

5

BARTOSZ POTRZEBNICKI

Polski a globalny rynek funduszy hedgingowych

Opiekun naukowy: prof. dr hab. Tadeusz Winkler-Drews

Bartosz Potrzebnicki jest absolwentem kierunku finanse i bankowość w Akademii Leona Koźmińskiego w Warszawie. Swój rozwój poza Uczelnią oparł na wczesnej praktyce zawodowej. Odbił staże w firmie Notoria Serwis (monitoring rynków finansowych) oraz w Departamencie Klientów Strategicznych Banku Handlowego. Na czwartym roku studiów został zatrudniony w dziale finansowym części detalicznej Banku Handlowego SA (BHW), a obecnie obejmuje stanowisko analityka finansowego w Departamencie Technologii BHW. W trakcie studiów wspierał Koło Młodych PZM, pomagając m.in. w organizacji Rajdu Barbórki.

1. Wstęp

Fundusze hedgingowe to relatywnie nowa odmiana funduszy inwestycyjnych. W ostatnim czasie zauważyć można wzrost liczby oraz znaczenia tego typu podmiotów. W niniejszej pracy autor ma na celu przybliżyć najbardziej charakterystyczne cechy funduszy hedgingowych na świecie i sprawdzić, czy są one dostępne na polskim rynku. Przeprowadzi również ocenę efektywności tego rodzaju produktów na obu wspomnianych rynkach.

2. Cechy główne funduszy hedgingowych

Fundusze hedgingowe to rodzaj funduszy inwestycyjnych, które zaliczane są jednocześnie do grupy nowoczesnych inwestycji alternatywnych¹ i postrzegane jako aktywo, którego stopy zwrotu są słabo skorelowane z rynkiem papierów wartościowych. Działalność w obszarze funduszy hedgingowych polega na zbieraniu kapitału inwestorów i zarządzaniu nim na rynku finansowym, tak by wypracować zadowalającą dla wszystkich stron stopę zwrotu z inwestycji (Owen 2000: 40). Polska Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami określa fundusz hedgingowy jako inwestycję wspólnego inwestowania spełniającą następujące warunki:

- „1) działa w formie funduszu zamkniętego lub specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego,
- 2) prowadzi politykę inwestycyjną uwzględniającą co najmniej dwa spośród poniższych założeń:
 - stosuje zawansowane techniki inwestycyjne ukierunkowane na osiągnięcie wysokich stóp zwrotu (w wyrażeniu bezwzględny),
 - systematycznie korzysta z dźwigni finansowej poprzez zaciąganie kredytów lub pożyczek o znacznym udziale w aktywach funduszu, wykorzystanie instrumentów pochodnych lub zastosowanie innych technik inwestycyjnych, przy czym łączna ekspozycja funduszu przy uwzględnieniu stosowanej dźwigni finansowej istotnie przewyższa wartość aktywów netto funduszu,
 - wykorzystuje w dużym stopniu krótką sprzedaż instrumentów finansowych.
- 3) pobiera opłatę zmienną za zarządzanie, uzależnioną od wyników funduszu”².

¹ W skład inwestycji alternatywnych zalicza się: fundusze hedgingowe, produkty strukturyzowane, private equity, venture capital, ETF oraz bardziej tradycyjne waluty, surowce i artykuły spożywcze, nieruchomości, inwestycje emocjonalne.

² http://www.izfa.pl/files_user/pdf/Klasyfikacja%20funduszy%20inwestycyjnych.pdf, s. 4.

W tabeli 1 wskazane zostały specyficzne cechy funduszy hedgingowych, wyróżniające je spośród funduszy inwestycyjnych.

Tabela 1. Porównanie najważniejszych cech funduszy hedgingowych oraz tradycyjnych funduszy inwestycyjnych

	Fundusz	
	Hedgingowy	Tradycyjny
Strategie inwestycyjne	Nieograniczone	Ograniczone
Płynność inwestycji	Niska	Wysoka
Opłaty	Głównie od zysków	Od aktywów
Płynność jednostek inwestycji	Niska	Duża
Cel inwestycji	Zyski absolutne	Pokonanie banchmarku
Wykorzystanie dźwigni	Możliwe	Niemożliwe
Wykorzystanie krótkiej sprzedaży	Możliwe	Niemożliwe
Udział zarządzających w funduszu	Powszechny	Rzadki

Źródło: opracowanie własne.

Podobne porównania jak w tabeli 1 opracowały m.in. Europejski Bank Centralny³ oraz amerykańska komisja papierów wartościowych (SEC)⁴.

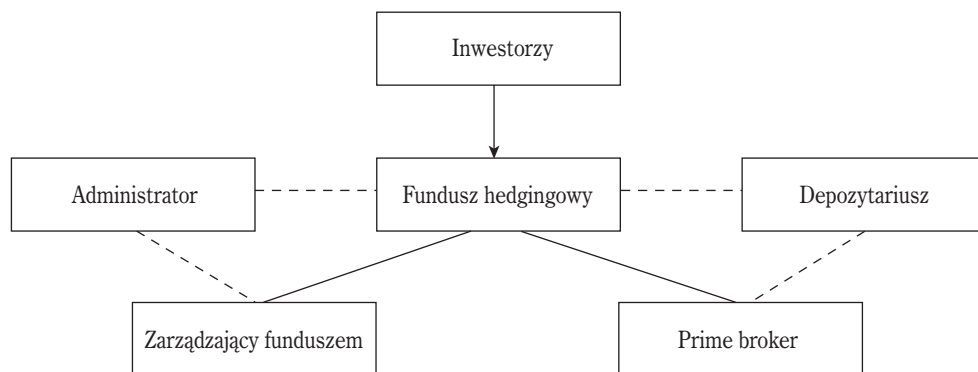
³ „Fundusz, którego zarządzający otrzymują wynagrodzenie zależnie od wyników i mają swobodę stosowania różnych strategii aktywnego inwestowania w celu uzyskania zysku niezależnie od koniunktury (*absolute return*), w tym wszelkich kombinacji dźwigni, derywatów oraz długich i krótkich pozycji w papierach wartościowych i każdych innych aktywach na rozmaitych rynkach” (Garbaravicius, Dierick 2005).

⁴ Praca zbiorowa *Implications of the Growth of Hedge Funds* (2003: VIII) definiuje fundusze hedgingowe: termin „fundusze hedgingowe” kojarzony może być z podmiotem, który posiada papiery wartościowe i inne aktywa, nie rejestrując ich w oparciu o Akt o papierach wartościowych oraz nie działając w oparciu o Akt o Towarzystwach Inwestycyjnych. Fundusze hedgingowe są również charakterystyczne z uwagi na strukturę opłat, która wynagradza prowadzących fundusz zarówno udziałem od wielkości kapitału do zarządzania, jak i od wyników jego aprecjacji. Często zdarza się, że zarządzający funduszem inwestują w niego własny, pokaźny kapitał. Jak zaznaczono w raporcie, choć zbliżone do funduszy hedgingowych, to nie zaliczane do nich są inne nierejestrowane podmioty inwestowania zbiorowego, z uwzględnieniem funduszy: *venture capital*, *private equity* oraz funduszy towarowych. Fundusze hedgingowe są również źródłem różnego rodzaju korzyści dla rynku, na którym działają oraz dla innych inwestorów. Obserwacje przeprowadzone przez SEC wskazują, że wiele funduszy hedgingowych zajmuje spekulacyjne transakcje *value-driven*, czyli takie, które poparte są wnikliwymi badaniami wyceny papierów wartościowych. Takie pozycje mogą podwyższać poziom płynności oraz mieć swój wkład w efektywność rynku. Dodatkowo fundusze hedgingowe oferują swoim inwestorom istotne narzędzie w zakresie zarządzania ryzykiem poprzez dostarczenie cennej

Funkcjonowanie funduszy hedgingowych

Fundusze hedgingowe zajmują się prowadzeniem aktywnej działalności inwestycyjnej. Nie zatrudniają pracowników, wobec tego większość ich funkcji wypełniają banki oraz firmy outsourcingowe, świadczące specjalistyczne usługi. Działania tych zleceńbiorców muszą być precyzyjnie koordynowane. Główne elementy organizacji przedstawia rysunek 1.

Rysunek 1. Jednostki organizacyjne niezbędne do funkcjonowania funduszy hedgingowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie Hedge Fund Booklet, AIMA i ASSIRT.

Większość krajów nie ma rozwiązań prawnych⁵ dedykowanych funduszom hedgingowym. Najczęściej są rejestrowane w formach prawnych dogodnych do

dywersyfikacji ich portfela, z uwagi na fakt, że w wielu przypadkach stopa zwrotu tych funduszy nie wykazuje korelacji z rynkiem akcji czy długu.

⁵ W Stanach Zjednoczonych fundusze *hedge* zakładane są najczęściej jako spółki komandytowe lub z ograniczoną odpowiedzialnością. W Unii Europejskiej fundusze hedgingowe klasyfikowane są najczęściej w ramach tzw. funduszy niezharmonizowanych, czyli takich, które nie spełniają kryteriów dyrektywy UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities). Nie podlegają one dzięki temu różnego rodzaju restrykcjom, które mogłyby ograniczyć zakres działalności inwestycyjnej funduszu. W Polsce działalność funduszy inwestycyjnych reguluje nowelizowana ostatni raz w 2009 roku Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 2004 roku. Ponadto polski ustawodawca nie definiuje lub odnosi się w jakikolwiek sposób do funduszy hedgingowych. Głównie z uwagi na dużo szersze możliwości inwestycyjne spośród dostępnych w naszym kraju form prawnych: Funduszy Inwestycyjny Otwartych, Zamknięty oraz Specjalistycznych Funduszy Inwestycyjnych, jedynie dwie ostatnie wykazują cechy funduszy hedgingowych. Nie bez znaczenia jest również kryterium płynności udziałów w funduszu, które w ramach FIZ i SFIO wyceniane i odkupywane są w dużo rzadszych okresach niż FIO. W ramach podmiotu prawnego odpowiedzialnego za fundusz inwestycyjny zatrudniona jest kadra zarządzająca funduszem inwestycyjnym (*absolute return managers*). Najważniejszym

prowadzenia różnorodnej aktywności inwestycyjnej, pozwalających na pełną swobodę realizacji obranej strategii.

Dla działalności funduszy hedgingowych kluczowe są **usługi maklerskie**. W tej dziedzinie fundusze wykazują dużą aktywność transakcyjną. Potrzebują więc bezwzględnie silnego wsparcia, w tym głównie firm brokerskich, oferujących szerokie spektrum usług. „Platformy firm brokerskich ułatwiają finansowanie, zarządzanie ryzykiem, realizację, rozliczanie i rozrachunek transakcji. Oferują także inne usługi, np. powiernicze, dostęp do prac badawczych, konsultacje i przedstawienie zarządzających potencjalnym inwestorom” (*Fundusze hedgingowe...* 2006: 66).

Fundusze szeroko korzystają z dźwigni finansowej oraz krótkiej sprzedaży. W pakietach wykorzystywanych przez nie usług brokerskich, oprócz standardowej realizacji zleceń i prowadzenia rozrachunków, znajduje się m.in. organizacja pożyczek kapitałowych bądź papierów wartościowych wykorzystywanych przy krótkiej sprzedaży. Fundusze współpracują jednocześnie z coraz większą liczbą firm brokerskich. Potrzeba dywersyfikacji wykształciła się m.in. po bankructwie lidera tego rynku – Lehman Brothers (2008).

Dla poprawnego funkcjonowania funduszy hedgingowych niezmiernie ważna jest funkcja **depozytariusza**, który dba o majątkowe prawa uczestników funduszu. Rolę tę najczęściej odgrywają banki. Sprawują pieczę nad aktywami funduszu, w tym: kontrolują przechowywanie i prowadzenie rejestru aktywów, poprawność wycen aktywów oraz zgodność zaangażowania funduszu w poszczególne klasy aktywów ze statutem funduszu oraz przepisami prawa.

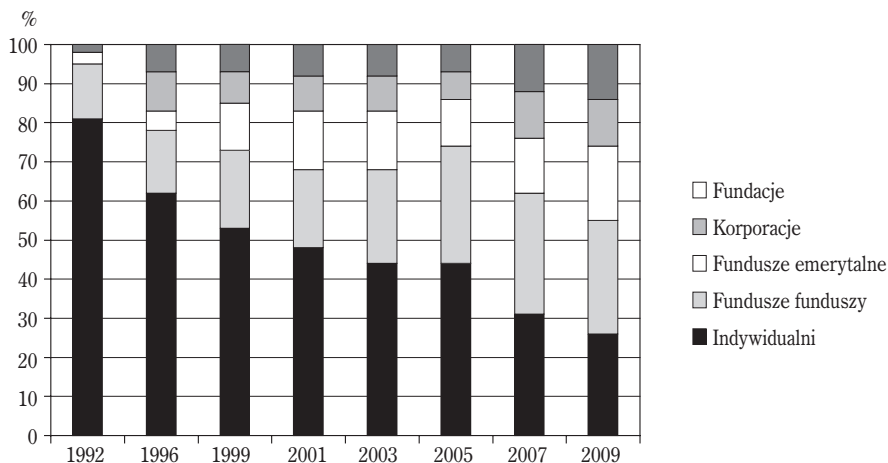
Agent transferowy ma natomiast obowiązki techniczno-administracyjne; prowadzi rejestry uczestników, uaktualnia salda rejestru, przyjmuje i realizuje dyspozycje klientów oraz organizuje i prowadzi obieg dokumentów i środków pieniężnych.

Inwestycje w fundusze hedgingowe są ryzykowne, dlatego podejmowane są przez świadomych zagrożenia inwestorów dysponujących odpowiednimi środkami. Są to głównie zamożni klienci indywidualni (*high net worth individuals*) oraz klienci instytucjonalni. W ciągu minionych 20 lat struktura inwestorów funduszy typu *hedge* uległa przeobrażeniu. Wynikała ona ze znaczącego wzrostu alokacji kapitału klientów instytucjonalnych⁶.

zadaniem tego typu pracowników jest taki dobór instrumentów finansowych, by maksymalnie wykorzystać każdą sytuację rynkową i pomnożyć wartość portfela inwestycyjnego.

⁶ Za najważniejsze powody takiego stanu uznać należy: zezwolenia na włączenie do portfeli inwestycyjnych amerykańskich funduszy emerytalnych funduszy hedgingowych, rozwoju rynku funduszy, wzrost zainteresowania przedsiębiorstw/fundacji kwestią inwestowania wolnych środków finansowych.

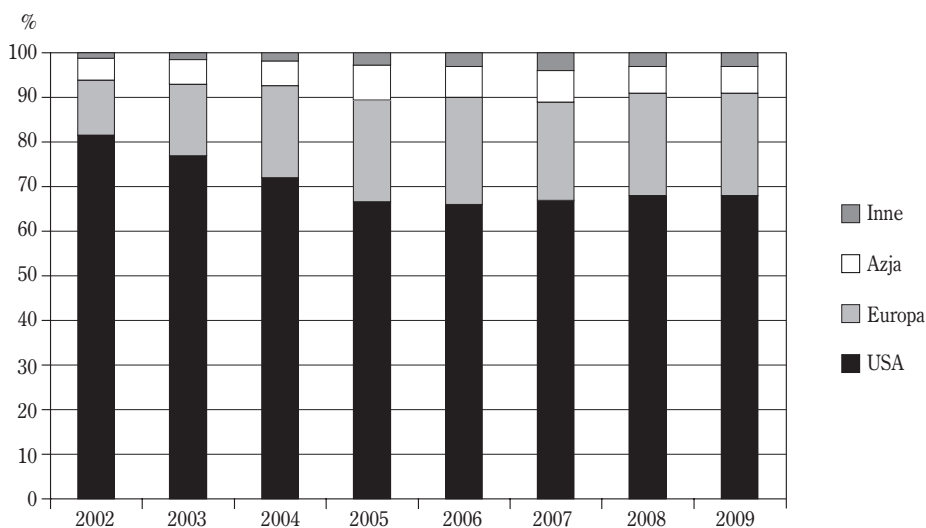
Rysunek 2. Źródła pochodzenia kapitału zarządzanego w ramach globalnego rynku funduszy hedgingowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Hedge Funds 2010 – thecityUK.com.

Pod względem pochodzenia inwestowanego kapitału dominującą pozycję zajmują inwestorzy z USA. Rysunek 3 pokazuje jednak, że coraz więcej inwestorów funduszy *hedge* pochodzi z Europy.

Rysunek 3. Ewolucja struktury głównych grup klientów funduszy hedgingowych według kryterium geograficznego



Źródło: opracowanie własne na podstawie www.thecityuk.com.

Szacuje się, że zarządzający z USA dysponowali w 2009 roku ponad 1,1 bln, Europa – ok. 390 mld, Azja ok. 100 mld USD.

Inwestor, który chce zainwestować w fundusze hedgingowe, musi spełnić określone warunki finansowe, w tym uiścić m.in.:

- **wysoką minimalną wartość inwestycji początkowej** (znacznie wyższą niż w powszechnych funduszach inwestycyjnych)⁷;
- **opłatę za zarządzanie** (*management fee*) – określaną procentowo od inwestowanego kapitału i przeznaczoną na pokrycie podstawowych kosztów działalności funduszu. Wysokość opłaty – zróżnicowana w zależności od podmiotu – waha się najczęściej między 1% a 4% (przy dominancie na poziomie 2% wartości aktywów netto rocznie). Zdarza się, że opłaty są naliczane częściej niż w raz roku);
- **opłatę od osiągniętych wyników** (*performance fee*), czasem określaną jako opłata motywacyjna (*incentive fee*) – jest jedną z bardziej charakterystycznych cech funduszy hedgingowych i stanowi główne źródło ich przychodów (opłata ta pobierana jest stosownie do wyników funduszu w wysokości od 10% do 40% (średnio 20%) rocznych zysków. Inna nazwa – *motivation fee* – wskazuje, że opłata ta jest traktowana jako silny bodziec motywujący zarządzających funduszami.

Starając się przyciągnąć inwestorów, fundusze stosują takie zapisy w umowach jak np.: *hurdle rate* – minimalny poziom stopy zwrotu funduszu, poniżej którego niepobierana jest opłata od osiągniętych wyników czy *high water mark* – kiedy wypłata prowizji zarządzających jest uzależniona od wypracowania zysków wyższych niż w najlepszym roku. W statutach funduszy można też jednak znaleźć różnego rodzaju zapisy ograniczające swobodę inwestorów. Zabezpieczenie przed zbyt szybkim wyjściem z funduszu stanowią **blokady wypłat zainwestowanego kapitału** (ang. *lock-up period*) lub wysokie opłaty wyjścia z inwestycji *sur-render fee*.

3. Strategie inwestycyjne funduszy hedgingowych

W przeciwieństwie do tradycyjnych, fundusze hedgingowe są inwestycjami, na które nie ma wpływu sytuacja rynkowa (Jaeger 2002). Ich celem jest osiągnięcie pozytywnych stóp zwrotu, niezależnie od sytuacji na rynkach finansowych

⁷ W USA pierwsza wpłata kapitału do funduszu *hedge* nie może być niższa niż 250 tys. USD. W Europie poziomy tego kryterium ustanowione są przeważnie na nieco niższym poziomie, jednak cały czas jest on relatywnie wysoki w odniesieniu do drobnego inwestora. W Irlandii oraz we Francji to około 125 tys. euro, a we Włoszech aż 500 tys. euro. W Hiszpanii wystarczy około 50 tys. euro.

(*absolute returns*). Wykorzystywane są w nich niemalże wszystkie klasy aktywów dostępne na zorganizowanych i niezorganizowanych rynkach finansowych⁸, w tym najczęściej: papiery wartościowe o charakterze udziałowym lub dłużnym, wierzytelności, waluty, instrumenty pochodne, prawa majątkowe, instrumenty rynku pieniężnego, jednostki uczestnictwa, depozyty bankowe. W obrocie nimi stosuje się trzy podstawowe techniki transakcyjne: długą i krótką sprzedaż oraz dźwignię finansową (*leverage*).

Zarządzający funduszami korzystają z czterech podstawowych grup strategii: **trendu rynkowego, okazyjnej, arbitrażowej oraz multistrategii**. Na bardziej szczegółowym poziomie w ramach tych grup wyróżnia się 15–25 strategii właściwych (rozbieżność wynika z wielości podejść klasyfikacyjnych stosowanych przez ośrodki badawcze). Wyróżniamy (*Implications of The Growth* 2003: 33–36):

- a) **strategie trendu rynkowego** (*market trend/directional strategies*) – wykorzystują trendy rynkowe, starając się uprzedzić ruchy rynku i oferując zyski odpowiednie do ponoszonego, wysokiego ryzyka i stosowanej dźwigni. Do grupy należą strategie:
 - **makro** (*macro*) – zyski czerpie się ze zmian trendów i zdarzeń makroekonomicznych wyłanianych w procesie analizy syntetycznej (*top-down*);
 - **długa/krótka** (*long/short*) – polega na jednoczesnym wykorzystaniu dźwigni finansowej dla niedowartościowanych pozycji długich oraz krótkiej sprzedaży pozycji przewartościowanych;
 - **Commodity Trading Advisors/managed futures** – oparta na spekulacji, głównie na rynku *futures* z szerokim wykorzystaniem analizy technicznej, wspieranej automatycznymi systemami transakcyjnymi;
 - **spółek wzrostowych** (*agressive growth*) – skupiona przeważnie na spółkach małych lub średnich o przewidywanym znaczącym wzroście wartości na akcję, głównie z branż rozwojowych mających dużo większy potencjał wzrostu. Decyzje o zajęciu pozycji opiera się na analizie fundamentalnej, rzadziej na technicznej;
 - **krótkiej sprzedaży** (*dedicated short bias/short sell*) – jest przeciwieństwem strategii *agressive growth*; wykorzystuje się krótką sprzedaż;
- b) **strategie okazyjne** (*event driven strategies*) – wynikają z założenia, że zdarzenia nadzwyczajne mają duży wpływ na wartość udziałów spółki

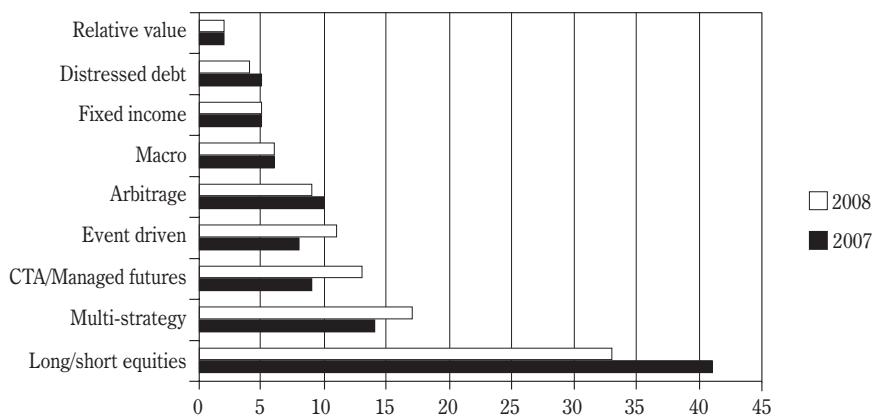
⁸ Większość z nich stanowi podstawę inwestycji również tradycyjnych funduszy jednakże *hedge funds* są otwarte na większość instrumentów jednocześnie podczas gdy *mutual funds* poruszają się przeważnie w ramach konkretnych aktywów lub ewentualnie ich grup.

- polega na: „wyszukiwaniu spółek będących np. w trakcie fuzji i przejęć, reorganizacji czy bankructwa. Strategie te mieszczą się, mniej więcej, w połowie spektrum zmienności; opierają się na niskiej lub średniej dźwigni, odpowiadającej średniej zmienności” (*Fundusze hedgingowe: rozwój i implikacje prawne...* 2006: 66). W tej grupie wyróżniamy:
- **strategię inwestycji w spółki zagrożone** (*distressed securities*) – inwestycje w spółki zagrożone pogorszeniem sytuacji finansowej lub bankructwem;
 - **arbitraż fuzji i przejęć** (*risk/merger arbitrage*) – strategia skupiona wyłącznie na spółkach, które mogą być podmiotem fuzji lub przejęcia;
 - **wartość wewnętrzną** (*relative value*) – oparta na relacji wyceny rynkowej do wartości wewnętrznej firmy;
- c) **strategie rynku neutralnego/arbitrażowe** (*market neutral*) – strategie wykorzystujące niespójności wyceny tego samego aktywu na różnych rynkach. Okazje zysku wyznaczają różnice wartości względnej. Wymaga zastosowania średniej lub wysokiej dźwigni, pozwalającej osiągnąć korzyści z niewielkich odchyłeń cen, zwłaszcza na rynkach obligacji i innych rynkach kredytowych (*Fundusze hedgingowe: rozwój i implikacje prawne...* 2006: 65). Ryzyko rynkowe nie odgrywa dużej roli. Rentowność cechuje zwykle niższa zmienność. W tej grupie wyróżniamy:
- **arbitraż zamiany** (*onvertible arbitrage*) – polega na wyszukiwaniu różnic między wyceną instrumentów zamiennych a bieżącą/przyszłą wyceną docelowego instrumentu;
 - **arbitraż papierów wartościowych o stałym dochodzie** (*fixed income arbitrage*) – zysk wynika z różnej wyceny papierów wartościowych o stałym dochodzie oraz instrumentów pochodnych;
 - **arbitraż statystyczny** (*statistical arbitrage*) – oparty na wyszukiwaniu różnic między historycznymi a aktualnymi wskaźnikami statystycznymi.
- d) **strategie mieszane** (*multi-strategy*) – zakłada dywersyfikację portfela inwestycyjnego pomiędzy różne strategie w ramach jednego funduszu; jest też nazywana *multi-manager*.

W latach 2007–2008 rynek funduszy *hedge* był zdominowany przez 9 strategii inwestycyjnych.

Okolo 80% rynku wykorzystuje pięć strategii; najczęściej stosowana jest *long/short*. Okolo 15% rynku mają fundusze wykorzystujące strategię *multi-strategy*; na trzecim miejscu jest *CTA/managed futures*. Ważne są także strategie *event driven* oraz arbitraże.

Rysunek 4. Podział rynku funduszy hedgingowych w zależności od wykorzystywanej strategii inwestycyjnej według kryterium liczby podmiotów

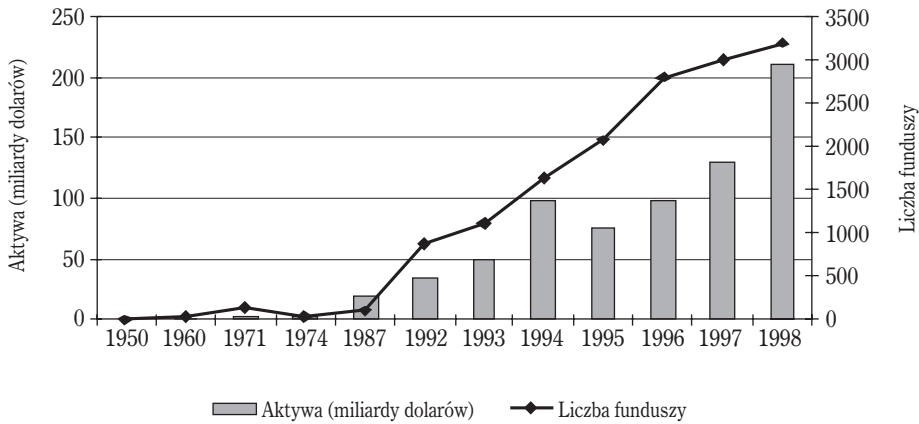


Źródło: opracowanie własne na podstawie Hedge Fund Report 2010 thecityUK.com.

4. Ewolucja rynku funduszy hedgingowych

Historia funduszy typu *hedge* jest o blisko 100 lat krótsza niż inwestycyjnych. Pierwsze powstały mniej więcej w połowie XX wieku w USA, a za założyciela pierwszego *hedge fund* uważa się Alfreda Winslawa Jonesa (1900–1989). Lata 50. to czas pierwszych eksperymentów. Fundusze hedgingowe były kameralnymi przedsięwzięciami grup zaprzyjaźnionych inwestorów. W latach 60. w USA rynek tworzyło ok. 30 funduszy hedgingowych zarządzających ok. 800 mln USD. W 1966 roku w artykule pt *The Jones Nobody Keeps Up With* w magazynie „Fortune” po raz pierwszy użyto zwrotu *hedge fund*. Opisano, jak funkcjonują te fundusze oraz przedstawiono zdumiewające, w porównaniu z funduszami powierniczymi, wyniki stóp zwrotu z ostatnich lat. Inwestorzy zaczęli interesować się nowym rodzajem funduszy, nastąpił rozwój rynku. Na początku lat 70. ok. 140 funduszy zarządzało ok. 3 mld USD. Duża zmienność na amerykańskich parkietach negatywnie przełożyła się na słabą zyskowność funduszy, co odstraszyło inwestorów. Rynek przeszedł pierwszy poważny test. Poza nim miały jednak miejsce ważne wydarzenia⁹. W tym czasie rynek kapitałowy powiększył się o nowy element: wprowadzono do obrotu regulowanego instrumenty pochodne; nastąpił również rozwój prac nad modelami ich wyceny.

⁹ Między innymi: upłynnienie kursów walutowych po upadku systemu z Bretton Woods w 1973 roku, pierwszy i drugi szok naftowy czy proces globalizacji i integracji rynków finansowych.

Rysunek 5. Ewolucja amerykańskiego rynku funduszy hedgingowych w latach 1950–1998

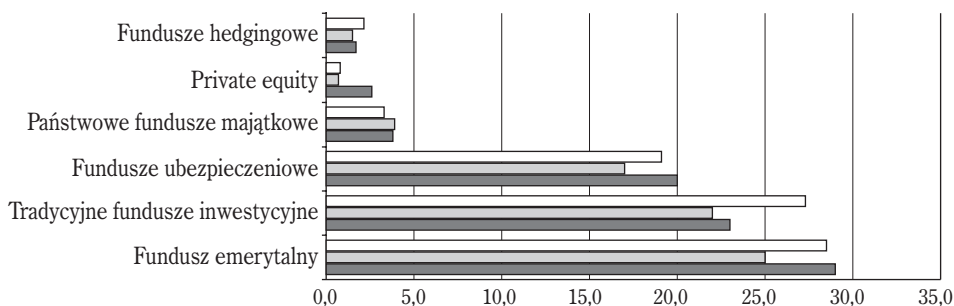
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.hennessiegroup.com/information/index.html.

Lata 80. i 90. to dla rynku funduszy *hedge* czas rozwoju. Liczba inwestorów oraz podmiotów rosła wtedy dynamicznie. Nastąpiła również ekspansja geograficzna rynku, obejmując zwłaszcza Europę. Coraz odważniej zaczęto też eksperymentować przy doborze strategii¹⁰.

Również początek XXI wieku to okres niesamowitego rozwoju rynku funduszy hedgingowych. W ujęciu globalnym zaczęły one być dla całego rynku inwestycji alternatywnych. W 2009 roku fundusze hedgingowe wraz z *private equity* zarządzały ok. 5% (4 bln USD) kapitału na globalnym rynku funduszy.

¹⁰ Po tym jak fundusz Quantum Hedge Fund w 1992 roku przeprowadził spektakularny atak na brytyjskiego funta szterlinga obiektem zainteresowania po roku 1992 stała się strategia typu *macro*. George Soros postawił wtedy około 10 mld USD na dewaluację funta szterlinga. Zrealizował 1,8 mld USD zysku, doprowadzając Wielką Brytanię do wycofania się z Europejskiego Systemu Walutowego. Funduszu Quantum miał również swój udział w wywołaniu kryzysu azjatyckiego w 1997 roku. Kolejnym wartym odnotowania podmiotem w historii funduszy hedgingowych lat 90. były fundusz Long-Term Capital Management. Ten założony w 1992 roku przez między innymi noblistów M. Scholes i R. Mertona fundusz początkowe lata działalności zaliczał do bardzo udanych. W ciągu pierwszych dziesięciu miesięcy działalności LTCM zarobiło niecałe 30%. Lata 1995 i 1996 to około 40%, a 1997 to 17% stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Kryzys, który zmusił Rosję do dewaluacji rubla, zaskoczył wszystkich, jednakże niewielu miało aż tak wiele środków zaangażowanych w pozycje długu na tym rynku.

Rysunek 6. Struktura globalnego rynku funduszy według kryterium wartości zarządzanego kapitału w 2007–2009 roku (biliony USD)

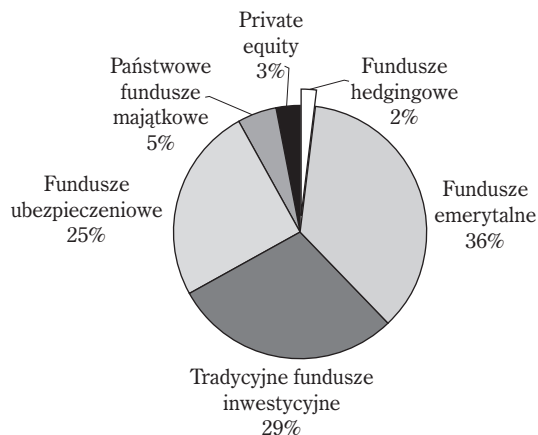


	Fundusz emerytalny	Tradycyjne fundusze inwestycyjne	Fundusze ubezpieczeniowe	Państwowe fundusze majątkowe	Private equity	Fundusze hedgingowe
□ 2007	28,5	27,3	19,1	3,3	0,8	2,15
■ 2008	25	22	17	3,9	0,7	1,5
■ 2009	29,0	23,0	20,0	3,8	2,6	1,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Sovereign Wealth Funds z roku 2008, 2009, 2010 przygotowanego przez The City UK (dawniej International Financial Services London).

Sam rynek funduszy *hedge* to w 2009 roku ok. 10 000 funduszy (2,5 razy więcej niż w 2000 roku) i ok. 1,7 bln USD (5 razy więcej niż w 2000 roku). Do końca 2009 roku powstawało, średniorocznie 540 podmiotów i 140 mld USD.

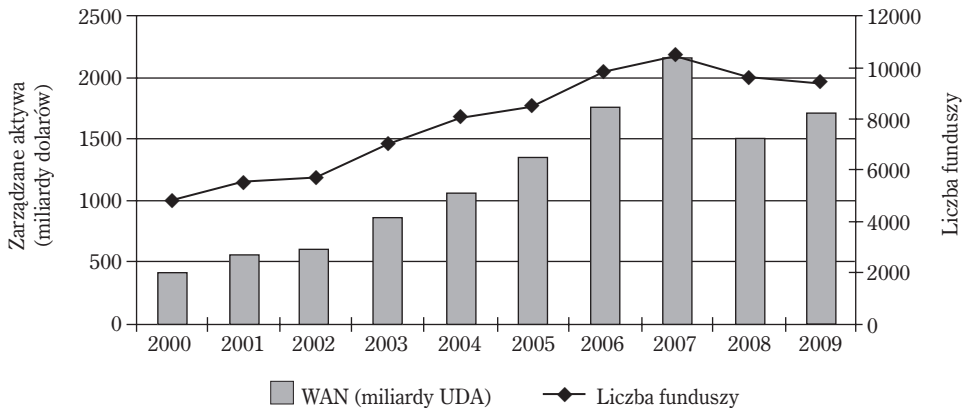
Rysunek 7. Struktura rynku funduszy inwestycyjnych na świecie w 2009 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Sovereign Wealth Funds z roku 2008, 2009, 2010 – The City UK.

W latach 2000–2009 można wyróżnić dwa okresy. W latach 2000–2007 rynek rozwijał się znacznie szybciej; średni roczny przyrost AUM (Asset Under Management – aktywa netto) wynosił ok. 230 mld USD; szybko rosła również ilość funduszy – ok. 800 rocznie. Po 2007 roku, na skutek rozpoczęcia globalnej recesji oraz załamania na rynkach akcji, można zauważyć znaczny spadek tempa rozwoju rynku *hedge*. Straty częściowo odrobiono w 2009 roku. W efekcie końcówka dekady to 9400 funduszy zarządzających ok. 1,7 bln USD. Zakładając utrzymane tempa wzrostu z lat 2000–2009, można szacować, że globalny rynek funduszy hedgingowych powróci do wartości z 2007 roku w 2012 roku.

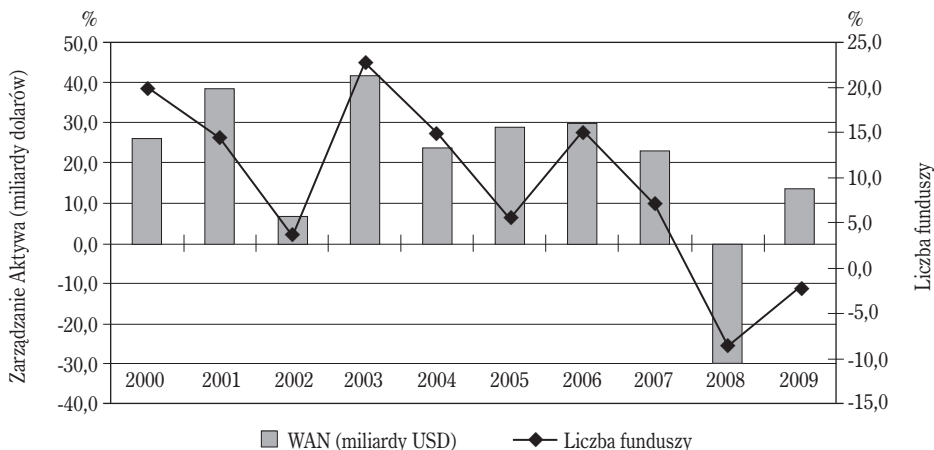
Rysunek 8. Ewolucja aktywów oraz liczby funduszy hedgingowych na świecie w latach 2000–2009



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Hedge Fund 2010 przygotowanego przez TheCityUK.

Analizując rozwój rynku w kategoriach dynamiki, można zauważyć, że w badanym okresie aktywa netto funduszy przyrastały średnio ok. 20% rocznie. Gdyby nie słabsze lata 2002 (6,4%) i 2009 (13,3%) oraz załamanie z 2008 roku (–30%), dynamika wzrostu aktywów osiągnęłaby średni poziom aż ok. 30% rocznie.

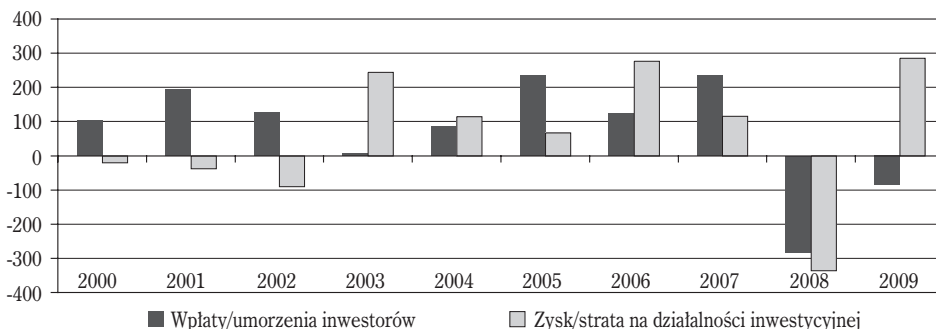
Rysunek 9. Dynamika zmian aktywów i liczby funduszy na globalnym rynku funduszy hedgingowych (2000–2009)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Hedge Fund 2010 TheCityUK.

Zmiana liczby funduszy działających na rynku w latach 2000–2009 charakteryzowała się dużą dynamiką rozwoju (9,3% rocznie), pomimo że odwrócenie trendu z 2008 roku przełożyło się na 8,6% spadek. Dokładniejszą rewizję źródeł zmiany wartości aktywów zarządzanych przez fundusze *hedge* obserwować możemy na rysunku 10.

Rysunek 10. Zmiana wartości aktywów netto funduszy hedgingowych w podziale na czynniki (miliardy USD)



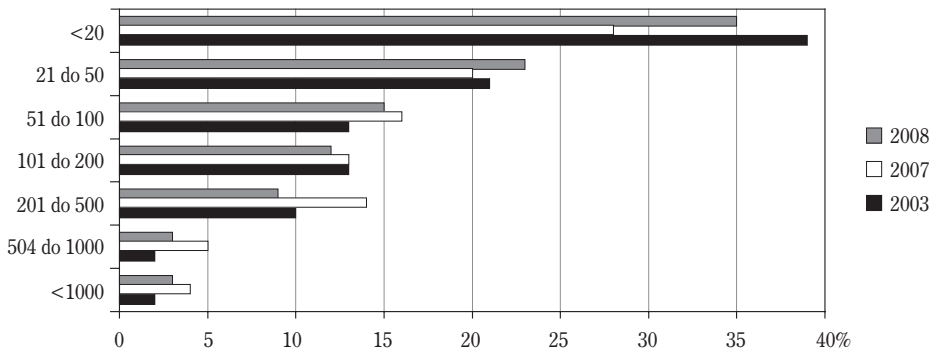
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Hedge Fund 2010 – The City UK.

Z danych na rysunku 10 wynika, że przyczynami „wyparowania” z rynku ok. 650 mld USD w 2008 roku były w równej mierze straty inwestycyjne i wycofanie kapitału przez inwestorów. Poza 2008 rokiem rynek funduszy *hedge* nie

odnotował tak drastycznych, negatywnych zmian. Z powodu zmienności na rynkach finansowych straty inwestycyjne notowane były w latach 2000–2002, ale ujemny bilans wpłat i umorzeń był obserwowany jedynie w 2009 roku.

Istotną charakterystyką rynku jest średnia wartość aktywów zarządzanych przez jeden fundusz.

Rysunek 11. Struktura funduszy hedgingowych w zależności od wartości zarządzanego kapitału (miliony dolarów)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Hedge Fund 2010 TheCityUK.

W 2000 roku statystyczny fundusz dysponował około 85 mln USD. Dziewięć lat później było to już 181 mln USD. Analizując rynek dokładniej pod kątem WAN-u¹¹, można zauważyć, że rynek jest zdominowany przez fundusze zarządzające stosunkowo małym kapitałem. Ponad połowa funduszy reprezentuje aktywa poniżej 50 milionów, a niemalże 75% rynku to podmioty o kapitale do zarządzania mniejszym lub równym 100 mln USD. Około 3% rynku stanowią fundusze zarządzające portfelami powyżej 1 miliarda dolarów. Do liderów tej grupy należy zaliczyć 15 największych funduszy hedgingowych.

Poza kapitałem finansowym prowadzenie funduszu *hedge* wymaga kooperacji wysoko wykwalifikowanych ludzi. Według Stowarzyszenia Zarządzających Inwestycjami Alternatywnymi¹² w 2008 roku na globalnym rynku hedgingowym i w instytucjach je wspierających pracowało ok. 150 000 osób. W Wielkiej Brytanii było to ok. 40 000 osób w tym ok. 10 000 zatrudnionych w funduszach¹³.

¹¹ WAN – Wartość Aktywów Netto.

¹² Ang. Alternative Investment Management Association (AIMA)

¹³ IFSL Reaserch – Hedge Fund 2009, TheCityUK 2009, http://www.thecityuk.com/media/2207/CBS_Hedge%20Funds%202009.pdf

Tabela 2. Największe fundusze hedgingowe wg zarządzanych aktywów

Towarzystwo/spółka	Aktywa (miliardy USD)		
	2007	2008	2009
JP Morgan	45	33	50
Bridgewater Associates	36	39	44
Paulson & Co.	29	29	32
D.E. Shaw Group	32	29	24
Och-Ziff Capital Management Group	33	22	24
Farallon Capital Management	36	20	
Brevan Howard Asset Management LLP		27	28
Renaissance Technologies	33	20	
Goldman Sachs Asset Management	29	21	
Soros Fund Management		21	27
Man AHL		22	22
Barclays Global Investors	26		
GLG Partners	24		
Baupost Group			22
Angelo, Gordon & Co.			21
Suma końcowa	324	282	292
Udział w globalnym rynku	15%	19%	17%

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Hedge Fund 2009 TheCityUK.

Z uwagi na rosnące zainteresowanie rynkiem funduszy hedgingowych, w ostatnim czasie rozwinął się również sektor jego monitoringu. Od początku lat 90. można obserwować „wysyp” coraz to nowych indeksów mierzących średnie stopy zwrotu tego rynku. Tworzone są one zarówno przez ośrodki naukowo-badawcze, jak i prywatne instytucje finansowe (tabela 3). Mają one jednak charakter cząstkowy, gdyż żaden z ośrodków nie obejmuje badaniem całości tego tak licznego rynku. Dane, na bazie których przygotowywane są indeksy, stanowią wynik dobrowolnych uzgodnień między stronami o wymianie informacji¹⁴.

¹⁴ Poszczególne indeksy różnią się w zależności od ośrodka, m.in. z uwagi na: wielkość badanej grupy, długość pomiaru, transparentność, metodologię wyliczania, częstotliwość odświeżania.

Tabela 3. Ośrodki badawcze globalnych rynków funduszy hedgingowych

Dostawca	Liczba obserwowanych funduszy	Liczba funduszy w indeksie	Wyznacznik indeksu	Pierwsza publikacja w roku:	Historia danych od roku:
HFR	4000	1600	Równy podział	1994	1990
CSFB Tremont	3300	387	Wartość aktywów	1999	1994
S&P	3500	40	Równy podział	2002	1998
MSCI	1800	1500	Równy podział/ wartość aktywów	2003	2002
Dow Jones	300	18	Równy podział	2004	2002
CISDM/MAR	2300	1600	Mediana	1994	1990
Hennessee	3500	690	Równy podział	1987	1987
Van Hedge	5400	1300	Równy podział	1994	1988
Bernheim	900	18	b.d.	1995	1999
Tuna (HF Net)	2300	All	Równy podział	1998	1995
Altvest	2600	All	Równy podział	2000	1993
EurekaHedge	365	110	Równy podział	2002	2000
Blue X	350–400	30–40	Specjalny dobór	2002	2002
EACM	100	100	Równy podział	1996	1996
HF Intelligence	3200	2652	Mediana	2001	1998
Feri	5000	41	Równy podział	2001	2002
MondoHedge	720	48	Średnia ważona	2003	2002
Barclay	2450	All	Równy podział	2003	1997

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Hedge fund indices, RMF Hedge fund research ze strony www.hedgeindex.com.

5. Lokalizacja funduszy hedgingowych

Fundusze hedgingowe są obecne w coraz większej liczbie krajów na wszystkich kontynentach świata. Uzyskać można jednak różne obrazy rozmieszczenia tego rynku w zależności od przyjętych kryteriów obserwacji. Istotne jest, czy analizuje się dane ze względu na miejsce rejestracji bądź zarządzania funduszu oraz czy jednostkami miary są wartości aktywów, czy liczba funduszy. Generalnie fundusze rejestrowane są w dwóch rodzajach lokalizacji:

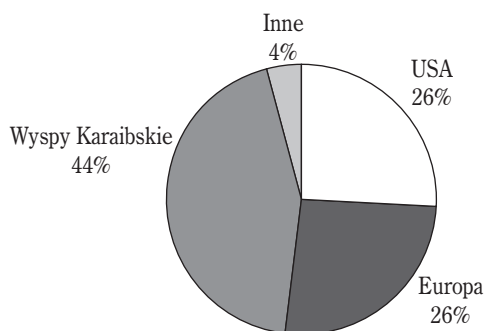
- *onshore* (ang. na lądzie) – gdy inwestor i fundusz działają w jednym państwie; najczęściej zakładane w USA (64%) oraz Europie (16%)¹⁵,

¹⁵ www.ifsl.org.uk.

- *offshore* – (ang. poza lądem) – w państwach tzw. rajów podatkowych, w których obowiązują bardzo łagodne reżimy prawne-podatkowo.

Najczęściej wybieranym miejscem rejestracji funduszy hedgingowych są tzw. raje podatkowe. Liderem w tej kwestii są Wyspy Karaibskie (Kajmany (67%), Wyspy Dziewicze (11%), Bermudy(7%)). W Europie najchętniej wybierany jest Luksemburg (3%)¹⁶.

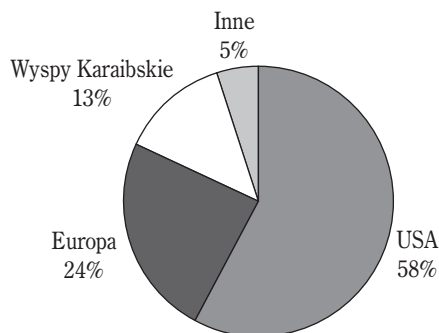
Rysunek 12. Rozmieszczenie funduszy hedgingowych ze względu na miejsce rejestracji w 2009 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie www.barclayhedge.com/products/best-hedge-funds-database.html.

Biorąc pod uwagę lokalizację zarządzających funduszami, za dominującą lokalizację uznać należy Stany Zjednoczone.

Rysunek 13. Rozmieszczenie funduszy hedgingowych ze względu na miejsce zarządzania w 2009 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie www.barclayhedge.com/products/best-hedge-funds-database.html.

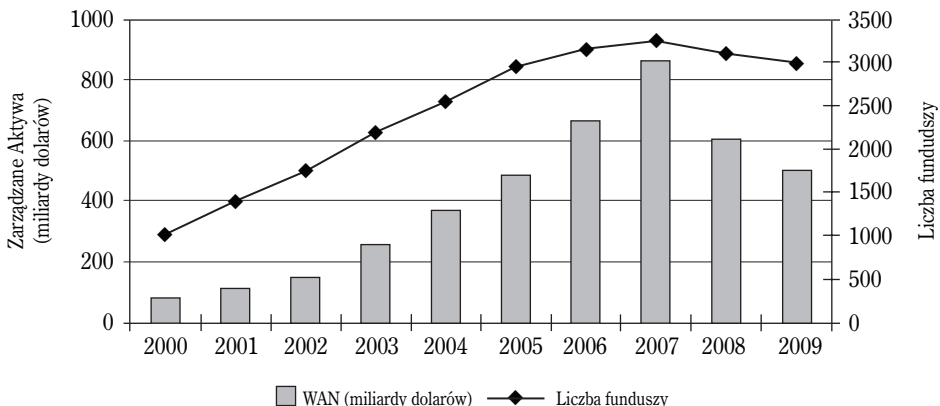
¹⁶ www.ifsl.org.uk

Wyraźny dysonans między miejscem rejestracji i zarządzania funduszami *hedge* wynika głównie ze względów prawno-podatkowych, warunkujących preferencje rejestracji funduszy *hedge* w lokalizacjach *offshore* oraz poziomu dostępności wyspecjalizowanej kadry w krajach o wysokim rozwinięciu merytokracji.

6. Rynek funduszy funduszy hedgingowych

Nieodłącznym elementem rynku funduszy hedgingowych są fundusze funduszy hedgingowych. Działalność tego typu podmiotów sprowadza się do reinwestowania zebranych od inwestorów środków w portfel szeregu pojedynczych funduszy hedgingowych. Główną korzyścią inwestorów funduszy funduszy jest efekt dywersyfikacji portfela oraz korzyści powierzenia kapitału osobom o większym doświadczeniu. Wadą natomiast jest wielowarstwowa struktura opłat, które zawierają zarówno koszty uczestnictwa w pojedynczych funduszach hedgingowych, jak i koszty własne. Dynamiczny rozwój rynku funduszy funduszy hedgingowych datuje się na początek XXI wieku. Pomiędzy 2000 a 2009 rokiem liczba podmiotów tego typu wzrosła prawie czterokrotnie (do ok. 3000), a zarządzany przez nie kapitał ponaddziesięciokrotnie (do ok. 500 mld USD). Podobnie jak w przypadku rynku pojedynczych funduszy rynek FOHF (Funds of Hedge Funds) przeżył załamanie podczas ostatniego kryzysu.

Rysunek 14. Ewolucja aktywów oraz liczby funduszy funduszy hedgingowych w latach 2000–2009

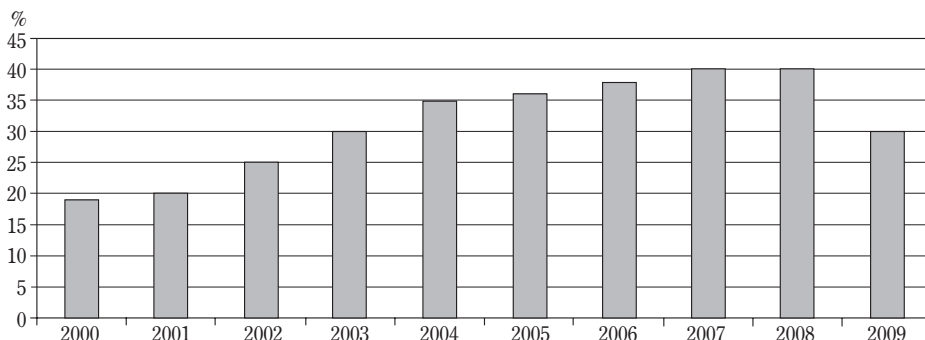


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Hedge Fund 2010 przygotowanego przez organizację The City UK www.thecityuk.com.

Fundusze funduszy hedgingowych odgrywają coraz ważniejszą rolę na rynku tzw. *single manager hedge funds*. W ostatnim czasie zauważyć można wzrost roli

tych podmiotów jako inwestorów pojedynczych funduszy, ponieważ zapewniają około 30% ich finansowania.

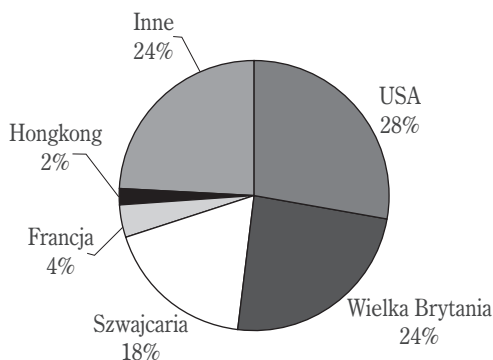
Rysunek 15. Ewolucja udziału funduszy funduszy hedgingowych w aktywach pojedynczych funduszy hedge



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Hedge Fund 2010 przygotowanego przez organizację The City UK www.thecityuk.com.

Na rynku funduszy funduszy hedgingowych prym wiodą podmioty z Europy (50%) i USA (26%).

Rysunek 16. Rozmieszczenie geograficznie aktywów zarządzanych przez fundusze funduszy hedgingowych w 2008 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu Hedge Fund 2009 przygotowanego przez organizację The City UK www.thecityuk.com.

7. Efektywność globalnych funduszy hedgingowych

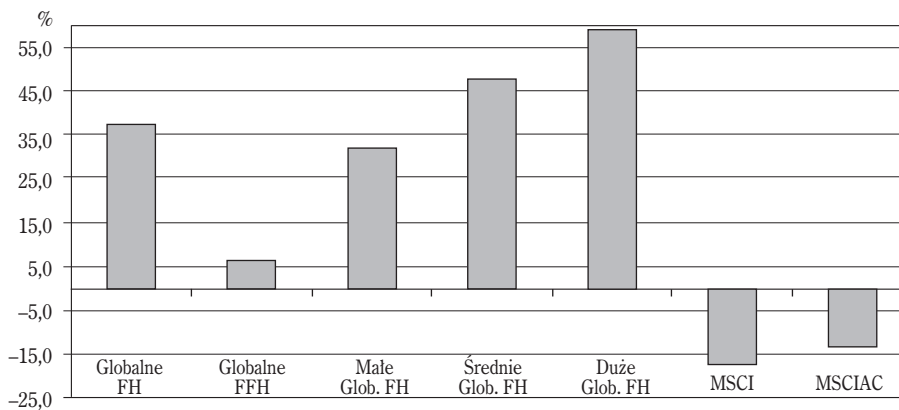
Dokonując wyboru określonego produktu inwestycyjnego, inwestorzy nie-rzadko badają historyczną efektywność. Na gruncie teorii portfelowej analiza

efektywności powinna obejmować nie tylko dochodowość, lecz także ryzyko oraz korelację produktu¹⁷.

Zyskowność

W badanym okresie na rynkach kapitałowych panowała dość duża zmienność. Porównanie stóp zwrotu indeksów funduszy hedgingowych oraz globalnego rynku akcji z wykorzystaniem indeksów MSCI¹⁸ oraz MSCI AC¹⁹ dowodzi, że czas ten lepiej wykorzystały fundusze hedgingowe. Najważniejszą wartością z punktu widzenia inwestora był fakt, że *hedge fund*, w przeciwieństwie do akcji, „dały w ogóle zarobić”²⁰ (Globalne FH²¹).

Rysunek 17. Stopa zwrotu głównych indeksów funduszy hedgingowych oraz globalnych indeksów rynków akcji w latach 2006–2010*



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.eureka hedge.com i www.stooq.com.

¹⁷ Do badania efektywność globalnych funduszy hedgingowych wykorzystane zostały miesięczne stopy zwrotu z okresu 2006 – pierwsza połowa 2010 roku (taki zakres zaznaczony został przy rysunkach jako *). Pośród wielu dostępnych na rynku indeksów do badania użyte zostały dane ośrodka Eureka hedge, które cechuje miesięczna częstotliwość prezentacji wyników, nieodpłatność oraz różnorodność agregacji.

¹⁸ MSCI World – indeks obrazujący sytuację na światowych giełdach. Uwzględnia zmiany na rynkach akcji najbardziej rozwiniętych gospodarek świata. Jeden z najczęściej wykorzystywanych do porównywania wyników funduszy inwestycyjnych

¹⁹ MSCI AC World – indeks opierający się na podobnych założeniach co MSCI World uwzględniający również mniej rozwinięte rynki akcji.

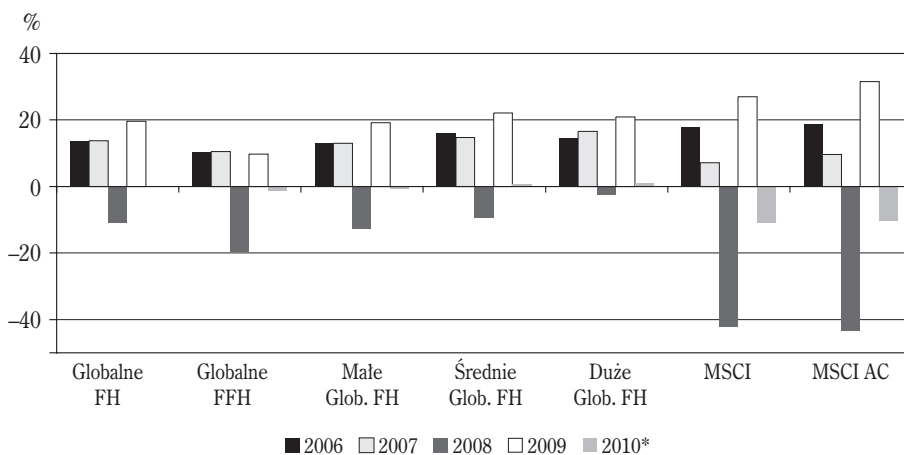
²⁰ Choć 37,4% zwrotu w przeciągu 4,5 roku nie stanowi wartości ponadnormatywnej, to jednak w porównaniu z uśrednionymi stopami zwrotu osiąganymi na globalnym rynku akcji wynik ten jest zdecydowanie zadowalający.

²¹ Globalne FH – nazwa własna indeksu Eureka hedge Hedge Fund Index (Blumberg EHFI251).

Badając zależność między zrealizowaną stopą zwrotu a wartością aktywów grup funduszy, można zauważyć, że obie zmienne są skorelowane dodatnio. Stopa zwrotu całego rynku była najbardziej zbliżona do wyników funduszy z aktywami poniżej 100 mln USD (Małe Glob. FH²² – 33,7%, co tłumaczyć można ich dominacją w indeksie głównym, ważonym liczbą podmiotów). Fundusze zarządzające do 500 (Średnie Glob FH²³) i ponad 500 mln USD (Duże Glob FH²⁴) należały do najbardziej zyskownych (odpowiednio 46,7% oraz 58,9%). Biorąc pod uwagę, że fundusze funduszy hedgingowych dywersyfikują swoje portfele jedynie w ramach grupy funduszy hedgingowych, za zadziwiająco niskie uznac należy ich wyniki w badanym okresie (6,4% – Globalne FFH²⁵).

Szczegółowa analiza rocznych stóp zwrotu wykazuje, że wyniki funduszy hedgingowych charakteryzowały mniejsze amplitudy zmian w porównywaniu z amplitudami indeksów akcji.

Rysunek 18. Roczne stopy zwrotu głównych indeksów funduszy hedgingowych oraz globalnych indeksów giełdowych w latach 2006 –2010*



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.eurekahedge.com i www.stooq.com.

²² Małe Glob. FH – nazwa własna indeksu Eurekahedge Small Hedge Fund Index < US\$100 M (Blumberg EHF1256).

²³ Średnie Glob FH – nazwa własna indeksu Eurekahedge Medium Hedge Fund Index US\$100M – US\$ 500M (Blumberg EHF1257).

²⁴ Duże Glob FH – nazwa własna indeksu Eurekahedge Large Hedge Fund Index US\$ >500M (Blumberg EHF1561).

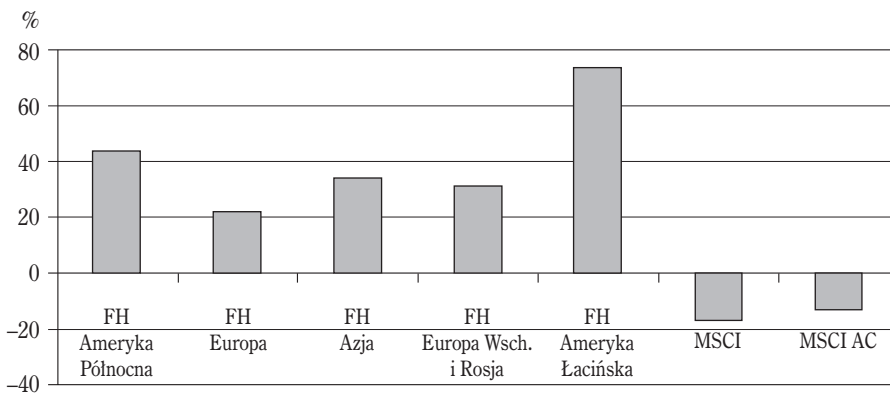
²⁵ Globalne FFH – nazwa własna indeksu Eurekahedge Fund of Funds Index (Blumberg EHF194).

Większa „stabilność” wyników funduszy *hedge* to, pomijając rok 2007, niższe zyski w okresach hossy, ale też mniejsze spadki w czasie bessy. Powodu takiego stanu upatrywać można w szerokim stosowaniu przez *hedge funds* krótkiej sprzedaży, która w okresach spadków zmniejsza straty powstające na pozycjach długich i odwrotnie w czasie hossy.

Największy spadek wartości portfela funduszy hedgingowych pojawił się w bardzo trudnym dla całego sektora finansowego 2008 roku. Wynik ten poddaje w wątpliwość umiejętność osiągania pozytywnych stóp zwrotu zawsze i w każdych warunkach. Kryzys rozpoczęty krachem na rynku kredytów *subprime* należy jednak rozpatrywać jako sytuację wyjątkową. Drastyczny spadek zaufania na rynku międzybankowym, ograniczona płynność, masowa wyprzedaż na rynkach akcji wywołały panikę, która ogarnęła również inwestorów funduszy. Umarzając udziały w agresywnych funduszach inwestycyjnych, zmuszali je oni m.in. do zamykania ze stratą części swoich pozycji. Wszystko to sprawiło, że słabe wyniki z 2008 roku (–11% funduszy oraz prawie 20% funduszy funduszy *hedge*) należy rozpatrywać w kontekście jednego z większych załamania na globalnym rynku finansowym ostatnich lat.

Analiza stóp zwrotu funduszy hedgingowych w zależności od rejonu prowadzenia inwestycji dowodzi, że w tym ujęciu fundusze *hedge* również stanowiły najbardziej zyskowną grupę produktów inwestycyjnych.

Rysunek 19. Stopa zwrotu regionalnych indeksów funduszy hedgingowych w zależności od wartości zarządzanych aktywów oraz globalnych indeksów giełdowych w latach 2006–2010*



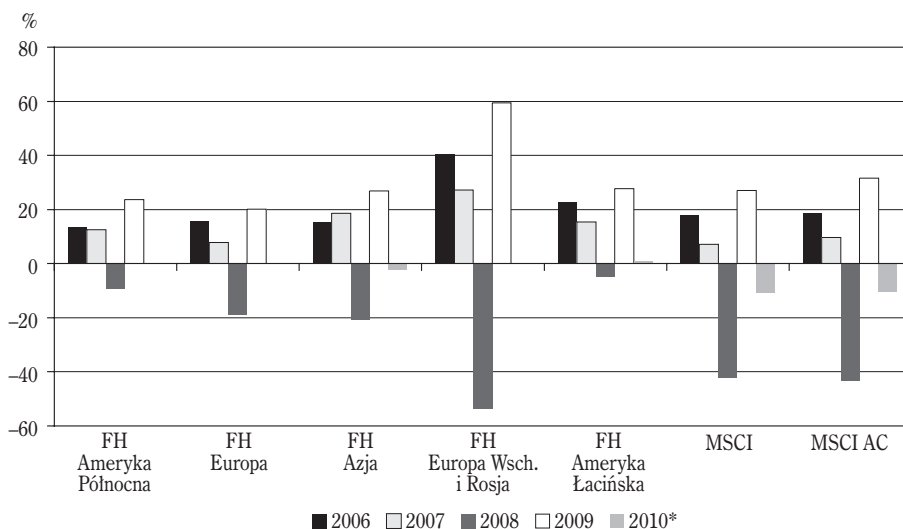
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.eureka hedge.com i www.stooq.com.

Fundusze hedgingowe radziły sobie dużo lepiej od rynków funduszy akcji. Najlepszym przykładem są wyniki tych podmiotów, które alokowały kapitał

w USA (43,9%). Najwyższą stopę zwrotu uzyskały lokujące środki w krajach Ameryki Łacińskiej (74%), choć giełdy tego regionu zachowywały się porównywalnie. Podobna była sytuacja funduszy *hedge* inwestujących w Azji (34,3%). Najgorzej wypadły fundusze działające w Europie, osiągając dochodowość na poziomie 21,8%.

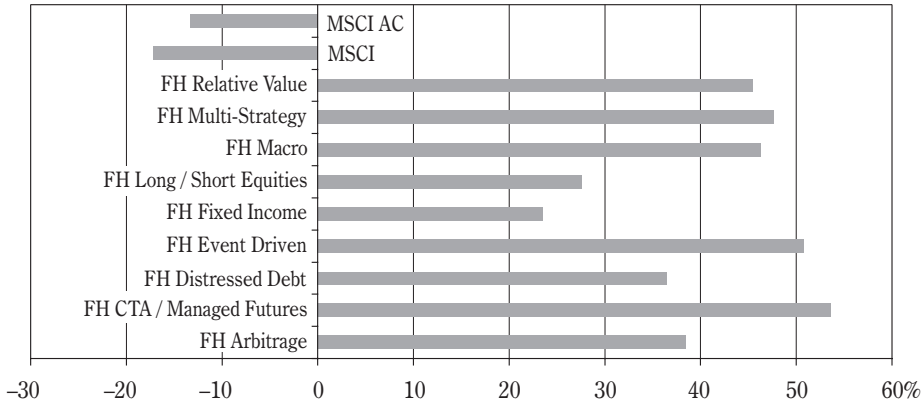
Obserwacja rocznych wyników funduszy hedgingowych z uwzględnieniem regionu alokacji kapitału sygnalizuje, że podmioty te zachowywały się różnie, w zależności od miejsca inwestycji. Najwyższą zmiennością wyników charakteryzowały się fundusze rozwijających się rynków Europy Wschodniej i Rosji. Amplituda zmian przewyższała nawet to, co obserwowano na globalnym rynku akcji. Inne grupy funduszy hedgingowych wykazały się większym zrównoważeniem rocznych stóp zwrotu.

Rysunek 20. Roczne stopy zwrotu regionalnych indeksów funduszy hedgingowych oraz globalnych indeksów giełdowych w latach 2006–2010*



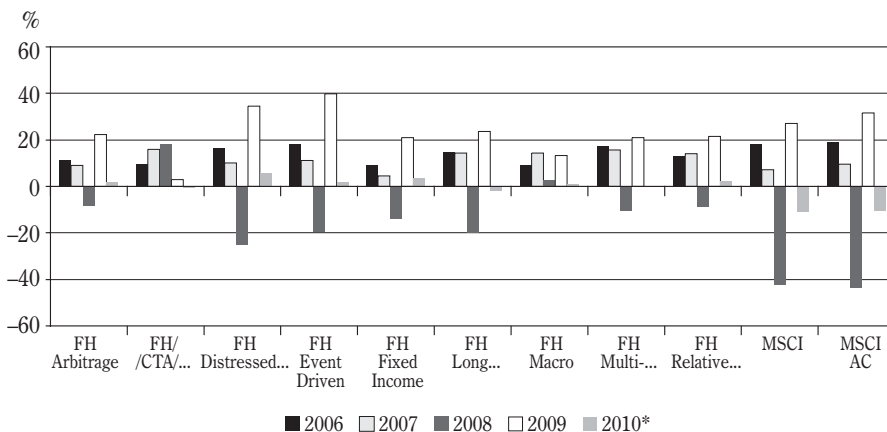
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.eurekahedge.com i www.stooq.com.

Analiza wyników funduszy hedgingowych według kryterium wykorzystywanych przez nie strategii inwestycyjnych ujawnia skutki, jakie przynosi różnorodne wykorzystanie instrumentów oraz technik transakcyjnych. Fundusze były zdolne wygenerować zyski, niezależnie od stosowanej strategii, podczas gdy światowe giełdy przynosiły straty.

Rysunek 21. Stopy zwrotu indeksów funduszy hedgingowych w zależności od stosowanych strategii oraz globalnych indeksów giełdowych w latach 2006–2010*

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.eureka hedge.com i www.stooq.com.

Najlepsze wyniki przyniosły strategie *CTA/managed futures* (53,7%), *event driven* (50,8%), *multi-strategy* (47,7%), *macro* (46,3%). Najslabiej wypadły fundusze stosujące strategię *fixed income* (23,5%), co jednak tłumaczyć można charakterem instrumentów finansowych dominujących w tego rodzaju polityce inwestycyjnej. Analizując dane w ujęciu rocznym, ponownie wyróżnić trzeba podejścia *CTA/managed futures* i *macro*, które osiągały dodatnie stopy zwrotu niemalże rokrocznie.

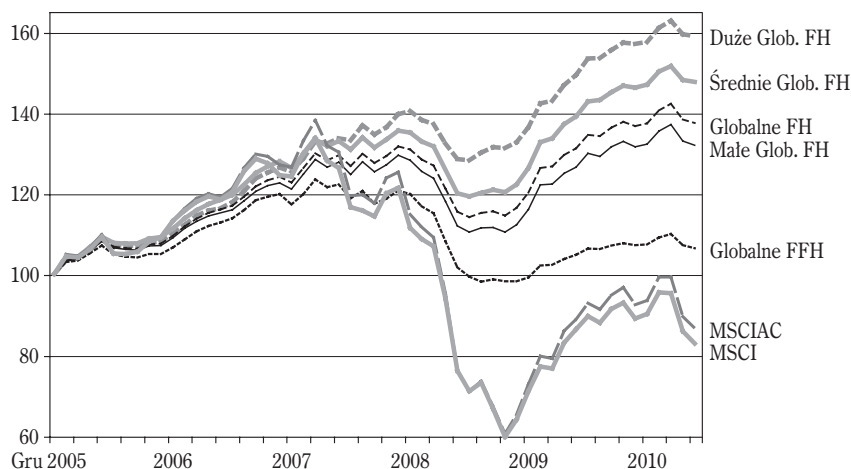
Rysunek 22. Roczne stopy zwrotu indeksów funduszy hedgingowych w podziale na strategię inwestycyjne w latach 2006–2010*

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.eureka hedge.com i www.stooq.com.

Uwagę zwracają także rezultaty strategii *event driven* oraz *multi-strategy*, które nadrobiły straty z 2008 roku i ostatecznie były w czołówce całkowitej rentowności. Najslabiej wypadły strategie: *distressed Debt*, *fixed income*, *long/short equities*, które w 2008 roku przyniosły największe spadki. Fundusze te były jednak przeważnie stroną przejmującą ryzyko kredytowe, a także obligacji o podwyższonym ryzyku podczas ostatniego kryzysu. Pewnym zaskoczeniem były słabe wyniki strategii *short equities*. Trzeba jednak pamiętać, że przy tym podejściu szczególnie istotna jest reakcja na zmianę trendu rynkowego poprzez odpowiednią zmianę proporcji pozycji krótkich i dźwigni na pozycjach długich w portfelu.

Przyjmując hipotetyczną inwestycję 100 jednostek pieniężnych, można prześledzić trendy, jakimi podążały poszczególne indeksy funduszy hedgingowych oraz wskazać dokładne momenty zmian na rynkach.

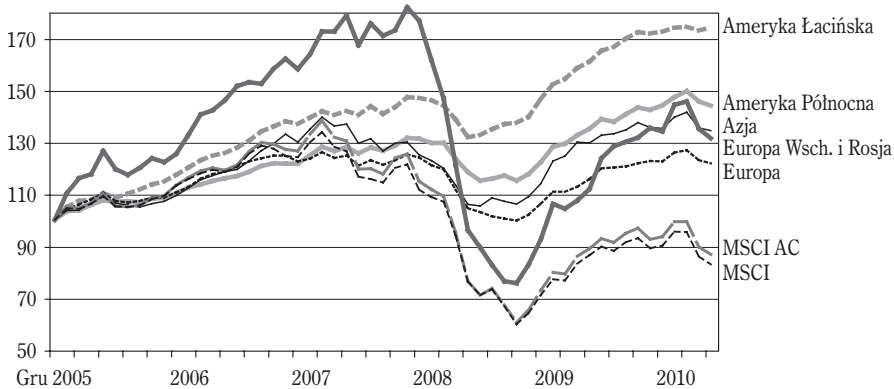
Rysunek 23. Zmiany indeksów rynku funduszy hedgingowych w podziale na główne oraz według kryterium zarządzanego kapitału



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.eurekahedge.com i www.stooq.com.

Obserwacja przebiegu głównych indeksów funduszy *hedge* pozwala zauważyć, że reagowały one jednocześnie i bardzo podobnie na zmieniające się warunki rynkowe. Różniły się jednak skalą wykorzystania hossy i bessy, co znalazło odzwierciedlenie w wynikach końcowych. W porównaniu do globalnego rynku akcji na rynku *hedge* okresy wzrostowe były dłuższe, a bessy krótsze. Inwestycje na rynkach akcji były dużo bardziej zmienne.

W zależności od rozmieszczenia geograficznego indeksy funduszy *hedge* wykazują, w miarę upływu czasu, nieco mniejsze uporządkowanie względem siebie, ale i tak zauważalny jest wpływ trendu.

Rysunek 24. Zmiany indeksów rynku funduszy hedgingowych w podziale na regiony geograficzne

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.eureka hedge.com i www.stooq.com.

Większość indeksów *hedge* nie notowała takich strat w bessie, które przewyższyłyby poziomem wcześniej wypracowane zyski. Wyjątek stanowiły fundusze Europy Wschodniej i Rosji, które początkowo zyskały ponadprzeciętną przewagę nad innymi regionami w okresie hossy, ale zmiana kierunku trendu nastąpiła nagle i wywołała gwałtowny spadek wartości inwestycji (ok. -60%), powodując, że wycena udziałów obniżyła się poniżej wartości z początku 2006 roku.

Najbardziej stabilnie zyskiwały fundusze z regionu Ameryki Łacińskiej. W okresie hossy ich inwestycje były najbardziej zyskowne po Europie Wschodniej i Rosji, ale straty z czasów bessy dużo mniejsze. Dodatkowo nastąpiła po nich systematyczna odbudowa wyniku.

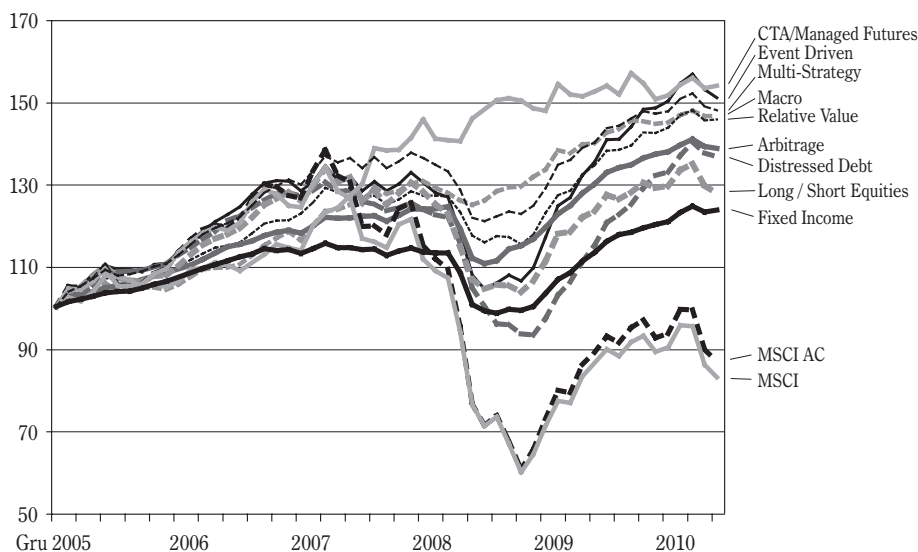
Również wykresy indeksów według strategii układają się w większości porównywalnie.

Wyjątkiem stanowiła *CTA/Managed Futures*, co można tłumaczyć szerokim wykorzystaniem krótkiej sprzedaży. Widać wyraźnie, że indeks rozpoczął zdecydowany „marsz w górę”, gdy na rynku akcji zaczęły pojawiać się spadki. Kierunek ten utrzymał się w dalszej części badania. Okres bessy „wyzerował” zyski jedynie dwóch strategii: *fixed income* i *distressed debt*.

Na podstawie powyższych rysunków możemy wyróżnić trzy etapy przemienego występowania trendów: aprecjacyjny, deprecjacyjny i ponownie aprecjacyjny. Ich czas trwania oraz rezultat inwestycyjny były różne dla badanych indeksów. Analiza zarówno wykresów 23, 24 i 25, jak i tabeli 4 utwierdza w przekonaniu, że globalny kryzys finansowy – w porównaniu z rynkiem akcji – dla funduszy *hedge* był: później odczuwalny, wywołał mniejsze spadki i trwał krócej. Ostateczne

potwierdzenie takich wniosków przynosi porównanie długości oraz skutków inwestycyjnych poszczególnych faz rynku.

Rysunek 25. Zmiany indeksów rynku funduszy hedgingowych w zależności od wykorzystywanej strategii inwestycyjnej



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.eureka hedge.com i www.stooq.com.

Tabela 4. Porównanie wpływu faz rynku na zyskowność inwestycji w główne indeksy funduszy hedgingowych w latach 2006–2010

	Wzrost		Spadek		Wzrost	
	%	liczba miesięcy	%	liczba miesięcy	%	liczba miesięcy
Globalne FH	32	29	-13	6	20	19
Globalne FFH	21	29	-19	7	8	18
Małe Glob. FH	29	29	-15	9	19	16
Średnie Glob. FH	36	29	-12	6	24	19
Duże Glob. FH	40	30	-9	6	24	19
FH Ameryka Północna	31	29	-12	6	25	19
FH Europa	26	22	-21	16	22	16
FH Azja	40	22	-25	13	28	19
FH Europa Wsch. i Rosja	82	29	-58	9	74	16
FH Ameryka Łacińska	47	29	-10	5	32	20

	Wzrost		Spadek		Wzrost	
	%	liczba miesięcy	%	liczba miesięcy	%	liczba miesięcy
FH Arbitrage	24	32	-11	3	25	19
FH CTA/Managed Futures	38	27	7	8	4	19
FH Distressed Debt	30	22	-28	17	47	15
FH Event Driven	34	22	-22	13	45	19
FH Fixed Income	15	22	-15	14	25	18
FH Long/Short Equities	34	22	-23	16	23	16
FH Macro	30	30	-4	4	17	20
FH Multi-Strategy	37	29	-12	6	22	19
FH Relative Value	29	22	-11	16	26	16
MSCI	34	22	-55	16	39	16
MSCI AC	38	22	-56	16	39	16

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.eureka hedge.com i www.stooq.com.

Zauważmy, że fazy aprecjacyjne funduszy hedgingowych były dłuższe i przyniosły wyższe stopy zwrotu niż na rynku akcji. Okres dekoniunktury był z kolei dla funduszy niemal o połowę krótszy i przyniósł blisko trzykrotnie mniejsze straty.

Korelacja

Z rysunków 23, 24, 25 oraz z danych z tabeli 4 wnioskować można o dużym prawdopodobieństwie wystąpienia silnych korelacji między indeksami funduszy hedgingowych oraz słabszych między nimi a indeksami rynku akcji. W tabeli 5 przedstawione zostały natomiast współczynniki korelacji między głównymi indeksami rynku funduszy *hedge*.

Tabela 5. Współczynniki korelacji głównych indeksów funduszy hedgingowych w latach 2006–2010*

Indeks	Globalne FH	Globalne FFH	Małe Glob. FH	Średnie Glob. FH	Duże Glob. FH
Globalne FH	1,00	0,95	1,00	0,99	0,97
Globalne FFH	0,95	1,00	0,94	0,96	0,93
Małe Glob. FH	1,00	0,94	1,00	0,99	0,97
Średnie Glob. FH	0,99	0,96	0,99	1,00	0,97
Duże Glob. FH	0,97	0,93	0,97	0,97	1,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.eureka hedge.com.

Wszystkie one osiągnęły bardzo wysokie poziomy, zawierając się w przedziale (0,93–1). Nieco niższe, ale nadal silne korelacje, można obserwować, analizując geograficzne indeksy funduszy hedgingowych.

Tabela 6. Współczynnik korelacji regionalnych indeksów funduszy hedgingowych w latach 2006–2010*

Indeks	FH Ameryka Północna	FH Europa	FH Azja	FH Europa Wsch. i Rosja	FH Ameryka Łacińska
FH Ameryka Północna	1,00	0,89	0,86	0,82	0,83
FH Europa	0,89	1,00	0,85	0,94	0,88
FH Azja	0,86	0,85	1,00	0,78	0,85
FH Europa Wsch. i Rosja	0,82	0,94	0,78	1,00	0,82
FH Ameryka Łacińska	0,83	0,88	0,85	0,82	1,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.eureka hedge.com.

Można zauważyć, że indeksy krajów rozwiniętych są skorelowane ze sobą silnie dodatnio²⁶. Wysoki poziom powiązania występuje również między indeksami funduszy hedgingowych funkcjonujących w rejonach bliskich geograficznie²⁷.

Największe różnice w wartościach zależności przynosi analiza funduszy *hedge* według kryterium wykorzystywanej strategii inwestycyjnej (tabela 7).

Tabela 7. Współczynnik korelacji indeksów funduszy hedgingowych według stosowanej strategii w latach 2006–2010*

Indeks	FH Arbitrage	FH CTA/Managed Futures	FH Distressed Debt	FH Event Driven	FH Fixed Income	FH Long/Short Equities	FH Macro	FH Multi-Strategy	FH Relative Value
FH Arbitrage	1,00	-0,04	0,85	0,89	0,95	0,81	0,50	0,84	0,82
FH CTA/Managed Futures	-0,04	1,00	-0,04	0,13	-0,08	0,27	0,62	0,26	0,12
FH Distressed Debt	0,85	-0,04	1,00	0,87	0,92	0,80	0,40	0,79	0,83
FH Event Driven	0,89	0,13	0,87	1,00	0,91	0,95	0,65	0,94	0,94
FH Fixed Income	0,95	-0,08	0,92	0,91	1,00	0,82	0,47	0,84	0,85
FH Long/Short Equities	0,81	0,27	0,80	0,95	0,82	1,00	0,77	0,98	0,93

²⁶ Między innymi indeks Ameryki Płn. oraz Europy *vs* Ameryka Płn. i Ameryka Łac.

²⁷ Między innymi indeks Europy i Europy Wsch. i Rosji.

Indeks	FH Arbitrage	FH CTA/ Managed Futures	FH Distressed Debt	FH Event Driven	FH Fixed Income	FH Long/Short Equities	FH Macro	FH Multi-Strategy	FH Relative Value
FH Macro	0,50	0,62	0,40	0,65	0,47	0,77	1,00	0,80	0,62
FH Multi-Strategy	0,84	0,26	0,79	0,94	0,84	0,98	0,80	1,00	0,91
FH Relative Value	0,82	0,12	0,83	0,94	0,85	0,93	0,62	0,91	1,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.eurekahedge.com.

Siła korelacji waha się od poziomów bardzo słabych do bardzo silnych. Wśród indeksów o najniższych poziomach korelacji względem indeksów innych grup funduszy *hedge* wyróżnić trzeba strategię *CTA/managed futures* oraz *macro*. Pierwsza z nich, z uwagi na odpowiednie wykorzystanie krótkiej sprzedaży, przedstawia najniższy poziom korelacji z innymi indeksami. Podejście typu *macro* wykazywało średni poziom zależności z reszty badanej grupy. Z drugiej strony, najwyższe wartości wskaźnika Pearsona pojawiały się przy strategiach *multi-strategy*, *long/short* oraz *event driven*.

Analiza korelacji głównego indeksu funduszy *hedge* i indeksów globalnego rynku akcji wskazuje, że rynki te są dość silnie skorelowane²⁸. Podobny stopień zależności wykazywały średnie i duże fundusze *hedge*. Nieco niższe wartości współczynnika Pearsona przyjmował dla indeksów akcji oraz funduszy funduszy *hedge* oraz dużych funduszy *hedge* (tabela 8).

Tabela 8. Korelacja indeksów funduszy hedgingowych względem globalnego rynku akcji w latach 2006–2010*

Indeks	MSCI	MSCI AC
Globalne FH	0,86	0,87
Globalne FFH	0,76	0,78
Małe Glob. FH	0,86	0,88
Średnie Glob. FH	0,84	0,86
Duże Glob. FH	0,78	0,80
FH Ameryka Północna	0,88	0,89
FH Europa	0,83	0,85
FH Azja	0,85	0,87
FH Europa Wsch. i Rosja	0,79	0,81
FH Ameryka Łacińska	0,78	0,80

²⁸ Współczynnika Pearsona pomiędzy indeksem funduszy *hedge* i indeksami MSCI/MSCI AC powyżej 0,85.

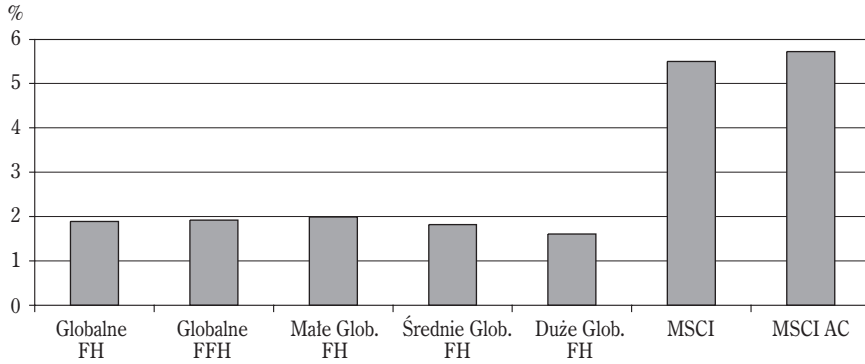
Indeks	MSCI	MSCI AC
FH Arbitrage	0,75	0,76
FH CTA/Managed Futures	0,08	0,10
FH Distressed Debt	0,78	0,78
FH Event Driven	0,88	0,90
FH Fixed Income	0,81	0,82
FH Long/Short Equities	0,89	0,90
FH Macro	0,56	0,59
FH Multi-Strategy	0,85	0,87
FH Relative Value	0,92	0,93

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.eurekahedge.com i www.stooq.com.

Obrazu sytuacji nie zmienia uzupełnienie analizy o badanie zależności ze względu na region prowadzonych inwestycji (współczynnik korelacji ok. 0,8). Wartości korelacji indeksów funduszy hedgingowych według strategii oraz indeksów MSCI/MSCI AC wykazują nieco większe zróżnicowanie. Z punktu widzenia budowania poprawnie zdywersyfikowanego portfela inwestycyjnego ponownie wyróżnić można jedynie strategię *CTA/managed futures* (współczynnik korelacji ok. 0,9) oraz *macro* (współczynnik korelacji ok. 0,57), które odpowiednio: nie wykazywały lub wykazywały słabą korelację z uśrednionym globalnym rynkiem kapitałowym.

Ryzyko

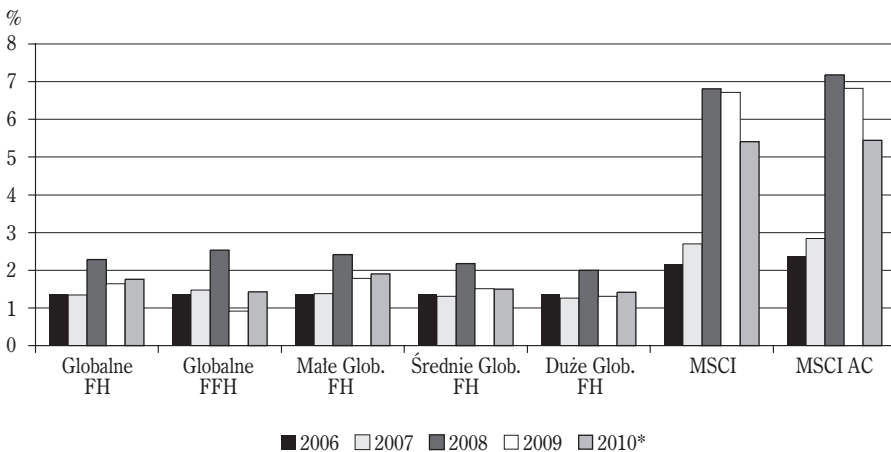
Ostatnim elementem badania efektywności jest analiza poziomu ryzyka inwestycyjnego. Z uwagi na zależności, jakie zachodzą między zyskiem a ryzykiem wydawać by się mogło, że przy stopach zwrotu, jakie fundusze hedgingowe (jako rynek) generowały w badanym okresie, również poziom ryzyka będzie osiągał wysokie wartości. Panuje opinia, że powierzenie kapitału funduszom *hedge* obarczone jest wysokim ryzykiem głównie z uwagi na zastosowanie dźwigni czy krótkiej sprzedaży. Opinia ta jest prawdziwa jedynie w przypadku inwestycji w konkretny, pojedynczy fundusz. W okresach dużej zmienności na rynku o sukcesie lub bankructwie funduszu przesądza nierzadko jedna decyzja. Czy jednak fundusze hedgingowe traktowane jako rynek cechuje również wysoki poziom ryzyka? Okazuje się, że nie. Odchylenie stóp zwrotu, jakie średnio generowały globalne fundusze hedgingowe, było statystycznie ponaddwukrotnie mniejsze niż globalnego rynku akcji (rysunek 26).

Rysunek 26. Odchylenie standardowe stóp zwrotu głównych indeksów globalnych funduszy hedgingowych w latach 2006–2010*

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.eureka hedge.com i www.stooq.com.

Wartości odchyłeń standardowych głównych indeksów funduszy *hedge* różnią się między sobą nieznacznie (ok. 1,9%), podczas gdy wartości odchyłeń standardowych dla rynku akcji osiągały w tym samym okresie poziom powyżej 5%. Najbardziej bezpieczne okazały się duże, globalne fundusze *hedge* (1,6%).

Kolejny przykład wskazujący na dużo niższe ryzyko inwestycji w funduszach hedgingowych przynosi analiza wartości odchylenia standardowego rocznych stóp zwrotu poszczególnych rynków.

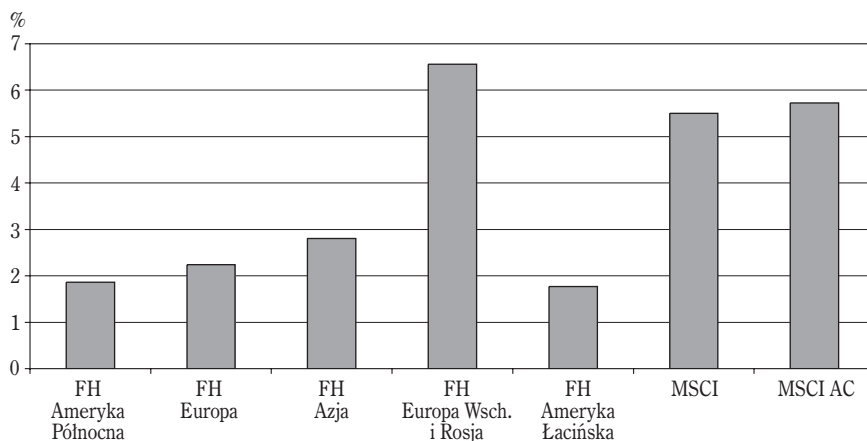
Rysunek 27. Odchylenie standardowe rocznych stóp zwrotu głównych indeksów globalnych funduszy hedgingowych w latach 2006–2010*

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.eureka hedge.com i www.stooq.com.

Różnice w poziomach odchyłeń standardowych najtrafniej uwidacznia fakt, że fundusze *hedge* w czasie największych zawirowań na rynku 2008 roku osiągnęły poziom ryzyka, jaki rynki akcji notowały w dużo spokojniejszym roku 2006. Również w poszczególnych latach fundusze *hedge* osiągały dużo większą stabilność stóp zwrotu (ok. 1,4%). Wyjątkiem był rok 2008, który w porównaniu do roku poprzedniego przyniósł ok. 70% wzrost wartości odchylenia. W tym samym czasie wartości stóp zwrotu globalnych rynków akcji dużo bardziej odbiegały od średniej. Zawirowania na rynkach finansowych, wynikające z globalnego kryzysu, przyczyniły się do znacznego wzrostu ryzyka inwestycyjnego. Wartość odchylenia standardowego globalnego rynku akcji wzrosła między 2007 a 2008 rokiem około 2,5-krotnie i utrzymała się na wysokim poziomie do połowy 2010 roku.

Zróżnicowanie ryzyka związanego z inwestycjami w fundusze hedgingowe dużo bardziej uwidacznia analiza indeksów regionalnych tego rynku. Generalizując, fundusze *hedge* są mniej ryzykowną formą inwestycji kapitału. Warto zauważyć, że indeks Europy Wschodniej i Rosji wykazał zdecydowanie wyższy poziom ryzyka względem pozostałych grup funduszy *hedge*, a nawet względem globalnego rynku akcji. Najmniej zmienne okazały się indeksy obu Ameryk, notujące poziomy odchyłeń porównywalne z głównym indeksem funduszy *hedge*.

Rysunek 28. Odchylenie standardowe stóp zwrotu indeksów globalnych fundusz hedgingowych w latach 2006–2010*

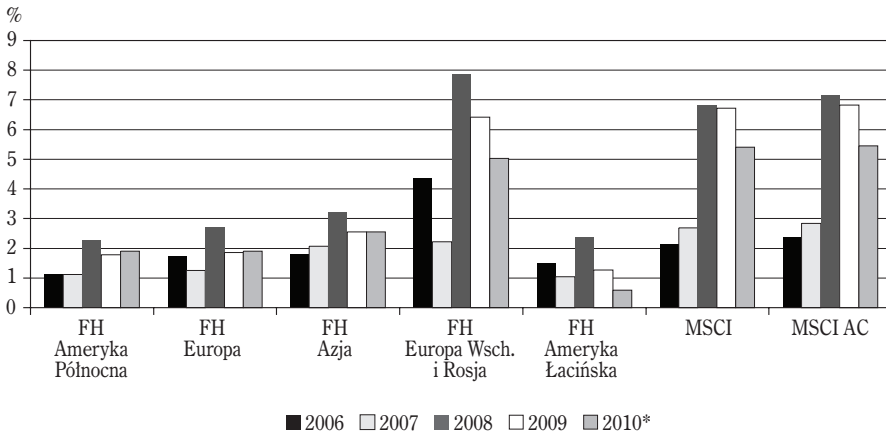


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurekahedge oraz stooq.com.

Podobny obraz wynika z wartości odchyłeń rocznych stóp zwrotu. Indeks funduszy Europy Wschodniej i Rosji był najbardziej zmienny wśród innych regionów i pozostawał na poziomie podobnym do rynków akcji. Wyjątkiem był rok

2007, w którym fundusze z Europy Wschodniej i Rosji osiągnęły wartości zbliżone do innych regionów.

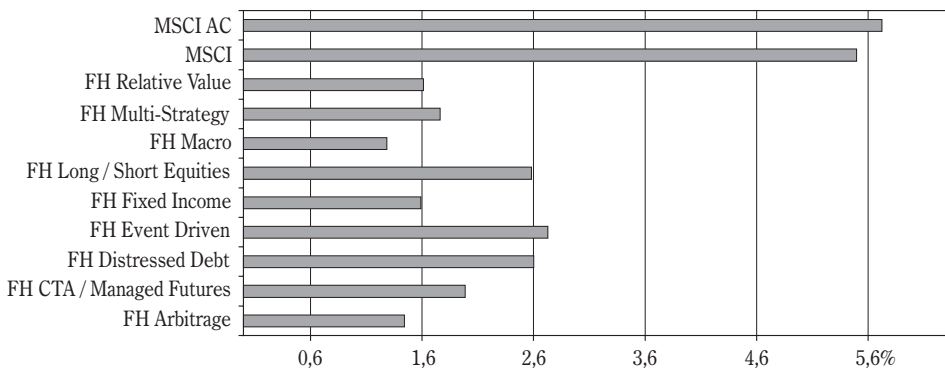
Rysunek 29. Odchylenie standardowe rocznych stóp zwrotu indeksów funduszy hedgingowych według kryterium geograficznego w latach 2006–2010*



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurekahedge oraz stooq.com.

Reszta indeksów w poszczególnych latach wykazywała relatywnie niską zmienność. W 2008 roku znacząco wzrosło ryzyko inwestycyjne zarówno na rynkach *hedge*, jak i akcji. Podobne wnioski nasuwają się po analizie poziomu ryzyka indeksów funduszy według kryterium strategii. Średnia z odchyłeń wszystkich wymienionych strategii wyniosła w latach 2006–2010* niski poziom (ok. 2%).

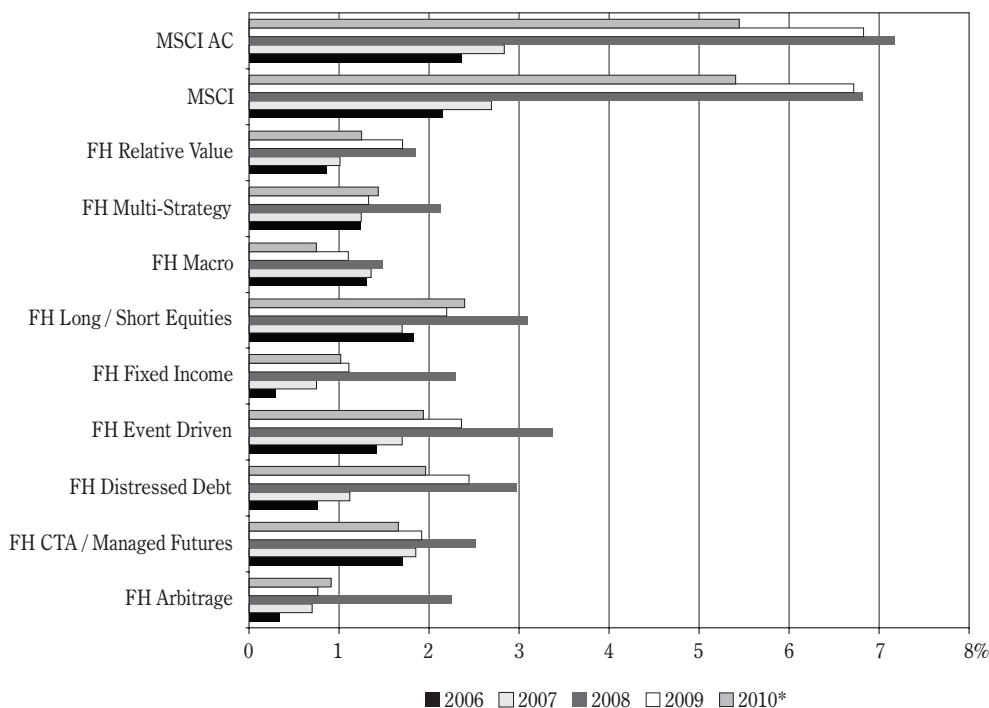
Rysunek 30. Odchylenie standardowe stóp zwrotu globalnych funduszy hedgingowych i rynku akcji według kryterium strategii w latach 2006–2010*



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurekahedge oraz stooq.com.

Najwyższe ryzyko (ok. 2,6%) towarzyszyło inwestycjom w fundusze *event driven*, *distressed debt* i *long/short equity*. Najbezpieczniejsze okazały się strategie zorientowane na mniej ryzykowne inwestycje – *fixed income* i *arbitrage*. Dużą stabilnością wyników charakteryzowały się fundusze *CTA/managed futures* oraz *macro*, ich odchylenia standardowe nie zmieniały się znacznie. We wszystkich analizowanych grupach strategii zauważalny jest natomiast skok ryzyka w roku 2008.

Rysunek 31. Odchylenie standardowe rocznych stóp zwrotu indeksów globalnych funduszy hedgingowych według strategii w latach 2006–2010*



Źródło: opracowanie własne na podstawie Eurekahedge i stooq.com.

Podsumowanie powyższych analiz efektywności rynku funduszy hedgingowych skłania do wniosku, że fundusze hedgingowe są dość nietypowym produktem inwestycyjnym. Okazuje się, że w średnim horyzoncie czasu są zdolne do uzyskiwania wyższej efektywności niż rynki akcji, niezależnie od tego, w jakim regionie realizowana była obrona strategia inwestycyjna. Głównym tego powodem jest lepsza efektywność funduszy hedgingowych w okresach spadkowych oraz, co można interpretować jako mniejsze ryzyko, mniejsza zmienność ich strategii

w porównaniu z rynkiem akcji. Badanie nie potwierdziło natomiast opinii, jakoby fundusze hedgingowe miały wykazywać słaby poziom korelacji z rynkami akcji.

8. Polski rynek funduszy hedgingowych

Fundusze działające na podobnych zasadach co fundusze *hedge* zaczęły pojawiać się w Polsce od 2005 roku. Ważnym momentem dla rozwoju całego rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce było wprowadzenie w 2004 roku ustawy o funduszach inwestycyjnych²⁹. Ten akt prawny położył „kajdany” ograniczające rozwój krajowego rynku finansowego, a jednocześnie dostosował polskie regulacje do prawa unijnego. Najważniejsze zmiany objęły: obniżenie progu minimalnego kapitału początkowego niezbędnego do założenia TFI (z 3 mln zł do 125 tys. euro) oraz wzrost swobody inwestycyjnej funduszy inwestycyjnych (Miziołek 2009). Z drugiej strony wprowadzono bardziej rygorystyczne przepisy dotyczące uczestnictwa w funduszu, a także zniesiono obowiązek funduszu do odkupywania jednostek uczestnictwa na żądanie. Efektem wprowadzonych zmian był wzrost dynamiki rozwoju rynku oraz pojawienie się pierwszych funduszy alternatywnych (tabela 9).

Tabela 9. Charakterystyki europejskiego rynku funduszy hedgingowych w latach 2006 i 2007

Kraj	Wartość Aktywów Netto		Liczba funduszy	
	MLN EUR	Zmiana	Podmioty	Zmiana
	2007	2007/2006	2007	2007/2006
Belgia	0	0,00%	0	0,0%
Francja	51612	30,70%	597	49,3%
Niemcy	763	-29,90%	33	-5,7%
Irlandia	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Włochy	31514	27,50%	237	16,2%
Luksemburg	123011	17,80%	261	1,6%
Polska	473	199,40%	13	62,5%
Hiszpania	818	b.d.	33	b.d.
Wielka Brytania	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Razem	208191	22,50%	1174	29,9%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych PriceWaterhouseCoopers.

²⁹ Ustawa z 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. z 2004 r. Nr 146, poz. 1546).

W roku 2007 według analizy europejskiego rynku funduszy *hedge* (*The retailisation of non-harmonised...* 2008) polskie fundusze zajęły ostatnie miejsce w badanej grupie, ale wykazały dużą dynamikę wzrostu.

8.1. Struktura polskiego rynku funduszy hedgingowych

Na podstawie wniosków prawnych oraz analizy różnych opracowań (m.in. Niedziółka 2009, Mikita 2008) można stwierdzić, że polscy inwestorzy mają możliwość uczestnictwa w funduszach działających na zasadach funduszy hedgingowych. We wspomnianych pozycjach jako polskie fundusze hedgingowe wymienia się niektóre fundusze towarzystw: Opera TFI, Investors TFI, Superfund TFI³⁰. Przyjmując kryteria, że fundusze hedgingowe w Polsce: organizowane są wyłącznie w ramach FIZ lub SFIO, nastawione są na osiągnięcie zysków absolutnych, nie mają określonego benchmarku, wykorzystują szerokie spektrum instrumentów finansowych (ze szczególnym uwzględnieniem instrumentów pochodnych), ostatecznie stwierdziłem, że w połowie 2010 roku na polskim rynku działały 33 fundusze, które można zakwalifikować jako polską wersję funduszy hedgingowych (tabela 10).

Tabela 10. Struktura rynku polskich funduszy hedgingowych od czerwca 2009 do czerwca 2010 roku

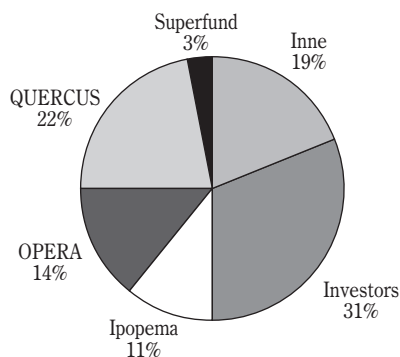
Fundusz	WAN (MLN PLN)		
	2010_06	2009_12	2009_06
Investor FIZ	410	540	489
QUERCUS Selektywny (Parasolowy SFIO)	390	122	40
Opera FIZ	208	227	216
Total FIZ	199	127	43
Allianz Platinum FIZ	121	26	b.d
Agio-Multistrategia (AGIO SFIO)	119	57	b.d
Investor Gold FIZ	118	100	50
ALTUS Absolutnej Stopy Zwrotu Rynków Zagranicznych FIZ	51	10	b.d.
Investor CEE FIZ	47	64	54
Investor LBO FIZ	44	41	39
BS FIZ	41	b.d	b.d

³⁰ Analizowano informacje o ponad 500 funduszach inwestycyjnych działających w naszym kraju, opierając się na danych zebranych przez portal www.analizy.pl.

Fundusz	WAN (MLN PLN)		
	2010_06	2009_12	2009_06
Quercus Absolute Return FIZ	34	b.d.	b.d.
Superfund B (Superfund SFIO)	27	28	22
Opera Avista-plus.pl (Opera SFIO)	24	50	38
MCI Gandalf Aktywnej Alokacji SFIO	21	19	16
Opera NGO SFIO	18	23	24
Opera Za 3 Grosze FIZ	16	25	25
Ipopema 8 FIZ	15	9	3
Superfund C (Superfund SFIO)	12	14	12
BPH SFIO Total Profit	11	b.d.	b.d.
Opera Alfa-plus.pl (Opera SFIO)	7	10	10
Superfund A (Superfund SFIO)	7	7	7
Copernicus FIZ	7	b.d.	b.d.
Superfund Goldfuture (Superfund SFIO)	6	4	1
ALTUS Absolutnej Stopy Zwrotu Rynku Polskiego FIZ	4	1	b.d.
Opera Universa-plus.pl (Opera SFIO)	2	7	12
Allianz SFIO Subfundusz Allianz 1	2	b.d.	b.d.
Allianz SFIO Subfundusz Allianz 2	2	b.d.	b.d.
PZU FIZ Dynamiczny	2	b.d.	b.d.
Superfund Absolute Return (Superfund SFIO)	2	2	1
ALIOR Short Equity (ALIOR SFIO)	1	b.d.	b.d.
QUERCUS short (Parasolowy SFIO)	1	b.d.	b.d.
QUERCUS lev (Parasolowy SFIO)	0	b.d.	b.d.

Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy.pl.

Okolo 80% spośród funduszy hedgingowych działających w Polsce zarządzane było przez 5 TFI: Investors TFI, Opera TFI, Superfund TFI, Quercus TFI oraz Ipopema TFI. Strukturę rynku polskich funduszy hedgingowych ze względu na wartość aktywów ilustruje rysunek 32.

Rysunek 32. Struktura rynku polskich funduszy hedgingowych w czerwcu 2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy.pl.

Z uwagi na skalę rynkowego udziału wymienionych TFI, poniżej scharakteryzowane zostaną najważniejsze fundusze poszczególnych Towarzystw.

8.1.1. Opera Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

Opera TFI jest pierwszym i największym towarzystwem inwestycyjnym w Polsce, zarządzającym funduszami na zasadach alternatywnych³¹. Zarządza aktywami szacowanymi na około 1 mld PLN w ramach 23 funduszy, w tym:

- **Opera FIZ** – produkt wykazujący wiele cech funduszu hedgingowego; wykorzystuje dźwignię finansową i krótką sprzedaż różnych klas aktywów i rynków. Wynagrodzenie dla zarządzających funduszem to dwuelementowy model – 3%/20%, rozszerzony o opłatę wejściową (3%).
- **Opera Za 3 Grosze FIZ** – „*de facto* strategia sprawdzonego funduszu OPERA FIZ dostępna szerokiemu gronu inwestorów”³². Większa dostępność tego funduszu wynika z notowania jego certyfikatów na GPW.
- **Opera NGO SFI** – fundusz, który proponuje strategię zysków absolutnych zamkniętym grupom klientów – organizacjom pozarządowych działającym na rzecz dobra publicznego³³.

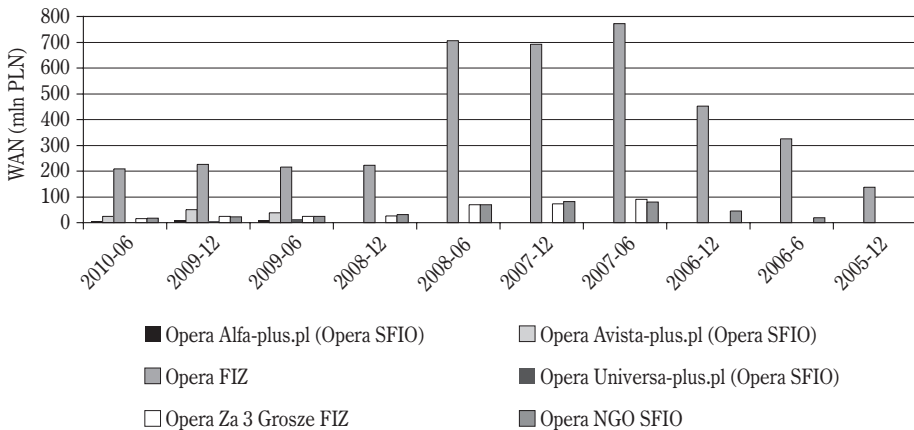
³¹ Zostało założone w 2004 roku, a za główny cel postawiono sobie generowanie zysków w każdych warunkach rynkowych. Zarządzane jest przez wysokiej klasy polskich specjalistów, którzy zaangażowali w fundusze Opera TFI własny kapitał. Oferta skierowana jest głównie do zamożnych osób fizycznych oraz inwestorów instytucjonalnych. Opera TFI zarządza aktywami szacowanymi na około 1 miliard złotych w ramach 23 funduszy.

³² <http://www.opera.pl/pl/oferta/fundusze/opera-za-3-grosze/co-wyroznia-opera-za-3-grosze-fi/>.

³³ <http://www.opera.pl/pl/oferta/fundusze/opera-ngo-sfio/co-wyroznia-opera-ngo-sifo/>.

Opera TFI oferuje również rozwiązania inwestycyjne oparte na formule Specjalistycznych Funduszy Inwestycyjnych Otwartych. W ramach SFIO wydzielone zostały 3 subfundusze o sprecyzowanej polityce inwestycyjnej. Są to: Opera Avisa-plus.pl, Opera Alfa-plus.pl, Opera Universa-plus.pl.

Rysunek 33. Ewolucja wartości aktywów netto funduszy hedgingowych Opera TFI



Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy.pl.

Różnice rozproszenia aktywów netto pomiędzy funduszami Opera TFI nie pozostawiają złudzeń co do wagi Opera FIZ w portfolio towarzystwa. Uwagę zwraca drastyczny spadek WAN-u tego funduszu między połową a końcem 2008 roku. Powody takiego stanu przedstawione zostaną w dalszej części pracy.

8.1.2. Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

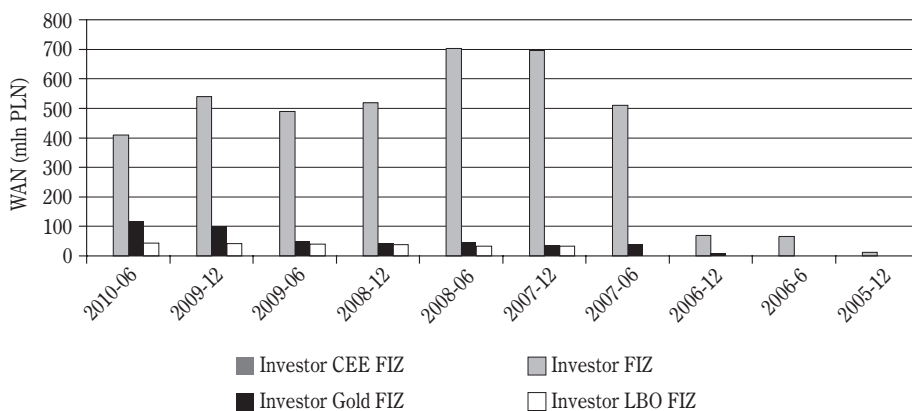
Utworzone w 2005 Investors TFI jest drugim polskim towarzystwem, które od początku postawiło sobie za cel zarządzanie funduszami alternatywnymi. Oferuje cztery fundusze inwestycyjne zorganizowane w formule zamkniętej:

- **Investor FIZ** to najważniejszy fundusz z największymi aktywami. „Daje możliwość inwestowania na wielu rynkach w różne klasy instrumentów finansowych. Wyboru inwestycji dokonują zarządzający funduszem tak, aby fundusz przynosił zyski niezależnie od koniunktury na poszczególnych rynkach”³⁴. Inne produkty z oferty Investors TFI są zbudowane na zasadach zbliżonych do funduszu Investors FIZ, jednak cechuje je zawężenie strategii inwestycyjnej w różnych wymiarach.

³⁴ <http://www.investorfiz.investors.pl/>.

- **Investor Gold FIZ** to fundusz rynku metali szlachetnych, głównie złota. Około 40% aktywów funduszu stanowią inwestycje w kruszec, reszta to derywaty oraz akcje spółek związanych z metalami szlachetnymi. Fundusz dopuszcza 120% dźwignię finansową oraz strategię zabezpieczającą przed zmianą wartości złotówki na rynku walutowym.
- **Fundusz Investor LBO FIZ** (*Leveraged Buy Out*) wykorzystuje podejście *event-driven*. Dedykowany jest średnio- i długoterminowym inwestycjom w spółki niepubliczne, których kondycja finansowa może się zmienić. Podstawą strategii jest wykup udziałów firmy z zastosowaniem dźwigni finansowej (maksymalnie 175% aktywów netto funduszu).
- **Investors CEE FIZ** – fundusz, któremu bliskie są cechy strategii *macro*. Inwestycje prowadzone są głównie z wykorzystaniem akcji i derywatów, jednak z zachowaniem ograniczenia geograficznego³⁵.

Rysunek 34. Ewolucja wartości aktywów netto funduszy hedgingowych Investors TFI



Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy.pl.

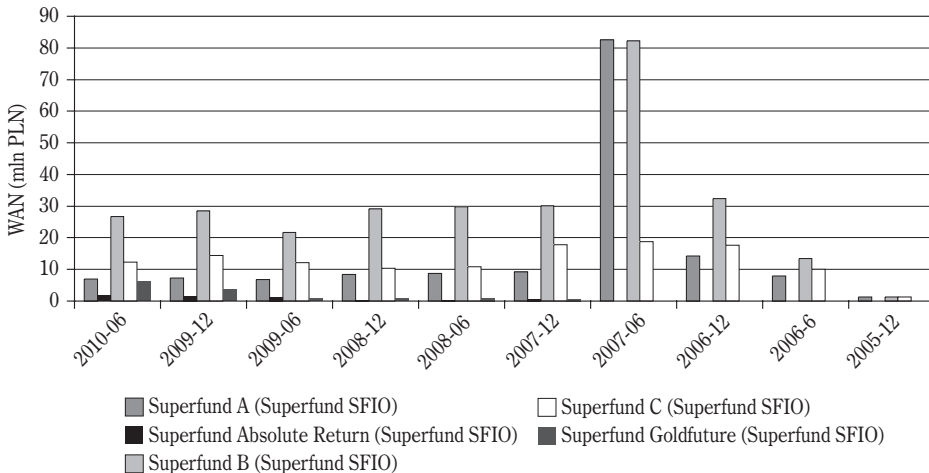
Dominującą rolę według kryterium aktywów netto odgrywa wśród funduszy Investors TFI – Investors FIZ. Duży przyrost aktywów Investors FIZ zanotował pomiędzy 2006 a 2007 rokiem. Od ok. 2,5 lat aktywa funduszu pozostają na w miarę stabilnym poziomie.

³⁵ Fundusz inwestuje wyłącznie w następujących krajach: Bułgaria, Rumunia, Polska, Turcja, Grecja, Chorwacja, Serbia, Słowenia, Czechy, Rosja, Węgry, Słowacja i Ukraina.

8.1.3. Superfund Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

Superfund TFI powstało w 2005 roku, ale działa, opierając się na nieco innym, niż wcześniej wymienione fundusze, modelu inwestycyjnym. Superfund TFI jest spółką zależną wiedeńskiego funduszu Superfund Asset Management GmbH. Podmiot ten, jako jeden z pierwszych na świecie, wprowadził fundusze typu *managed futures* dla klientów indywidualnych. Dostępne w Polsce fundusze Superfund nie powielają jednak takiego modelu. Przypominają one bardziej fundusz funduszy, pośrednicząc jedynie w zakupie funduszy swojej spółki matki. W ramach Superfund SFIO wyróżnić można sześć subfunduszy, które inwestują w wybrane fundusze bazowe zarządzane przez luksemburski oddział Quadrigaa Superfund SICAV. Różnią się one między sobą oczekiwaną stopą zwrotu oraz poziomem ryzyka. Za najmniej ryzykowne uznawany jest Superfund A, następnie B, a najbardziej agresywną strategią kieruje się Superfund C. Pozostałe trzy fundusze tego TFI to m.in. Superfund Goldfuture (rynek złota), Superfund Absolute Return (*Market Neutral*) i asekuracyjny fundusz Superfund Płynnościowy (rynek pieniężny/obligacyjne). Każdy z przedstawionych subfunduszy może być denominowany w jednej z trzech walut: złotym polskim, dolarze i euro.

Rysunek 35. Ewolucja wartości aktywów netto funduszy hedgingowych Superfund TFI



Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy.pl.

W okresie ostatnich pięciu lat aktywa tego TFI pozostają na dość zrównoważonym poziomie. Najwięcej inwestorów przyciąga Superfund B.

8.1.4. Inne polskie fundusze hedgingowe

Przeprowadzona analiza struktury polskiego rynku *hedge* wskazuje, że z ofertą pod hasłem „zysków bez względu na sytuację na rynku” wyszło w ostatnim czasie kilka innych TFI:

Quercus TFI – towarzystwo założone w sierpniu 2007 roku – oferuje fundusze od alternatywnych do tradycyjnych. Wykorzystując różnorodne strategie, zarządzający poszukują ponadprzeciętnych zysków lub próbują maksymalizować zysk względem określonego poziomu ryzyka. Oferta Quercus TFI skierowana jest wyłącznie do klientów zamożnych, a zaangażowanie w funduszu utrzymują również jego zarządzający. W ofercie towarzystwa znajdziemy produkty o różnych zakresach bezpieczeństwa, w tym:

- **Quercus Selektywny** – fundusz o podejściu *Event Driven*. To agresywny fundusz zorientowany na osiąganie dwucyfrowych rocznych stóp zwrotu. Z uwagi na wyszukiwanie okazji rynkowych w największym stopniu wykorzystuje akcje.

Ipopema TFI – jest drugim wartym odnotowania towarzystwem inwestującym na zasadach alternatywnych i oferującym inwestorom produkty utożsamiane z funduszami hedgingowymi. Do najważniejszych funduszy tego TFI zaliczyć można: Total FIZ, Ipopema 8 FIZ (*event driven*).

8.5. Efektywność polskich funduszy hedgingowych

Badanie efektywności wymienionych polskich funduszy hedgingowych wymagało nieco innego podejścia niż miało to miejsce w przypadku globalnego rynku funduszy *hedge*. W badaniu wykorzystano wyceny certyfikatów denominowanych w złotówkach, których historia notowań przekroczyła 1 rok. Ostatecznie badanie przeprowadzono dla funduszy w ramach czterech grup TFI (tabela 11).

Tabela 11. Polskie fundusze hedgingowe objęte badaniem

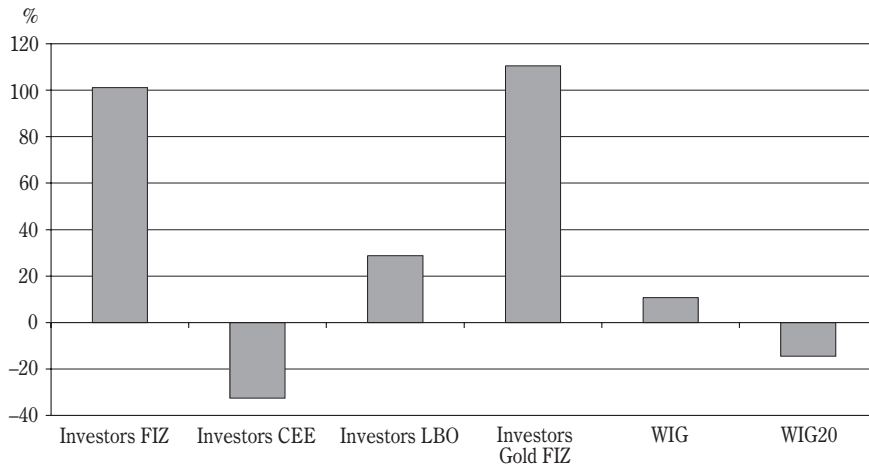
Investor TFI	OPERA TFI	Superfund TFI	Inne TFI
Investor FIZ	OPERA FIZ	Superfund Absolut Return	IPOPEMA 8 FIZ
Investor Gold FIZ	OPERA Universa-plus.pl	Superfund C	MCI Gandalf Aktywnej Alokacji
Investor CEE FIZ	OPERA Alfa-plus.pl	Superfund B	QUERCUS Selektywny
Investor LBO FIZ	OPERA Avista-plus.pl	Superfund A	TOTAL FIZ
	OPERA NGO SFIO	Superfund Goldfuture	
	OPERA Za 3 Grosze FIZ		

Źródło: opracowanie własne.

Zyskowość

Jako pierwsze poddano analizie fundusze Investors TFI. Dochodowość funduszy tego towarzystwa była dość mocno zróżnicowana. Jak się okaże, fundusze Investors należy uznać za liderów polskiego rynku funduszy *hedge*.

Rysunek 36. Stopa zwrotu funduszy hedgingowych Investors TFI oraz polskiego rynku akcji w latach 2006–2010*

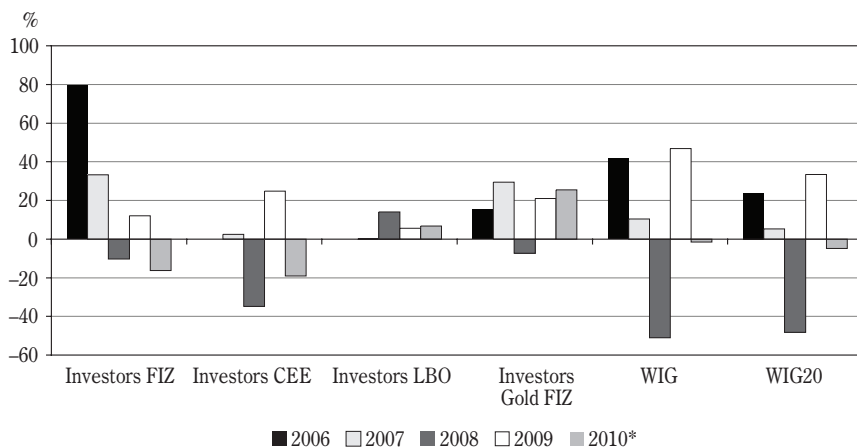


Źródło: opracowanie własne na podstawie Investors.pl oraz analizy.pl.

W badanym okresie najbardziej dochodowymi funduszami tego TFI były Investors Gold (110%) oraz Investors FIZ, które w tym czasie podwoiły zainwestowany kapitał. Wyniki fundusz Investors CEE należy natomiast uznać za rozczarowujące, zwłaszcza gdy porówna się je ze stopami zwrotu jakie średnio generowały globalne fundusze *hedge* reprezentowane indeksem Eurekahedge dla regionu Europy Środkowo-Wschodniej czy WIG³⁶ oraz WIG20³⁷. Bardziej wnikliwą analizę wyników ułatwia prezentacja rocznych stóp zwrotu funduszy.

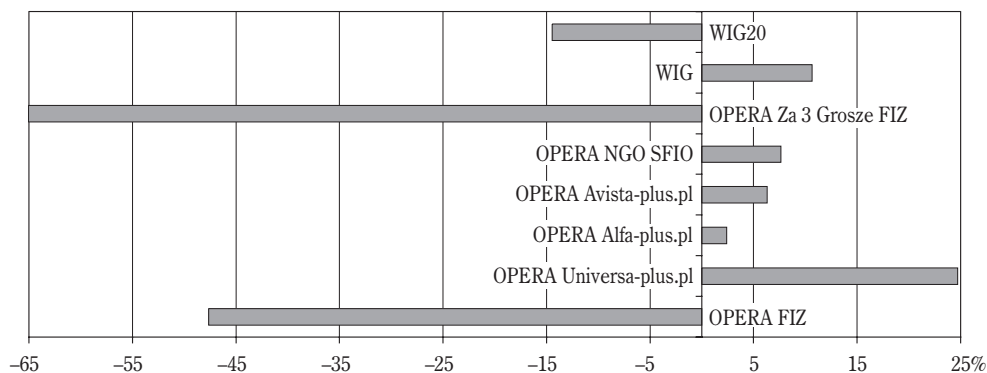
³⁶ WIG – najstarszy i najszerzy indeks Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych, uwzględniający zmiany cen wszystkich spółek notowanych na tym parkiecie.

³⁷ WIG20 – indeks skupiony na zmianach cen akcji 20 największych pod względem wartości i płynności spółek WIG.

Rysunek 37. Roczne stopy zwrotu funduszy hedgingowych Investors TFI w latach 2006–2010*

Źródło: opracowanie własne na podstawie Investors.pl oraz stooq.com.

Znakomity wynik Investors FIZ to rezultat dobrych dwóch pierwszych lat funkcjonowania oraz małych strat w 2008 roku. Słabą zyskowność Investors CEE zdeterminowało rozpoczęcie działalności w okresie zmiany trendu na rynkach akcji. Strata po półtorarocznej działalności wyniosła aż 34%. Stabilne wyniki osiągnął Investors LBO – w każdym z badanych lat ok. 7% oraz Gold FIZ (ok. 23%), choć ten fundusz zaliczył w 2008 roku 7% stratę.

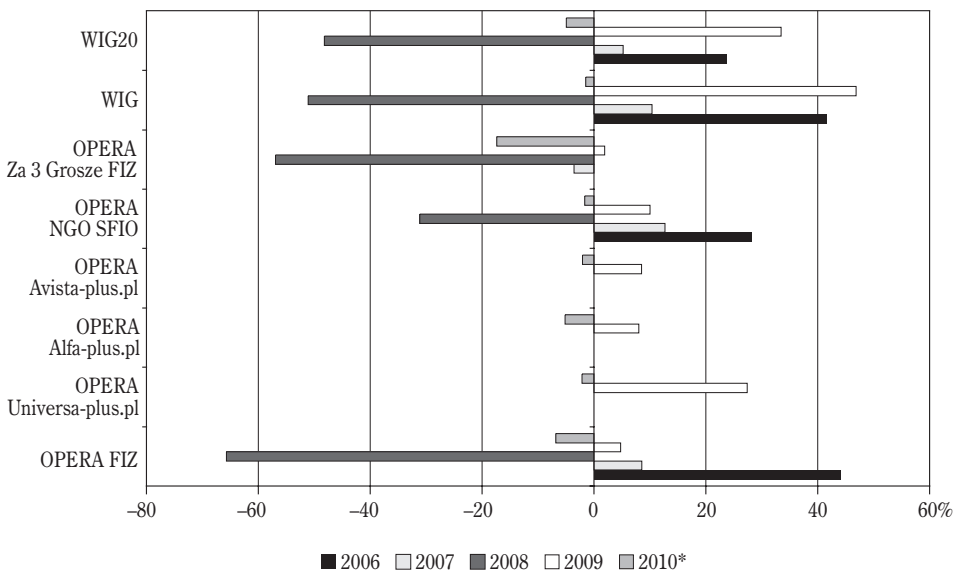
Rysunek 38. Stopa zwrotu funduszy hedgingowych Opera TFI oraz polskiego rynku akcji w latach 2006–2010*

Źródło: opracowanie własne na podstawie opera.pl oraz stooq.coml.

W badanym okresie fundusze Opera TFI osiągnęły znacznie słabsze wyniki. Pozytywną stopę zwrotu osiągnęły 4 z 6 funduszy, jednakże krótki staż trzech z nich (działalność ok. 1 roku) pozwala traktować ich wyniki jedynie jako dobry prognostyk.

Z grupy dłużej działających funduszy Opera TFI najlepszy, choć nadal gorszy od WIG, wynik uzyskała Opera NGO. Katastrofalnie wypadły natomiast fundusze Opera FIZ i Za 3 Grosze.

Rysunek 39. Roczne stopy zwrotu funduszy hedgingowych Opera TFI w latach 2006–2010*



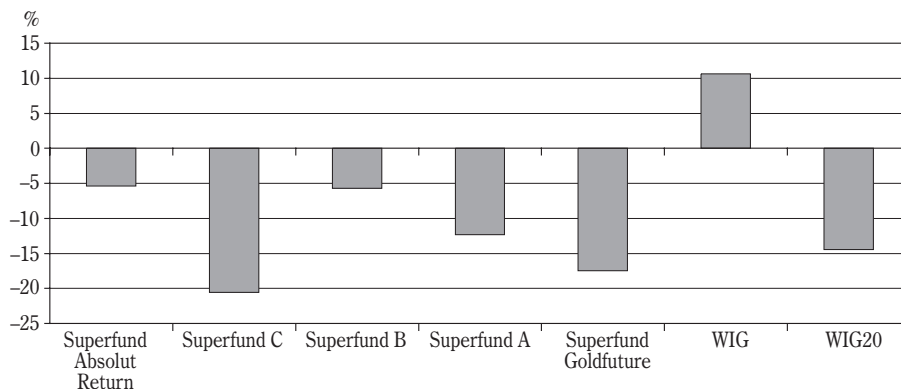
Źródło: opracowanie własne na podstawie Opera.pl i stooq.com.

Choć Opera FIZ, podobnie jak Investors FIZ, dość dobrze radziła sobie w pierwszym (44%) i drugim (8,5%) roku działalności, to w kolejnych latach wygenerowały ostatecznie stratę na poziomie odpowiednio ok. 48 i 65%. Prezes Opera TFI tłumaczył to niekorzystnymi wydarzeniami na rynkach finansowych, przyjęciem błędnych założeń co do trendów w 2008 roku, przeceną inwestycji *private equity*, nagłą zmianą kursu polskiej waluty oraz nietrafionymi transakcjami na złocie³⁸. Na dramatyczny wynik końcowy wpłynęła również śladowa wręcz stopa zwrotu uzyskana w 2009 r. Rok 2008 był bardzo nieudany również w przypadku Opera NGO.

³⁸ http://www.rp.pl/artykul/245401_Spowiedz_szefa_Opera_TFI_.html.

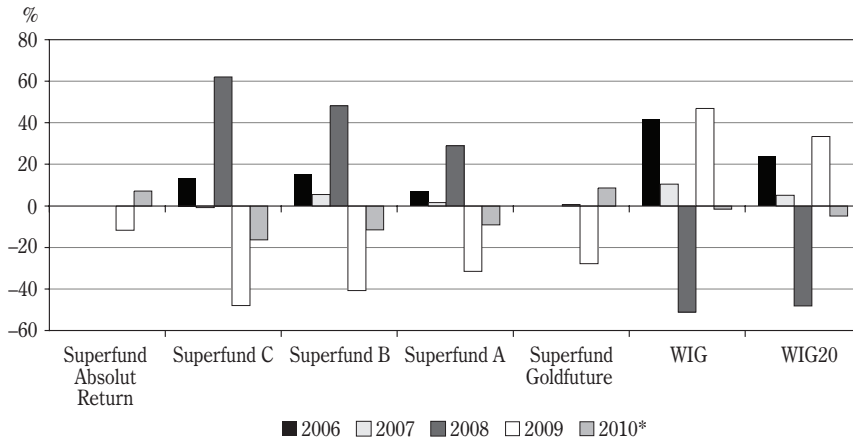
Podobnie słabo wypadły fundusze Superfund TFI. Mimo że jest to trudne do wytłumaczenia, biorąc pod uwagę wyniki strategii CTA/Managed Futures na świecie, to w badanym okresie straty przyniosły wszystkie polskie subfundusze tego towarzystwa.

Rysunek 40. Stopa zwrotu funduszy hedgingowych Investors TFI oraz polskiego rynku akcji w latach 2006–2010*



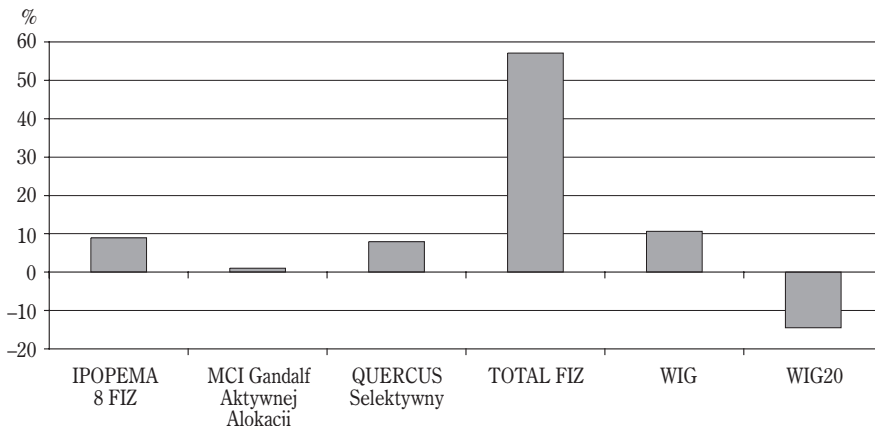
Źródło: opracowanie na podstawie danych Superfund.pl oraz stooq.com.

Największe straty przyniósł funduszu Superfund C (-20,5%). W kontekście wzrostu cen złota oraz rezultatów osiągniętych przez fundusze dedykowane temu kruszcowi w badanym okresie, dziwią również słabe wyniki Superfund Gold (-17,5%). Nie najlepiej poradził sobie także „najbezpieczniejszy” Superfund A. Pomimo ujemnych stóp zwrotu wymienionych funduszy, cechy strategii CTA/Managed Future można odnaleźć podczas analizy rocznych stóp zwrotu Superfundów. W 2008 fundusze A, B i C notowały bowiem zyski (średnio 46%), podczas gdy większość uczestników polskiego rynku hedgingowego traciła.

Rysunek 41. Roczne stopy zwrotu funduszy hedgingowych Investors TFI w latach 2006–2010*

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Superfund.pl.

Kontynuacja gry obliczonej na zarobek podczas spadków nie opłaciła się już jednak w 2009 roku. Wyniki z lat 2008 i 2009 dobrze ilustrują natomiast różnice między strategiami Superfund A, B i C: im bardziej agresywna strategia, tym bardziej skraje pozytywne i negatywne stopy zwrotu.

Rysunek 42. Stopa zwrotu funduszy hedgingowych Investors TFI oraz polskiego rynku akcji w latach 2006–2010*

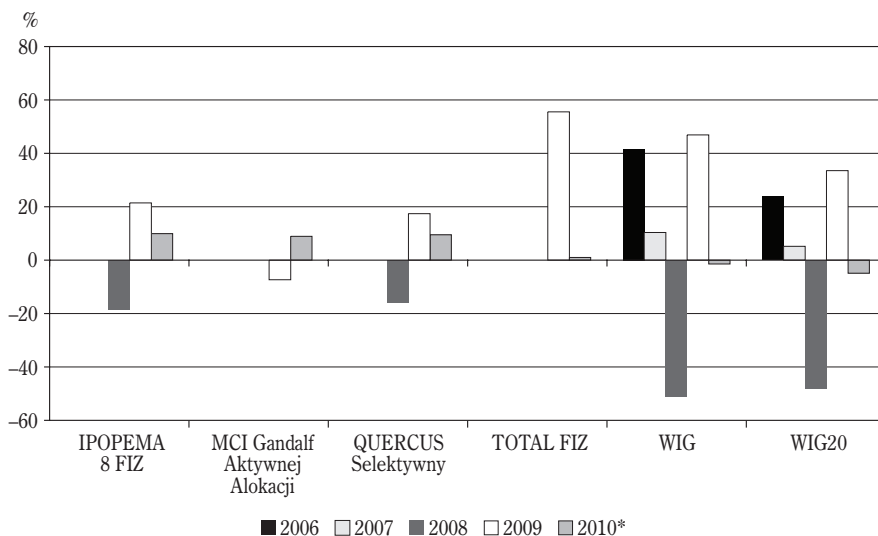
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych analizy.pl oraz stooq.com.

Przy interpretacji wyników funduszy rozproszonych w ramach ostatniej grupy należy pamiętać, że rozpoczęły one działalność później niż opisane wcześ-

niej fundusze. Spowodowało to, że nie natrafiły one na takie trendy ogólnie rynkowe jak fundusze startujące z początkiem 2006 roku.

W badanym okresie zdecydowanie najlepszy wynik osiągnął Total FIZ (57%). Quercus Selektywny i Ipopema 8 uzyskały odpowiednio ok. 9%. Po roku działalności MCI Gandalf Aktywnej Alokacji mógł pochwalić się brakiem zmian wyceny zarządzanych aktywów.

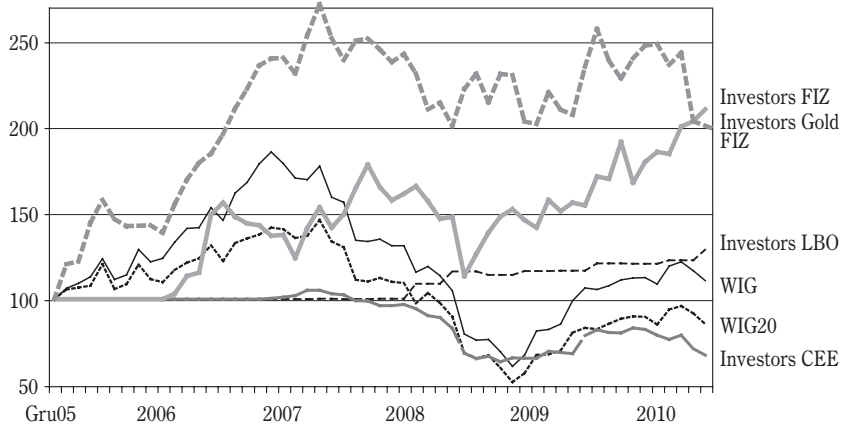
Rysunek 43. Roczne stopy zwrotu funduszy hedgingowych innych TFI w latach 2006–2010*



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych anlizy.pl.

Lider grupy – Total FIZ – praktycznie całą stopę zwrotu, jaką wypracował, osiągnął w pierwszym roku działalności. Z kolei dla Ipopema 8 oraz Quercus Selektywny rok 2009 to czas odrabiania strat. Obydwa fundusze cechowała mniejsza amplituda zmian stóp zwrotu na tle polskiego rynku akcji w latach 2008–2010. Efektem było wypracowanie zysku w okresie, w którym WIG i WIG 20 przyniosły stratę (–17,5% i –23,1%). Zyski MCI Gandalf Aktywnej Alokacji to z kolei efekt udanego odrobienia 7% straty z 2009 roku.

Inwestycje na polskim rynku *hedge* warto prześledzić również na przebiegu hipotetycznej inwestycji 100 jednostek. Wśród funduszy Investors TFI zdecydowanie najciekawiej ewoluowały najbardziej zyskowne w tym towarzystwie, inwestycje w fundusze Investors FIZ oraz Investors Gold.

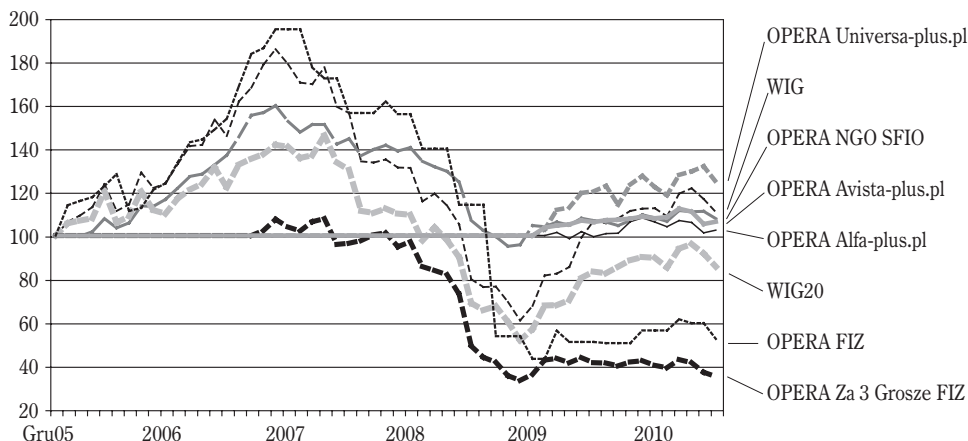
Rysunek 44. Ewolucja inwestycji funduszy hedgingowe Investors TFI oraz polskiego rynku akcji w latach 2006–2010*

Źródło: opracowanie własne na podstawie Investors.pl oraz stooq.com.

W pierwszej fazie, od początku 2006 i przez cały 2007 rok fundusze te zyskały odpowiednio ok. 150% i 50%. Następnie kurs Investors FIZ poruszał się w trendzie bocznym, który w 2010 roku zakończył się korektą sprowadzającą wycenę do poziomu minimów z lat 2008 i 2009. Investors Gold tracił przez niemal cały 2008 rok, by pod jego koniec rozpocząć zdecydowany, nieprzerwany do czerwca 2010 roku „marsz w górę”. Ten dobrze przepracowany okres spowodował wyprzedzenie Investors FIZ i tytuł lidera zyskowności tego TFI. Dużo mniej ciekawie zachowywały się pozostałe fundusze. Investors LBO zaczęło zyskiwać dopiero od 2008 roku. Niemalże odwrotnie zachowywał się fundusz Investors CEE. W 2008 roku fundusz ten zaliczył dość duże straty, które częściowo odrobiono w 2009 roku.

Przebieg inwestycji w fundusze Opera TFI wykazał silną homogeniczność i duże podobieństwo z trendami obowiązującymi na warszawskim parkiecie.

Rysunek 45. Ewolucja inwestycji w fundusze hedgingowe Opera TFI oraz polskiego rynku akcji w latach 2006–2010*

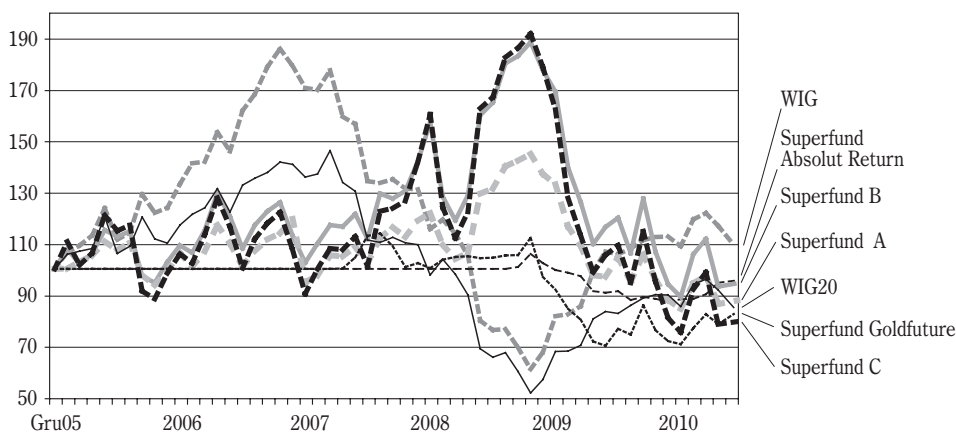


Źródło: opracowanie własne na podstawie Opera.pl oraz stooq.com.

Okres do połowy 2007 roku to, ogólnie, czas mocnych wzrostów. Opera FIZ i Opera NGO zyskały odpowiednio 100% i 50%. Później jednak na ponad 2 lata oba fundusze znalazły się w trendzie spadkowym. Wyraźne załamanie kursu Opera FIZ widoczne jest pod koniec 2008 roku. Opera Za 3 Grosze po roku stagnacji od powstania zaczęła jedynie tracić by na koniec wykazać 65% stratę.

Nieco inaczej przebiegała inwestycja w fundusze Superfund.

Rysunek 46. Ewolucja inwestycji w fundusze hedgingowe Superfund TFI oraz polskiego rynku akcji w latach 2006–2010

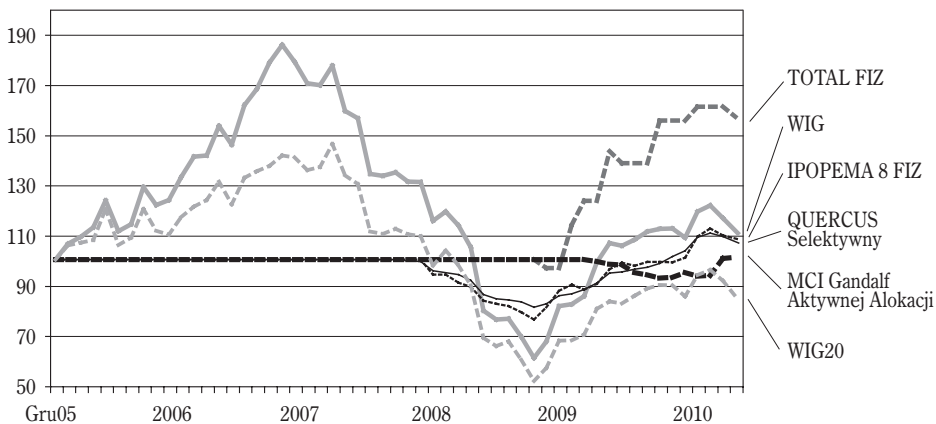


Źródło: opracowanie własne na podstawie Superfund.pl oraz stooq.com.

Główne fundusze Superfund A, B i C, od początku 2006 roku do mniej więcej połowy 2008 roku, przebywały w dość zmiennym trendzie bocznym. Wybiły się górą w połowie 2008 roku i dzięki temu zakończyły go z pokaźnymi zyskami. W 2009 roku zaczęły jednak szybko tracić na wartości i nie zdołały już odrobić strat.

Ostatnia grupa funduszy charakteryzuje się zdecydowanie krótszym przebiegiem inwestycji. Założone najwcześniej: Querqus Selektywny i Ipopema 8 rozpoczęły od trwającej około $\frac{3}{4}$ roku przeceny, by przechodząc w trend wzrostowy, odrobić całość strat do połowy 2010 roku.

Rysunek 47. Ewolucja inwestycji funduszy hedgingowych pozostałych TFI oraz polskiego rynku akcji w latach 2006–2010*



Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy.pl oraz stooq.com.

Total FIZ rozpoczynał działalność od silnych wzrostów. W rok aktywa pomnożono o 150% i utrzymano ten poziom. Zmiana wartości certyfikatów inwestycyjnych MCI Gandalf Aktywnej Alokacji nie była zbyt duża, a już na pewno nie wzrostowa.

Z uwagi na zróżnicowanie przedbiegów inwestycji realizowanych przez polskie fundusze hedgingowe, a także z powodu różnych długości życia funduszy przygotowanie wspólnego zestawienia dzielącego trendy, w jakich poruszały się wyceny aktywów poszczególnych funduszy zostało pominięte.

Korelacja

Różne długości czasu działalności polskich funduszy *hedge* utrudniają analizę korelacji stóp zwrotu. Kryterium czasu działalności funduszu pozwala badać zależności w analizowanym okresie³⁹ jedynie między 6 najdłużej działającymi

³⁹ Od początku 2006 do połowy 2010 roku.

funduszami. Następnie, z uwagi na podmioty działające krócej, poziomy zależności zostaną sprawdzone ponownie dla wszystkich funduszy, ale z perspektywy okresu czerwiec 2009–czerwiec 2010⁴⁰.

W przeciwieństwie do tendencji obserwowanych na globalnym rynku funduszy hedgingowych, korelacja między obecnymi najdłużej na rynku polskimi funduszami tego typu, wykazuje słabe poziomy zależności między sobą.

Tabela 12. Korelacja stóp zwrotu najdłużej obecnych na polskim rynku funduszy hedgingowych w latach 2006–2010*

	Investors FIZ	OPERA FIZ	OPERA NGO SFIO	Superfund C	Superfund B	Superfund A
Investors FIZ	1,00	0,44	0,02	0,22	0,20	0,25
OPERA FIZ	0,44	1,00	0,23	-0,21	-0,23	-0,17
OPERA NGO SFIO	0,02	0,23	1,00	-0,11	-0,11	-0,14
Superfund C	0,22	-0,21	-0,11	1,00	0,99	0,91
Superfund B	0,20	-0,23	-0,11	0,99	1,00	0,89
Superfund A	0,25	-0,17	-0,14	0,91	0,89	1,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie Investors.pl, superfund.pl, opera.pl.

Investors FIZ wykazał średni poziom powiązania z Opera FIZ (0,44) oraz słaby z innymi funduszami grupy. Podobnie zachowywały się fundusze Opera TFI. Znaczny poziom zależności (ok. 0,9) wyróżniał natomiast fundusze Superfund między sobą, co potwierdza wcześniejsze wnioski.

Tabela 13. Korelacja stóp zwrotu najdłużej działających polskich funduszy hedgingowych i głównych indeksów GPW w latach 2006–2010*

Współczynnik korelacji Persona		
Fundusz	WIG	WIG20
Investors FIZ	0,10	0,04
OPERA FIZ	0,12	0,06
OPERA NGO SFIO	0,75	0,70
Superfund C	-0,16	-0,16
Superfund B	-0,15	-0,15
Superfund A	0,12	0,06

Źródło: opracowanie własne na podstawie Investors.pl, superfund.pl, opera.pl oraz stooq.com.

⁴⁰ Tak długo działał najkrócej funkcjonujący fundusz – MCI Gandalf Aktywnej Alokacji. Niewiele dłużej istniały Opera Universa-plus.pl, Alfa-plus.pl oraz Avista-plus.pl – po 15 miesięcy. Jeden rok wydaje się jednak na tyle długim okresem, że zaobserwowane trendy powinny przynajmniej orientacyjnego określić zakresy korelacji pomiędzy porównywanymi funduszami.

Poza Operą NGO najstarsze fundusze wykazały dość słabą korelację z GPW.

Dwie najbardziej ryzykowne strategie Superfund – B i C – jako jedyne przedstawiały ujemną korelację względem WIG i WIG20. Investors FIZ oraz Opera FIZ wykazały z kolei równie słabą, chociaż dodatnią wartość tej miary. Mimo że Opera NGO reklamowany jest jako produkt niezwiązany z żadnym *benchmarkiem* (np. WIG20)⁴¹, badanie wykazało dość silną korelację z warszawskim parkietem. Zróznicowanie wzajemnych zależności można zauważyć, analizując wskaźnik Pearsona między polskimi funduszami hedgingowymi w 12 miesiącach badanego okresu.

Tabela 14. Korelacja stóp zwrotu funduszy Investors TFI w okresie czerwiec 2009–czerwiec 2010

Nazwa Funduszu	Investors FIZ	Investors CEE	Investors LBO	Investors Gold FIZ
Investors FIZ	1,00	0,86	0,13	-0,01
Investors CEE	0,86	1,00	-0,14	-0,09
Investors LBO	0,13	-0,14	1,00	0,22
Investors Gold FIZ	-0,01	-0,09	0,22	1,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie Investors.pl.

Dla większości funduszy Investors TFI współczynnik korelacji oscyluje wokół słabych poziomów. Wyjątkiem jest relacja między Investors FIZ i CEE (0,86). W grupie Opera TFI współczynniki wykazały dużo wyższe wartości korelacji.

Tabela 15. Korelacja stóp zwrotu funduszy Opera TFI w okresie czerwiec 2009–czerwiec 2010

Nazwa Funduszu	OPERA FIZ	OPERA Universa-plus.pl	OPERA Alfa-plus.pl	OPERA Avista-plus.pl	OPERA NGO SFIO	OPERA Za 3 Grosze FIZ
OPERA FIZ	1,00	0,51	0,17	0,25	0,74	0,50
OPERA Universa-plus.pl	0,51	1,00	0,55	0,27	0,88	0,70
OPERA Alfa-plus.pl	0,17	0,55	1,00	0,76	0,56	0,86
OPERA Avista-plus.pl	0,25	0,27	0,76	1,00	0,41	0,84
OPERA NGO SFIO	0,74	0,88	0,56	0,41	1,00	0,80
OPERA Za 3 Grosze FIZ	0,50	0,70	0,86	0,84	0,80	1,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie Opera.pl.

⁴¹ <http://www.opera.pl/pl/oferta/fundusze/opera-ngo-sfio/strategia/>.

Najsilniej powiązany z innymi funduszami tego TFI okazała się Opera Za 3 Grosze. Wysoką korelację wykazywało również fundusze SFIO. Najbardziej zróżnicowane wartości prezentowała natomiast Opera FIZ. W Superfund TFI wyróżnić można dwa obozy. Grupa Superfund A, B, C niezmiennie odznaczała się skrajną zależnością między sobą.

Tabela 16. Korelacja stóp zwrotu funduszy Superfund TFI w okresie czerwiec 2009–czerwiec 2010

Nazwa Funduszu	Superfund Absolut Return	Superfund C	Superfund B	Superfund A	Superfund Goldfuture
Superfund Absolut Return	1,00	0,20	0,25	0,32	0,43
Superfund C	0,20	1,00	1,00	0,96	0,86
Superfund B	0,25	1,00	1,00	0,96	0,89
Superfund A	0,32	0,96	0,96	1,00	0,93
Superfund Goldfuture	0,43	0,86	0,89	0,93	1,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie Superfund.pl.

Wymowny jest współczynnik na poziomie 1 między strategiami B i C. Drugą grupę tworzyły fundusze Absolute Return i Goldfuture, przejawiające dużo niższe poziomy korelacji z innymi funduszami Superfund. Nieco odmiennie kształtowała się korelacja w ramach funduszy rozproszonych pomiędzy różnymi TFI.

Tabela 17. Korelacja stóp zwrotu innych funduszy hedgingowych w okresie czerwiec 2009–czerwiec 2010

Nazwa Funduszu	IPOPEMA 8 FIZ	MCI Gandalf Aktywnej Alokacji	QUERCUS Selektywny	TOTAL FIZ
IPOPEMA 8 FIZ	1,00	-0,41	0,81	0,37
MCI Gandalf Aktywnej Alokacji	-0,41	1,00	-0,48	-0,25
QUERCUS Selektywny	0,81	-0,48	1,00	0,52
TOTAL FIZ	0,37	-0,25	0,52	1,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy.pl.

MCI Gandalf Aktywnej Alokacji jako jedyny wykazał odwrotną zależność z porównywanymi funduszami tej grupy. Silne związki między zmianami stóp zwrotu charakteryzowały z kolei fundusze Total FIZ oraz Ipopema 8 FIZ.

Analiza korelacji polskich funduszy hedgingowych względem polskiego rynku akcji wskazuje, że w okresie czerwiec 2009–czerwiec 2010 występowały dość znaczne różnice między funduszami.

Tabela 18. Korelacja stóp zwrotu polskich funduszy hedgingowych względem polskiego rynku akcji w okresie czerwiec 2009–czerwiec 2010

Współczynnik korelacji Persona		
Nazwa Funduszu	WIG	WIG20
Investors FIZ	0,15	0,04
Investors CEE	0,36	0,25
Investors LBO	-0,32	-0,33
Investors Gold FIZ	-0,11	-0,10
OPERA FIZ	0,38	0,45
OPERA Universa-plus.pl	0,56	0,59
OPERA Alfa-plus.pl	0,46	0,54
OPERA Avista-plus.pl	0,48	0,51
OPERA NGO SFIO	0,67	0,75
OPERA Za 3 Grosze FIZ	0,67	0,75
Superfund Absolut Return	-0,64	-0,64
Superfund C	0,25	0,24
Superfund B	0,19	0,18
Superfund A	0,07	0,09
Superfund Goldfuture	-0,15	-0,11
IPOPEMA 8 FIZ	0,62	0,55
MCI Gandalf Aktywnej Aloкации	-0,49	-0,53
QUERCUS Selektywny	0,73	0,67
TOTAL FIZ	0,31	0,21

Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy.pl.

Wyodrębnić można jednak pewne grupy, które cechowały się podobnymi poziomami współzależności z warszawskim parkietem. I tak: zarówno Total FIZ, jak i niemal wszystkie fundusze Investors TFI oraz Superfund TFI wykazały dość słaby związek z głównymi indeksami GPW. Cała reszta, włącznie z Superfund Absolute Return, wykazywała średnią lub dość silną korelację z tymi indeksami.

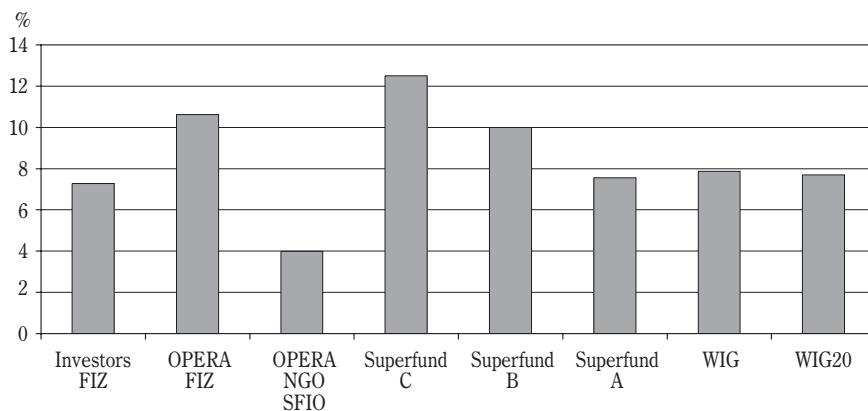
Ryzyko

Dla pełnego obrazu efektywności porównać należy również ryzyko towarzyszące inwestycji w polskie fundusze hedgingowe. Podobnie jak przy korelacji

odchylenia standardowe w pełnym okresie zostaną zaprezentowane jedynie dla 6 najdłużej istniejących funduszy. Następnie przedstawione zostaną odchylenia stóp zwrotu w okresie jednego roku od czerwca 2009 do czerwca 2010, a także jednoroczne wartości ryzyka w okresie między 2006 oraz 2009 roku oraz za pół roku 2010.

Rysunek 48 pokazuje, że inwestycje w najstarsze polskie fundusze hedgingowe cechowało dużo większe ryzyko aniżeli to, jakie można było spotkać na globalnym rynku *hedge*.

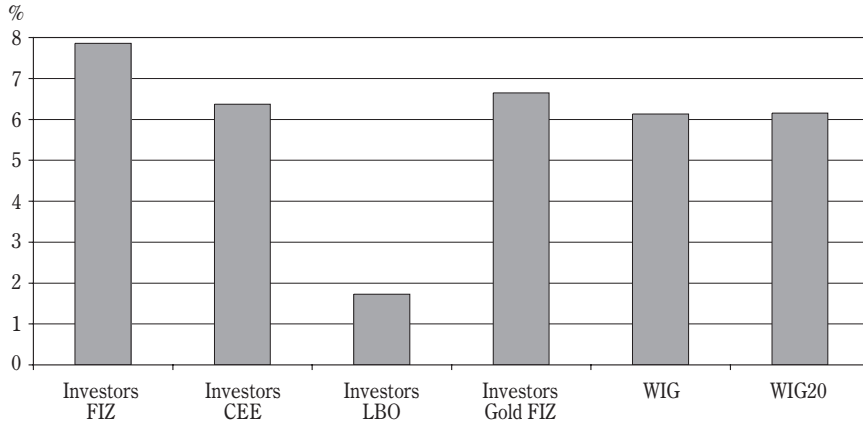
Rysunek 48. Odchylenie standardowe stóp zwrotu najdłużej działających polskich funduszy hedgingowych oraz głównych indeksów GPW w latach 2006–2010*



Źródło: opracowanie własne na podstawie Investors.pl, Opera.pl, Superfund.pl oraz stooq.com.

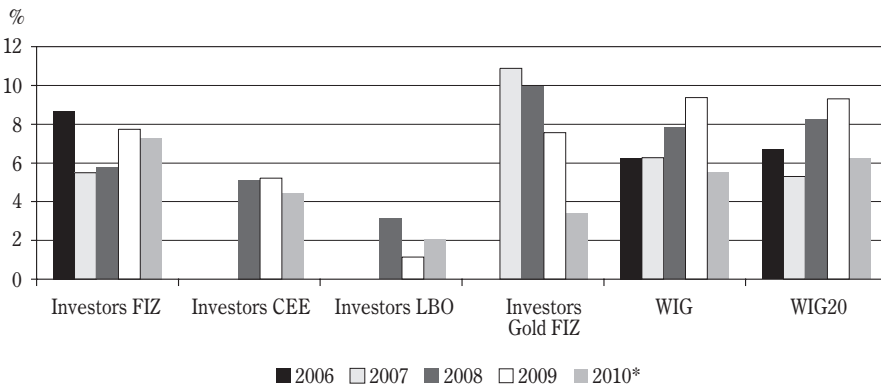
Porównywalna wartość odchylenia indeksów GPW oraz indeksu funduszy *hedge* regionu Europy Wschodniej i Rosji dowodzi natomiast, że polski rynek funduszy wpisuje się w specyfikę swojego regionu.

Analiza wartości odchylenia standardowego liczonego w okresie czerwiec–czerwiec 2009/2010 potwierdza wcześniejsze wnioski o ryzyku inwestycji w polskie fundusze hedgingowe. Pośród funduszy Investors TFI największe ryzyko towarzyszyło inwestycjom w najbardziej zyskowne fundusze Investors FIZ oraz Gold. Ryzyko inwestycji w te podmioty ponownie zbliżone było do poziomu indeksu *hedge* rynku Europy Wschodniej i Rosji z 2008 roku.

Rysunek 49. Odchylenie standardowe stóp zwrotu funduszy hedgingowych Investors TFI w okresie czerwiec 2009–czerwiec 2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych investors.pl oraz stooq.com.

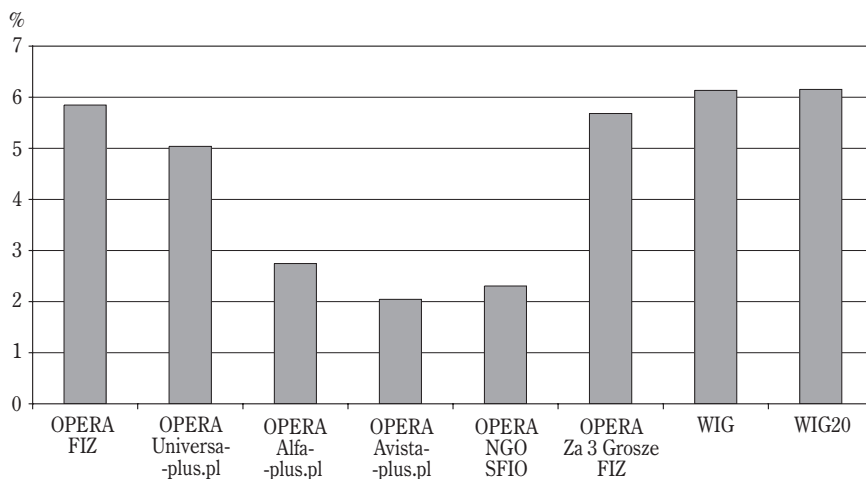
Również w jednorocznym okresie zmienność wyceny funduszy Investors TFI była zbliżona do zmienności polskiego rynku akcji. Niski, porównywalny z globalnymi *hedge funds*, poziom ryzyka cechował jedynie, skupiony na aktywach niepublicznych, fundusz Investors LBO. Wnioski z okresu 12-miesięcznego znajdują potwierdzenie również w rocznych miarach ryzyka z lat 2006–2010*.

Rysunek 50. Odchylenie standardowe stóp zwrotu funduszy hedgingowych Investors TFI w latach 2006–2010*

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych investors.pl.

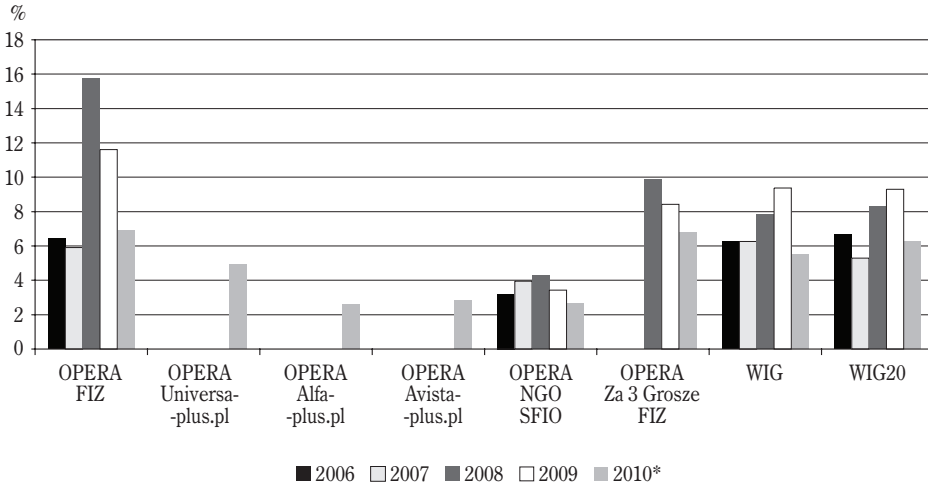
Zauważyć można, że wartości odchylenia wyników Investors FIZ były stabilne i oscylowały między 5% a 9%. Co ciekawe, w przeciwieństwie do globalnych funduszy hedgingowych, ryzyko nie wzrosło tak wyraźnie w 2008 roku. Z kolei ryzyko inwestycji w Investors Gold, choć początkowo osiągnęło najwyższe wartości pośród swego TFI, to w kolejnych latach systematycznie spadało. Niskie poziomy zmienności funduszu LBO osiągnane były natomiast rokrocznie. Nieco wyższe poziomy ryzyka niż w przypadku Investors TFI wykazały fundusze Opera TFI.

Rysunek 51. Odchylenie standardowe stóp zwrotu funduszy hedgingowych Opera TFI w okresie czerwiec 2009–czerwiec 2010



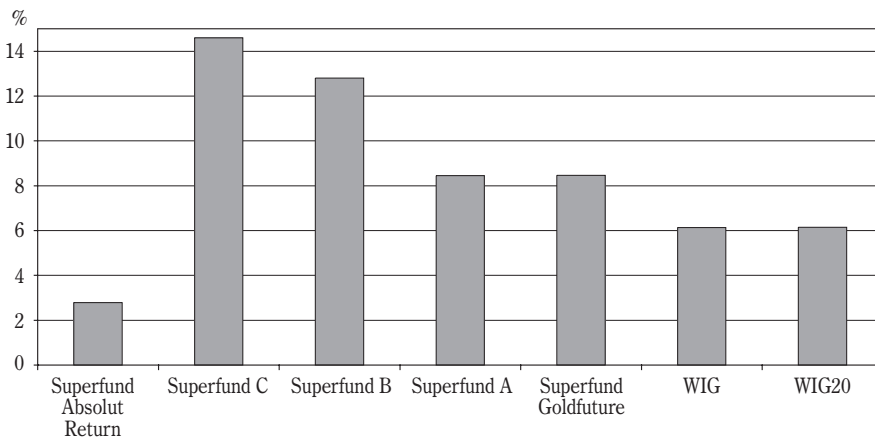
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych opera.pl oraz stooq.com.

Najwyższą zmienność w całym okresie osiągnął fundusz Opera FIZ. Nieco niższy, ale nadal porównywalny ze zmiennością głównych indeksów GPW, poziom odchylenia zanotowała Opera Za 3 Grosze. Fundusze SFIO cechowało względnie niskie, jak na to TFI (poniżej 5%), ryzyko inwestycyjne. Analiza rocznych odchylen stóp zwrotu poszczególnych funduszy wykazała, że w czasie kryzysu finansowego fundusze Opera TFI, podobnie jak globalne fundusze hedgingowe, zareagowały większą zmiennością wyceny aktywów.

Rysunek 52. Odchylenie standardowe stóp zwrotu funduszy hedgingowych Opera TFI w latach 2006–2010*

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych opera.pl.

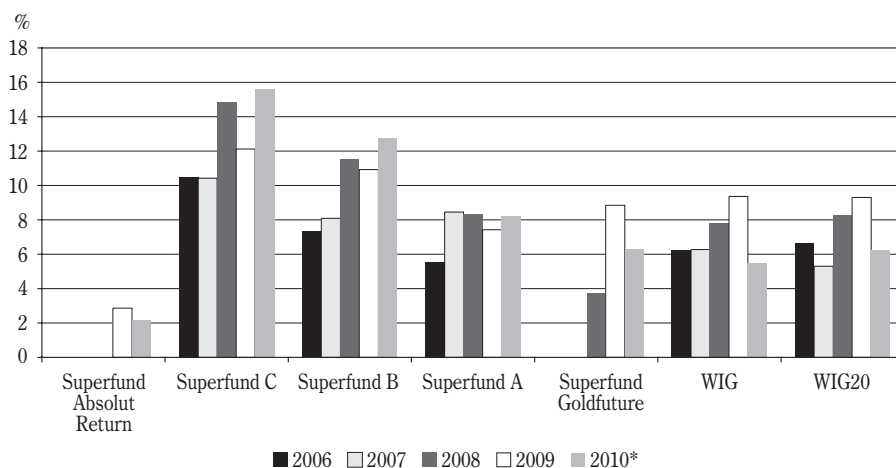
Poziom maksymalnego odchylenia negatywnie wyróżnił Operę FIZ. W 2008 roku zmienność stóp zwrotu tego funduszu osiągnęła rekordowe 15,7%, a rok później 12%. Bez względu na rok, duże ryzyko towarzyszyło również inwestycjom w Opery Za 3 Grosze (8%–10%). W tej kategorii Superfund TFI przewyższył jednak swoją konkurencję.

Rysunek 53. Odchylenie standardowe stóp zwrotu funduszy hedgingowych Superfund TFI w okresie czerwiec 2009–czerwiec 2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych superfund.pl i stooq.com.

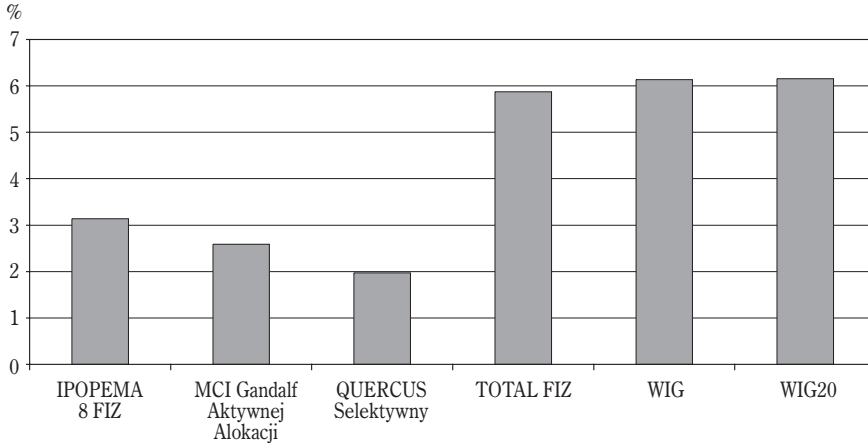
Główne fundusze stały się negatywnymi liderami rynku. Najbardziej bezpieczny Superfund A osiągnął wartość odchylenia na poziomie 7%. Bardziej ryzykowny fundusz B – równe „10%”, a najbardziej agresywny „C” aż 12,5%. Równie niecodzienne okazały się wartości dla okresów jednorocznych. Wysoka zmienność towarzyszyła „superfundom” w każdym z badanych lat. Podtrzymano gradację ryzyka w zależności od strategii przyjętej dla poszczególnych funduszy. Najniższe wartości notował fundusz Absolut Return (ok. 3%).

Rysunek 54. Odchylenie standardowe stóp zwrotu funduszy hedgingowych Superfund TFI w latach 2006–2010*



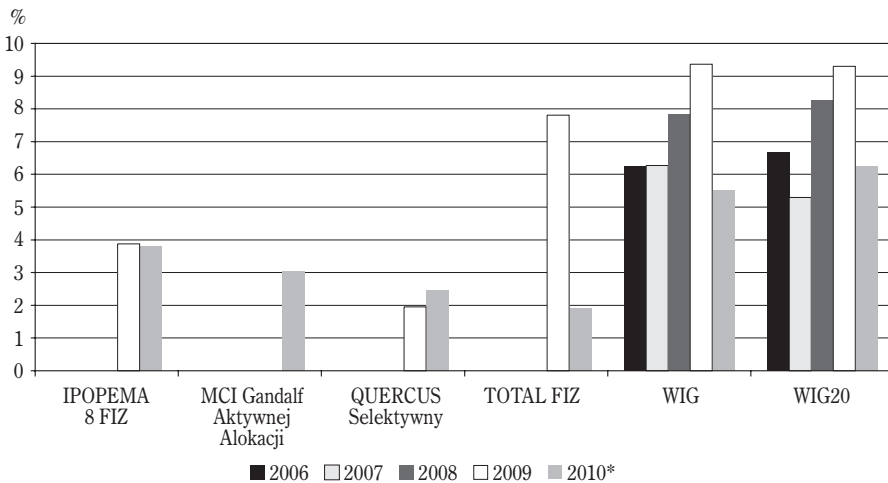
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych superfund.pl i stooq.com.

Ostatnia z badanych grup, rozproszona po różnych TFI, prezentuje dużo niższe, znane z globalnego rynku funduszy hedgingowych, poziomy ryzyka.

Rysunek 55. Odchylenie standardowe stóp zwrotu pozostałych badanych polskich funduszy hedgingowych w okresie czerwiec 2009–czerwiec 2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych analizy.pl i stooq.com.

Ipopema 8, MCI Gandalf jak i Querqus Selektywny mieściły się w 3% odchylenia standardowego. Zmienność Total FIZ miała natomiast wartości zbliżone do zmienności polskiego rynku akcji. Tożsame wnioski nasuwają się po analizie rocznych wartości ryzyka.

Rysunek 56. Odchylenie standardowe stóp zwrotu pozostałych badanych polskich funduszy hedgingowych w latach 2006–2010*

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych superfund.pl i stooq.com.

9. Podsumowanie

Z informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wynika, że fundusze hedgingowe są:

- coraz bardziej popularnym na globalnym rynku finansowym alternatywnym produktem inwestycyjnym,
- na świecie, a stopniowo w Polsce, coraz częściej wybieraną drogą alokacji wolnych środków przez zamożnych inwestorów indywidualnych oraz różnego rodzaju instytucje,
- coraz ważniejszym produktem dla inwestorów przy tworzeniu zdywersyfikowanego portfela.

Wzrost popularności funduszy *hedge* wynika z:

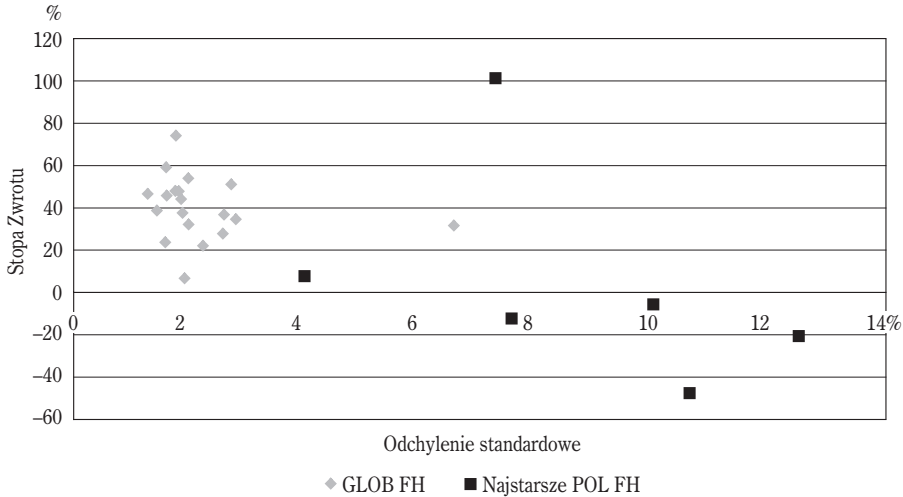
- ich jasnych celów inwestycyjnych oraz szerszych możliwości instrumentowo-transakcyjnych,
- coraz większego zainteresowania inwestorów osiągnięciem zysków w każdych warunkach rynkowych i odchodzeniem przez nich od strategii *benchmarkowych* w miarę rozwoju rynku *hedge*;

Analiza przeprowadzona w niniejszej pracy miała na celu przedstawienie:

- rynku *hedge* na świecie, liczącego ok. 10 000 podmiotów zarządzających ok. 1,7 bln USD, który został ukształtowany w okresie ponad 70 lat szybkiego rozwoju,
- polskiego rynku funduszy *hedge* – blisko 20 funduszy zarządzających ok. 500 mln USD, działających na świeżo ukształtowanym rynku finansowym.

Celem autora było wskazanie najistotniejszych różnic pomiędzy tymi rynkami oraz zbadanie i porównanie ich efektywności. Naturalne jest, że dane przedstawiające średnie rynkowe, opierające się na indeksach, w skład których wchodzi ok. 2000 funduszy będą bardziej jednorodne i zrównoważone. Stwarza to jednak okazję, by przekonać się, jak, przeciętnie, zachowuje się i czym charakteryzuje się globalny rynek funduszy hedgingowych, co tworzy naturalny punkt odniesienia dla polskich funduszy *hedge*.

Ostateczne porównanie efektywności globalnego rynku funduszy *hedge* przedstawia rysunek 57. Obrazuje on kształtowanie się relacji stopy zwrotu do ryzyka inwestycji w fundusze *hedge* w dłuższym okresie między rokiem 2006 a 2010*. Z uwagi na zakres czasowy bezpośrednie porównanie dotyczy wszystkich indeksów funduszy hedgingowych i jedynie najstarszych polskich funduszy tego typu.

Rysunek 57. Ryzyko-zysk globalnego rynku funduszy *hedge* oraz najstarszych polskich funduszy tego samego typu w latach 2006–2010*

Źródło: opracowanie własne na podstawie Eurekahedge oraz Investors.pl, superfund.pl oraz opera.pl.

Polskie fundusze wykazały duże rozproszenie wskaźnika zysk/ryzyko, co można tłumaczyć krótkim czasem funkcjonowania rodzimego rynku *hedge*, a przez to mniejszym doświadczeniem zarządzających krajowymi funduszami. Wyniki rynku globalnego były zdecydowanie bardziej skupione wokół określonych poziomów stóp zwrotu oraz odchylenia standardowego.

Analiza tabeli 19, przedstawiającej wartość korelacji polskich i globalnych funduszy hedgingowych, potwierdza, że polski rynek znajduje się w początkowej fazie rozwoju.

Tabela 19. Korelacja stóp zwrotu globalnego rynku funduszy *hedge* oraz najdłużej działających polskich funduszy hedgingowych w latach 2006–2010*

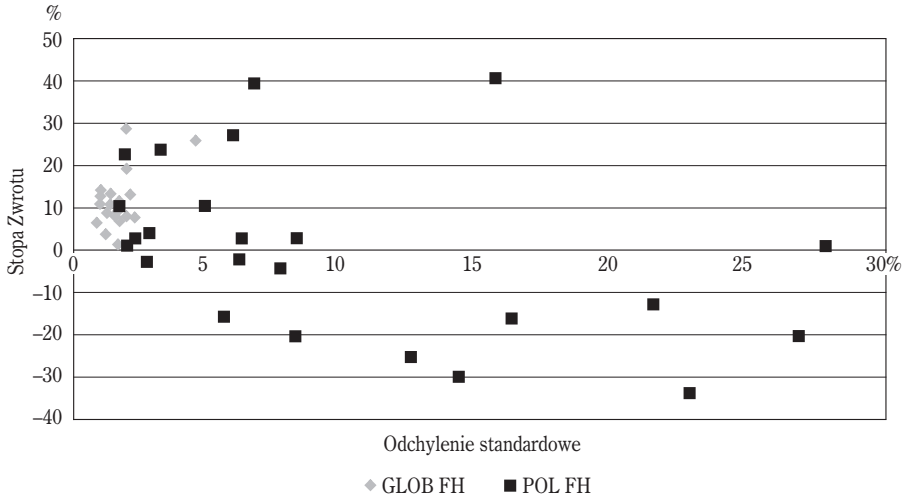
	Investors FIZ	OPERA FIZ	OPERA NGO SFIO	Superfund C	Superfund B	Superfund A
Globalne FH	0,43	0,27	0,36	0,10	0,09	0,07
Globalne FFH	0,46	0,35	0,37	0,08	0,07	0,06
Małe Glob. FH	0,42	0,27	0,35	0,11	0,10	0,07
Średnie Glob. FH	0,45	0,30	0,36	0,06	0,05	0,04
Duże Glob. FH	0,50	0,25	0,36	0,17	0,16	0,13
FH Arbitrage	0,21	0,21	0,25	-0,25	-0,25	-0,25
FH CTA/Managed Futures	0,42	0,09	0,09	0,67	0,65	0,54

	Investors FIZ	OPERA FIZ	OPERA NGO SFIO	Superfund C	Superfund B	Superfund A
FH Distressed Debt	0,27	0,45	0,23	-0,25	-0,26	-0,26
FH Event Driven	0,32	0,26	0,31	-0,10	-0,10	-0,09
FH Fixed Income	0,18	0,29	0,22	-0,31	-0,30	-0,30
FH Long/Short Equities	0,40	0,27	0,37	0,03	0,03	0,02
FH Macro	0,41	0,10	0,34	0,28	0,26	0,27
FH Multi-Strategy	0,40	0,27	0,39	0,01	0,01	0,00
FH Relative Value	0,29	0,20	0,32	-0,12	-0,11	-0,15

Źródło: opracowanie własne na podstawie Eurekahedge oraz Investors.pl, superfund.pl oraz opera.pl.

Polskie fundusze wykazały słabe lub średnie poziomy zależności z globalnymi indeksami funduszy *hedge*. Najsilniejsza korelacja, potwierdzająca zbieżność koncepcji inwestycyjnej, pojawiła się między strategią *CTA/Managed Futures* oraz funduszami Superfund. Na wyróżnienie zasługuje fundusz Investors FIZ, który wśród badanej grupy polskich podmiotów odnotował najsilniejsze powiązanie z większością globalnych indeksów *hedge*. Spośród polskich funduszy najlepiej wpisuje się on w charakterystykę funduszy *hedge*, m.in. ze względu na ponadprzeciętne stopy zwrotu oraz poziom ryzyka, mieszczący się poniżej polskich norm.

Rozwój polskiego rynku funduszy hedgingowych wydaje się nieunikniony. Sprzyjać mu będzie rosnąca konkurencja oraz dążenie inwestorów do osiągnięcia pozytywnych wyników inwestycyjnych. O postępach polskiego rynku najlepiej świadczy wykres relacji zysk/ryzyko przygotowany dla globalnych indeksów oraz wszystkich polskich funduszy *hedge* w krótszym, ostatnim okresie od czerwca 2009 do czerwca 2010.

Rysunek 58. Ryzyko-zysk globalnego oraz polskiego rynku funduszy hedgingowych w okresie od czerwca 2009 do czerwca 2010 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie Eurekahedge oraz Investors.pl, superfund.pl, analizy.pl oraz opera.pl

Cieszyć może rosnąca zbieżność wyników obu grup oraz malejące ryzyko i rosnący zysk polskich funduszy hedgingowych. Miejmy nadzieję, że stanie się to trendem obowiązującym również w dłuższych okresach inwestycyjnych.

Bibliografia

- Antkiewicz S. (2007) Fundusze hedgingowe jako innowacyjne fundusze inwestycyjne dla zamożnych osób fizycznych. *Studia Gdańskie. Wizje i rzeczywistość*, t. IV, s. 116–129.
- AIMA and ASSIRT Hedge Fund Booklet (2000) http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453_2006/Assirt_Hedge_Fund_Booklet.pdf.
- Fundusze hedgingowe: Rozwój i implikacje prawne (styczeń 2006) *Biuletyn Miesięczny EBC*.
- Implications of the Growth of Hedge Funds (2003) *United States Securities and Exchange Commission. Washington*.
- Jaeger R. (2002) *All about hedge funds: the easy way to get started*. London: McGraw-Hill.
- Garbaravicius T., Dierick F. (2005) Hedge Funds and Their Implications for Financial Stability. *EBC Occasional Paper*.
- Mikita M. (2008) *Fundusze hedgingowe i private equity – jako alternatywne inwestycje rynku kapitałowego*, oizet.p.lodz.pl/kncashflow/images/mat/Mikita_Malgorzata.pdf.
- Miziołek T. (2009) *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce pięć lat po wejściu w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych*. IZFiA, 30 lipca 2009.
- Niedziółka P. (2009) *Fundusze hedgingowe a stabilność finansowa*. Warszawa: Difin.

- Owen P. (2000) *The prudent investor's guide to hedge funds: profiting from uncertainty and volatility*. John Wiley & Sons.
- Implications of the Growth of Hedge Funds (2003) Amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf.
- The retailisation of non-harmonised investment funds in the European Union (2008) PriceWaterhouseCoopers.
- Zalewski G. (2006) Inwestycyjny Olimp. *Forbes*, nr 7.