowe uniezależnione są od ryzyka rynkowego. Fundusze hedgingowe charakteryzują się bardzo wysokim ryzykiem inwestycyjnym, a ich strategia inwestycyjna jest często agresywna i spekulacyjna. Niska korelacja z tradycyjnymi klasami aktywów (akcjami, obligacjami), umożliwiającą lepszą dywersyfikację portfela inwestycyjnego sprawia, że fundusze hedgingowe są zaliczane do kategorii inwestycji alternatywnych (Sławiński 2006: 93). Przykładem strategii alternatywnej jest spekulacja, której celem jest osiągnięcie zysku, wówczas gdy nastąpi przewidywana zmiana cen dwóch papierów wartościowych. Jeśli oczekiwania spekulanta okażą się trafne, to osiągnie on zysk niezależnie od tego, czy ogólny poziom cen na danym rynku wzrośnie, czy spadnie.

Fundusze typu hedge po to neutralizują ryzyko rynkowe, by mogły wykorzystać posiadany kapitał na podjęcie ryzyka tam, gdzie sądzą, że jest szansa na osiągnięcie ponadprzeciętnej stopy zwrotu (Loeys, Bransolet 2004).

Nazwa fundusze hedginowe (zabezpieczone) jest trochę myląca, ponieważ mimo że przeprowadzają transakcje przeciwstawne w celu kontrolowania wielkości podejmowanego ryzyka, to niejednokrotnie ryzyko to jest stosunkowo duże.

Bessa na światowych rynkach spowodowała, iż cały czas rośnie popularność na fundusze zabezpieczające zarówno wśród inwestorów indywidualnych jak i instytucjonalnych. Według danych Hedge Fund Research w trzecim kwartale 2006 r. na świecie istniało około 9 000 funduszy hedgingowych, które zarządzały aktywami o łącznej wartości 1,2 biliona dolarów (w porównaniu z 39,9 miliarda dolarów, którymi zarządzały w 1990 r.). Ocenia się jednak, iż do końca 2008 roku ilość tego typu funduszy zwiększy się do 12 000, a wartość aktywów przez nie zarządzanych będzie wynosić ok. 1,8 biliona dolarów (Hexus 2007).

W Polsce fundusze hedgingowe, w porównaniu z tradycyjnymi formami inwestowania, są ciągle stosunkowo rzadko wykorzystywanym narzędziem pomnażania kapitałów. Na razie na naszym rodzimym rynku działają zaledwie 3 fundusze hedgingowe: Opera, Superfund i Investors. Wiele jednak wskazuje na to iż i tu zajdą zmiany. Wskazywać na to może między innymi fakt, iż w kwietniu 2008 roku suma ulokowanych przez Polaków środków w fundusze hedgingowe przekroczyła już miliard złotych (Kossowski 2007).

Jedną z przyczyn tego zjawiska jest fakt, iż omawiana forma inwestowania staje się w Polsce coraz bardziej dostępna, ponieważ minimalna kwota wymagana, aby móc stać się członkiem funduszu spada (spadek w ciągu ostatniego półroczia z ok. 40 tys. zł do kilku tysięcy zł).

2. Charakterystyka funduszy hedgingowych

Większość funduszy hedgingowych działa w oparciu o „multistrategie” stanowiące zaprzeczenie polityk inwestycyjnych, jakie przyjmują klasyczne fundusze inwestycyjne. Mogą one zajmować zarówno pozycje długie i czerpać zyski ze wzrostu rynków, jak i pozycje krótkie, przynoszące zyski wtedy, gdy rynki spadają.

Zazwyczaj szukają one swojej szansy wszędzie tam, gdzie pojawia się okazja do uzyskania wysokich stóp zwrotu. Dlatego w ich portfelach inwestycyjnych znajdują się obok siebie akcje spółek giełdowych i zamierzających wejść na giełdę, udziały spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, instrumenty pochodne oparte na walutach, indeksach giełdowych, ale również inwestycje w całkowicie materialne dobra, jak nieruchomości czy surowce.

Strategie inwestycyjne funduszy hedgingowych opierają się na:

- transakcjach arbitrażowych (transakcjach gwarantujących zysk bez ryzyka, wynikających z różnicy cen danego instrumentu na różnych rynkach),
- ekspansji na globalny rynek, również rynki wschodzące,
- uczestniczeniu w fuzjach i przejęciach,
- inwestycjach na rynkach surowców i towarów,
- inwestycjach w trudne długi,
- korzystaniu z wyszukanych instrumentów pochodnych,
- transakcjach na rynkach terminowych,
- stosowaniu krótkiej sprzedaży (Wojtaszek 2006).

Ponadto dokonując porównania fundusze hedge z tradycyjnymi funduszami inwestycyjnymi pojawiają się istotne różnice, wyszczególnione w tabeli 1.

Głównym celem funduszy typu hedge jest ograniczenie wahań cen jednostki udziałowej (zmienności zwrotu) przy jednoczesnej próbie ograniczenia ryzyka inwestycyjnego i uzyskania jak najwyższych stóp zwrotu, niezależnie od cykli koniunkturalnych czy bieżącej sytuacji rynkowej. Horyzont inwestycyjny funduszy hedgingowych jest bardzo różny, ale za minimalny należy przyjąć okres dwóch lat. Oznacza to, iż inwestycje te uznaje się za długoterminowe. Charakteryzując sposób zarządzania, należy podkreślić, że zakłada on ciągłe dostosowywanie się do aktualnych trendów rynkowych i wykorzystywanie krótkookresowych zmian cen. Dodatkowo wiele funduszy hedgingowych ustala wewnętrzne limity pojemności (maksymalną wysokość przyjmowanych do zarządzania aktywów), co pozwala skoncentrować się na poszukiwaniu najbardziej atrakcyjnych okazji pojawiających się na rynku inwestycji. Dzięki temu ich zarządców charakteryzuje większa elastyczność i mogą szybciej wykorzystywać sprzyjające okoliczności.

Kategoria	Fundusze hedgingowe	Klasyczne fundusze inwestycyjne
cel inwestycyjny	absolutna stopa zwrotu – dodatnia stopa zwrotu, bez względu na sytuację na rynkach finansowych (hossa, bessa)	rynkowa stopa zwrotu – wyniki odnosi się do benchmarku rynkowego
strategie	użycie dźwigni finansowej, krótkiej sprzedaży oraz innych strategii, aktywne zarządzanie	ograniczenia w stosowaniu ryzykownych strategii
rodzaj strategii	stosują dźwignię finansową i często strategie oparte na wykorzystaniu pochodnych	nie stosują dźwigni finansowej a instrumenty pochodne tylko w ograniczonym zakresie
ryzyko	wysokie zabezpieczenie przed ryzykiem rynkowym	podejmują ryzyko rynkowe
płynność	ograniczenia w inwestowaniu i wycofaniu się	duża płynność
marketing	dostęp do ograniczonego grona inwestorów	szeroki dostęp do rynku detalicznego
opłaty	od aktywów i zysków – administration fee, success fee	od aktywów
regulacje	brak prawodawstwa dedykowanego wyłącznie funduszom hedgingowym, działają na zasadach wskazanych funduszom zamkniętym	szczegółowe regulacje prawne
Barier wejścia/wyjścia	duże – wynikające z polityki funduszy	brak

Tab. 1. Różnice i podobieństwa funduszy hedge z tradycyjnymi funduszami inwestycyjnymi.
Źródło: opracowanie własne na podstawie K. Gabryelczyk, 2007, Nowe usługi finansowe.

Także sposób pobierania prowizji w funduszach typu hedge różni się od tego w zwykłych funduszach. Generalnie występują są dwa rodzaje wynagrodzeń płaconych managerom:

- za zarządzanie (*management fee/administrative fee*) – przeciętnie 1–4% wartości aktywów netto funduszu (2% jest jednak wielkością standardową). *Management fees* liczone są zwykle w skali roku, a wypłacane miesięcznie,
- zależne od wyników (*success fee/performance fee*) – przeciętnie 20% z zysku, ale skala wynagrodzeń zależnych od wyników może się różnić w zależności od funduszu.

Prowizja od wyników może być pobierana na trzy sposoby:

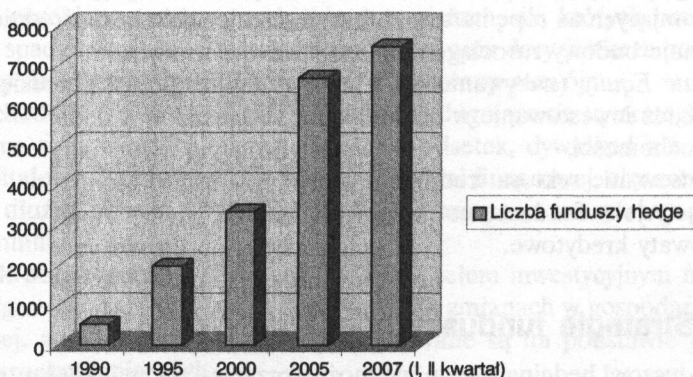
- a) w pierwszym przypadku, prowizja pobierana jest od zysków wypracowanych przez fundusz,
- b) drugi sposób, zwany z ang. *high water marks*, jest bardzo ciekawy i korzystniejszy dla inwestora. Polega on na tym, że manager nie pobiera prowizji dopóki aktywa nie osiągną wyższego (a zarazem najwyższego) poziomu od tego, który został wcześniej ustanowiony.
- c) trzeci i zarazem ostatni sposób pobierania prowizji to z ang. *hurdle rate* – w tym przypadku fundusz ustala sobie benchmark (np. 15%). Jeśli

w ciągu roku fundusz wypracuje zysk na wyższym poziomie niż ustalony benchmark, to wtedy prowizja jest pobierana od zysku, który wypracował (Gabryelczyk 2006).

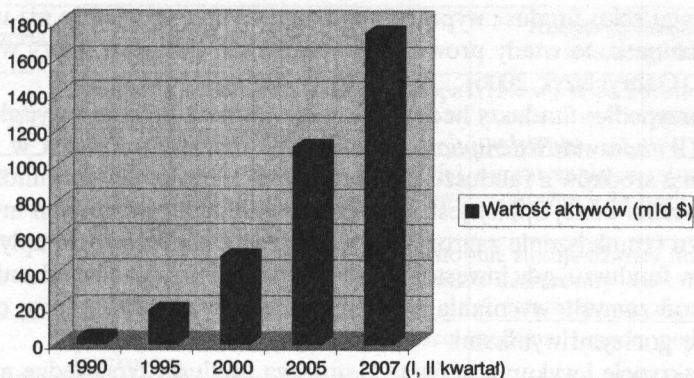
W przypadku funduszy hedge występuje również opłata za wyjście z funduszu (*Withdrawal/Redemption fee/Surrender charge*), wnoszona w sytuacji wycofania środków z funduszu przed upływem określonego terminu. Celem ustanowienia takiej opłaty jest zabezpieczenie długoterminowych inwestycji funduszu (zmniejszenie zagrożenia związanego z koniecznością upłynnienia aktywów funduszu, gdy inwestor zechce się wycofać) oraz odwieśdzenie inwestorów od zamysłu wycofania się z funduszu w przypadku okresu cechującego się gorszymi wynikami.

Subskrypcje i wykup tytułów uczestnictwa funduszy typu hedge ma miejsce w cyklach kwartalnych lub miesięcznych. Na przykład polskie fundusze hedgingowe z serii Superfund SFIO możemy nabyć raz w tygodniu, a odkupić raz na miesiąc. Jednak nie w dowolnym dniu, lecz w pierwszym dniu roboczym miesiąca. Zlecenie takie musimy złożyć nie później niż 7 dni przed terminem. Co więcej, omawiane fundusze mogą zastrzec sobie prawo do zawieszenia wykupu w wyjątkowych okolicznościach.

W przeciwieństwie do typowych funduszy inwestycyjnych, fundusze typu hedge zlokalizowane są najczęściej w strefach przy brzegowych (*offshore*). Amerykańskie Wschodnie Wybrzeże (East Coast) – głównie Nowy Jork oraz Złote Wybrzeże (Gold Coast) z miastami takimi jak Stamford czy Greenwich są przodującymi lokalizacjami w kwestii ilości pracujących tam fund managerów – ich liczba dwukrotnie przewyższa liczbę fund managerów pracujących w drugim pod względem wielkości centrum funduszy hedge – Londynie. Biorąc pod uwagę ogromną ilość funduszy hedge pochodzących właśnie ze Stanów Zjednoczonych, proporcja ta nie powinna zaskakiwać.



Rys. 1. Liczba funduszy hedge w latach 1990-2007. Źródło: opracowanie własne na podstawie: Hedge Fund Research INC, Investment Company Institute 2007.



Rys. 2. Wartość aktywów funduszy hedge w latach 1990-2007. Źródło: opracowanie własne na podstawie: Hedge Fund Research INC, Investment Company Institute 2007.

Z kolei najważniejszym centrum zarządzania funduszami hedge obszaru Azja-Pacyfik była Australia, z ulokowaną tu przeszło jedną czwartą ze 140 mld USD aktywów ulokowanych na całym obszarze Azja-Pacyfik w 2006 roku¹.

Liczba funduszy typu hedge rosną znacząco w ostatnich latach, jednak wartość ich aktywów znacznie mniej. Dla porównania w 2006 roku wartość aktywów wynosiła dla:

- tradycyjnych funduszy inwestycyjnych: 10,4 bln USD,
- giełda w Nowym Yorku: 15,4 bln USD,
- światowa wymiana walutowa: 44 bln USD².

W ostatnich latach fundusze hedgingowe zwracają się ku nowym obszarom inwestycji alternatywnych. Zaliczyć należy do nich przede wszystkim następujące sektory (Mazurek 2007):

- energetyka (wykorzystanie kontraktów, spreadów opcyjnych i swapów opiewających na ropę naftową lub energię, ale także bezpośrednie finansowanie budowy rurociągów naftowych i elektrowni),
- *Private Equity* (nabywanie udziałów i restrukturyzacja przedsiębiorstw bądź też inwestowanie w trudne wierzycelności),
- nieruchomości,
- finansowanie sektora średnich przedsiębiorstw,
- inwestycje w fundusze notowane na giełdach,
- derywaty kredytowe.

3. Strategie funduszy hedgingowych

Funduszowi hedgingowemu nie można przypisać jednej, konkretnej strategii inwestowania. Większość funduszy tego typu działa w oparciu o różne strategie, szukając swojej szansy wszędzie tam, gdzie pojawia się okazja do uzyskania wysokich stóp zwrotu.

Ze względu na tak dużą różnorodność strategii trudno jest stworzyć klasyfikację, która obejmowałaby wszystkie ich rodzaje. Jedną z propozycji jest systematyzacja stosowana przez firmę VAN Hedge Fund Advisors, LLC z Nashville, USA.

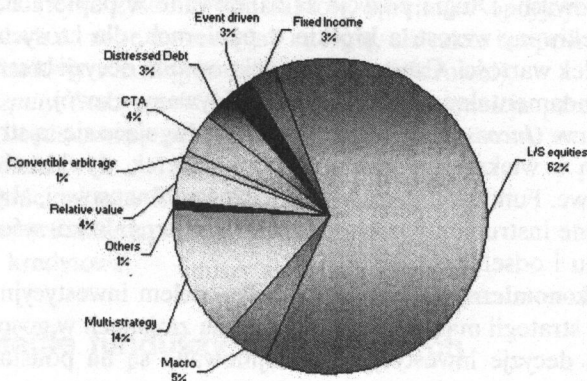
W odniesieniu do funduszy typu hedge wyróżnia ona 11 podstawowych strategii inwestycyjnych:

- a) **Agresywny wzrost (*Aggressive Growth*)** – fundusze hedgingowe agresywnego wzrostu inwestują głównie na rynku kapitałowym, wybierając spółki o dużym potencjale wzrostowym.
- b) **Nie płynne aktywa (*Distressed Assets*)** – fundusze hedge przyjmujące tą strategię szukają zysków w akcjach, długu lub wierzytelnościach handlowych przedsiębiorstw niedocenianych przez rynek (*undervalued*), jak również tych, które przechodzą proces restrukturyzacji, są w stanie likwidacji lub bankrutują. Zyski pochodzą z braku zrozumienia prawdziwej wartości mocno przecenionego długu. Typowa strategia opiera się na kupnie długu takiej firmy po zdyskontowanej cenie, przetrzymanie aktywów przez cały okres restrukturyzacji i sprzedaż ich w momencie, kiedy ich wartość ponownie wzrośnie. Zyski w wypadku tej strategii nie są związane z bieżącą koniunkturą rynkową.
- c) **Rynki wschodzące (*Emerging Markets*)** – strategia ta opiera się na inwestowaniu na rynku kapitałowym, dłużnym bądź walutowym w krajach zaliczanych do gospodarek rozwijających się. Rynki te charakteryzują się wyższymi stopami inflacji i wysoką zmiennością stóp zwrotu.
- d) **Fundusze Funduszy (*Fund of Hedge Funds*)** – strategia ta polega tym, że fundusze zajmują się głównie inwestowaniem swoich aktywów w jednostki uczestnictwa funduszy typu hedge.
- e) **Equity market neutral (*Neutralny rynek akcji*)** – zarządzający inwestuje podobną ilość kapitału w długą i krótką pozycję w udziałowych papierach wartościowych. Długie pozycje są zajmowane w papierach, dla których jest oczekiwany wzrost, a krótkie w papierach, dla których oczekiwany jest spadek wartości. Często przy podejmowaniu decyzji bierze pod uwagę dane fundamentalne spółki i jej przewidywany rozwój.
- f) **Dochodowe (*Income*)** – fundusze hedge posługujące się tą strategią nastawione są w większej mierze na zyski z odsetek, dywidend niż na zyski kapitałowe. Fundusze te korzystają z dźwigni finansowej, aby nabyć akcje lub dłużne instrumenty pochodne w celu czerpania korzyści z aprecjacji nominału i odsetek.
- g) **Makroekonomiczne (*Macro or Global*)** – celem inwestycyjnym funduszy hedge o strategii makro jest zarabianie na zmianach w gospodarce światowej, a decyzje inwestycyjne podejmowane są na podstawie prognoz makroekonomicznych.
- h) **Arbitrażowe (*Arbitrage*)** – fundusze hedge posługujące się strategią arbitrażową wykorzystują nieefektywności rynku. Ich strategię opierają się na równoważeniu swoich pozycji, często przez różne aktywa tego samego

emitenta. Najbardziej rozpowszechnionym przykładem może być jednocześnie kupno i sprzedaż akcji tej samej firmy na dwu różnych rynkach (przy dual listingu) czy też kupno obligacji przedsiębiorstwa przy jednoczesnym zabezpieczeniu poprzez rynek kredytowych instrumentów pochodnych.

- i) **Mieszane (Multi)** – podejście inwestycyjne funduszy hedge o strategii mieszanej charakteryzuje się brakiem przywiązania i specjalizacji w jednej strategii. Fundusze te wykorzystują jednocześnie różne strategie w celu osiągnięcia krótko- i długoterminowych celów. Dywersyfikacja ryzyka odbywa się na poziomie różnych zapadalności instrumentów w portfelu. Często wykorzystywane są tu automatyczne systemy transakcyjne i analiza techniczna.
- j) **Krótką sprzedaż (Short Only/Short Sell)** – fundusze posługujące się tą strategią aktywa, które w ocenie zarządzających są przewartościowane, sprzedają na krótko oczekując, że w przyszłości będą w stanie nabyć je na rynku po niższej cenie.
- k) **Zdarzeniowe (Event Driven)** – fundusze *hedge event driver* inwestują na rynkach w momentach wystąpienia niecodziennych sytuacji: przejęć, fuzji, wrogich przejęć reorganizacji, wykupu lewarowanego. Fundusze wykorzystujące ową strategię potrafią przez parę tygodni lub nawet miesięcy inwestować pieniądze na bezpiecznym i bardzo płynnym rynku pieniężnym (lokaty, krótkoterminowe papiery wartościowe) po to, by w przypadku wystąpienia niecodziennej sytuacji zaangażować większość środków w jedną lub kilka inwestycji (New World Alternative Investment 2007).

Rys. 3. przedstawia procentowy rozkład poszczególnych typów strategii.



Rys. 3. Udział strategii inwestycyjnych w portfelach funduszy hedgingowych. Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.bestwaytoinvest.com>

4. Ryzyko i stopy zwrotu osiągnane przez fundusze hedgingowe

Celem strategii stosowanych przez fundusze inwestycyjne jest osiągnięcie rynkowej stopy zwrotu, co wynika z pasywnego sposobu zarządzania przez fundusze klasyczne, lub dążenie do okresowego osiągania ponadprzeciętnej stopy zwrotu (ponad benchmark rynkowy), jak jest w przypadku aktywnego zarządzania funduszy hedgingowych. Jednym z częstych elementów strategii hedgingowych jest zabezpieczenie się przed ryzykiem rynkowym. Dlatego zmienność stóp zwrotu osiąganych ze strategii alternatywnych jest słabo skorelowana ze zmiennością stóp zwrotu portfeli rynkowych.

Należy zaznaczyć, że statystyki dotyczące stóp zwrotu oraz ryzyka podejmowanego przez fundusze hedgingowe nie są przejrzyste podawane do publicznej wiadomości. Fundusze te z racji braku obowiązku legislacyjnego podawania do publicznej wiadomości takich wiadomości robią to rzadko lub pokazują wyłącznie dobre wyniki. Dlatego analiza dokonana została tylko na podstawie dostępnych danych.

Stopy zwrotu uzyskiwane przez fundusze hedgingowe w ciągu ostatnich lat pokazują wysoką efektywność ich działania. Z danych historycznych wynika, że stopy zwrotu funduszy hedgingowych znacznie przewyższały indeksy oparte na akcjach. W latach 1988–2005 średnia roczna stopa zwrotu całego sektora kształtowała się na poziomie 15,7% i była wyższa od stopy zwrotu uzyskiwanej z inwestycji w akcje (wskaźnik S&P500 zyskiwał rocznie w tym okresie 12%, zaś MSCI World Equity Index 6,8%). Wyniki roku 2007 także potwierdzają tę tendencję – w 2007 roku fundusze hedgingowe zyskały średnio 11,2%. Dla porównania, w tym samym okresie indeks S&P500 zyskał 5,5%, zaś MSCI World Equity 7,1%. Najlepsze wyniki w ostatnim okresie przynosiła strategia oparta na inwestowaniu w rynki wschodzące (*Emerging Markets*). Dobre wyniki uzyskują także zarządzający wykorzystujący okazje inwestycyjne (*Opportunistic*) oraz oparte na inwestowaniu w wartość wewnętrzną spółek (*Value*). W tabeli poniżej przedstawione są średnie stopy zwrotu funduszy hedgingowych w zależności od stosowanej strategii oraz ryzyko liczone odchyleniem standardowym w porównaniu do tych samych miar uzyskiwanych przez benchmarki rynkowe akcji (MSCI World Equity Index, S&P 500 Index) w latach 1988-2005.

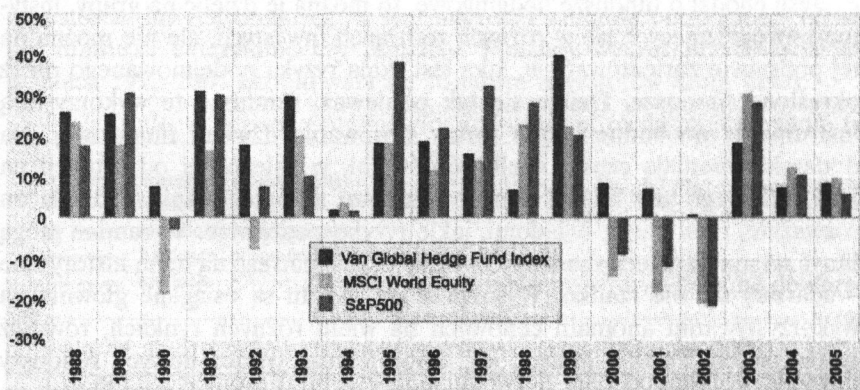
Dane z tabeli 2. pokazują, że nie wszystkie strategie podejmowane przez fundusze hedgingowe przynosiły stopy zwrotu wyższe od rynkowych, jak również zmienność tychże stóp była w niektórych przypadkach wysoka (jak w strategii *Short Selling*, *Futures*, *Aggressive Growth* w latach 2001–2005). Wskaźnik stopy zwrotu do ryzyka pokazuje, że najlepszą strategią okazała się *Equity Market Neutral* oraz strategię z grupy *Event Driver*. Jednakże były również strategie, dla których wskaźnik ten kształtował się na poziomie poniżej indeksu Van Global Hedge Fund Index – 1,6. O wysokim potencjale omawianego rynku świadczy wysoka wartość współczynnika Sharpe'a –

Strategia	Roczne stopy zwrotu			Zmienność 2001–2005	Stopa zwrotu/ ryzyko
	1988–2005	2001–2005	2005		
Market Neutral Group	14,9%	7,4%	5,2%	2,4%	3,1
Equity Market Neutral	14,8%	7,4%	7,1%	2,3%	3,2
Event-Driven	17,0%	9,4%	7,3%	4,6%	2,0
Distressed Securities	18,2%	14,9%	9,6%	4,6%	3,2
Merger Arbitrage	5,0%	3,5%	5,6%	2,1%	1,7
Special Situations	16,8%	6,8%	6,2%	5,3%	1,3
Market Neutral Arbitrage	12,5%	6,2%	3,1%	2,0%	3,1
Convertible Arbitrage	10,5%	7,2%	-1,7%	4,1%	1,8
Fixed Income Arbitrage	6,4%	8,2%	6,0%	1,9%	4,3
Statistical Arbitrage	3,8%	5,6%	4,7%	3,5%	1,6
Long/Short Equity Group	16,7%	7,9%	10,9%	7,0%	1,1
Aggressive Growth	16,9%	2,7%	8,5%	10,8%	0,3
Opportunistic	19,3%	9,5%	13,4%	6,3%	1,5
Short Selling	1,4%	1,0%	3,7%	14,3%	0,1
Value	16,6%	9,9%	11,6%	8,4%	1,2
Directional Trading Group	17,1%	7,5%	4,6%	6,8%	1,1
Futures	17,1%	9,5%	2,8%	12,2%	0,8
Macro	16,0%	6,0%	8,6%	4,7%	1,3
Market Timing	15,3%	3,6%	0,9%	5,2%	0,7
Specialty Strategies Group	14,5%	12,1%	12,0%	7,6%	1,6
Emerging Markets	16,8%	15,7%	16,8%	11,4%	1,4
Income	9,9%	8,6%	6,4%	2,3%	3,7
Multi-Strategy	14,5%	6,9%	7,2%	6,5%	1,1
Benchmarks					
Van Global Hedge Fund Index	15,7%	7,9%	8,4%	4,9%	1,6
MSCI World Equity Index	6,8%	0,9%	9,5%	9,8%	
S&P 500 Index	12,0%	0,5%	4,9%	14,9%	

Tab. 2. Wyniki funduszy hedgingowych w latach 1988–2005. Źródło: opracowanie własne na podstawie danych VAN Hedge Fund Advisors, LLC z Nashville, USA. <http://cfo.cxo.pl> (numer 5/2006).

obliczony za okres 18 lat współczynnik Sharpe'a dla funduszy hedgingowych osiągnął wartość 1,6. Wskaźnik ten w tym samym czasie dla funduszy powierniczych wyniósł 0,6, a dla MSCI World Equity Index 0,3 (Mazurek 2006).

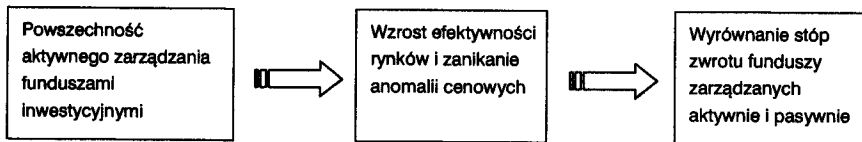
Analizując stopy zwrotu uzyskiwane przez fundusze hedgingowe, możemy zauważyć, iż w okresach hossy osiągają one mniejszy zysk niż rynek akcji, lecz w czasie bessy tracą mniej niż akcje. Wynika to z dążenia do utrzymania stabilnej stopy zwrotu, aby zagwarantować premię dla zarządzającego. Odporność na spadki wartości indeksów akcyjnych wynika także ze stosowania strategii o niskiej korelacji z rynkiem akcji oraz stosowania gry na spreadach polegającej na zawieraniu transakcji przeciwstawnych oraz krótkiej sprzedaży (Wojtaszek) Potwierdzenie tego znaleźć możemy na rys. 4.



Rys. 4. Stopy zwrotu funduszy hedge na tle benchmarków rynkowych w latach 1988-2005. Źródło: opracowanie na podstawie Mazurek, J., 2006, Kierunki rozwoju funduszy hedgingowych, www.skarbiec.biz.

Dlaczego funduszom typu hedge udaje się „pobić” rynek i osiągnąć ponadprzeciętne zyski? Jest to możliwe, ponieważ w odróżnieniu od założeń hipotezy efektywności rynku w świecie rzeczywistym rozeznanie sytuacji na rynku jest różne w przypadku inwestorów. Im więcej dany fundusz poświęca czasu i środków na analizowanie informacji o spółkach giełdowych, tym większe prawdopodobieństwo, że znajdzie na rynku papiery wartościowe, które są niedoszacowane. Zatem można je tanio kupić i drogo sprzedać, zanim rynek wyrówna ich ceny, zgodnie z wartością fundamentalną. Fundusz aktywnie zarządzany może osiągnąć stopę zwrotu wyższą od rynkowej w sytuacji, gdy większość jego decyzji okaże się trafna mimo losowego charakteru zmian cen na rynku finansowym. Zdarza się tak wówczas, gdy zarządzający portfelem znajdzie na rynku „niszę efektywności” w postaci anomalii cenowej, którą uda się wykorzystać. Możliwości te jednak szybko się kończą,

przyczyną są coraz bardziej efektywne rynki finansowe, zgodnie z rys. 5. (Sławiński 2006: 90–91).



Rys. 5. Przyczyny wyrównywania się stóp zwrotu osiągniętych przez fundusze zarządzane aktywnie i pasywnie. Źródło: opracowanie własne na podstawie Sławiński, A., 2006, *Rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.

Jeśli chodzi o fundusze hedgingowe, to można je dzielić na grupy, instytucji specjalizujących się w różnych rodzajach inwestycji, ale nie można na tej podstawie zorientować się, jaka jest skala ryzyka podejmowanego przez określone fundusze. Dzieje się tak ponieważ, fundusze te wykorzystują instrumenty pochodne i inne formy stosowania dźwigni finansowej. Na dodatek zmieniają często wielkość dźwigni, w zależności od sytuacji na rynku. Dlatego gdy klienci danego funduszu są przekonani, że działa on rozsądnie, i tak nie są świadomi, jakie ryzyko podejmuje. W zamian mogą liczyć na ponadprzeciętne stopy zwrotu, jakie – patrząc na dane historyczne – zdarzały się nie rzadko. Wysokie stopy zwrotu są osiągane głównie na wykorzystywaniu anomalii cenowych na wielu różnych rynkach, również surowcowych. Pytanie jednak, jak długo jeszcze tysiące nowych funduszy będzie w stanie znajdować ciągle atrakcyjne anomalie, by oferować klientom tak spektakularne zyski? (Loeys 2004).

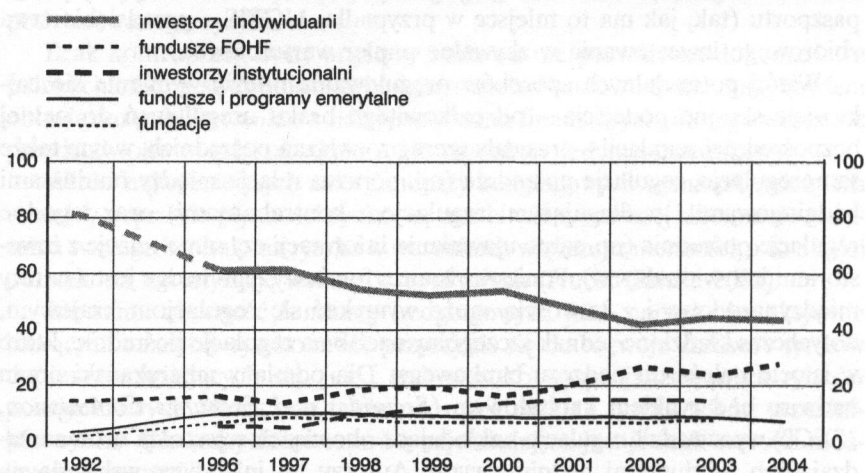
Oczywiście, w przypadku indeksów rynku polskiego trudno mówić tu o porównywalności, tym bardziej, że fundusze hedgingowe ujęte w ramach indeksu Van Global Hedge Fund Index raczej nie inwestują w Polsce. W Polsce mamy do czynienia tak naprawdę z jednym funduszem stricte typu hedge, a jest nim Superfund. Ponadto istnieją dwa fundusze realizujące podobną strategię: Opera TFI i Investors TFI. Lokują one swoje środki między innymi w surowcach, walutach, instrumentach pochodnych (Szweda 2008).

5. Podmioty współpracujące i inwestujące w fundusze hedgingowe

Strategie inwestycyjne funduszy zakładają zawieranie bardzo dużej liczby transakcji, wymagają przez to silnego wsparcia operacyjnego, usług brokerskich i finansowych ze strony banków i firm specjalizujących się obrotem papierami wartościowymi, które świadczą usługi brokerskie oraz inne usługi specjalistyczne na rzecz funduszy hedgingowych i innych dużych klientów instytucjonalnych.

Jedną z przyczyn stałego wzrostu w ostatnich latach liczby funduszy hedgingowych były kłopoty banków, które sprzedając coraz mniejszą liczbę kredytów (w wyniku rozwoju rynku obligacji korporacyjnych), poszukiwały nowych źródeł przychodów. Zwiększały zatem liczbę transakcji zawieranych bezpośrednio na rynkach finansowych, to jednak wiązało się ze zbyt dużym ryzykiem i wymagało utrzymywania znacznych kapitałów własnych. Dlatego banki zaczęły zwiększać swoje zaangażowanie na rynkach kapitałowych pośrednio poprzez fundusze hedgingowe.

Jeszcze na początku i w połowie lat dziewięćdziesiątych klientami funduszy typu hedge byli prawie wyłącznie zamożni inwestorzy indywidualni (*high net worth individuals*). Głównie ze względu na wysokie wymogi kapitałowe. Minimalna kwota wymagana przy rozpoczęciu inwestycji w fundusze hedgingowe wynosi 250 tys. dolarów. Trend ten jednak cały czas ulega zmianie. Obecnie fundusze te są w dużym stopniu obiektem zainteresowania także inwestorów instytucjonalnych, w tym instytucji zaufania publicznego, takich jak fundusze emerytalne czy fundacje. Poniższy wykres przedstawia jak w latach 1992–2004 kształtowała się struktura inwestorów *hedge funds*.



FOHF – funds of hedge funds, fundusze funduszy hedgingowych.

Rys. 6. Struktura inwestorów funduszy hedgingowych w latach 1992–2005 (%). Źródło: Zalewski, G., *Klienci funduszy hedge*, Portal Inwestycji Alternatywnych, www.aii.pl, 26.04.2005.

Warto zwrócić uwagę także na wysoką obecnie pozycję funduszy FOHF (*funds of hedge funds*). Fundusze funduszy hedgingowych inwestują w szereg różnych funduszy hedgingowych. Oczekuje się od nich niższej zmienności i atrakcyjnej stopy zwrotu skorygowanej o ryzyko ze względu na większe zróżnicowanie. Fundusze funduszy są także bardziej dostępne dla mniej

zamożnych klientów, obniżają bowiem kwotę pierwszego wkładu (i to nawet dziesięciokrotnie). Ich popularność bierze się również z faktu, iż nawet inwestorzy instytucjonalni wolą polegać często na ich doświadczeniu i odnosić korzyści z bardziej zróżnicowanego portfela. Utrzymując oprócz portfela rynkowego (głównego), który często jest zarządzany pasywnie, również udziały w funduszach hedgingowych tzw. portfele satelity (Amenc 2004: 64).

6. Regulacje prawne rynku funduszy hedgingowych

Rosnący udział funduszy hedgingowych w rynku kapitałowym i obawy związane z ich transparentnością od dłuższego już czasu wywołują próby szczegółowego uregulowania działalności tych podmiotów. Za wprowadzeniem regulacji dedykowanych tym funduszom przemawiają przede wszystkim: stabilność finansowa, ochrona inwestorów i integralność rynku. Czasami wymieniany jest jeszcze czwarty argument, mówiący, że wprowadzenie jednolitego (choć łagodnego) reżimu regulacyjnego sprzyjałoby integracji rynku (Hucik-Gaicka 2006). Argument ten podniesiono w debacie nad ewentualnym wprowadzeniem w odniesieniu do funduszy hedgingowych przepisów na szczeblu unijnym umożliwiających im korzystanie z zasady wspólnego paszportu (tak, jak ma to miejsce w przypadku UCTIS – przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papier wartościowe).

Wśród potencjalnych sposobów uregulowania branży wymienia się całkowicie skrajne podejścia – od całkowitego braku uregulowań do pełnej bezpośredniej regulacji – oraz cały szereg rozwiązań pośrednich, w tym także samoregulacje, regulacje pośrednie (np. poprzez relacje między funduszami hedgingowymi i podlegającymi regulacjom kontrahentami) oraz łagodne regulacje pośrednie (np. samo ujawnianie informacji czy same relacje z inwestorami indywidualnymi). Ponieważ branża funduszy typu hedge jest z natury międzynarodowa i z łatwością może wymykać się regulacjom krajowym, dotychczas kładziono jednak szczególny nacisk na regulacje pośrednie, które w istocie należą do nadzoru bankowego. Dla odmiany amerykański organ nadzoru nad rynkiem kapitałowym (*Securities and Exchange Commission*, „SEC”) wprowadził regulacje nakładające obowiązek rejestracji osób zarządzających funduszami hedgingowymi. Autorzy tej inicjatywy wskazują na następujące korzyści wynikające z takiej rejestracji: kontrola i weryfikacja wiedzy zarządzających, możliwość zbierania przez SEC pełnych informacji o działalności zarządzających, nałożenie na zarządzających obowiązku udostępniania inwestorom informacji dotyczących konfliktów interesów oraz określenie minimalnej wartości inwestycji bezpośredniej, od której zarządzający ma prawo pobierać prowizję od zysku (Mazurek 2007).

W Unii Europejskiej w chwili obecnej brak jest wspólnego reżimu regulacyjnego dotyczącego konkretnie funduszy hedgingowych i zarządzających tymi funduszami, niektóre kraje wprowadzają za to własne przepisy. Francja, Niemcy, Włochy, Hiszpania, Irlandia oraz Luksemburg wprowadziły

krajowe przepisy skupiające się głównie na ochronie inwestorów, ale różniące się między sobą pod względem sposobu rozprawdzania jednostek tychże funduszy, ograniczeń subskrypcyjnych, zasad dotyczących zarządzania środkami oraz wymagań co do ujawniania informacji. Przeszkodą dla bezpośredniego uregulowania działalności funduszy hedgingowych jest jednak niewątpliwie globalny charakter tej branży oraz możliwość przeniesienia siedziby funduszu do innego państwa, aby nie podlegać przepisom krajowym (Kupiecka 2005).

7. Wnioski końcowe

Fundusze hedgingowe przeżywają cały czas okres rozkwitu. Przy wysokich stopach zwrotu, jakie osiągają, mogą pozwolić sobie na niepublikowanie informacji, jakie ryzyko jest z nimi związane. Klienci z reguły ograniczają się do nadziei, że i oni osiągną ponadprzeciętne zyski. Wydaje się jednak, że z czasem osiąganę przez fundusze hedge stopy zwrotu nie będą różniły się od tych tradycyjnych. Wynika to z rosnącej konkurencji między nimi i efektywności rynku. Również instytucje nadzorcze inwestorów instytucjonalnych, którzy mają tam udziały, będą wymagały ujawnienia informacji o wielkości podejmowanego ryzyka.

Brak kontroli ze strony organów nadzoru nie pozwala na dokonanie tu pełnej charakterystyki funduszy hedgingowych. Fundusze te nie mają bowiem obowiązku publikowania swoich sprawozdań finansowych, dlatego wszystkie przedstawione w artykule dane mają charakter jedynie szacunkowy.

Wśród najważniejszych zalet funduszy hedgingowych wymienić należy ich udział w poprawie płynności rynku, są one bowiem bardziej skłonne do narażania swojego kapitału na ryzyko w warunkach większej zmienności, a to z kolei pozwala na amortyzację wstrząsów rynkowych (Hucik-Gaicka 2006).

Już sama obecność funduszy hedgingowych jako podmiotów aktywnie biorących na siebie ryzyko może przyczynić się do rozwoju zarówno rynków dopiero rozwijających się, jak i tych wysoko wyspecjalizowanych rynków pozagiełdowych. Mogą one także poprawić rozkład ryzyka wśród uczestników rynku. Dla samych inwestorów najważniejsza jest jednak szeroka możliwość dywersyfikacji.

Zdecydowanie częściej mówi się jednak o zagrożeniach związanych z działalnością funduszy hedgingowych niż o ich zaletach. Fundusze hedgingowe silnie oddziałują na funkcjonowanie rynków finansowych i banków, a za ich pośrednictwem mogą destabilizować cały sektor finansowy. Bez odpowiednich rezerw i możliwości zaciągnięcia pożyczek zastosowanie dźwigni i podejmowanie ryzyka rynkowego może spowodować, że fundusz nie będzie w stanie uzupełnić depozytu zabezpieczającego i wywiązać się ze swoich zobowiązań. Ponadto, w sytuacji gwałtownych zmian warunków rynkowych, likwidując swoje ekspozycje fundusze hedgingowe, mogą wpływać na cenę walorów, a przez to i na stabilność rynków.

Informacje o autorce

Dr Renata Karkowska – adiunkt w Zakładzie Bankowości i Rynków Finansowych Wydziału Zarządzania UW. E-mail: renata.karkowska@wp.pl.

Przypisy

- ¹ Dane pochodzą ze strony internetowej www.wikipedia.pl, hasło „Hedge Fund” (fragment „Hedge fund management worldwide”), http://en.wikipedia.org/wiki/Hedge_fund.
- ² Dane pochodzą z raportu Hedge Fund Research INC, Investment Company Institute 2007.

Bibliografia

- Amenc, N., Malaise, L. i L. Martellini. 2004, Revisiting Core-Satellite Investing. *The Journal of Portfolio management*, nr 3/2004.
- Biuletyn Miesięczny Europejskiego Banku Centralnego*. 2006. Fundusze hedgingowe: rozwój i implikacje prawne, styczeń.
- Brodzka, A. 2006, *Fundusze hedgingowe: alternatywne możliwości inwestowania*, www.aip.pl.
- Gabryelczyk, K. 2006. *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Kraków: Wolters Kluwer.
- Gabryelczyk, K. i U. Ziarko-Siwiek. 2007. *Inwestycje finansowe*, Warszawa: Wydawnictwo: CEDEWU.
- Gabryelczyk, K. 2007. *Nowe usługi finansowe*, Warszawa: Wydawnictwo: CEDEWU.
- Garbaravicius, T. i F. Dierick. 2005. Hedge funds and their implications for stability. *ECB: Occasion Paper*, sierpień.
- Hucik-Gaicka, S. 2006. *Rozwój branży funduszy hedgingowych – regulacje*, www.aii.pl.
- <http://euro.bankier.pl>. 2007. *Hexus Capital Management – Fundusze hedgingowe, czyli jak dziś zarabiać duże pieniądze?*
- Kossowski, M. 2007. *Więcej funduszy hedge na polskim rynku*, www.aii.pl.
- Kupiecka, E. 2005. Regulować czy nie regulować. *Gazeta Giełdy Parkiet*, 02.07.2005.
- Loeys, J. i L. Bransolet. 2004. *Have Hedge Funds Eroded Market Opportunities?* Londyn: J.P. Morgan.
- Mazurek, J. 2006. *Kierunki rozwoju funduszy hedgingowych*, www.skarbiec.biz.
- Mazurek, J. 2007. *Nadzór nad funduszami hedgingowymi i regulacje prawne*, www.skarbiec.biz.
- New World Alternative Investment 2007*. 2008, styczeń.
- Ślawiński, A. 2006. *Rynki finansowe*, Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Szeląg, T. 2003. *Hedging w teorii i praktyce*, Wrocław: Wydawnictwo przecinek.
- Szulec, P. 2007. *Fundusze hedgingowe: wyższe zyski, niższe ryzyko?* www.bankier.pl.
- Szweda, E. 2008. Nieszczelne ogrodzenie. *Manager Magazin*, nr 5 (40).
- The Economist. 2005. *Hedge Funds. Too Clever by Half*, 14 maja.
- Van Hedge Fund Advisors International, *Van Hedge Fund Indices – Global U.S. and Worldwide Hedge Fund Demand Outstripping Capacity?*, August 2005.
- Wojtaszek, J. *Co to są fundusze hedgingowe*, www.nbporta.pl.
- Zalewski, G. 2005. *Klienci funduszy hedge, Portal Inwestycji Alternatywnych*, www.aii.pl, 26.04.2005.