Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
2014, t. 57, nr 6

Waldemar Aspadarec

Uniwersytet Szczeciński
Katedra Finansów
e-mail: goniag@poczta.fm
tel. 91 444 19 54

Złożoność definicji funduszy *hedge* i ewaluacja etapów ich rozwoju

Streszczenie. *W artykule przedstawiono fundusze hedge i ich wpływ na zmiany zachodzące na rynkach finansowych na przestrzeni całej pierwszej dekady XXI w., ze szczególnym uwzględnieniem okresu po wybuchu globalnego kryzysu finansowego. W pierwszej części podjęto rozważania na temat kontrowersji wokół definiowania funduszy hedge i ich specyficznych cech odróżniających je od pozostałych uczestników rynku finansowego. W drugiej części zaprezentowano parametry rozwoju odnoszące się głównie do liczby funduszy hedge, wartości aktywów w ich zarządzaniu oraz stóp ich zwrotu. Przedstawione badania wyników inwestycyjnych (performance) funduszy hedge dowodzą, że na przestrzeni ostatnich 15 lat zbiorcze wyniki funduszy hedge osiągały zawsze wartości dodatnie. Wyjątek stanowiły tylko lata 2008 i 2011. Niezależnie od koniunktury na rynku finansowym wyniki funduszy hedge, mierzone indeksem Barclay Hedge Fund Index, były lepsze od wyników „szerokiego rynku" mierzonego indeksem Standard & Poor's 500.*

Słowa kluczowe: *fundusze hedge, globalny kryzys finansowy*

Wstęp

W ostatnich latach w samym rdzeniu systemu finansowego nastąpiło wiele strukturalnych zmian. Jedną z najistotniejszych był szybki wzrost znaczenia nowych finansowych graczy, wśród których na szczególną uwagę zasługują fundusze *hedge*.

Celem artykułu jest analiza rozwoju branży funduszy hedge na świecie i ocena ich wyników inwestycyjnych na tle indeksu giełdowego Standard & Poor's

500. Badania zostały oparte na ocenie charakterystyk ilościowych odnoszących się głównie do wartości aktywów w zarządzaniu, liczby funduszy *hedge* oraz ich stóp zwrotu. Zakres czasowy to lata 1997-2012. Wynika to z dwóch powodów: po pierwsze, możliwości przedstawienia zmian na przestrzeni całej pierwszej dekady XXI w., z uwzględnieniem okresu po wybuchu globalnego kryzysu finansowego; po drugie, materiały źródłowe wykorzystane w pracy pochodzą z bazy Barclay Hedge, która raportuje dane od 1997 r.

1. Definiowanie, istota działalności i strategie inwestycyjne funduszy *hedge*

Definiowanie funduszy *hedge* jest o tyle specyficzne, że mamy tu do czynienia z terminem dwujęzycznym. Powszechne stosowanie tego terminu utwierdza w przekonaniu, że nie znaleziono dobrego polskiego odpowiednika dla słowa *hedge*. Fundusze *hedge* są instytucjami powołanymi do zbiorowego lokowania i zarządzania pieniędzmi. Powstaje jednak pytanie, czym wyjątkowym się odznaczają, że zasłużyły na dookreślenie: *hedge*. Jak można przeczytać w publikacji *Hedge Funds Quantitative Insights*, fundusz *hedge* definiuje się jako „Prywatną, luźno regulowaną i profesjonalnie zarządzaną pulę kapitałową niedostępną dla szerokiej publiczności”[1]. W *Hedge Fund Course* z kolei wskazuje się, że definiowanie funduszu *hedge* stwarza trudności, jako że niełatwo opisać, czym jest ten fundusz, bez wpadania w kolizję z definicjami funduszy, które nie zaliczają się do kategorii funduszy *hedge*[2]. Często, definiując fundusze *hedge*, kładzie się nacisk na ich dążenie do osiągania zysków bez względu na otoczenie rynkowe. Fundusz ten jest aktywnie zarządzanym funduszem inwestycyjnym, dążącym do uzyskania atrakcyjnych bezwzględnych stóp zwrotu. Do osiągnięcia tego celu fundusze *hedge* stosują różne strategie i narzędzia inwestycyjne. Są one zaprojektowane dla niewielkiej liczby dużych inwestorów, a ich zarządzający otrzymuje udział w zyskach wypracowanych przez fundusz.

Polscy autorzy także używają różnych określeń na fundusze *hedge*, np. Andrzej Sławiński proponuje pojęcie „fundusz arbitrażowy”[3]. Należy jednak uznać, że najlepiej oddaje istotę tego funduszu określenie „fundusz *hedge*” i takie też będzie stosowane w niniejszej pracy. Obecnie nazwa ta może być myląca, ponieważ większość tych funduszy to instytucje uznawane za bardziej ryzykowne od klasycznych funduszy inwestycyjnych.

Funduszy *hedge* nie należy uważać za tradycyjne wehikuły inwestycyjne, zatem nie ma potrzeby przekazywania informacji o ich działalności regulatorom

[1] F.-S. Lhabitant, *Hedge Funds: Quantitative Insights*, John Wiley & Sons, London 2004, s. 32.
[2] S.A. McCrary, *Hedge Fund Course*, John Wiley & Sons, New York 2004, s. 1.
[3] A. Sławiński, *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006, s. 21.

i pozostałym inwestorom. Jest to uzasadnione tym, że tacy inwestorzy mają lepsze rozeznanie co do ryzyka. W związku z tym można wyróżnić kilka kluczowych cech funduszu *hedge*:

– pula nie stanowi przedmiotu regulacji nakładanych na zarejestrowane firmy inwestycyjne, dlatego jej zarządzający może stosować dowolne strategie inwestycyjne, w szczególności wykorzystywać ograniczony stopień dywersyfikacji, stosować dźwignię finansową, krótką sprzedaż lub instrumenty pochodne, takie jak kontrakty terminowe czy opcje, a także inwestować w instrumenty niepłynne lub niebędące przedmiotem publicznego handlu. Jest to całkowicie odmienne od rozwiązań przyjętych w klasycznych funduszach inwestycyjnych, które są silnie ograniczone istniejącymi regulacjami;

– zarządzający funduszem *hedge* ma na celu zarabianie bez względu na sytuację rynkową. Spadające rynki, np. akcji, nie są więc już dobrym wytłumaczeniem złych wyników, ponieważ dopuszczalna jest krótka sprzedaż;

– do motywowania najlepszych menedżerów na rynku fundusze *hedge* stosują specjalną premię od wyników, zwaną *incentive fee*. Jest ona zależna od wyników zarządzającego i stanowi zazwyczaj 20% wypracowanych przez niego zysków. Wymaga się też, aby zarządzający zainwestował w fundusz jakąś część swojego majątku osobistego. Fundusze *hedge* stosują ponadto stałe opłaty, stanowiące 1-2% zarządzanych aktywów. Służą one pokryciu kosztów stałych funkcjonowania wehikułu;

– w celu przeniesienia uwagi zarządzającego z zarządzania kapitałem funduszu na efektywne inwestowanie fundusze *hedge* często stosują znacznie wydłużone okresy między zawiadomieniem klienta o chęci wyjścia z inwestycji a wypłatą środków. Umożliwia to podejmowanie inwestycji długoterminowych oraz angażowanie się funduszu w niepłynne lub niepodzielne aktywa o znacznej wartości, takie jak nieruchomości;

– fundusze *hedge* ze względu na to, że są nieregulowane, nie muszą ujawniać swojego stanu posiadania. Wytworzyło to wokół nich aurę tajemniczości i wstrzymało niektórych inwestorów instytucjonalnych od podjęcia decyzji o inwestowaniu w nie[4].

Podziału funduszy *hedge* według ich strategii inwestycyjnych dokonuje wiele ośrodków badawczych monitorujących rynek funduszy *hedge*. Najważniejsze z nich to: Credit Suisse Tremont wraz z Dow Jones, Barclay Hedge, Hedge Fund Research, Eurekahedge oraz MSCI Barra. Podziały te nie są oczywiście jednakowe, ale mimo występujących w nich różnic wszystkie ośrodki badawcze pokrywają te same lub zbliżone rodzaje funduszy *hedge*. Na strategię składają się cztery elementy: styl, narzędzia, instrumenty finansowe i obszar geograficzny inwestowania. Styl określa sposób dokonywania transakcji, który zależy od wie-

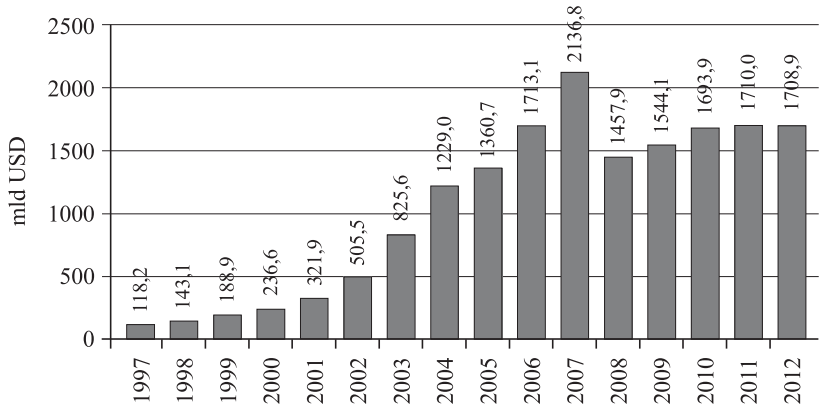
[4] F.-S. Lhabitant, *Handbook of Hedge Funds*, John Wiley & Sons, London 2006, s. 34.

lu czynników rynkowych, takich jak: klasa aktywów i *benchmark*. Narzędzia to kombinacje pozycji długich i krótkich, stopień zabezpieczenia ryzyka czy wykorzystywanie dźwigni finansowej. Instrumenty to z kolei wachlarz aktywów funduszu, a obszar geograficzny – miejsce dokonywania transakcji[5]. Należy jednak podkreślić, że strategie stosowane przez fundusze *hedge* nie są charakterystyczne tylko dla nich. W praktyce fundusze *hedge* były i są kuźniami technik inwestycyjnych. Ich innowacyjność wynika z dużej elastyczności i pochodzenia nie od konserwatywnych korporacji finansowych, lecz od kreatywnych osób fizycznych.

2. Rozwój sektora funduszy *hedge* w latach 1997-2012

Przedstawione charakterystyki ilościowe będą odnosiły się do wartości aktywów w zarządzaniu, liczby funduszy *hedge* oraz stóp ich zwrotu. W opisie branży funduszy *hedge* jako pierwszy prezentuje się wykres obrazujący wartość aktywów w zarządzaniu (*assets under managament* – AUM) funduszy *hedge*. Według szacunków wyżej wymienionej amerykańskiej bazy danych na koniec 2012 r. fundusze *hedge* posiadały w zarządzaniu aktywa o wartości 1708,9 mld dolarów (wykres 1).

Wykres 1. Wartość aktywów netto funduszy *hedge* na świecie w latach 1997-2012 (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.barclayhedge.com [15.07.2013].

Dzieląc fundusze *hedge* według kryterium stylu inwestycyjnego, można otrzymać następujące rezultaty w miliardach dolarów analogicznie na koniec 2012 r. (tab. 1).

[5] P. Cottier, *Hedge Funds and Management Futures. Performance Risks, Strategies and Use in Investment Portfolio*, Brno – Stuttgart – Wien 1997, s. 118.

Tabela 1. Wartość aktywów netto zarządzanych przez fundusze *hedge* według kryterium stylu inwestycyjnego na koniec 2012 r. (w mld USD)

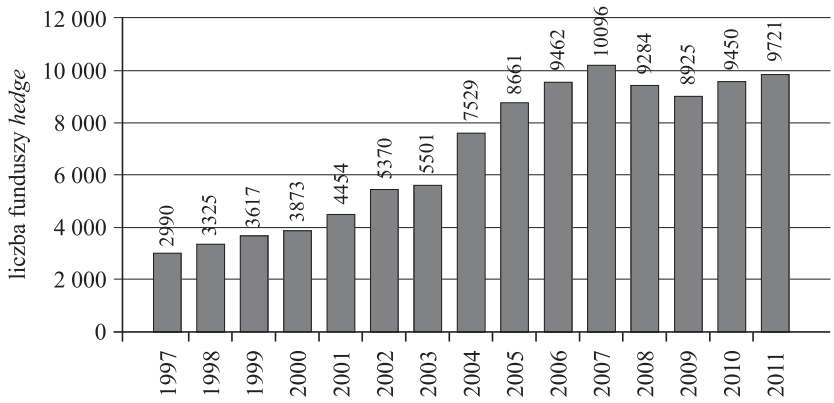
Kryterium stylu inwestycyjnego	2012
Arbitraż zamienny (*Convertible Arbitrage*)	39,6
Zagrożone papiery wartościowe (*Distressed Securities*)	113,9
Rynki wschodzące (*Emerging Markets*)	202,7
Akcyjne wyeksponowane netto na długie pozycje (*Equity Long Bias*)	148,5
Akcyjne wyeksponowane na długie i krótkie pozycje (*Equity Long/Short*)	169,1
Akcyjne wyeksponowane jedynie na długie pozycje (*Equity Long-Only*)	82,9
Akcyjne neutralne (*Equity Market Neutral*)	27,7
Akcyjne kierowane zdarzeniami (*Event Driven*)	165,9
Stałoprzychodowe (*Fixed Income*)	229,2
Makro (*Macro*)	172,5
Arbitraż przy fuzjach (*Merger Arbitrage*)	26,0
Multi strategii (*Multi-Strategy*)	203,0
Inne (*Other*)*	29,3
Dany sektor (*Sector Specific*)**	98,7

* fundusze sklasyfikowane jako Regulation D, Equity Short Bias, Option Strategies, Mutual Fund Timing, Statistical Arbitrage, Closed-End Funds, Balanced, Equity Dedicated Short i bez kategorii; ** fundusze zaklasyfikowane do danego sektora: technologii, energii, biotechnologii, finansów, nieruchomości, metali, górnictwa.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.barclayhedge.com [15.07.2013].

Jeśli chodzi o liczbę funduszy *hedge*, to jest ona skorelowana z wartością aktywów w ich zarządzaniu, co oznacza, że średnia wartość aktywów w zarządzaniu każdego funduszu pozostaje mniej więcej stała. Co ciekawe, w 2008 r., mimo wstrząsu dla wartości aktywów w zarządzaniu branży, liczba podmiotów niewiele spadła, co przedstawia wykres 2.

Wykres 2. Liczba funduszy *hedge* w latach 1997-2011

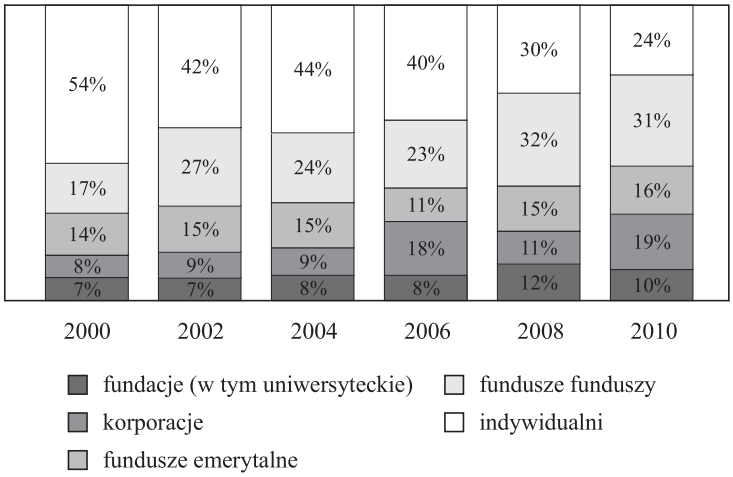


Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.hedgefundsresearch.com [15.07.2013].

Od 2005 r. liczba bankructw funduszy *hedge* wzrosła i nigdy już nie wróciła do niskich wartości z początku dekady, ale wciąż, pomimo wybuchu globalnego kryzysu, więcej funduszy powstawało niż było likwidowanych. Nie da się jednak ukryć, że rok 2008 przyniósł największą w historii liczbę bankructw w branży. Upadło wówczas około 1400 podmiotów, co nie zmienia faktu, że liczba funduszy *hedge* w ostatnich latach mieści się w przedziale od 9 do 10 tys. Stany Zjednoczone z Nowym Jorkiem na czele wciąż pozostają centrum zarządczym największej liczby funduszy *hedge*. Znaczenie Europy rośnie, natomiast Azji i innych lokalizacji, mimo oczekiwanych zmian, pozostaje na niskim poziomie.

Analizując aktywa w zarządzaniu, warto pokazać, w jaki sposób rozkładały się one w zależności od wielkości funduszu *hedge*. Innymi słowy, jak skoncentrowany jest kapitał w branży funduszy *hedge*. Zagadnienie to może być interesujące w kontekście studiów nad tezą o generowaniu ryzyka systemowego przez fundusze *hedge*. Jako tezę roboczą i materiał do osobnych rozważań można podać to, że znaczne pieniądze w zarządzaniu relatywnie nielicznych instytucji mogą prowadzić do monopolizacji płynności, a co za tym idzie – stwarzać zagrożenie dla rynku jako całości, czyli generować ryzyko systemowe[6].

Wykres 3. Struktura inwestorów funduszy *hedge* w latach 2000-2010 według wartości aktywów



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.thecityuk.com [15.07.2013].

Warto zauważyć, że XXI wiek przyniósł skupianie się coraz większych udziałów kapitałów w zarządzaniu największych funduszy *hedge*. Na tle 2010 r. sytu-

[6] W. Aspadarec, *Wielowymiarowe aspekty rozwoju rynku funduszy hedge*, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2013, s. 47.

acja z 2000 r. może wydawać się łagodna. Na początku obecnego wieku istniała bowiem względnie duża liczba małych podmiotów mających dużo do powiedzenia na zdywersyfikowanym rynku (wykres 3). Pierwsza dekada nowego wieku była jednak czasem koncentracji kapitału.

3. Wyniki inwestycyjne funduszy *hedge*

Prywatny charakter funduszy *hedge* i brak ustawowego obowiązku ujawniania danych to jeden z powodów, dla których nie ma jednej, kompletnej bazy danych zawierającej informacje na temat działalności wszystkich funduszy. Od samego początku działalności do głównych cech funduszy *hedge* należała ich niewielka transparentność na każdym polu działania. Lukę związaną z brakiem informacji na temat branży funduszy *hedge* zaczęto wypełniać dopiero pod koniec XX w. Zadanie to spoczęło na barkach prywatnych firm – dostawców baz danych, które specjalizują się w gromadzeniu i przetwarzaniu informacji na temat ich działalności. Raportowanie funduszy do baz danych jest dobrowolne, dlatego większość funduszy *hedge* raportuje tylko do jednej bazy.

Odpowiedź na pytanie, jakie wyniki osiągają fundusze *hedge*, nie jest łatwa. Przed dokonaniem analizy wyników funduszy przedstawione zostaną trudności, które czynią odpowiedź na nie niejednoznaczną. Specyfika funduszy *hedge* powoduje, że informacje na temat wyników przez nie osiąganych obciążone są różnymi błędami, o istnieniu których należy pamiętać w czasie oceny ich wyników inwestycyjnych. Według Williama Funga i Davida A. Hsieha, analizując wyniki funduszy *hedge* dostępne w bazach danych, należy zwrócić uwagę na następujące błędy:

- błąd przetrwania funduszu (*survivorship bias*),
- błąd historycznych stóp zwrotu (*instant history bias*),
- błąd likwidacji funduszu (*liquidation bias*),
- błąd wyboru (*selection bias*)[7].

Przed 2006 r. brak możliwości inwestowania w cały sektor funduszy *hedge* zmuszał do skupienia uwagi na zachowaniu pojedynczych funduszy. Odpowiedzi na pytania: czy fundusze *hedge* zachowują się lepiej niż fundusze inwestycyjne i czy pojedyncze fundusze *hedge* zachowują się lepiej niż rynek jako całość, nie są oczywiste. Przyczyny tych trudności zostały przedstawione wyżej, ale powinny być uzupełnione o następujące kwestie. Po pierwsze, jedną z trudności w kalkulowaniu stóp zwrotu jest wycena. O ile nieskomplikowane jest obliczanie stóp zwrotu klasycznych funduszy inwestujących w akcje, o tyle fundusze *hedge* nierzadko nabywają do portfela instrumenty finansowe niebędące przedmiotem ob-

[7] W. Fung, D.A. Hsieh, *Hedge-Fund Benchmarks: Information Content and Biases*, „Financial Analysis Journal" 2002, t. 58, nr 1.

rotu na zorganizowanych rynkach. Trudność wynika z tego, że dla instrumentów notowanych na rynku OTC nie ustala się cen zamknięcia, zatem fundusze *hedge* wykorzystują modele teoretyczne do oszacowania wartości tych instrumentów. Innym rozwiązaniem stosowanym w celu wyeliminowania tej niedogodności jest wycena portfela na podstawie cen kwotowanych, a nie cen transakcyjnych, co również może budzić kontrowersje. Kolejna trudność wynika z prawidłowego szacowania stóp zwrotu funduszy *hedge*. Rzetelne szacowanie musi zawierać dopasowanie do ich ekspozycji na ryzyko. Fundusze *hedge* mogą otwierać zarówno długie, jak i krótkie pozycje, korzystać z derywatów oraz pożyczek, dlatego ich ekspozycja na ryzyko rynkowe w krótkim okresie może być zmienna, co utrudnia jej oszacowanie, przy ograniczonej próbie miesięcznych stóp zwrotu. Techniki służące szacowaniu ekspozycji na ryzyko w klasycznych funduszach inwestycyjnych nie spisują się tak dobrze w przypadku funduszy *hedge.* Stopę zwrotu funduszu akcyjnego najczęściej postrzega się jako zwrot z portfela akcji oraz kilku elementów unikalnych danego funduszu. W przypadku funduszy *hedge* stopa zwrotu najlepiej jest wyrażona jako stopa zwrotu inwestycji w instrumenty pochodne.

Ekstrapolowanie wyników przeszłych na przyszłość wiąże się z tym, że wyniki danego funduszu mogą dawać selektywny ogląd jego ryzyka. Jest to związane ze stosowaniem strategii o profilu wypłat, podobnie jak w przedsiębiorstwie ubezpieczeniowym sprzedającym ubezpieczenia na wypadek trzęsienia ziemi. Do czasu, gdy ubezpieczenia te nie wiążą się z koniecznością wypłat, wpływają na dobre wyniki ubezpieczyciela. Czasami jednak następuje trzęsienie ziemi, co powoduje, że ubezpieczyciel odnotowuje duże straty, które mogą przekroczyć jego skumulowane zyski z okresów spokojnych. O ile w przypadku inwestorów przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego ryzyko nastąpienia trzęsienia ziemi jest przez nich kalkulowane, o tyle inwestorom funduszy *hedge* może wydawać się niemożliwe, że fundusz ten ponosi ryzyko dużych strat przed ich zmaterializowaniem. Fundusz *hedge* narażony na takie ryzyko będzie generował zyski, ponieważ do katastroficznego wydarzenia nie dochodzi przez dłuższy czas, co utwierdza inwestorów w tym, że nie posiada on zmienności i ekspozycji na ryzyko rynkowe, przez co może wydawać się dobry pod względem wyników. Analiza zmienności może prowadzić do wniosku, że fundusz ma niską zmienność, ponieważ inwestorzy oceniają stopy zwrotu przed pojawieniem się niekorzystnego wydarzenia. Takie rozumowanie uzasadnia, dlaczego zmienność nie jest najlepszą miarą oceny ryzyka pojedynczego funduszu. Przykład ten pokazuje, że fundusz *hedge* może wydawać się mieć małą zmienność w stosunku do funduszu inwestycyjnego, lecz cechuje się znacznie wyższym prawdopodobieństwem utraty wszystkich swoich aktywów[8].

[8] R.M. Stulz, *Hege funds: past, present, future*, „Journal of Economic Perspectives" 2007, t. 21, nr 2, s. 188.

Wymienione niedogodności czynią analizę wyników inwestycyjnych funduszy *hedge* kontrowersyjną. Metodą stosowaną do ewaluacji strategii inwestycyjnych w tym sektorze jest oszacowanie alfy tej strategii. Jest to ta część strategii, która nie jest wyjaśniona ryzykiem beta, wynikającym z ekspozycji na zmiany rynkowe. Zarządzający musi posiadać umiejętność generowania alfy, nie narażając się przy tym na ryzyko bety. Pod względem statystycznym alfa jest więc wyrazem wolnym w równaniu regresji liniowej, oceniającym efektywność zarządzania funduszem inwestycyjnym, który został zaproponowany przez Michaela C. Jensena na podstawie modelu CAPM[9].

$$(R_t - R_f) = \alpha_t + \beta_t(R_m - R_f) + e_t \tag{1}$$

gdzie:

α_t – współczynnik alfa,
R_t – stopa zwrotu funduszu w rozpatrywanym okresie,
R_f – stopa wolna od ryzyka w rozpatrywanym okresie,
β_t – współczynnik beta funduszu w rozpatrywanym okresie,
R_m – stopa zwrotu portfela rynkowego w rozpatrywanym okresie,

Przekształcając to równanie, otrzymamy:

$$\alpha_t = (R_t - R_f) - \beta_t(R_m - R_f) - e_t \tag{2}$$

Alfa Jensena jest nadwyżkową stopą zwrotu ważoną ryzykiem. Im wyższa wartość tego wskaźnika, tym lepszy wynik osiągnięty przez dany fundusz *hedge*. Wartości dodatnie wskaźnika oznaczają, że są zarządzane ponadprzeciętnie, ujemne zaś – że portfel osiągnął wynik słabszy niż nadwyżkowa stopa rynkowa ($R_m - R_f$), która czasem przyjmuje wartość zero (co oznacza, że rynek jest neutralny)[10].

W badaniach nieregulowanych funduszy zasadą jest to, że posiadają one średnio nieujemną alfę po uwzględnieniu opłat. Wynika z tego, że zarządzający funduszem *hedge* zarabiają co najmniej na odprowadzane na ich rzecz opłaty. Środowiska akademickie w badaniach skupiają uwagę w odniesieniu do alfy na dwóch problemach: średnim rozmiarze alfy i okresie utrzymywania się alfy w pojedynczych funduszach. Roger G. lbbotson i Peng Chen w 2005 r. przeanalizowali zachowanie funduszy *hedge* w latach 1999-2004. Z ich badań wynika, że średnia stopa zwrotu dla każdego z funduszy *hedge* wyniosła 9,1% po uwzględnieniu opłat. Stopa zwrotu wolna od opłat dzielona jest na dwa komponenty. Pierwszym

[9] M.C. Jensen, *The performance of mutual funds in the period 1945-1964*, „Journal of Finance" 1968, t. 23, nr 2.

[10] Z. Bodie, A. Kane, A.J. Marcus, *Investments*, McGraw-Hill, New York 2008, s. 295.

z nich jest zysk powstały dzięki ekspozycji na szeroki rynek (ryzyko beta). Ekspozycja ta generowała zysk w wysokości 5,4%, co oznacza, że średnia alfa dla funduszy wyniosła 3,7%. Z badania tego wynika, że alfa w funduszach *hedge* jest znacznie większa niż alfa funduszy inwestycyjnych inwestujących w akcje w badanym okresie[11].

Odpowiedź na pytanie o utrzymywanie się alfy w czasie przez zarządzających funduszami *hedge* dają badania przeprowadzone przez Raviego Jagannathana, Alexeya Malakhova i Dmitriya Novikova z 2006 r. Wskazują one, że fundusze *hedge* są w stanie utrzymać tylko połowę swoich dobrych wyników, rozważając okresy trzyletnie, co oznacza, że jeśli fundusz posiadał alfę na poziomie 2% w czasie trzyletniego okresu, to można oczekiwać, że jego alfa w ciągu następnego takiego okresu wyniesie 1%[12]. Podsumowując, istnieje wiele badań potwierdzających znaczny odsetek funduszy z istotnie dodatnią alfą, a zatem umiejętność wybrania dobrego funduszu *hedge* może być wysoce opłacalna. Nie należy jednak zapominać, że ekstrapolowanie wyników przeszłych na przyszłość może być niebezpieczne, choć istnieją badania potwierdzające, że wcześniejsze wyniki funduszy pomagają w ich wybieraniu na przyszłość.

Aby móc mierzyć uśrednione wyniki inwestycyjne funduszy *hedge*, czyli indeks funduszy *hedge* dla statystycznej wiarygodności, należy posiadać pewną ich liczbę (chodzi o to, by wyniki pojedynczego funduszu nie wpływały zanadto na całość). Stąd też Barclay Hedge mimo ćwierćwiecza funkcjonowania nalicza indeks funduszy *hedge* dopiero od 1997 r.

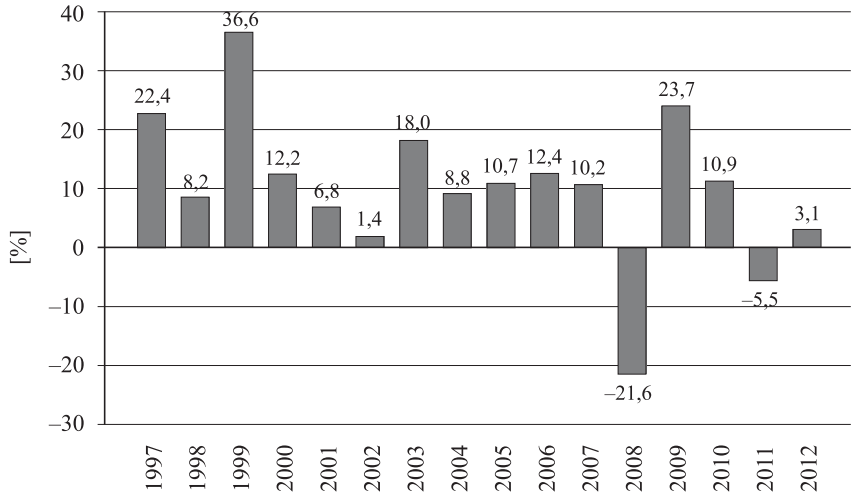
Na wykresie 4 pokazano, że fundusze *hedge* w swojej masie spełniają swe funkcje, czyli generowanie możliwie najwyższych zysków bezwzględnych, a nie relatywnych do *benchmarku*. Nawet krach dotcomów nie przeszkodził wyjść branży funduszy *hedge* na plus, co prawda niewielki, ale pozwalający inwestorom zaspokajać potrzebę zarabiania, a w najgorszym razie nieponoszenia strat. Co ważne, w latach w których nie nastąpił krach, zarówno w latach wzrostu, jak i stagnacji rynków, fundusze *hedge* osiągały znaczne bezwzględne zyski – nawet ponad 36% w 1999 r., w okresie hossy technologicznej.

Niepokojący wyjątek stanowią lata 2008 i 2011. Jako przyczynę tak znacznych strat poniesionych w 2008 r. można wskazać nie tylko spadki na rynkach jako takie i znaczną zmienność rynków, ponieważ fundusze *hedge* w zasadzie lubią zmienność, szczególnie te agresywnie zarządzane i potrafiące zmieniać dynamicznie swoją pozycję z długiej na krótką i odwrotnie, ale również brak płynności na rynkach, czyli sytuację, w której zarządzający funduszem wie, w jakich cenach otwierać, zamykać lub odwracać pozycje, choć rynek nie daje możliwości reali-

[11] R.G. Ibbotson, P. Chen, *Sources of Hedge Fund Returns: Alphas, Betas, and Costs*, Yale International Center for Finance, Working Paper 05-17, Yale University, New Haven 2005.

[12] R. Jagannathan, A. Malakhov, D. Novikov, *Do Hot Hands Persist Among Hedge Fund Managers? An Empirical Evaluation*, „NBER Working Paper" 2006, nr 12015.

Wykres 4. Stopy zwrotu funduszy *hedge* w latach 1997-2012 (w %)

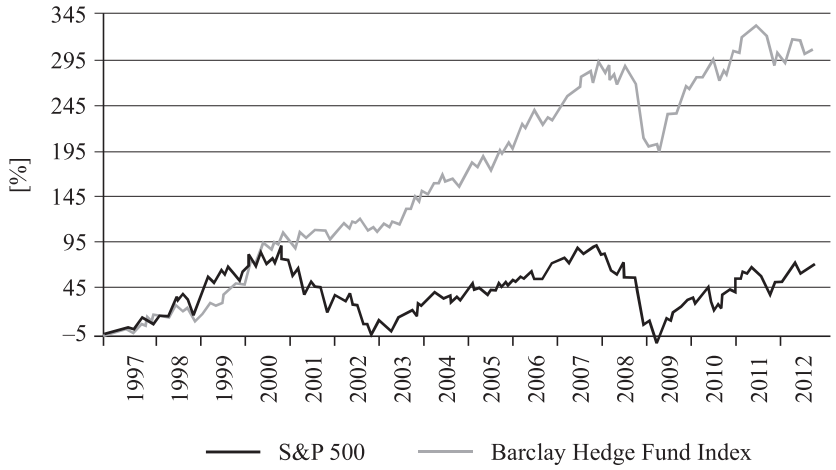


Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.barclayhedge.com [15.07.2013].

zacji transakcji. Przyczyną mogły być także problemy związane z obsługą używanych lewarów – zaciągniętych pożyczek oraz panika klientów w funduszach niestosujących odpowiednich okresów zamkniętych. Fundusz może być zmuszony do zamykania pozycji w najmniej korzystnym momencie, są to incydenty na linii fundusz – instytucje go obsługujące lub wobec niego nadrzędne. Jak zatem wyglądają wyniki funduszy *hedge* na tle rynku akcji?

Na wykresie 5 widać z kolei, że inwestor, który zainwestował w fundusze tworzące ten indeks w styczniu 1997 r. i utrzymywał inwestycję do końca 2007 r., czyli wybuchu globalnego kryzysu finansowego, uzyskał stopę zwrotu równą 286,4% (wolną od wszystkich dodatkowych obciążeń, takich jak premie za zarządzanie) lub efektywną roczną stopę zwrotu równą 14,4%. Ze względu na to, że aktywnie zarządzane fundusze inwestycyjne rynku akcji jako całość nie zachowują się lepiej niż rynek akcji, uwzględniając opłaty przez nie pobierane, fundusze *hedge* będą lepsze niż aktywnie zarządzane fundusze inwestycyjne, o ile ich wyniki będą wyższe niż wyniki rynku akcji jako całości. Hipotetyczny inwestor, który zainwestował w indeks Standard & Poor's 500, w tym samym czasie zarobił 75,3%, co daje roczną efektywną stopę zwrotu na poziomie 5,7%. Elastyczność funduszy *hedge* i zalety z niej wynikające z całą siłą objawiły się w styczniu 2009 r., kiedy stopa zwrotu hipotetycznego inwestora angażującego środki na początku 1997 r. w odniesieniu do funduszy *hedge* sięgnęła 202,4%, natomiast w odniesieniu do S&P 500 wyniosła –6,4%. Wynik osiągnięty przez klasyczne fundusze inwestycyjne z powodu braku ich ruchliwości podważył wiarę wielu

Wykres 5. Barclay Hedge Fund Index na tle indeksu akcji S & P 500 w latach 1997-2012 (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: www.barclayhedge.com i stooq.pl [15.07.2013].

inwestorów w skuteczność długoterminowego inwestowania w myśl zasady „kup i trzymaj" (*buy and hold*).

Konkludując, na koniec pierwszego półrocza 2012 r., czyli po 16,5 roku inwestowania przez inwestora, wynik osiągnięty na portfelu funduszy *hedge* mierzony indeksem Barclay Hedge Fund Index wyniósł 301,8%, znacznie przewyższając stopę zwrotu indeksu S & P 500, która kształtowała się na poziomie 75,4%.

W badanym okresie zbiorcze wyniki inwestycyjne funduszy *hedge* osiągały zawsze wartości dodatnie – od 1,42% w 2002 r. do 36,56% w 1999 r. Wyjątek stanowiły lata 2008 i 2011. Wybuch globalnego kryzysu finansowego w 2008 r. pokazał, że nawet tak elastycznym wehikułom inwestycyjnym, jak fundusze *hedge*, nie udało się jako branży osiągnąć dodatniej stopy zwrotu. Rok 2011 zakończył się drugi raz w historii ujemną stopą zwrotu na poziomie –5,48%. Wyniki funduszy *hedge* w badanym okresie pozostawały w korelacji z możliwościami, jakie oferowały poszczególne segmenty globalnego rynku finansowego. Spadek wartości indeksu Barclay Hedge Fund Index, szczególnie w 2008 r., zdeterminowany był strukturą funduszy *hedge*, w której dominują fundusze akcyjne wyeksponowane netto na długie pozycje (*equity long bias* i *managed futures*). Załamanie na rynkach w 2008 r. cechowało się równoczesnymi spadkami na rynkach kapitałowych i na rynkach surowcowych.

Badanie wyników funduszy *hedge* od 1997 r. do października 2012 r. dowodzi, że wśród subindeksów opisujących strategie funduszy *hedge* wszystkie osiągnęły wynik dodatni, z wyjątkiem jednej (*dedicated short bias*), której wynik był

ujemny i wynosił –4,07%. W obu latach (2008 i 2011), gdy fundusze *hedge* jako cała branża zanotowały ujemne wyniki, stopy zwrotu strategii wyeksponowanej na pozycje krótkie przyniosły odpowiednio: 40,91% i 6,64% zysku.

W uzupełnieniu należy dodać, że do rozwoju rynku funduszy *hedge* przyczyniło się także to, że stały się one narzędziem dywersyfikacji portfela. Mogąc swobodnie wykorzystywać derywaty, krótką sprzedaż, dążyły do uzyskania nieograniczonej stopy zwrotu, co sprawiło, że były nisko lub ujemnie skorelowane z tradycyjnymi instrumentami finansowymi. Analiza korelacji między indeksami Barclay Hedge Fund Index a globalnym rynkiem akcji mierzonym indeksem S & P 500 w okresie od 2000 r. do końca 2012 r. dowodzi, że fundusze *hedge* były słabo skorelowane z globalnym rynkiem akcji w latach 2000-2003. W kolejnych latach aż do wybuchu globalnego kryzysu finansowego poziom korelacji wzrósł, by w następnych latach ponownie się obniżyć. Współczynnik ten wyniósł odpowiednio: 0,24 w latach 2000-2003, 0,62 w latach 2003-2007 i 0,45 w latach 2007--2012[13].

Można więc postawić tezę, że niski stopień korelacji funduszy *hedge* z rynkiem akcji jest jedną z głównych przesłanek napływu kapitału od inwestorów instytucjonalnych do branży funduszy *hedge*. Niski poziom korelacji od wybuchu kryzysu sugeruje, że fundusze *hedge* przesunęły środek ciężkości z rynku kapitałowego na rynek towarowy, w szczególności na surowce traktowane jako odpowiedź inwestorów na politykę banków centralnych.

Podsumowanie

Sektor nieregulowanych funduszy w pierwszej dekadzie XXI w. rozwijał się niezwykle dynamicznie. Kryzys finansowy również nie spowodował załamania w branży funduszy *hedge*, choć w 2008 r. nastąpił spadek wartości aktywów w zarządzaniu i największa w historii liczba funduszy *hedge* uległa likwidacji, ale już na koniec 2011 r. rynek powrócił do rekordowego poziomu. Można więc postawić tezę, że fundusze *hedge* będą istniały zawsze, jednak ze względu na wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych branża jako całość zbliży się do tradycyjnego modelu funduszy inwestycyjnych. Od funduszy *hedge* oczekuje się pozytywnego zachowania niezależnie od tego, jakie było zachowanie rynku, a analizując wyniki funduszy *hedge*, można stwierdzić, że ze względu na swą elastyczność wciąż osiągają one wyniki lepsze niż „szeroki rynek" mierzony indeksem S & P 500 niezależnie od sytuacji rynkowej.

[13] Opracowanie na podstawie danych www.barclayhedge.com [15.07.2013].

Literatura

Aspadarec W., *Wielowymiarowe aspekty rozwoju rynku funduszy hedge*, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2013.
Bodie Z., Kane A., Marcus A.J., *Investments*, McGraw-Hill, New York 2008.
Cottier P., *Hedge Funds and Management Futures. Performance Risks, Strategies and Use in Investment Portfolio*, Brno – Stuttgart – Wien 1997.
Fung W., Hsieh D.A., *Hedge-Fund Benchmarks: Information Content and Biases*, „Financial Analysis Journal" 2002, t. 58, nr 1.
Ibbotson R.G., Chen P., *Sources of Hedge Fund Returns: Alphas, Betas, and Costs*, Yale International Center for Finance, Working Paper 05-17, Yale University, New Haven 2005.
Jagannathan R., Malakhov A., Novikov D., *Do Hot Hands Persist Among Hedge Fund Managers? An Empirical Evaluation*, „NBER Working Paper" 2006, nr 12015.
Jensen M.C., *The performance of mutual funds in the period 1945-1964*, „Journal of Finance" 1968, t. 23, nr 2.
Lhabitant F.-S., *Handbook of Hedge Funds*, John Wiley & Sons, London 2006.
Lhabitant F.-S., *Hedge Funds: Quantitative Insights*, John Wiley & Sons, London 2004.
McCrary S.A., *Hedge Fund Course*, John Wiley & Sons, New York 2004.
Sławiński A., *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006.
Stulz R.M., *Hege funds: past, present, future*, „Journal of Economic Perspectives" 2007, t. 21, nr 2.

The complexity of defining hedge funds and the evaluation of their development stages

Abstract. *In this compilation the author explains the influence of hedge funds occurring on the financial market during a decade of the new century, especially after the outburst of the global financial crisis. The first part contains considerations about controversies when defining hedge funds and their specific features, differentiating them among other participants of the financial market. The next part presents a development parametric, referring to the quantitative characteristics about the amount of hedge funds, asset value, and their return of assets. The results presented in the compilation connected with researching hedge funds investing performance show, that during the last 15 years, hedge funds collective results have achieved positive values, except in 2008 and 2011. In spite of economic trends in the financial market, the performance of hedge funds measured by the Barclay Hedge Fund Index, were much better than the performance of the "broad market" measured by Standard & Poor's 500 index.*

Keywords: *hedge fund, global financial crisis*