Małgorzata Mikita
Wyższa Szkoła Handlu i Prawa im. R. Łazarskiego w Warszawie

ZYSKI FUNDUSZY HEDGINGOWYCH A KONIUNKTURA GOSPODARCZA

Wstęp

W lipcu 2007 r. gospodarka Stanów Zjednoczonych stanęła w obliczu kryzysu finansowego. Skutki kryzysu odczuwalne są na całym świecie. Wiele instytucji finansowych poniosło dotkliwe straty. Wśród nich znajdują się m.in. fundusze hedgingowe.

Zarządzający funduszami hedgingowymi podkreślają, że podstawową zaletą funduszy hedgingowych jest osiąganie zysków niezależnie od koniunktury rynkowej, co oznaczałoby, że fundusze te osiągają zyski również w czasie kryzysów. Niestety, dane statystyczne dotyczące rynku funduszy hedgingowych nie potwierdzają powyższej tezy. W 2008 r. fundusze hedgingowe poniosły straty. Wiele z nich upadło.

Podstawowym celem artykułu jest weryfikacja tezy, że fundusze hedgingowe osiągają zyski niezależnie od koniunktury gospodarczej.

Weryfikacji powyższej tezy dokonano na podstawie analizy danych statystycznych ukazujących sytuację na rynku funduszy hedgingowych na świecie. Główną uwagę zwrócono na 2008 r. obrazujący zmianę sytuacji na rynku funduszy hedgingowych.

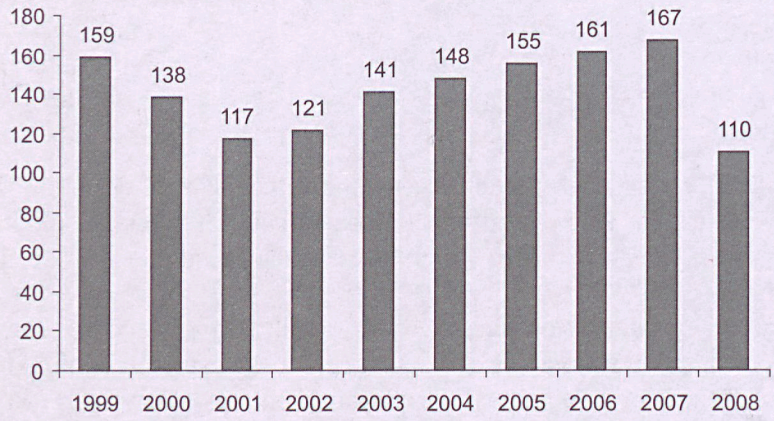
W artykule wykorzystano dane statystyczne dotyczące rynku funduszy hedgingowych publikowane przez International Financial Services London (IFSL).

1. Fundusze hedgingowe – istota działania

Fundusze hedgingowe należą do grupy funduszy inwestycyjnych. W odróżnieniu jednak od tradycyjnych funduszy (inwestujących w akcje czy obligacje) mają dużo większe możliwości w zakresie wyboru instrumentów oraz strategii inwestycyjnych..

Dzieje się tak ze względu na niewielki stopień regulacji prawnych odnoszących się do tego sektora.

Fundusze hedgingowe nie podlegają przepisom dotyczącym funduszy zbiorowego inwestowania. Brak jest wymogu ich rejestracji w organach nadzoru finansowego. Nie są zobligowane do ujawniania informacji dotyczących sposobu prowadzenia działalności, jak również osiąganych wyników. Fundusze hedgingowe mogą stosować wysoką dźwignię finansową, niedozwoloną dla innych funduszy. Z danych IFSL wynika, że w latach 1999–2008 średnia wysokość dźwigni finansowej stosowanej przez fundusze hedgingowe w poszczególnych latach wahała się od 110 do 167% aktywów (rys. 1).



Rysunek 1. Średnia wysokość dźwigni finansowej wykorzystywanej przez fundusze hedgingowe na świecie (w %)

Źródło: IFSL Research (2009)

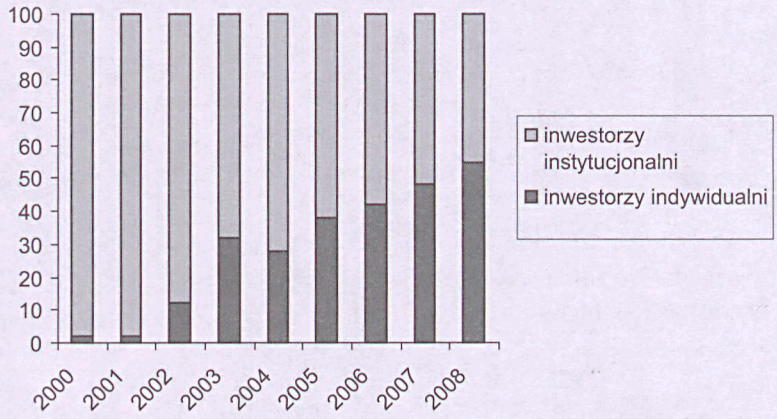
Fundusze hedgingowe mogą wykorzystywać strategię tzw. krótkiej sprzedaży, tj. sprzedaży aktywów, których nie posiadają. Stosowanie krótkiej sprzedaży jest możliwe ze względu na odroczenie terminu zawarcia transakcji w stosunku do czasu, w którym jest ona rozliczana. Fundusze hedgingowe sprzedają aktywa, których nie posiadają, ale planują nabyć w przyszłości, przed upływem terminu, w którym zobowiązały się do ich odsprzedaży.

Duża swoboda w zakresie działania stwarza funduszom hedgingowym szanse na osiąganie zysków w dowolnych warunkach, także w warunkach dekoniunktury. Niemniej jednak nie stwarza pewności, że tak się stanie. Zależy to bowiem w dużej mierze od zdolności zarządzających funduszem hedgingowym w zakresie podejmowania dobrych decyzji inwestycyjnych (dobrych, czyli zapewniających zyski), jak również od przyjętej strategii inwestycyjnej. Fundusze hedgingowe stosują ponad 30 różnych strategii inwestycyjnych (Bottern 2007). Część z nich opiera się na analizie trendów rynkowych (tzw. strategie trendu rynkowego – *market trend/*

directional strategies), część to strategie polegające na szukaniu tzw. okazji, czyli instrumentów finansowych, które zostały źle wycenione (tzw. strategie okazyjne – *event-driven strategies*), część to strategie arbitrażowe (*arbitrage strategies*), czyli strategie, które zakładają wykorzystywanie różnic w wycenie podobnych instrumentów finansowych (Ferguson i Laster 2007).

Fundusze hedgingowe inwestują na rynku finansowym, jak również na rynku towarowym. Z grupy instrumentów finansowych szczególnym zainteresowaniem cieszą się instrumenty pochodne, natomiast z grupy surowców: ropa, gaz, złoto, miedź, bawełna, kukurydza, soja i cukier.

Fundusze hedgingowe najczęściej działają w formie funduszy zamkniętych. Ich oferta skierowana jest do inwestorów zamożnych zarówno indywidualnych, jak również instytucjonalnych. Z danych za 2008 r. wynika, że wielkość kapitałów dostarczonych przez inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych jest niemal na tym samym poziomie (aczkolwiek w latach poprzednich dominujący udział w zakresie dostarczonego kapitału posiadali inwestorzy indywidualni; rys. 2).



Rysunek 2. Dostarczyciele kapitału do funduszy hedgingowych (w %)

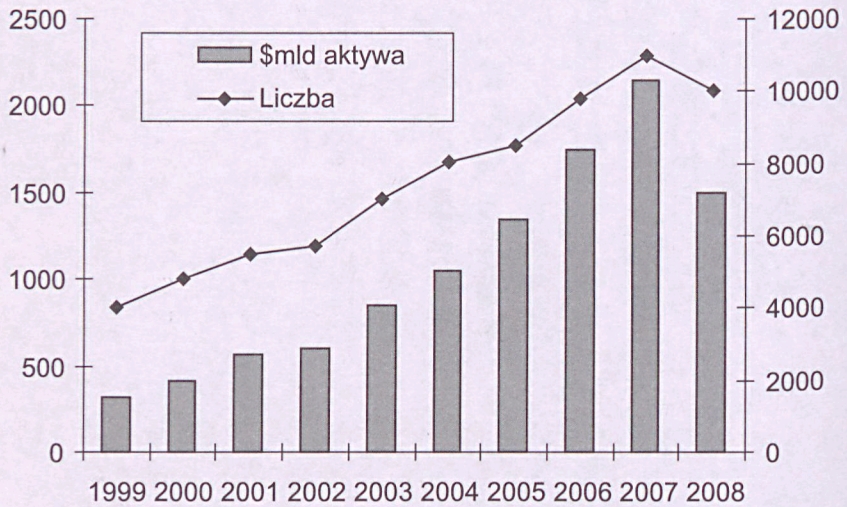
Źródło: jak do rysunku 1

Wśród inwestorów instytucjonalnych dominującą pozycję zajmują fundusze funduszy i fundusze emerytalne.

2. Rozwój rynku funduszy hedgingowych na świecie

Początek rynku funduszy hedgingowych datuje się na 1949 r., kiedy to amerykański inwestor – Alfred Winslow Jones – założył w Stanach Zjednoczonych pierwszy fundusz hedgingowy (fundusz ten nosił nazwę A.W. Jones & Co.). Do 1966 r. obserwowano małe zainteresowanie tą formą działalności, dlatego też liczba fun-

duszy hedgingowych na świecie była niewielka. Sytuacja uległa zmianie dopiero w połowie 1966 r. za sprawą artykułu C. Loomisa pt. *The Jones nobody keeps up with* (artykuł ukazał się w czasopiśmie „Fortun„). C. Loomis wyjaśniał zasady działania funduszu Jonesa i prezentował bardzo wysokie zyski, jakie ten fundusz osiągał. Wiele osób, zachęconych możliwością osiągania ponadprzeciętnych zysków, postanowiło rozpocząć działalność podobną do Alfreda Jonesa, co zaowocowało wzrostem liczby funduszy hedgingowych na świecie. Szacuje się, że w 1968 r. działało na rynku 140 funduszy hedgingowych (*Hedge Funds* 2004). Wiele z nich jednak w kolejnych latach upadło. Szczególnie trudne dla funduszy hedgingowych okazały się dwa okresy dekoniunktury, tj. lata 1969–1970 oraz 1973–1974. Od 1985 r. przez wiele lat obserwowano stały, coroczny wzrost w zakresie liczby działających na świecie funduszy hedgingowych, jak również wielkości ich aktywów. O ile w 1985 r. liczba funduszy hedgingowych nie przekraczała 200, a ich aktywa nie przekraczały wielkości 1000 mld USD, to w 2008 r. liczba tych funduszy szacowana była na 9500, a ich aktywa na 1,5 bln USD (rys. 3).



Rysunek 3. Aktywa i liczba funduszy hedgingowych na świecie (1999–2008)

Źródło: jak do rysunku 1

Mimo że obecnie na świecie działa około 9500 funduszy hedgingowych, jednak około 75% aktywów należy do 100 największych z nich (*IFSL Research* 2009). W grupie największych funduszy hedgingowych znajdują się m.in.: Bridgewater Associates, JP Morgan, Paulsen & Co., D.E. Shaw Group i Brevan Howard (tab. 1).

Tabela 1. Największe fundusze hedgingowe na świecie pod względem wartości aktywów (dane na koniec stycznia 2009 r.)

Nazwa funduszu	Aktywa (mld USD)
Bridgewater Accociates	38,6
JPMorgan	32,9
Paulsen&Co	29,0
D.E.Shaw Group	28,6
Brevan Howard	26,8
Och-Ziff Capital Management	22,1
Man AHL	22,0
Soros Fund Management	21,0
Goldman Sachs Basset Management	20,6
Farallon Capital Management	20,0
Renaissance Technologies	20,0

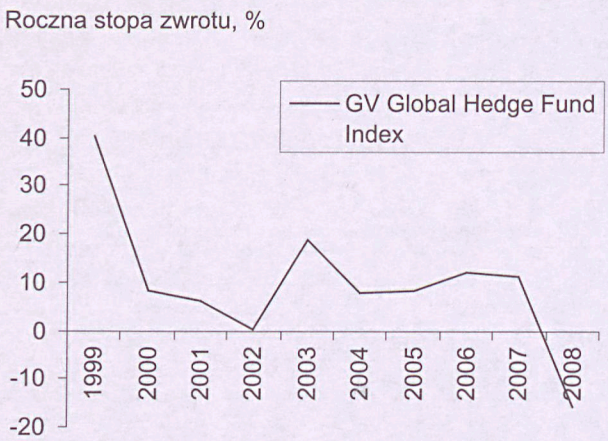
Źródło: jak do rysunku 1.

3. Fundusze hedgingowe a kryzys finansowy

Kryzys finansowy wywarł istotny wpływ na działanie funduszy hedgingowych, co wyraźnie widać podczas analiz danych statystycznych dotyczących tego sektora. Z danych prezentowanych przez IFSL wynika, że w 2008 r. odnotowano wyraźny spadek liczby działających funduszy hedgingowych, jak również wielkości ich aktywów. O ile w 2007 r. liczba działających na świecie funduszy hedgingowych szacowana była na około 12 tys., to w 2008 r. tylko na 10 tys. Podobną sytuację obserwujemy w zakresie wielkości aktywów. W 2007 r. wielkość aktywów funduszy hedgingowych wynosiła około 2,2 bln USD, natomiast w 2008 r. spadła do 1,5 bln USD (rys. 3).

Nie ulega wątpliwości, że przyczyn takiego stanu rzeczy należy upatrywać w obecnym kryzysie finansowym. Przyczynił się on bowiem do upadku wielu banków, z którymi współpracowały fundusze hedgingowe, co bezpośrednio wpłynęło na sytuację finansową funduszy. Ponadto wielu inwestorów zdecydowało się na wycofanie swoich kapitałów z funduszy hedgingowych ze względu na wyraźne pogarszanie się ich wyników. Fundusze były zmuszone do zamykania swoich pozycji na różnych rynkach, co w warunkach wyraźnych spadków owocowało ponoszeniem strat. Co więcej, niektóre kraje wprowadziły zakaz stosowania krótkiej sprzedaży, co znacznie utrudniło funduszom możliwości generowania zysków w warunkach kryzysu finansowego. Ostatecznie 2008 r. to okres strat ponoszonych przez te fundusze. Średnie straty wyniosły 15,7%, podczas gdy w 2007 r. średnia

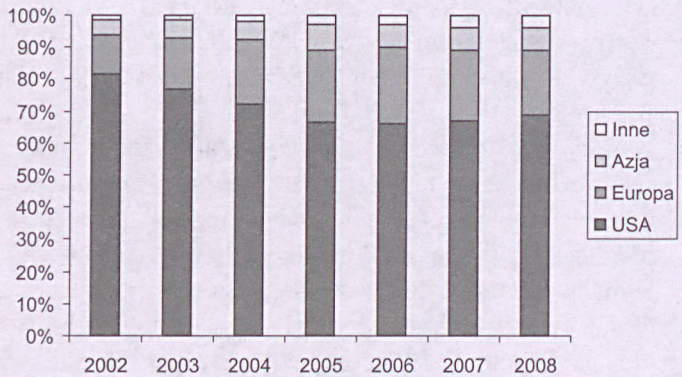
stopa zwrotu funduszy hedgingowych była dodatnia i wynosiła 11,2%, w 2006 r. – 12,1%, w 2005 r. – 8,4%, w 2004 r. – 7,7%, w 2003 r. – 18,6%, w 2002 r. – 0,1%, w 2001 r. – 6,3%, w 2000 r. – 8,4%, w 1999 r. – 40,3% (*IFSL Research* 2009; rys. 4).



Rysunek 4. Wyniki funduszy hedgingowych na podstawie GV Global Hedge Fund Index

Źródło: jak do rysunku 1

Duży spadek zyskowności funduszy hedgingowych w skali globalnej wynika dodatkowo z tego, że większość funduszy działających na rynku światowym to fundusze amerykańskie (rynek amerykański to rynek, na którym skutki kryzysu finansowego są odczuwalne najdotkliwiej). Udział aktywów funduszy amerykańskich w całości aktywów funduszy w 2008 r. wynosił 69% (*IFSL Research* 2009; rys. 5).



Rysunek 5. Aktywa funduszy hedgingowych w rozbiciu na regiony: USA, Europa, Azja – procentowy udział w całości aktywów

Źródło: jak do rysunki 1

Zakończenie

Analiza sytuacji na rynku funduszy hedgingowych w 2008 r. nie potwierdza tezy, że fundusze hedgingowe osiągają zyski niezależnie od koniunktury gospodarczej. Kryzys finansowy wywarł istotny wpływ na działanie tych funduszy. 2008 r. zakończył się zmniejszeniem liczby funduszy hedgingowych, spadkiem wartości ich aktywów oraz zmniejszeniem ich zyskowności. Średnia stopa zwrotu liczona dla funduszy hedgingowych pokazuje wyraźne straty tego sektora.

Bibliografia

Bottern P. (2007), *Hedge funds: Ten years of private client investing – is it still time to invest?*, Trading & Regulation, Vol. 12, No. 4.

Ferguson R., Laster D. (2007), *Hedge Funds and Systemie Risk*, „inancial Stability Review, No. 10.

Hedge Funds City Business Series (2004), International Financial Services London (IFSL), London.

IFSL Research Hedge Funds 2009 (2009), International Financial Services London (IFSL), London.

Update of the FSF Report on Highly Leveraged Institutions (2007), http://www.fsforum.org, [dostęp: 20.12.2009].

SUMMARY – GAINS OF HEDGE FUNDS IN THE CONTEXT OF ECONOMIC SITUATION

The main aim of the article is to varify the opinion that hedge funds achieve gains irrespective of economic situation. The verification was made based on statistical data concerning hedge funds, published by International Financial Services London (IFSL). The main attention was focused on 2008. The basic conclusion can be drawn from the article, i.e. – hedge funds had a lot of problems during economic crises in 2008, some of them suffered losses, some of them even collapsed. The article disproved the thesis that hedge funds achieve gains irrespective of economic situation.