Katarzyna Perez
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

CECHY FUNDUSZY HEDGINGOWYCH A ICH FUNKCJONOWANIE W DOBIE KRYZYSU FINANSOWEGO[1]

Wstęp

Fundusze hedgingowe, których geneza datuje się na koniec lat 40. ubiegłego stulecia, są jednym z rodzajów tzw. *alternative investments*, stanowiących alternatywę dla tradycyjnych funduszy inwestycyjnych. Dla szerszej grupy uczestników rynku finansowego stały się one rozpoznawalne w latach 90. XX w., między innymi dzięki ich spektakularnym zyskom (np. fundusz Quantum George'a Sorosa 22 września1992 r. zarobił 1 mld USD w wyniku zawarcia transakcji o wartości 10 mld USD na zniżkę funta brytyjskiego, co zmusiło Bank Anglii do wycofania waluty z mechanizmu ERM II), ale przede wszystkim dzięki ich ogromnym stratom, a w szczególności tym osiągniętym w 1998 r. przez zarządzających funduszem LTCM, którzy w trakcie kryzysu rosyjskiego, wskutek błędnych decyzji inwestycyjnych, stracili do końca września 1998 r. 4,6 mld USD, czyli 90% zarządzanego przez nich kapitału[2]. Pod wpływem upadku LTCM, wśród uczestników rynku finansowego[3] zaczęły się pojawiać stwierdzenia, że fundusze hedgingowe charakteryzują się zbyt wysokim poziomem spekulacji, zbyt dużą dźwignią finansową

[1] Niniejszy artykuł powstał na podstawie badań przeprowadzonych w trakcie realizacji grantu badawczego MNiSzW nr N N112 056734 pt. *Perspektywy rozwoju rynku funduszy hedgingowych w Polsce na tle rynków dojrzałych* oraz grantu badawczego MNiSzW nr N N113 200737 pt. *Cechy polskich funduszy inwestycyjnych a ich stopy zwrotu*.

[2] Innymi spektakularnymi przykładami sukcesów i porażek funduszy hedge mogą być zysk w wysokości 1,4 mld USD osiągnięty przez Boone'a Pickensa, który w 2005 r. zarobił dla zarządzanego przez siebie funduszu BP Capital Commodity Fund około 650% (Anderson 2006), czy porażka funduszu Amaranth, który we wrześniu 2006 r. stracił 6 mld USD, co oznaczało spadek jego miesięcznej stopy zwrotu o 66% (Stulz 2007).

[3] Szczególnie wśród instytucji nadzorujących rynek finansowy (np. amerykański SEC), ale i wśród pośredników finansowych – głównie banków inwestycyjnych, które straciły ogromne środki pieniężne w wyniku zbyt dużych i mało zdywersyfikowanych inwestycji w upadłe fundusze hedge.

oraz zbyt wysokim ryzykiem (nie tylko inwestycyjnym, ale i ryzykiem płynności, kredytowym czy ryzykiem operacyjnym[4]). Nie brakowało też głosów wskazujących, że fundusze hedge stanowią wręcz zagrożenie dla stabilności i integracji systemu finansowego na świecie[5].

Mimo upadku LTCM i późniejszych krytycznych opinii o funduszach hedge jako alternatywnej formie alokacji kapitału, przez następne 10 lat rynek funduszy hedge rozwijał się bardzo dynamicznie. W grudniu 1998 r. 3375 funduszy zarządzało około 375 mld USD. W połowie 2007 r. liczba funduszy zwiększyła się do ponad 13 tys., a wartość zarządzanych przez nie aktywów przekroczyła 2 bln USD[6]. Oznaczało to tempo rozwoju niemal 20% rocznie. Wzrost rynku funduszy hedge został zahamowany wraz z nadejściem kryzysu finansowego rozpoczętego na rynku kredytów *subprime* w drugiej połowie 2007 r. Jakkolwiek fundusze hedgingowe nie przyczyniły się do jego powstania, to jednak w wyniku ogólnoświatowej recesji gospodarczej będącej jego następstwem, do końca 2008 r. straciły niemal jedną trzecią zarządzanego kapitału[7]. Ten fakt ponowił dyskusję na temat ich znaczenia dla współczesnego rynku finansowego, w tym ich właściwości jako alternatywnej grupy instrumentów finansowych, które zakładają osiąganie ponadprzeciętnych stóp zwrotu, niezależnie od koniunktury na tym rynku.

Niniejszy artykuł ma na celu wskazanie korzyści i niebezpieczeństw wynikających z cech funduszy hedge, które mogą wpłynąć na ich funkcjonowanie na współczesnym globalnym rynku finansowym w dobie kryzysu finansowego[8]. W pierwszej kolejności syntetycznie przedstawiono cechy charakterystyczne funduszy hedge, które pozwalają, z jednej strony, na dokładne ich zdefiniowanie, a z drugiej, na zrozumienie mechanizmu ich funkcjonowania. Następnie przeanalizowano każdą z cech pod względem ewentualnych korzyści lub zagrożeń wnoszonych przez funkcjonowanie funduszy hedge w trakcie kryzysu finansowego. W podsumowaniu zaznaczono pojawiające się w ostatnim czasie opinie, wskazujące, że mimo szczególnego charakteru cech funduszy hedge, ich rynek upodabnia się do rynku tradycyjnych funduszy inwestycyjnych, co może działać na ich korzyść, ale może stać się barierą dla ich dalszego rozwoju w zmieniającym się globalnym rynku finansowym.

---

[4] Na temat rodzajów ryzyka związanego z funduszami hedge np. w Pearl (2005) lub Botteron (2007).

[5] Por. np. Eichengreen (1999), European Central Bank (2006).

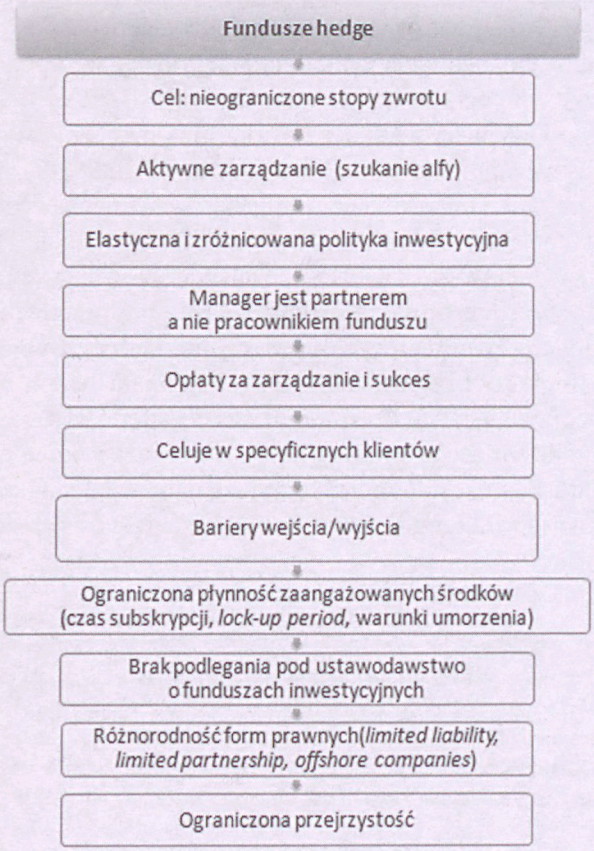
[6] Dane z Hedge Fund Research Industry Reports, za: Lhabitant (2006, s. 21) i Lo (2009, s. 10).

[7] Na końcu 2008 r. kapitał zarządzany przez fundusze hedge wynosił 1,35 bln USD; za: Hedgefund.net.

[8] W tym miejscu pragniemy dodać, że nie chodzi nam, jedynie o kryzys finansowy rozpoczęty w połowie 2007 r., ale o czas kryzysu ogólnie. Oprócz ostatniego kryzysu obserwatorzy i uczestnicy rynku funduszy hedgingowych mają także doświadczenia z kryzysów końca lat 80. (1987 r. w USA), 90. (azjatycki i rosyjski) oraz zawirowań z przełomu wieków dotyczących branży informatycznej.

1. Cechy charakterystyczne funduszy hedgingowych

Niemal każdy artykuł naukowy lub branżowy, prezentujący problematykę funduszy hedge, rozpoczyna się od ich zdefiniowania. Najczęściej, po zacytowaniu kilku definicji, autorzy danego artykuły stwierdzają, że w związku z tym, że fundusze hedge stanowią bardzo zróżnicowaną grupę (co wynika głównie ze stosowanych przez nie wielu, różniących się od siebie strategii zarządzania kapitałem), najłatwiej można je zdefiniować poprzez wymienienie ich cech. W niniejszym artykule uczyniono podobnie, jednakże nie dla samego sprecyzowania czym są fundusze hedge, ale dla dokładnego zrozumienia ich cech i wskazania, które z nich i w jaki sposób mogą wpłynąć na ich funkcjonowanie w czasie kryzysu finansowego. Cechy funduszy hedge przedstawiono schematycznie na rysunku 1, zestawiając je w taki sposób, aby kolejno prezentowana cecha wynikała niejako z poprzedniej.



Rysunek 1. Cechy funduszy hedgingowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie Lhabitant (2006, s. 24–35)

Fundusze hedgingowe są uczestnikami rynku finansowego zarządzającymi kapitałem w sposób bardzo aktywny[9]. Oznacza to, ni mniej ni więcej, śledzenie przez 24 godziny na dobę różnych lokalnych rynków finansowych z najważniejszych centrów finansowych na świecie[10] i szybkie reagowanie na każdą zmianę, która może przynieść im dodatkowy dochód lub uchronić ich przed dotkliwą stratą. Od tego bowiem (przy założeniu elastycznej polityki inwestycyjnej, w której wykorzystuje się dźwignię finansową, krótką sprzedaż i instrumenty pochodne) zależy, czy dany fundusz osiągnie tzw. alfę[11], czyli nieograniczoną stopę zwrotu (*absolute return*)[12]. Ze względu na skomplikowanie i złożoność strategii inwestycyjnej, menedżerowie funduszy hedge pobierają wysokie opłaty za zarządzanie, których głównym składnikiem jest tzw. *success fee* (opłata za sukces). Zwykle ta część wynagrodzenia zarządzających jest reinwestowana. Standardem jest bowiem zaangażowanie finansowe menedżerów w fundusz, co zwiększa ich motywację do osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Jako że strategie inwestycyjne zaplanowane są na z góry

[9] Jak dowiedli Fung i Hsieh (1997), fundusze hedge stosują strategie inwestycyjne nieskorelowane ze strategiami typu *buy and hold*, wykorzystywanymi przez tradycyjnych inwestorów.

[10] Chodzi tu o Nowy Jork, Londyn i jedną z giełd w Azji (najczęściej w Tokio, ale w ostatnich latach, ze względu na wzrost znaczenia azjatyckich rynków rozwijających się, również w Pekinie, Singapurze czy w Hongkongu). Bardzo wiele funduszy hedge działających globalnie zwykle ma biura we wszystkich trzech światowych centrach finansowych, tak aby móc śledzić każdy z rynków od otwarcia do jego zamknięcia (wykorzystując istnienie różnych stref czasowych i odpowiednio odczytując, w jaki sposób zmiany zachodzące na jednym z rynków, (który albo jest jeszcze otwarty, albo został już zamknięty) wpłyną na rynek, który właśnie zostanie otwarty).

[11] Chodzi o współczynnik alfa z równania regresji oceniającego efektywność zarządzania portfelem inwestycyjnym przedstawiony przez M. Jensena (1968), a powstałego na podstawie CAPM. Alfa Jensena jest powszechnie wykorzystywany w nauce do oceny *performance* tradycyjnych funduszy inwestycyjnych. Choć wskaźnika tego nie stosuje się do oceny efektywności funduszy alternatywnych, to nazwa ta przyjęła się w środowisku funduszy hedge głównie ze względu na jego właściwości: alfa równa zero oznacza osiągnięcie wyniku inwestycyjnego równego portfelowi rynkowemu; alfa większa od zera zaś oznacza osiągnięcie ponadprzeciętnej stopy zwrotu, do czego dążą wszystkie fundusze hedge. Jako ciekawostkę można dodać, że alfami nazywa się również menedżerów funduszy hedge, którzy osiągają ponadprzeciętne stopy zwrotu w długim okresie.

[12] Często w literaturze polskiej termin absolute returns tłumaczy się jako absolutne stopy zwrotu i interpretuje jako stopy zwrotu dążące do nieskończoności (choć to w praktyce jest niemożliwe). Należy podkreślić, iż takie tłumaczenie i interpretacja tego pojęcia są błędne. Proponujemy stosowanie terminu nieograniczone stopy zwrotu, co ma związek z tym, że w przeciwieństwie do tradycyjnych funduszy inwestycyjnych, fundusze hedge nie dążą do pobicia jakiegoś benchmarku, a do osiągnięcia dodatniej stopy zwrotu niezależnie od koniunktury na rynku finansowym. Fundusze te w założeniu mają być zatem *nieograniczone* sytuacją na rynku finansowym i niezależnie od niej osiągać ponadprzeciętne wyniki inwestycyjne (za co *nota bene* pobierają wysokie opłaty). Por. np. Schneeweis i Martin (2001, s. 12).

ustalony (najczęściej 2–3-letni) okres, powierzone funduszowi środki inwestorów[13] mają ograniczoną płynność, co powoduje, że fundusze te charakteryzują się wysokimi barierami wejścia i wyjścia. Ważną cechą funduszy hedge jest również to, że w przeciwieństwie do tradycyjnych funduszy inwestycyjnych nie są one objęte szczególnym ustawodawstwem (są zwykłymi spółkami, np. z o.o., często zarejestrowanymi w rajach podatkowych), co oznacza między innymi brak obowiązku publikowania informacji związanych z ich polityką inwestycyjną. To z kolei – mimo że wiąże się z brakiem przejrzystości – pozwala im na dowolność w budowaniu strategii inwestycyjnej oraz niejako jej utajnienie, co w normalnych warunkach ma istotne znaczenie ze względu na ich potencjalny sukces.

2. Kształtowanie się cech funduszy hedge w czasie kryzysu finansowego

W czasie kryzysu zmienne opisujące rynek finansowy podlegają zakłóceniom, z czym wiąże się paniczne zachowanie sporej części jego uczestników (którzy w takiej sytuacji podejmują nieracjonalne decyzje inwestycyjne) oraz znaczna przecena aktywów, a także upadłość wielu instytucji finansowych i niefinansowych. Problem ten dotyka również funduszy hedge. Jak można zauważyć w tabeli 1, każda z wyżej przedstawionych cech w czasie kryzysu może być rozpatrywana w kategoriach szansy lub zagrożenia dla właściwego funkcjonowania funduszu hedge. To w konsekwencji zawsze będzie oznaczało albo zyski, albo straty dla jego uczestników.

Prawidłowo działający fundusz hedgingowy to fundusz właściwie wykorzystujący wiedzę, umiejętności i doświadczenie jego zarządzających, który – niezależnie od koniunktury na rynku finansowym – osiąga ponadprzeciętne wyniki inwestycyjne, czyli „znajduje alfę". W przypadku kryzysu i następującej po nim bessie na tym rynku chodzi nie tyle o samo znajdowanie alfy, ale o jej „obronienie", czyli utrzymanie na poziomie z okresu poprzedzającego kryzys[14] (który zwykle jest okresem prosperity na rynku finansowym, powodującym przyrost kapitału również

[13] Do grona uczestników funduszy hedge mogą należeć tzw. inwestorzy kwalifikowani. W przypadku inwestorów indywidualnych są to tzw. HNWI (*high net worth individuals*), którzy muszą posiadać co najmniej 1 mln USD i zarabiać minimum 250 tys. USD rocznie. W przypadku inwestorów instytucjonalnych, głównie pośredników finansowych (fundusze emerytalne, zakłady ubezpieczeń, banki) lub fundacji i *endowments* minimalny poziom inwestycji – jeśli jest określony – wynosi zwykle 5 mln USD.

[14] Utrzymanie wyniku inwestycyjnego funduszu hedge jest nazywane w literaturze *alpha persistence* lub *performance persistence*. Generalną zasadą jest, że jeśli istnieją fundusze hedge, które utrzymują alfę, wówczas można zbudować z nich fundusz funduszy hedgingowych, który również będzie miał pozytywną alfę (Stulz (2006, s. 20)). Więcej na temat wyników badań nad *alpha persistence* w funduszach hedgingowych np. w Baquero, ter Horst i Verbeek (2005) lub w Boyson (2008).

Tabela 1. Korzyści i niebezpieczeństwa wynikające z cech funduszy hedge w czasie kryzysu finansowego

Kategoria	Fundusze hedge		
	cechy	**korzyści**	**Niebezpieczeństwa**
Cel funkcjonowania	Znalezienie alfy, czyli nieograniczonej stopy zwrotu (*absolute return*).	Utrzymanie ponadprzeciętnej stopy zwrotu (alfy) i nie podejmowanie ryzyka bety (*beta risk*).	Skupianie się na ryzyku bety (ekspozycji na ryzyko rynkowe).
Sposób zarządzania	Aktywne zarządzanie (szukanie alfy).	Szybkie reagowanie na perturbacje na rynku finansowym. Umiejętne wykorzystanie krótkiej sprzedaży.	Podświadome zarządzanie tak jak w normalnych warunkach, nawet po załamaniu się alfy. Dokonywanie krótkiej sprzedaży, ale myśląc w kategoriach długich pozycji.
Strategia inwestycyjna	Elastyczna i zróżnicowana (w ramach zarówno danego stylu, jak i danego rodzaju strategii).	Brak ograniczeń i elastyczność w doborze narzędzi służących realizacji celu głównego.	Niewłaściwy dobór narzędzi analitycznych i zła interpretacja analiz rynkowych (np. zbytnie zaufanie do modeli ilościowych, których wyniki dotyczące wyceny instrumentów finansowych odbiegają od rzeczywistości).
Styl pracy	Menedżer jest partnerem a nie pracownikiem funduszu.	Skupienie, dokładność i umiejętność oceny sytuacji.	Początkowo brak reakcji na straty. Następnie wykonywanie nieprzemyślanych ruchów.
Opłaty	Główne opłaty to opłata za zarządzanie (*management fee*) i sukces (*success fee*).	Czynnik stymulujący menedżerów do podejmowania racjonalnych decyzji w celu utrzymywania alfy.	Pokusa podejmowania nadmiernego ryzyka inwestycyjnego (zwiększenie *volatility*, poprzez zastosowanie bardzo wysokiej dźwigni finansowej lub inwestycji na „obiecujących", ale niezbyt dobrze znanych i przez to nierozpoznanych segmentach rynku), aby znaleźć alfę i odrobić powstałe straty (i tym samym otrzymać wynagrodzenie).

Kategoria	Fundusze hedge		
	cechy	**korzyści**	**Niebezpieczeństwa**
Klienci	Inwestorzy kwalifikowani: HNWI i inwestorzy instytucjonalni.	Znajomość rynku finansowego, doświadczenie i świadomość niebezpieczeństw wynikających z gwałtownych ruchów (np. decyzji o wycofaniu kapitału z funduszu).	Nerwowość związana z ogólną paniką rynkową. Niedostateczne zrozumienie założeń strategii inwestycyjnej przez inwestorów indywidualnych.
Bariery wejścia/ wyjścia	Bardzo duże.	Znajomość uczestników funduszu, zaufanie i gwarancja niewycofania przez nich kapitału.	Zbyt zróżnicowana struktura uczestników funduszu to trudność w zapanowaniu nad ich zachowaniami, np. możliwe decyzje inwestorów o wycofaniu się z funduszu.
Płynność zaangażowanych środków	Ograniczona (czas subskrypcji, *lock-up period*, warunki umorzenia).	Lepsze wykorzystanie aktywów funduszu. Możliwość efektywnej realizacji strategii inwestycyjnej według założonego planu.	Brak płynnych środków w czasie kryzysu to konieczność zamykania pozycji ze stratą. W krańcowej sytuacji (przy braku możliwości dokapitalizowania) brak płynności prowadzi do upadku funduszu.
Ustawodawstwo	Brak podlegania pod ustawodawstwo o funduszach inwestycyjnych; brak aktów prawnych o funduszach hedge.	Limity inwestycyjne itd. mogłyby być ograniczeniem w sytuacji pojawienia się szansy na zwiększenie alfy.	Brak ochrony inwestorów indywidualnych. Brak kontroli władz nadzorczych.
Formy prawne	Różnorodne (*limited liability*, *limited partnership*, *offshore companies*).	Małe organizacje szybciej reagują na zakłócenia na rynku.	Wyniki inwestycyjne zależą od decyzji jednej/kilku osób (menedżerów).
Przejrzystość	Ograniczona.	Skupianie się na utrzymywaniu alfy, a nietracenie czasu na przygotowywanie raportów z bieżącej działalności (co również kosztuje).	Ukrywanie informacji (nawet oszukiwanie inwestorów i partnerów z transakcji) o prawdziwych wynikach inwestycyjnych funduszu.

do funduszy hedgingowych). Menedżer utrzymujący poziom alfy w czasie kryzysu będzie wykorzystywał dotychczasowe doświadczenia (swoje i innych menedżerów) z podobnych sytuacji i szybko, reagując na perturbacje rynku finansowego, będzie szukał w nich szansy na osiągnięcie zysku. Dzięki skupieniu, dokładności i umiejętności oceny sytuacji rynkowej w czasie kryzysu, lepiej będzie mógł obracać aktywami, co przyczyni się do efektywnej realizacji strategii funduszu i utrzymania poziomu alfy.

Taki scenariusz jest udziałem około 25% funduszy hedgingowych (Jagannathan, Malakhov i Novikov 2006). W pozostałych przypadkach w czasie kryzysu finansowego menedżerowie funduszy hedge popełniają błędy, które przyczyniają się do strat, w wyniku których albo istotnie zmniejsza się wartość zarządzanego przez nich kapitału, albo następuje upadek danego funduszu.

Podstawowym błędem zarządzających funduszami hedge jest podświadome koncentrowanie się nie na wskaźniku alfa, ale na ryzyku bety (*beta risk*), która jest miarą ekspozycji na ryzyko rynkowe (Stulz 2007, s. 19). Tego rodzaju zachowanie jest typowe, szczególnie dla menedżerów, którzy przed założeniem funduszu hedgingowego zarządzali tradycyjnymi funduszami inwestycyjnymi. Pod wpływem stresu związanego z wybuchem kryzysu finansowego zaczynają oni wykorzystywać swoje dotychczasowe doświadczenia z tradycyjnymi portfelami inwestycyjnymi, rozpatrując zarządzany portfel w kategoriach współczynnika beta o wartości bliskiej zeru, a nie w kategoriach współczynnika alfa. Tradycyjny sposób zachowania można zaobserwować również w przypadku menedżerów stosujących krótką sprzedaż. Znają oni i rozumieją mechanizm działania krótkiej sprzedaży, jednakże nie mają intuicji i wyczucia, w jaki sposób z niej korzystać, jako że „myślą" w kategoriach zakupowych (czyli długich pozycji), a nie sprzedażowych (Morley 2001, s. 64). Podobnie przywiązują zbyt dużą wagę do modeli wyceny instrumentów finansowych, nie uwzględniając tego, że modele zawsze opisują rzeczywistość w sposób uproszczony i na podstawie pewnych założeń, dodatkowo w większości zawodzą w sytuacji takiej, jak kryzys finansowy[15] (Oster 2008, s. 91).

Powyższe prowadzi zazwyczaj do straty (o której zresztą ze względu na jej początkowo niewielki rozmiar nie informuje się inwestorów). Istotnym błędem jest brak reakcji na nią ze strony menedżerów, którzy ufają, że ich kłopoty są krótkotrwałe i mechanizm rynkowy spowoduje przywrócenie cen instrumentów finansowych do poziomu, na który wskazują modele ilościowe. Takie zachowanie może jedynie spotęgować straty. W konsekwencji dochodzi do zmiany lub zakłóceń dotychczasowego stylu pracy – zarządzający funduszami hedgingowymi z większą determinacją dokonują alokacji kapitału, często modyfikując założoną strategię inwestycyjną poprzez znaczne zwiększenie poziomu dźwigni finansowej oraz dokonywanie transakcji w niestandardowych dla siebie segmentach rynku finan-

[15] Czego sztandarowym przykładem był przypadek LTCM.

sowego, które choć nie są przez nich rozpoznane, to potencjalnie mogą zwiększyć alfę (a co za tym idzie ich wynagrodzenie).

Wysokie ryzyko inwestycyjne może przynieść wysoką zrealizowaną stopę zwrotu – wówczas menedżerowie, mimo popełnionych błędów, wracają na ścieżkę wzrostu i starają się utrzymać alfę. Taki scenariusz jest jednak rzadki: zwiększone ryzyko inwestycyjne w połączeniu z wysoką dźwignią finansową i transakcjami na nieznanych rynkach zazwyczaj pogłębiają straty funduszu.

Dodatkowym problemem mogą się okazać zachowania będących pod wpływem paniki rynkowej inwestorów, którzy chcą wycofać swoje środki z funduszy hedgingowych. W przypadku inwestorów indywidualnych – mimo ewentualnego braku dostatecznej wiedzy o konsekwencjach takiego ruchu[16] – niebezpieczeństwo jest mniejsze, ponieważ zwykle mają oni dość ograniczone warunki okresu zamrożenia kapitału (*lock-up period*[17]) oraz (co obserwuje się szczególnie w ciągu ostatnich latach) w strukturze uczestników funduszy hedgingowych stanowią mniejszość[18]. Większym zagrożeniem dla wyników inwestycyjnych funduszu mogą być inwestorzy instytucjonalni, w szczególności instytucje finansowe. Po pierwsze, w ich przypadku *lock-up period* jest zazwyczaj krótszy, po drugie zaś, będąc partnerami w transakcjach z funduszami hedgingowymi (*counterparties*), mogą podjąć decyzję o ich zamknięciu (nawet jeśli są nierentowne), co przy braku odpowiedniej płynności ze strony funduszu hedgingowego może mieć poważne konsekwencje dla jego działalności. W takiej sytuacji niekorzystne położenie funduszu hedge pogłębia również niepodleganie ustawodawstwu o funduszach inwestycyjnych (choćby ze względu na brak limitów inwestycyjnych czy ochrony inwestorów indywidualnych) oraz brak odpowiedniej przejrzystości, która ma istotne znaczenie przy próbach dokapitalizowania osiągającego coraz większe straty funduszu.

---

[16] Generalnie klientami funduszy hedge powinny być majętne osoby prywatne (HNWI), mające bardzo dobrą wiedzę na temat rynku finansowego i mechanizmów jego funkcjonowania i/lub doświadczenie na tym rynku. Jednakże, w gronie tym mogą się też znaleźć osoby, które takiej wiedzy nie mają i stają się uczestnikami funduszy hedgingowych na podstawie rekomendacji swoich doradców finansowych (np. w ramach *wealth management*).

[17] W tym miejscu należy wyjaśnić, że dzięki okresowi zamrożenia środków pieniężnych (*lock-up period*), który w zależności od funduszu wynosi od 1 do 3 lat, fundusze hedgingowe mogą inwestować w instrumenty charakteryzujące się bardzo niską płynnością (zwiększają zatem płynność wielu niepłynnych rynków). Jest to jedna z fundamentalnych korzyści ekonomicznych, jakie przynoszą fundusze hedgingowe na globalnym rynku finansowym (Schneeweis 1998).

[18] Według danych Hennessee Group, udział inwestorów indywidualnych zmniejszał się sukcesywnie od początku lat 90. XX w. Jeszcze w 1992 r. inwestorzy indywidualni stanowili ponad 80% uczestników funduszy hedge. Od 2003 r. ich udział w strukturze klientów tych funduszy wynosił już tylko około 40% (European Central Bank 2006).

3. Cechy funduszy hedge – szansa czy zagrożenie dla ich funkcjonowania w dobie kryzysu

Jednym z najważniejszych wniosków, które nasuwają się po przedstawieniu powyższych rozważań, jest to, że w ogromnym stopniu to, w jaki sposób dana cecha ukształtuje się w okresie zawirowań na rynku finansowym, zależy od kapitału ludzkiego. Z jednej strony, mamy tu na myśli zarządzających danym funduszem hedge, którzy:

- powinni posiadać umiejętności i narzędzia do prawidłowej analizy i oceny sytuacji segmentu rynku finansowego, w którym działają, i na tej podstawie podejmować decyzje inwestycyjne zmierzające do znalezienia, a następnie utrzymania ponadprzeciętnej stopy zwrotu (współczynnika alfa),
- powinni postępować zgodnie z założeniami stylu i rodzaju obranej przez siebie strategii inwestycyjnej, nie zwiększając nadmiernie dźwigni finansowej oraz nie szukając dodatkowych możliwości zarobkowania poprzez spekulacje na instrumentach, które nie są przez nich bardzo dobrze znane (tym bardziej że w sytuacji kryzysu finansowego zmienność tych instrumentów może być znacznie wyższa niż zwykle),
- powinni umieć odnaleźć się w sytuacji zagrożenia stratą i wyciągać wnioski z doświadczeń swoich i innych zarządzających, którzy mieli problemy, na przykład z płynnością.

Z drugiej strony, mamy na myśli inwestorów funduszy hedge, którzy w sytuacji kryzysu nie powinni poddawać się ogólnej panice i sugestiom mediów czy konkurencji i podejmować pochopnych decyzji o zredukowaniu swojego zaangażowania w danym funduszu hedgingowym, nawet jeśli ten osiąga w tym czasie straty. Ewentualne decyzje na ten temat powinny być głęboko przeanalizowane i przemyślane, co jest szczególnie istotne w przypadku długotrwałej współpracy między danym klientem a menedżerami funduszu hedge.

Analizując cechy funduszy hedgingowych z punktu widzenia ich kształtowania się w czasie kryzysu, należy zadać pytanie, czy są one szansą czy raczej zagrożeniem dla funkcjonowania tych podmiotów. Biorąc pod uwagę, że rocznie średnio – niezależnie od koniunktury na rynku finansowym – na świecie upada około 20% funduszy hedgingowych (Evans, Atkinson i Cho 2005), można by przypuszczać, że w kryzysie finansowym cechy funduszy hedgingowych będą raczej dla nich zagrożeniem niż szansą. Jednakże trzeba jeszcze raz podkreślić, że jeśli działania zarządzających funduszami hedgingowymi będą skoordynowane i skoncentrowane na aktywnym zarządzaniu i utrzymywaniu współczynnika alfa, a ich uczestnicy będą przestrzegać wcześniej uzgodnionych warunków umowy o zarządzaniu kapitałem (*nota bene*, powinna być ona zawsze następstwem dokładnej analizy *due dilligence*, w której sprawdza się wiedzę i umiejętności menedżerów, a także ryzyko związane

z tą inwestycją), to nawet w dobie kryzysu istnieje wysokie prawdopodobieństwo wystąpienia korzyści, które przyczynią się do sukcesu funduszu hedgingowego.

Zakończenie

Dokonując podsumowania rozważań zawartych w niniejszym artykule, warto się zastanowić, w jaki sposób będzie się dalej rozwijał rynek funduszy hedgingowych funkcjonujących na globalnym rynku finansowym, na którym najpewniej jeszcze nieraz dojdzie do kryzysu.

Na początku niniejszego artykułu wspomniano, że przez dekadę poprzedzającą ostatni kryzys finansowy rynek funduszy hedgingowych rozwinął się do niespotykanych wcześniej rozmiarów, osiągając w połowie 2007 r. liczbę przeszło 13 tys. funduszy posiadających kapitał o wartości ponad 2 bln USD. W przeprowadzanych w tym czasie badaniach naukowych zaczęto wskazywać, że rynek ten zaczyna się upodabniać do rynku tradycyjnych funduszy inwestycyjnych. Z jednej strony, zaobserwowano wspomniane już zjawisko przechodzenia zarządzających funduszami tradycyjnymi do biznesu funduszy hedgingowych. Zakładając fundusze hedgingowe, osoby te często nie konstruują niszowych strategii inwestycyjnych, a korzystają ze znanych im tradycyjnych segmentów rynku finansowego (np. rynku akcji, obligacji), co poniekąd oznacza tworzenie produktów podobnych do tradycyjnych funduszy inwestycyjnych. Z drugiej strony, ze względu na kilkuletnią hossę poprzedzającą ostatni kryzys finansowy, wiele funduszy hedgingowych, osiągających wysokie stopy zwrotu, odnotowywało znaczny napływ kapitału, co w pewnym momencie stało się dla nich barierą do dalszego utrzymywania alfy. Nietrudno się bowiem domyślić, że mając do dyspozycji 100 mln USD, łatwiej jest uzyskać rentowność np. 20%, niż osiągnąć to samo, mając do dyspozycji 1 mld USD. Niższa lub zerowa alfa wymusza niższe koszty (przede wszystkim niską lub zerową opłatę za sukces), co jest typowe dla strategii stosowanych przez fundusze tradycyjne.

Biorąc pod uwagę powyższe, a także ożywioną dyskusję na temat zwiększenia kontroli nad funduszami hedgingowymi ze strony instytucji nadzorczych, można przypuszczać, że faktycznie za kilkanaście lat ich rynek mógłby być rozpatrywany w kategoriach agresywnych tradycyjnych portfeli inwestycyjnych (co z pewnością ucieszyłoby wielu przeciwników inwestycji alternatywnych). Sądzimy jednak, że taki scenariusz się nie spełni, a to właśnie między innymi dzięki występowaniu zawirowań na globalnym rynku finansowym, jakie można zaobserwować w dobie kryzysu. Z jednej strony, kryzys finansowy pozwala „oczyścić" ten rynek zarówno z menedżerów, którzy być może posiadali bardzo dobrą intuicję na rynku instrumentów tradycyjnych, ale nie umieli wykorzystać swoich umiejętności na rynku funduszy hedgingowych, oraz z menedżerów, którzy podejmowali zbyt wysokie

ryzyko inwestycyjne, co (wbrew rozpowszechnianym błędnym opiniom) nie jest ani konieczne, ani typowe dla funduszy hedge. Z drugiej strony, kryzys finansowy pozwala „oczyścić" ten rynek ze strategii, które być może i były w swych założeniach aktywne, ale w rzeczywistości okazały się zbyt pasywne, oraz ze strategii, które były po prostu źle zarządzane. W konsekwencji rynek ten może dalej prawidłowo się rozwijać, utrzymując unikatową charakterystykę.

Kryzys finansowy jest okresem, który stwarza wiele okazji do efektywnego zarządzania funduszami hedgingowymi i wykorzystania ich cech w taki sposób, aby osiągnąć i utrzymać alfę. Należy jednak pamiętać, że aby ją osiągnąć, trzeba być „alfą". Należy posiadać i wiedzę, i umiejętności, i doświadczenie, a przede wszystkim intuicję do tego, aby widzieć w cechach funduszy hedge nie tylko korzyści, ale i niebezpieczeństwa. Wówczas nieograniczona stopa zwrotu będzie osiągalna i w czasie kryzysu, i kiedy on minie.

Bibliografia

Anderson J. (2006), *Atop hedge funds, richest of the rich get even more so*, New York Times, 26 May.

Baquero G., Horst J. ter., Verbeek M. (2005), *Survival, look-ahead bias, and persistence in hedge fund performance*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol 40, No. 3, September, s. 493–517.

Botteron P. (2007), *Hedge funds: ten years of private client investing – is it still time to invest?*, Derivatives Use, Trading and Regulation Vol. 12, No. 4, s. 301–313.

Boyson N.M. (2008), *Hedge fund performance persistence: a new approach*, Financial Analysts Journal, Vol. 64, No. 6, s. 27–44.

Eichengreen B (1999), *The regulator's dilemma: hedge funds in the international financial architecture*, International finance, Vol. 2, No. 3, s. 411–440.

European Central Bank (2006), *Hedge funds: developments and policy implications*, ECB Monthly Bulletin January, s. 63–76.

Evans T.G., Atkinson S., Cho Ch.H. (2005), *Hedge fund investing*, Journal of Accountancy, February, s. 52–57.

Fung W.,. Hsieh D.A. (1997), *Empirical characteristic of dynamic trading strategies: the case of hedge funds*, Rewiev of Financial Studies, Summer, Vol. 10, No. 2, s. 275–302

Jagannathan R., Malakhov A., Novikov D. (2006), *Do hot hands persist among hedge fund managers? An empirical evaluation*, National Bureau of Economic Research, NBER Working Papers Series, Working Paper No. W12015.

Jensen M.C. (1968), *The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964*, Journal of Finance, Vol. 23, No. 2, s. 389–416.

Lhabitant F.S. (2006), *Handbook of Hedge Funds*, John Wiley & Sons, West Sussex, England.

Lo A.W. (2008), *Hedge funds, systematic risk and the financial crisis of 2007–2008*, written testimony of Andrew W. Lo, prepared for the U.S. House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform, November 13, Hearing on Hegde Funds.

Morley I. (2001), *Alternative investments: perceptions and reality*, The Journal of Alternative Investments, Spring, s. 62–64.

Oster M.B. (2008), *Alternative investment funds: what are they, really?* Journal of Pension Benefits, Vol. 15, No. 2, s. 83–91.

Pearl M.A. (2005), *Best practices for hedge funds.* Part I, The Journal of Alternative Investment, Winter, s. 90–111.

Schneeweis T. (1998), *Dealing with myths of hedge fund investment*, The Journal of Alternative Investments Winter, s. 11–15.

Schneeweis T., Martin G.(2001), *The benefits of hedge funds: asset allocation for the institutional investors*, The Journal of Alternative Investments, Winter, s. 7–26

Stulz R.M. (2007), *Hedge funds: past, present and future*, The Ohio State University, Fisher College of Business Working Paper Series, Working Paper 2007-03-003.

www.hedgefund.net.

CHARACTERISTICS OF HEDGE FUNDS AND THEIR FUNCTIONING DURING FINANCIAL CRISIS

Summary

The main goal of our paper is to show the benefits and the threats concerning the characteristics of hedge funds during the financial crisis. First we present the features of hedge funds, which allow both to define them and to understand their mechanism. Later we consider each of the features as benefit or risk to hedge funds during the crisis. The results of our study show that: 1. the way in which each feature is formed during the crisis depends heavily on the human capital (mostly on hedge fund managers, who need to think in categories of active management and finding alpha, but also on investors, who should not act nervously and withdraw their capital from the fund which performs bad in crisis); 2. financial crisis helps to "clean" the hedge fund market from the inefficient managers and strategies, which is positive to its further development.