

Financijski klub

Investicijski fondovi
HEDGE FONDOVI

Istraživački rad

Banožić Tin

banozic@gmail.com

ključne riječi: pojam „hedge“, povijest, regulacija, značaj hedge fondova

Zagreb, svibanj 2009.

SADRŽAJ

1. UVOD	3
1.1. POJAM „HEDGE“	3
1.2. DEFINICIJA HEDGE FONDA	3
1.3. KRATKA POVIJEST HEDGE FONDOVA	3
2. ZNAČAJKE HEDGE FONDOVA	4
2.1. REGULACIJA	4
2.2. KARAKTERISTIKE	5
2.3. VELIČINA I ZNAČAJ HEDGE FONDOVA	6
2.4. USPOREDBA OSOBINA HEDGE I INVESTICIJSKOG FONDA	7
4. HEDGE FONDOVI U AKTUALNOJ FINACIJSKOJ KRIZI	8
5. ZAKLJUČAK	8
LITERATURA	10

1. UVOD

1.1. Pojam „hedge“

Engleska riječ „hedge“ znači zaštita tj. zaštititi se od nečega. Npr. zaštititi se od gubitka vrijednosti novca (npr. kupujemo zlato da bi se zaštitili od inflacije). U početku je upravo to, osiguranje povrata na ulaganje, bila osnovna ideja i glavna zadaća hedge fondova. Kao takvi, hedge fondovi su smanjivali rizik investicija, dok su danas hedge fondovi u principu usredotočeni na rizik kako bi ostvarili što veći prinos, što je u suprotnosti sa značenjem riječi „hedge“.

1.2. Definicija hedge fonda

Hedge fondovi pripadaju skupini netradicionalnih, odnosno, alternativnim oblicima investiranja, podskupina moderne alternativne investicije. Hedge fondovi su aktivno upravljani fondovi koji žele ostvariti atraktivan apsolutan prinos. Cilj hedge fonda je apsolutna maksimizacija povrata, za razliku od relativne maksimizacije povrata kod običnih investicijskih fondova. S ciljem da ostvare atraktivan apsolutan prinos hedge fondovi koriste razne vrste investicijskih strategija pokušavajući zaraditi na tržišnoj neefikasnosti. Zbog tih raznih vrsta investicijskih strategija, koje nisu dopuštene običnim investicijskim fondovima, hedge fondovi nisu registrirani kao fondovi tj. nisu pod nadzorom državnih institucija. Većinom se registriraju kao privatna partnerstva. Kao takvi ne moraju objavljivati svoje investicijske strategije i rezultate poslovanja što ih čini veoma rizičnima. Hedge fondovi se razlikuju u pogledu investicijskih povrata, profila rizika, investicijskih strategija i dr. Iako se ponekad označuju kao fondovi za 'sva vremena', oni zaista mogu poslovati u svim tržišnim uvjetima („bikovo“ i „medvjede“ tržište), ali nisu proizvodi za sigurnu pobjedu. Ima okolnosti kad neka strategija radi dobro, kao i kad radi loše. Neki fondovi donose više od prosjeka tržišta, drugi gube novac. Neki donose stalne povrate, drugi promjenjive. Hedge fondovi namijenjeni su malom broju velikih, imućnih investitora te menadžer fonda prima naknadu i u obliku postotka od zarađenog profita. Pripada im atribut visokorizična, ali i visokoprofitna vrsta ulaganja.

1.3. Kratka povijest hedge fondova¹

Hedge fondovi pojavili su se 1949. godine, kada je Alfred W. Jones prvi pokrenuo fond koji je pomoću zauzimanje dugih i kratkih pozicija omogućavao postizanje ciljane izloženosti tržišnom riziku. Prednost takvog ulaganja su postale zanimljive bogatim individualnim investitorima, koji su tražili alternativni način tradicionalnim oblicima ulaganja. Zbog specifičnih uvjeta koje je potrebno ispuniti da bi se moglo ulagati u hedge fondove industrija je teže dostupna manjim individualnim investitorima, zato glavnina investitora u hedge fondove predstavljaju institucionalni investitori i bogati pojedinci.

¹ Prga, I., Šverko, I., Živković Matijević, Z., Krišto, J.: **Upravljanje institucionalnim investitorima**, pomoćni materijali za izučavanje, Zagreb, 2009.

2. ZNAČAJKE HEDGE FONDOVA

2.1. Regulacija

Regulaciju ćemo razmotriti na primjeru SAD-a, zbog najrazvijenijeg financijskog tržišta.

Hedge fondovi se većinom osnivaju kao društva s ograničenom odgovornošću (eng. Limited Liability Company), gdje upravitelj fonda nema neograničenu odgovornost za poslovanje fonda.² Poslovanje hedge fondova je moguće samo u slučaju da izbjegavaju zakone koji ograničavaju politike investiranja investicijskim fondovima. Hedge fondovi su organizirani tako da im nije potrebno obazirati se na restriktivne zahtjeve Security and Exchange Commission (SEC) koja nadzire tržište kapitala u SAD-u. Točnije četiri zakona koja reguliraju poslovanje investicijskih fondova.

Securities Act iz 1933 godine regulira tržište kapitala u SAD-u. Zakon dozvoljava prodaju vrijednosnih papira fondova koji nisu registrirani pri SEC-u, ali im je zabranjeno oglašavanje. Hedge fondovima je zabranjeno javno predstavljanje fondova, objavljivanje reklama im je zabranjeno također i davanje intervjua, na njihovima Internet stranicama se u pravilu nalaze samo kontakt podaci upravitelja fonda.

Zapravo postoji **samo jedno zakonsko pravilo** za poslovanje hedge fondova, a to je sljedeće. Svoje proizvode fondovi mogu nuditi samo ovlaštenim investitorima (eng. Accredited Investors). Ovlašteni investitori smatraju se fizičke osobe koje raspolažu s imovinom od najmanje 1 milijun USD ili su prošle godine zaradili minimalno 200.000 USD, a takvu zaradu očekuju i sljedeće godine. Kod institucionalnih investitora imovina namijenjena investiranju mora iznositi najmanje 5 milijuna USD. Stručnjaci opravdavaju izuzetost hedge fondova od nadzora SEC-a činjenicom da su investitori u hedge fondove bogati individualni i institucionalni investitori koji mogu ocijeniti rizike takvog načina ulaganja.

Nedavno se otvorila rasprava o potrebi uvođenja regulacije hedge fondova. Neki stručnjaci smatraju da hedge fondovima nisu potrebna zakonska i regulatorna ograničenja, već samo pojačani nadzor iznutra. Neki analitičari upozoravaju da je nezdravo osloniti se samo na zdrav razum i osjećaj upravitelja fondova, koji su isto tako samo ljudi podložni greškama, i što je još gore, njihovom upornom skrivanju.

SEC predlaže podizanje limita na imovinu koju netko mora posjedovati da bi mogao ulagati u hedge fondove. Predlaže se da se minimalna imovina koju investitor mora imati da bi ulagao u hedge fondove poveća sa sadašnjih 1 milijun dolara na 2,5 milijuna dolara.

U Europi također, ne postoji jedinstvena politika prema hedge fondovima. Iako, su neke zemlje poput Francuske, Islanda, Luksemburga, Švedske i Irske prepoznale da im takva djelatnost može biti korisna tako da su im omogućili još veću fleksibilnost. Island je posebno daleko otišao nudeći tim fondovima listanje na burzu.

² Jaeger, R.A.: **All About Hedge Funds**, McGraw-Hill, USA, 2003

2.2. Karakteristike

Upravitelji hedge fondova stvaraju dodatnu vrijednost iskorištavanjem tržišnih neučinkovitosti. Konkurentsku prednost grade na temelju brzog pristupa informacija, jeftinijem pristupu do tržišta te točnih financijskih analiza o investicijskim mogućnostima. Značajna karakteristika industrije je ta što je za 80% uspjeha fonda ovisno od sposobnosti fond menadžera, a 20% prinosa ovisi od kretanja na tržištu kapitala. Dok kod otvorenih investicijskih fondova najveći dio prinosa ovisi o tržišnim kretanjima.

Otvoreni investicijski fondovi svoju uspješnosti uspoređuju s prosječnim prinosom na tržištu i usredotočeni su na postizanje što višeg prinosa na izabrani stil investiranja i s tim povezanog burzovnog indeksa – u slučaju pozitivnih tržišnih kretanja, njihov cilj je postići iznad prosječno visoke prinose, a u obratnom slučaju, kada cijene padaju – pokušavaju ostvariti što manji gubitak. Hedge fondovi, na drugoj strani, imaju potpuno drugačiju politiku investiranja. Cilj im je postići apsolutni prinos, ostvarivanju uvijek konstantnih prinosa, bez obzira na stanje na tržištu kapitala. Za cilj si postavljaju određenu stopu prinosa i zatim pokušavaju, uz što manje rizika, ostvariti zacrtani prinos.

U interesu investitora je što uspješnije poslovanje fonda, visok stupanj likvidnost i transparentnosti to bi ograničavalo. U slučaju, da bi investitori kao i kod otvorenih investicijskih fondova dnevno ulagali i povlačili sredstva iz hedge fondova, dio sredstava ostao bi stalno neinvestiran, što bi značilo oportunitetni trošak. Kako bi to spriječili hedge fondovi imaju definirano minimalno vrijeme investiranja i točno definirane termine uplata i isplata u fondove. Ulazak i izlazak iz fondova moguć je u pravilu svaki kvartal te minimalno trajanje investiranja je jedna godina, a kod uglednijih fondova iznosi i nekoliko godina. Na taj se način fond menadžeri mogu usredotočiti samo na investiranje, a ne toliko na priljeve i odljeve sredstava.

Također za industriju je značajna i niska transparentnost koja je rezultat želje za ostvarivanje učinkovitog poslovanja. Kada bi ostali investitori na tržištu znali investicije i strategije fondova, menadžeri ne bi mogli iskorištavati tržišnih neučinkovitosti.

Neke od ostalih karakteristika hedge fondova (svaki hedge fond određuje drugačije):³

a) velik osobni ulog – vlasnik hedge fonda prvo investira svojih npr. 4 milijuna USD pa zatim kreće u pridobivanje novih investitora, zato jer vlasnik misli ako je investirao velik ulog da će više ljudi pridobiti da investiraju u njegov hedge fond.

b) visoka minimalna investicija – npr. može biti 1 milijun USD. Razlog za tako visoke minimalne iznose ulaganju u fond leži u činjenici da zbog ograničenog broja investitora koji mogu uložiti u hedge fond upravitelji su primorani zahtijevati visoku minimalnu investiciju kako bi postigli željenu veličinu fonda.

³ Jaeger, R.A.: **All About Hedge Funds**, McGraw-Hill, USA, 2003

c) *prvu godinu ne mogu se povući sredstva (eng. lock-in period)* – varira od fonda do fonda, ali najčešće imaju „lock-in“ period od godinu dana gdje se investitori „zaključaju“ u fond te u tom razdoblju ne mogu dobiti svoj ulog natrag.

d) *uloži investitora uglavnom nelikvidni* – kod običnih investicijskih fondova može se izaći gotovo svakodnevno tj. ulog je likvidan, možete ga pretvoriti u novac. Dok se kod hedge fondova najčešće kvartalno može izaći tj. uložiti u hedge fondove su uglavnom nelikvidni, novac se može dobiti uglavnom kvartalno tj. samo četiri puta godišnje.

e) *korištenje tehnika hedžiranja* – hedge fond može koristiti sve tehnike hedžiranja u svrhu zaštite portfolija od rizika ili pak u cilju špekulacije. Npr. ako hedge fond menadžer investira u dug (npr. obveznice) onda će kupiti CDS (credit default swap) da se zaštiti od gubitka ako obveznica propadne. Također može ulagati u opcije ili ulaziti u poslove kratke prodaje itd.

f) *raznolikost ulaganja* – Zbog specifičnog pravnog položaja hedge fondovi nisu ograničeni pri izboru tržišta, financijskih instrumenata i tehnika investiranja. Pri trgovanju uz tradicionalne oblike koriste i izvedene financijske instrumente. Mogu investirati u manje likvidne vrijednosnice i u vrijednosne papire koji ne kotiraju na burzi. Ukratko, hedge fond može ulagati u sve raspoložive financijske instrumente. Ali uglavnom se specijaliziraju.

g) *provizija 2/20* – menadžeri fondova primaju proviziju u dva oblika: naknada za upravljanje (eng. Management Fee) i naknada za uspješnost (eng. Incentive Fee). Naknada za upravljanje je uobičajena i kod otvorenih investicijskih fondova, a predstavlja fiksni dio od volumena fonda. U pravilu se obračunava jednom godišnje, naknada za upravljanje se kreće između 1 i 3% imovine fonda. Najčešće iznosi 2%. Namjena joj je pokriti fiksne troškove poslovanja fonda. Za motivaciju upravitelja služi relativno visoka naknada za uspješnost, koja je vezana na uspješnost fonda. Najčešće iznosi 20%, a svi fondovi u pravilu imaju naknadu za uspješnosti u rasponu između 15 i 25%. Obračunava se godišnje kao postotak novostvorene imovine.

i) *korištenje poluge* – upotrebom poluge hedge fond menadžeri iskorištavaju dug da ostvare veće prinose.

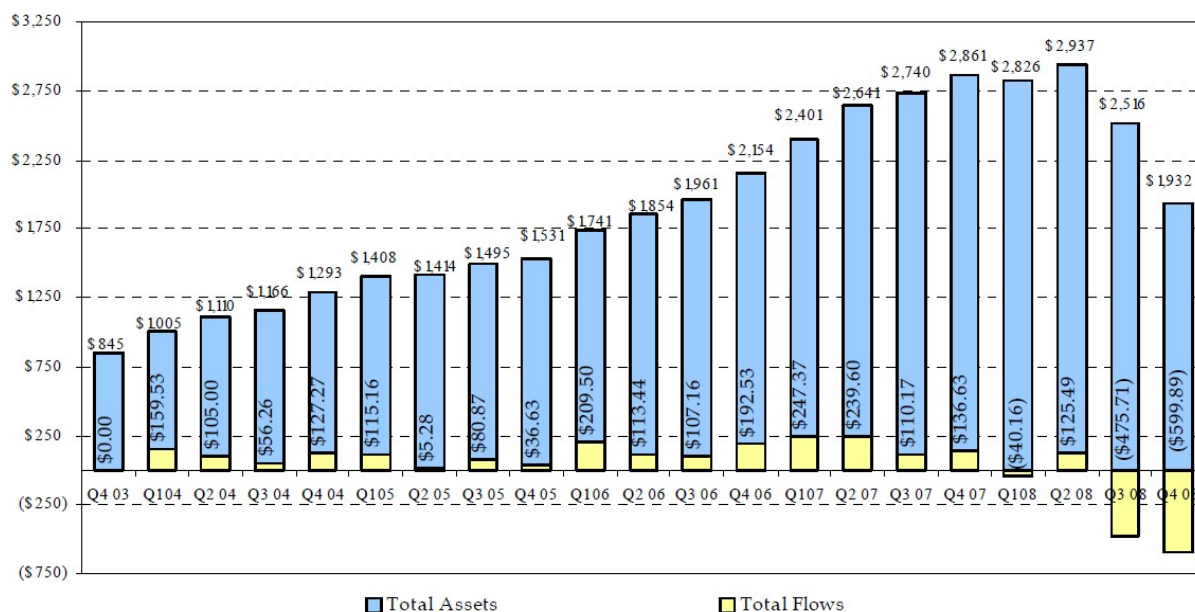
2.3. Veličina i značaj hedge fondova

Kao što je već navedeno, hedge fondovi pripadaju skupini netradicionalnih, odnosno, alternativnim oblicima investiranja te su po veličini najznačajniji predstavnik unutar skupine alternativnih investicija.

Ne postoje precizni podaci o broju hedge fondova te o imovini koju imaju pod upravljanjem zato što hedge fondovi u svom poslovanju izbjegavaju većinu zahtjeva za registraciju kojima podliježu tradicionalni upravitelji fondova. Na tržištu posluje nekoliko agencija koje prikupljaju podatke o poslovanju hedge fondova. Njihova predviđanja približno daju podatke o industriji, ali se razlikuju od agencije do agencije.

Prema podacima HFN-a (<http://www.hedgefund.net>) krajem 2008. godine poslovalo je oko osam tisuća hedge fondova i smanjuje im se broj u aktualnoj financijskoj krizi. Imovina je na kraju 2008. godine iznosila oko 1932 milijardi američkih dolara, dok je vrhunac bio u drugom kvartalu 2008. s 2937 milijardi američkih dolara. Prosječan gubitak hedge fondova u 2008. Iznosi oko 32%.

Tablica 1. Globalna imovina hedge fondova u razdoblju 2004. – 2008. (po kvartalima)



Izvor: http://www.hedgefund.net/hfn_public/marketing_index.aspx?template=research/researchfront.cfm

2.4. Usporedba osobina hedge i investicijskog fonda

Tablica 2. Karakteristike hedge i običnih investicijskih fondova

Osobina	Investicijski fond	Hedge fond
Da li upotrebljavaju rizične tehnike trgovanja?	Uglavnom ne	Da
Da li ulažu u sve raspoložive financijske instrumente?	Ne	Da
Da li je njihovo poslovanje pregledno za ulagatelje?	Da	Ne
Da li su pod nadzorom državnih institucija?	Da	Uglavnom ne
Da li dostižu dobit i u vrijeme padajućih trendova na tržištu dionica ili obveznica?	Uglavnom ne	Da
Da li su ulogi ulagatelja likvidni?	Da	Uglavnom ne
Kakvi su troškovi, koje upravitelji obračunavaju ulagateljima?	Niži	Viši
Kakav je minimalni početni ulog?	Nizak	Visok
Da li su namijenjeni široj javnosti?	Da	Ne

4. HEDGE FONDOVI U AKTUALNOJ FINANCIJSKOJ KRIZI

Kao što je navedeno prosječan gubitak hedge fondova u 2008. iznosi 21.7%, prema Morningstar 1000 indeksu. Taj indeks je baziran na 1000 najvećih hedge fondova koji upravljaju s 90% imovine cijele industrije hedge fondova. Dok je S&P 500 pao za 37.8% u 2008. godini. Neki hedge fondovi su zaradili i preko 100% u 2008. godini, većinom oni koji su se „kladili“ na pad cijena hipotekarnih obveznica i ostalo.

Međutim, zašto se hedge fondovi u zadnje vrijeme puno pojavljuju u medijima? Upravo zbog nekih njihovih karakteristika. A to su velika upotreba poluge tj. duga i nemogućnosti da investitori redovito povlače svoje investicije iz hedge fondova tj. nelikvidnosti tih investicija. Recimo da imamo hedge fond iz kojeg se može izaći četiri puta godišnje. Ako netko od ulagatelja želi svoj novac natrag, mora se najaviti vlasniku hedge fonda. A danas je tržište veoma potonulo i mnogo investitora želi izaći iz hedge fondova tj. žele biti u „cash“ poziciji. I mnogo takvih ulagatelja, na stotine tisuća, žele svoj novac natrag. A rezultat je ovaj – juriš na hedge fondove! Hedge fondovi, kako bi vratili novac svojim investitorima, prodaju gotovo svu svoju imovinu. A znamo da hedge fondovi imaju veliku polugu, pa čim počnu puno prodavat, naći će se u opasnosti da ugroze glavnici tj. svoje pokriće za dug. Ali nemaju izbora, jer su se obvezali da će vraćati novac četiri puta godišnje. Međutim, kao što smo spomenuli, zapravo je samo jedan zakon za hedge fondove, a to je onaj o ovlaštenim investitorima. Tako da zapravo pravila nema te se u ovakvoj krizi uprava nekog hedge fonda može odlučiti za radikalan potez tj. može se obratiti svojim investitorima i priopćiti im da neće biti u mogućnosti izaći van iz fonda. Tako se investitori „zaključavaju“ (eng. lock-in) u fond te ne mogu dobiti natrag svoj novac, što se danas i događa. Uprava fonda neće dozvoliti da novac izlazi iz fonda dok se tržište ne oporavi tj. do onog trenutka kada će moći prodat svoju imovinu po razumnoj cijeni. Ovo je potrebno jer ako ne „zaključuju“ svoje ulagače onda će morati prodavati imovinu fonda po veoma niskoj cijeni i dalje rušiti tu cijenu. To je jedan od razloga volatilnosti današnjeg tržišta. Znači, hedge fond, ako želi vratiti novac svojim ulagačima, mora prodati sve što ima u svom portfoliju, a cijena na tržištu koja je već otišla jako dolje, ići će još niže i niže kako će hedge fondovi prodavati svoju imovinu.

5. ZAKLJUČAK

Današnja volatilna tržišta kapitala navode institucionalne i individualne investitore da se više okrenu prema alternativnim oblicima ulaganja, ponajprije prema – hedge fondovima. Hedge fondovi nude puno različitih investicijskih strategija te postaju široko prihvaćeni oblik investiranja.

Prinosi koje ostvaruju hedge fondovi su usprkos visokim troškovima upravljanja u prosjeku viši od tradicionalnih oblika ulaganja. Upravitelji fondova nisu ograničeni pri upotrebi različitih investicijskih tehnika i strategija. Zato mogu lako iskorištavati neučinkovitosti na tržištu kapitala. Pojedini fondovi u cijelosti štite portfelj od tržišnog rizika, a neki fondovi

samo jednim dijelom štite portfelj od tržišne izloženosti tako da mogu iskorištavati dinamiku tržišnih kretanja. Heterogenost fondova omogućuje investitorima izbor fonda s obzirom na razinu rizika koju je spreman prihvatiti.

Prednosti investiranja u hedge fondove su:⁴

- Diversifikacija portfelja kroz pristup raznim strategijama investiranja
- Cilj hedge fondova je ostvarivanje apsolutnog prinosa i postizanje boljih rezultata od tržišnog prosjeka te ostvarivanje konstantnih prinosa bez obzira dali je «bull» ili «bear» tržište
- Visoko kvalificirani upravitelji koji su za ostvarivanje visokih prinosa financijski nagrađeni što omogućuje angažiranje najboljih fond menadžera
- Fond menadžeri nisu ograničeni pri izboru strategija i tehnika investiranja
- Niska izloženost kretanjima na tržištu kapitala

Nedostaci investiranja u hedge fondove su:⁵

- Niska likvidnost investicije
- Struktura troškova
- Nepotpuni podaci o industriji
- Niska transparentnost poslovanja

Hedge fondovi postaju sve važnija alternativa tradicionalnim investicijskim fondovima, no njihova budućnost teška je za predvidjeti. Takav tip investiranja, kada bogatiji pojedinci udruže svoj kapital te ga daju profesionalcu koji iskorištava nesavršenosti tržišta, logično je da neće nestati, no opet radi svjetske krize i utjecaja javnosti ne možemo predvidjeti točno kako će izgledati. Zsigurno je da će nakon ovakvih teških financijskih udara, javnost dati više pažnje tim investitorima koji „idu ispod radara“ nadležnih institucija, no ne možemo znati kako će to utjecati na hedge fondove. Trenutačne rasprave svjetskih velesila ukazuju da će doći do većih regulacija i nadzora hedge fondova, i da neće biti više toliko neregulirani, no do kolikih promjena u poslovanju hedge fondova će doći trenutačno bi bilo nezahvalno za predviđati. Sve što možemo predvidjeti iz povijesti razvoja financijskog sustava je da takav način investiranja će opstati i s vremenom povećavati se, a do koje granice će mjerodavne sile takav tip investicija regulirati ili po potrebi „prigušiti“ teško je za reći.

⁴ Prga, I., Šverko, I., Živković Matijević, Z., Krišto, J.: **Upravljanje institucionalnim investitorima**, pomoćni materijali za izučavanje, Zagreb, 2009.

⁵ Prga, I., Šverko, I., Živković Matijević, Z., Krišto, J.: **Upravljanje institucionalnim investitorima**, pomoćni materijali za izučavanje, Zagreb, 2009.

LITERATURA

Stručne knjige:

1. Jaeger, R.A.: **All About Hedge Funds**, McGraw-Hill, USA, 2003.
2. McCrary S.A.: **Hedge Fund Course**, Wiley Finance, USA, 2004.
3. Prga, I., Šverko, I., Živković Matijević, Z., Krišto, J.: **Upravljanje institucionalnim investitorima**, pomoćni materijali za izučavanje, Zagreb, 2009.

Publikacije i materijali stručnih organizacija:

1. Amenc, N., Martellini, L., Goltz, F.: **Hedge Funds from the Institutional Investor's Perspective**, EDHEC Risk and asset management research centre, Nice, 2005.
2. Banque de France: **Financial Stability Review - Special issue: Hedge Funds**, 10th edition, 2007.
3. Ineichen, A., Silberstein, K.: **AIMA's Roadmap to Hedge Funds**, London, 2008.

Internet stranice:

1. <http://www.eurekahedge.com/>
2. <http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/en/default.aspx?cy=USD>
3. <http://www.thehfa.com/>
4. <http://www.hedgefonds24.de/>
5. http://www.hedgefund.net/hfn_public/default.aspx
6. <http://www.morningstar.com/#CloseVhpOL>