

**Izabela Pruchnicka-Grabias**

ALMAMER Wyższa Szkoła Ekonomiczna w Warszawie

## **STRATEGIE INWESTYCYJNE I WYNIKI FINANSOWE FUNDUSZY HEDGINGOWYCH**

### **1. Wstęp**

Fundusze hedgingowe stanowią szczególny rodzaj inwestycji. W przeciwieństwie do funduszy inwestycyjnych nie podlegają tak znacznej kontroli i ograniczeniom ustawowym jak te drugie. W związku z tym pozwalają na tworzenie portfeli ujemnie skorelowanych z rynkiem. Stwarza to możliwość generowania zysków nawet w okresie występowania dekonjunktury na światowych rynkach finansowych. Są to inwestycje długofalowe zapewniające stabilny wzrost kapitału. Świadczą o tym badania porównujące zachowanie indeksu funduszy hedge CSFB/Tremont z indeksami akcji S&P oraz DJWI w latach 1994-2005, które pokazały, iż średnie odchylenie standardowe indeksu funduszy hedgingowych było znacznie niższe od odchyłeń obydwóch zastosowanych indeksów akcyjnych przy zachowaniu atrakcyjnych stóp zwrotu. Dlatego też uważam, iż każdy podmiot zarządzający znacznymi nadwyżkami pieniężnymi powinien rozważyć włączenie tej formy inwestycji alternatywnej do swojego portfela.

### **2. Fundusze hedgingowe a fundusze inwestycyjne**

Podstawową różnicą pomiędzy funduszami hedgingowymi i inwestycyjnymi jest to, iż te drugie dokonują pomiaru swoich wyników inwestycyjnych na podstawie tzw. benchmarku. Tym punktem odniesienia są zwykle indeksy giełdowe. Fundusze hedgingowe zaś zainteresowane są osiągnięciem maksymalnej absolutnej stopy zwrotu bez względu na koniunkturę panującą na rynkach finansowych. Pozwalają one na uzyskanie wysokich wartości współczynnika Sharpe'a uwzględniającego zarówno stopę zwrotu z inwestycji, jak i towarzyszące jej ryzyko.

Ogólną miarą zachowania funduszy hedge jest Credit Suisse Tremont Hedge Funds Index, będący indeksem ważonym aktywami funduszy i zawierający wyłącznie fundusze, które posiadają w zarządzaniu minimum 50 mln USD, istnieją od co

najmniej 12 miesięcy, a ich sprawozdania finansowe są regularnie audytowane. Obejmuje on 10 różnych stylów zarządzania, które zostaną omówione w dalszej części rozdziału. W latach 1994-2005 indeks ten osiągnął znacznie wyższą średniomiesięczną stopę zwrotu od Indeksu Światowego Dow Jones i nieznacznie niższą od indeksu S&P500, osiągając jednocześnie w obydwu przypadkach znacznie niższe odchylenie standardowe (zob. tab. 1). Poza tym stopa zwrotu z indeksu funduszy hedgingowych Credit Suisse/Tremont w najlepszym miesiącu była tylko nieznacznie niższa od stopy zwrotu z indeksu Dow Jones oraz S&P500, a jednocześnie w najgorszym miesiącu indeks ten wygenerował o połowę mniejsze straty niż indeksy Dow Jones i S&P500. W efekcie pozwoliło to na uzyskanie przez indeks funduszy hedgingowych wyższego wskaźnika Sharpe'a od badanych indeksów akcji.

Tabela 1. Stopy zwrotu z indeksu zawierającego fundusze hedgingowe w porównaniu z indeksem S&P500 oraz indeksem Dow Jones w latach 1994-2005

Wyszczególnienie	Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index (USD)	S&P 500 (USD)	Dow Jones World Index (USD)
Średnia miesięczna stopa zwrotu	0.87%	0.93%	0.63%
Stopa zwrotu w najlepszym miesiącu	8.53%	9.78%	9.00%
Stopa zwrotu w najgorszym miesiącu	-7.55%	-14.46%	-14.19%
Miesięczne odchylenie standardowe	2.23%	4.15%	3.99%
Odchylenie standardowe w skali rocznej	7.72%	14.39%	13.81%
Współczynnik Sharpe'a (liczony na bazie 90-dniowych bonów skarbowych)	0.87	0.46	0.20

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych udostępnionej przez Credit Suisse.

W związku z tym, że fundusze hedgingowe nie podlegają ograniczeniom nakładanym przez ustawodawstwo dotyczące funduszy inwestycyjnych, mogą stwarzać wrażenie instytucji mało przejrzystych dla potencjalnych inwestorów. W celu niwelowania tego zjawiska, tworzą one pewne samoregulacje i zasady działania. Jednakże nadal zdecydowana większość z nich nie ujawnia wszystkich tajemnic stosowanych strategii inwestycyjnych, uważając to za swoją przewagę nad innymi tego typu instytucjami i w obawie przed uprzedzeniem ich zamiarów inwestycyjnych przez innych uczestników tego rynku, co nie pozostałoby bez wpływu na zysk przez nie generowany. Zróznicowanie strategii inwestycyjnych stosowanych przez fundusze hedgingowe sprawia, że wyniki przez nie osiągnięte są bardzo słabo ze sobą skorelo-

wane, co w przypadku funduszy inwestycyjnych nie ma miejsca, gdyż instytucje te bardzo podobnie konstruują swoje portfele. Kontynuując dyskusję o różnicach pomiędzy funduszami inwestycyjnymi i hedgingowymi, należy podkreślić, iż stopy zwrotu generowane przez te pierwsze traktuje się w kategoriach wskaźnika beta służącego ich porównaniu z rynkiem, podczas gdy stopy zwrotu funduszy hedgingowych rozważa się w kategoriach wskaźnika alfa pokazującego wielkość zysku zrealizowanego ponad teoretyczną wielkość ustaloną na podstawie modelu CAPM<sup>1</sup>. Innymi słowy, alfa jest miarą zdolności menedżera zarządzającego funduszem hedgingowym. Wynika to z tego, że menedżerowie zarządzający funduszami hedgingowymi mają o wiele więcej możliwości do wyboru aniżeli kierujący funduszami inwestycyjnymi, jeśli chodzi zarówno o instrumenty, jak i o rynki, na których mogą inwestować.

### 3. Strategie inwestycyjne

Jak wcześniej wspomniano, fundusze hedge stosują 10 odmiennych strategii zarządzania. Najbardziej popularne wśród dużych funduszy są strategie sytuacji nadzwyczajnych, które wykorzystują takie wydarzenia, jak fuzje i wykupy firm do wygenerowania zysku. Z kolei strategie na krótkich i długich pozycjach w akcjach, których cechą charakterystyczną są inwestycje w akcje amerykańskich spółek, polegają na ich kupnie lub zastosowaniu krótkiej sprzedaży. Tego rodzaju fundusze posiadają w swoich portfelach przewagę pozycji długich. Jeśli byłoby na odwrót, stosowałyby tzw. strategie na krótkich pozycjach. Gdyby natomiast wartości krótkich i długich pozycji wzajemnie się równoważyły, mielibyśmy do czynienia ze strategiami neutralnymi. Jeśli chodzi o strategie na rynkach wschodzących, obejmują one fundusze inwestujące w akcje i obligacje krajów znajdujących się w Ameryce Łacińskiej, Europie Wschodniej, Afryce czy w wybranych rejonach Azji. Głównym ryzykiem ponoszonym przez owe kraje jest to, że mogą one stać się niewypłacalne, a ich kursy walutowe mogą nagle drastycznie się zmienić. Ponieważ na rynkach wschodzących krótka sprzedaż albo w ogóle nie funkcjonuje, albo działa słabo, fundusze stosujące te strategie zajmują głównie pozycje długie. Kolejne strategie zarządzania, strategie arbitrażowe instrumentów o stałym dochodzie obejmują generowanie zysków z papierów wartościowych przynoszących stały dochód poprzez wykorzystanie różnic w ich cenach na różnych rynkach w tym samym czasie. W ich portfelach znajdują się głównie obligacje, a także papiery wartościowe zabezpieczone hipotekami na nieruchomościach.

Z kolei fundusze arbitrażowe instrumentów o zmiennym dochodzie także wykorzystują różnice w cenach papierów na różnych rynkach w tym samym czasie, lecz inwestują w takie papiery wartościowe, które można zamienić na akcje, czyli obli-

---

<sup>1</sup> Na temat modelu CAPM zob. w [Sharpe 1964, s. 425-442].

gacje zamienne, czy warranty subskrypcyjne. Z punktu widzenia inwestora zaletą obligacji zamiennych jest to, iż mogą zostać zastosowane jako instrument zabezpieczający przed wzrostem cen papierów wartościowych danego emitenta, które chce nabyć w przyszłości. Ponadto oferują one stały dochód w postaci kuponów. Nawet jeśli nastąpi załamanie na rynku kasowym i cena akcji będących instrumentem bazowym dla wbudowanej opcji spadnie poniżej ceny konwersji, dochód z tytułu posiadanej obligacji nie ulega zmianie, a jednocześnie fundusz-inwestor zachowa szansę na to, że ceny akcji wzrosną w przyszłości powyżej ceny konwersji i będzie mógł wygenerować zysk. Poza tym może zarobić na spadku ceny akcji w ten sposób, że dokona krótkiej sprzedaży akcji w momencie, gdy ich cena jest wyższa od ceny konwersji obligacji zamiennej, a za jakiś czas odkupi je po cenie ustalonej w obligacji. Poza tym nabywca obligacji zamiennej jest jednocześnie uczestnikiem rynku długu oraz rynku kapitału. Wartości wypłacanych kuponów są zwykle wyższe od stopy dywidendy z akcji będących instrumentem bazowym dla wbudowanej opcji. Oznacza to, że bardziej opłacalne staje się posiadanie obligacji aniżeli wykonanie opcji w celu nabycia akcji, które mają być przechowywane. Poza tym dywidendy mogą być wypłacane nieregularnie i są uzależnione od wyników finansowych spółki, podczas gdy kupony muszą być wypłacane regularnie w ustalonych wcześniej okresach i nie zależą od sytuacji spółki. Co więcej, obligacje są instrumentami wrażliwymi na zmiany wartości aktywów bazowych. W miarę wzrostu ceny akcji zwiększa się wrażliwość obligacji na zmiany tych cen. Podczas gdy wartość instrumentu bazowego ulega obniżeniu, wrażliwość obligacji na zmiany jego ceny zmniejsza się aż do momentu, gdy kolejne obniżki cen nie będą miały wpływu na obligację. Jeśli rozważymy jednakowe ruchy cen instrumentu bazowego w obie strony, zasadą jest, że cena obligacji zamiennej raczej wzrasta, gdy kursy akcji bazowych idą ku górze, aniżeli spada, gdy ceny akcji ulegają obniżeniu. I. Nelken [2000, s. 5] nazywa to korzystną dźwignią obligacji zamiennych. Drugi z instrumentów, w który inwestują fundusze arbitrażowe o zmiennym dochodzie – warrant subskrypcyjny, również daje prawo do nabycia akcji po cenie określonej z góry, co oznacza, że można skorzystać z tego przywileju, jeśli w danym momencie na rynku akcje te są droższe od ceny wykonania warrantu, co pozwala na zrealizowanie zysku bez poniesienia dodatkowego ryzyka. Kolejne strategie zarządzania, strategie nieograniczone, charakteryzuje brak jakichkolwiek reguł i limitów, co oznacza, że fundusze go stosujące zajmują długie i krótkie pozycje w akcjach, obligacjach, walutach oraz instrumentach pochodnych. Nie mają dla nich znaczenia granice państw ani to, czy inwestują w krajach wysoko rozwiniętych czy rozwijających się.

Fundusze wykorzystujące strategie zróżnicowane oddają część kapitału w zarządzanie kilku menedżerom stosującym odmienne techniki zarządzania portfelem. I wreszcie fundusze aplikujące strategie na kontraktach terminowych futures, jak nazywa sugeruje, inwestują w kontrakty terminowe, głównie notowane na rynkach regulowanych, lecz również na rynkach międzybankowych i klientowskich.

Tabela 2. Podział funduszy hedgingowych w zależności od strategii przez nie stosowanych

Nazwa amerykańska	Odpowiednik polski*	Procentowy udział w indeksie funduszy hedgingowych CSFB/Tremont Index
Long/Short Equity	strategie na krótkich i długich pozycjach w akcjach	26,3
Event Driven	strategie w sytuacjach nadzwyczajnych	20,5
Global Macro	strategie nieograniczone	12,9
Multi-Strategy	strategie zróżnicowane	11,7
Fixed Income Arbitrage	strategie arbitrażowe instrumentów o stałym dochodzie	8,1
Convertible Arbitrage	strategie arbitrażowe instrumentów o zmiennym dochodzie	7,0
Managed Futures	strategie na kontraktach terminowych futures	5,6
Equity Market Neutral	strategie neutralne wobec ryzyka rynkowego	4,3
Emerging Markets	strategie na rynkach wschodzących	3,0
Dedicated Short Bias	strategie na krótkich pozycjach	0,5

\* Tłumaczenie własne autorki.

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Credit Suisse.

Proporcje, w jakich poszczególne strategie uczestniczyły w indeksie CSFB/Tremont w 2006 r., przedstawia tab. 2.

#### 4. Największe fundusze na świecie i ich wyniki finansowe

Wśród dwudziestu największych funduszy hedgingowych pod względem wielkości aktywów dobieranych na podstawie bazy danych Credit Suisse są fundusze zarówno otwarte (większość), jak i zamknięte. Siedziby ich znajdują się głównie w Stanach Zjednoczonych, a także w Wielkiej Brytanii i jedna w Szwajcarii. Strategie stosowane przez te instytucje są zróżnicowane, lecz dominuje strategia wykorzystująca sytuacje nadzwyczajne. Stopy zwrotu zarówno miesięczne, jak i za dłuższe okresy (roczne, trzyletnie i pięcioletnie) są dla większości funduszy dodatnie. Warto również podkreślić, iż o ile w wypadku stóp zwrotu miesięcznych i rocznych zdarza się (choć bardzo rzadko), iż są ujemne, o tyle w przypadku trzyletnich i pięcioletnich wszystkie z nich są znacznie wyższe od zera (zob. tab. 3). Potwierdza to, iż fundusze hedgingowe są inwestycjami długofalowymi i tylko wtedy pozwalają na stabilny wzrost kapitału, niwelując wpływ dekonjunkury na rynkach finansowych. To m.in. z tego powodu nie jest możliwe przystąpienie do większości z nich na okres krótszy niż jeden rok. Ponadto wycofanie środków z funduszu hedgingowego nie może na-

stąpić z dnia na dzień, lecz zawiera okres wypowiedzenia najczęściej jest jednomiesięczny. Jest to jedno z zabezpieczeń funduszu przed ryzykiem płynności.

Tabela 3. Lista dwudziestu funduszy hedgingowych o największej wartości aktywów i ich wyniki finansowe za lata 2001-2005

Nazwa funduszu	Kategoria funduszu	Siedziba funduszu	Szacowana wielkość aktywów	Stopy zwrotu (w %)		
				1 rok	3 lata	5 lat
Orbis Global Equity Fund	Long/Short Equity	Bermudy	8 733 665 924 USD	13,44	21,99	18,74
Highbridge Capital Corporation	Convertible Arbitrage	USA	7 222 000 000 USD	15,94	10,18	9,80
Shepherd Investments International Ltd	Multi Strategy	USA	6 776 376 219 USD	10,08	11,46	10,42
Bridgewater Pure Alpha Fund	Global Macro	USA	5 872 000 000 USD	-	-	-
Moore Global Investments Ltd (Class A)	Global Macro	USA	5 397 198 649 USD	7,80	13,73	13,21
Campbell Strategic Allocation Fund LP	Managed Futures	USA	5 331 474 014 USD	-3,03	5,11	7,00
Permal FX, Financials & Futures Ltd	Fund of Funds	USA	5 267 780 283 USD	-	-	-
Fairfield Sentry Ltd	Equity Market Neutral	Bermudy	5 134 610 256 USD	10,21	7,70	8,43
Cerberus International Ltd	Event Driven	USA	4 740 911 830 USD	16,06	14,77	14,76
Ashmore Emerging Markets Liquid Investment Portfolio	Emerging Markets	Zjednoczone Królestwo Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej	4 211 435 320 USD	11,78	19,06	23,95
King Street Capital Ltd	Event Driven	USA	4 160 365 957 USD	9,01	10,77	10,93
Orbis Optimal (USD) Fund	Long/Short Equity	Bermudy	4 068 543 805 USD	3,05	5,37	7,90
Elliott International Ltd	Event Driven	USA	4 040 000 000 USD	16,29	14,31	12,30
M Kingdon Offshore Ltd	Long/Short Equity	USA	3 872 936 000 USD	11,47	14,51	12,78
Renaissance Institutional Equities Fund LLC (Series B)	Long/Short Equity	USA	3 844 592 871 USD	19,12	-	-
Perry Partners LP	Event Driven	USA	3 785 000 000 USD	6,41	13,30	12,54
Amber Master Fund SPC	Event Driven	USA	3 600 713 806 USD	24,66	17,70	-
Canyon Value Realization Fund (Cayman) Ltd (A)	Multi Strategy	USA	3 236 425 258 USD	8,58	11,75	12,51
Selectinvest Arbitrage Relative Value Ltd (USD) M Shares	Fund of Funds	Szwajcaria	3 228 291 300 USD	-	-	-
JANA Offshore Partners Ltd	Event Driven	USA	3 097 180 653 USD	4,86	19,42	-

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Lipper HedgeWorld [www.hedgeworld.com].

Chociaż przedstawione analizy długoterminowych stóp zwrotu pokazują, iż w badanym czasie trzech i pięciu lat są one znacznie większe od zera, to jednak badania przeprowadzone dotychczas przez innych autorów wskazują, iż stopy zwrotu z funduszy hedgingowych nie muszą być konieczne wyższe aniżeli stopy zwrotu z indeksu. Na przykład badania przeprowadzone przez B. Lianga [2000] pokazały, że podczas bessy na rynku akcji w latach dziewięćdziesiątych fundusze hedgingowe nie wypadły wcale lepiej od indeksów. Wspomniane badania zostały przeprowadzone dla lat 1990-1999 na 1921 funduszach inwestycyjnych publikowanych w bazie danych TASS Management Limited. Obliczona przez Lianga średnia stopa zwrotu funduszy inwestycyjnych wyniosła 14,2%, podczas gdy stopa zwrotu indeksu S&P500 w tym samym czasie była równa 18,8%. Rezultaty również potwierdzające, że wyniki funduszy hedgingowych niekoniecznie muszą przewyższać stopy zwrotu z indeksów akcyjnych, uzyskali C. Ackermann, R. McEnally i D. Ravenscraft [1999, s. 833-874]. Jednakże dowiedli oni, iż osiągnęły one wyższe stopy zwrotu od funduszy wspólnego inwestowania. Poza tym w 2002 r. zostały opublikowane badania przeprowadzone przez G. Gregoriou oraz F. Rouah [2002, s. 75-77]. Przebadali oni 204 fundusze hedgingowe oraz 72 fundusze funduszy (fundusze hedgingowe inwestujące w inne fundusze) z baz danych Zurich Hedge Fund Universe oraz Laporte Asset Allocation System. Obliczone wskaźniki Sharpe'a wskazały, że 22% badanych funduszy wypadło lepiej od indeksu S&P500, a 41% lepiej od indeksu WSCI. Jeśli zaś chodzi o fundusze funduszy, wypadły one jeszcze gorzej. Otóż zaledwie 11% z nich osiągnęło stopy zwrotu wyższe od indeksu S&P oraz 17% od indeksu MSCI.

## 5. Podsumowanie

Wyniki funduszy hedgingowych w długich okresach na ogół są dodatnie, lecz nie można oczekiwać, że na pewno będą one lepsze od stóp zwrotu z indeksów akcyjnych. Takiej pewności nie ma jednak przy żadnym rodzaju inwestycji. Wszystko zależy od tego, jaka koniunktura będzie panowała na rynku akcji, jak również od tego, jakie rodzaje funduszy dobierzemy do portfela, gdyż, jak to zaznaczyłam we wcześniejszej części opracowania, ze względu na brak jakichkolwiek ograniczeń w tym zakresie instytucje te cechuje duża różnorodność pod względem stosowanych strategii inwestycyjnych. Dlatego też decyzja o inwestycji musi być poprzedzona szczegółową analizą stylu zarządzania danego funduszu nie tylko pod kątem historycznych stóp zwrotu, lecz również towarzyszącego im ryzyka.

---

## Literatura

- Ackermann C., McEnally R., Ravenscraft D., *The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives*, „Journal of Finance” 54, czerwiec 1999, no.3.
- Bazy danych Credit Suisse ([www.hedgeindex.com](http://www.hedgeindex.com)), 2006.
- Bazy danych Lipper HedgeWorld ([www.hedgeworld.com](http://www.hedgeworld.com)), 2006.
- Gregoriou G.N., Rouah F., *Large versus Small Hedge Funds: Does Size Effect Performance?*, „Journal of Alternative Investments”, zima 2002.
- Liang B., *Why Hedge Funds Make Sense?*, Morgan Stanley Dean Witter, listopad 2000.
- Nelken I. (red.), *Handbook of Hybrid Instruments*, John Wiley&Sons, Chichester-New York-Weinheim-Brisbane-Singapore-Toronto 2000.
- Sharpe W.F., *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, „Journal of Finance” 19, wrzesień 1964, no. 3.
- [www.hedgeworld.com](http://www.hedgeworld.com).

## HEDGE FUNDS AS LONG-TERM INVESTMENTS

### Summary

The author analyzes the profitability of hedge funds investments between 1994 and 2005 and presents various investment styles used by these institutions. It is emphasized that although hedge funds generate negative long-term rates of return very rarely, they do not have to be always higher than those of stock indexes, because the overall effect depends both on the economic situation on the financial market and the right choice of a hedge fund, as their investment styles are totally different.