



ВИСОКА ПОСЛОВНА ШКОЛА
СТРУКОВНИХ СТУДИЈА – БЛАЦЕ
Часопис из области економије, менаџмента и
информатике „БизИнфо“
Број 3/2011, стр. 1-14
Адреса: Краља Петра I, бр.70, 18420 Блаце

ХЕџ ФОНДОВИ

HEDGE FUNDS

Марина Јововић
Јелена Величковић

Висока пословна школа струковних студија Блаце

Резиме: *Хеџ фондови су посебна врста инвестиционих фондова који својим пословањем остварују врло високе приносе. Окупљају веома богате инвеститоре спремне на ризик. Користе технику хеџинга и имју висок степен задужености у односу на сопствена средства. Својим улагачима нуде високе приносе уз висок ризик. Шпекулативне активности хеџ фондова негативно се одражавају на ликвидност тржишта. У развијеним тржишним економијама дошло је до велике експанзије хеџ фондова. Неадекватно регулисање хеџ фондова уз изузетно агресивне стратегије представљаће и у будућности ризик за окружење.*

Кључне речи: *Хеџ фондови, принос, ризик, тржишта*

Abstract: *Hedge funds are a special type of investment funds its operations with very high yields. Gather very rich investors willing to take risks. Use the technique of hedging and imju high level of indebtedness relative to their own resources. Offer their investors high yields and high risk. Speculative activities of hedge funds have a negative impact on market liquidity. In developed market economies there has been a great expansion of hedge funds. Inadequate regulation of hedge funds with a very aggressive strategy in the future will also be a risk to the environment.*

Key words: *Hedge funds, yield, risk, market*

1. УВОД

Хец фондови се могу дефинисати као агресивно управљање портфолиом инвестиција коришћењем екстремних инвестиционих стратегија попут леверица, дугих, кратких и дериватних позиција на домаћем и међународним тржиштима, са циљем генерисања високих приноса. Основна предност хец фондова у односу на класичне инвестиционе фондове јесте та што ти фондови могу инвестирати на начин који није дозвољен класичним инвестиционим фондовима и имају могућност улагања у све врсте финансијских инструмената. Они немају било каква ограничења на тип инструмената или стратегија које могу да користе.

Хец фондови у многим земљама не морају уопште бити регистровани. То се објашњава чињеницом да не постоји механизам који би могао забранити одређеној групи индивидуалних инвеститора да удруже новац и заједно га инвестирају. Хец фондови су у ствари приватна партнерства у коме инвеститори поверавају капитал менаџеру. Менаџер новац улаже у све што процени да ће донети профит. Хец фондови се сасвим јасно разликују од других учесника на финансијском тржишту. Не подлежу регулативи којом иначе подлежу инвестициони фондови и оптерећени су са много мање законских обавеза. Хец фондови су стога много агресивнији и много више ризикују. Хец фондови су врло рестриктивни и захтевају од својих инвеститора велике износе за улагање или ограничавају број инвеститора. Њихов рад је нетранспарентан и тајанствен и не постоје јавни финансијски извештаји о њиховом раду.

Иако су нерегулисани хец фондови делују интерактивно са регулисаним финансијским институцијама и посредницима. Финансијске институције на тај начин бивају изложене ризику одобравањем кредита хец фондовима. У том случају хец фондови креирају систематски ризик до степена на којем могу прекинути способност финансијских посредника да обезбеде кредит. Новонастала ситуација је указивала на потребу адекватног регулисања ове индустрије.

2. ФУНКЦИОНИСАЊЕ ХЕЦ ФОНДОВА

Хец фондови су се појавили 1949. године када је Алфред Џонс први покренуо фонд који помоћу заузимања тзв. дугих и кратких позиција на тржишту омогућава постизање циљне изложености ризику тржишта. Они су агресивни и ризикују више од традиционалних фондова. Могу да улажу у све врсте финансијских инструмената, било да је реч о берзанском или ванберзанском, такозваном ОТЦ тржишту. Сама реч хец означава стратегију за избегавање ризика, што у пракси није увек случај.

То су деоничарски фондови који воде врло ризичне инвестиционе стратегије а намењени су врло богатим инвеститорима. „Смисао хец фондова је да су то удружена средства мањих група инвеститора који, преко веома способних ХФ менаџера, теже да остваре надпросечне стопе приноса. Да би остварили врло високе стопе приноса, менаџери ХФ улазе у ризична улагања. Стога ХФ спроводе агресивније инвестиционе стратегије него стандардни инвестициони фондови. То је основа и за потенцијално стварање надпросечних профита под условом да портфолио менаџери добро процене будућа кретања на финансијским тржиштима.“¹

Инвестирање хец фондова се заснива на коришћењу свих прилика у којима постоје шансе за остварење великог добитка уз смањени ризик улагања. Они при инвестирњу користе различите стратегије: продаја на кратко (*short selling*), односно продаја акција без њиховог стварног поседовања са намером да се откупе у будућности, при нижој цени у очекивању да ће цена да им падне, затим коришћењем предности арбитраже, трговање дериватима, коришћење леверица, инвестирање у тренутно потцењене хартије од вредности, у компаније пред банкротом. Користе најсавременију технику инвестирања, често се служећи

¹ Милутин Ђировић, *Финансијска тржишта*, Научно друштво Србије, 2007, Београд, стр.273

моћним компјутерима који су у стању да реализују инвестиције у делићима секунде.

Од инвеститора се захтева да улажу новац на дужи период, често на неколико година. Минимални улог од стране појединачних инвеститора је врло висок – од 250 хиљада до чак 25 милиона долара, што значи да су намењени великим корпорацијама и богатим појединцима. Њихов профит се мери у милијардама долара. Нема прецизних података о њима али се претпоставља да их је 2002. године било око 4200 са око 550 милијарди \$ укупне имовине. Број хец фондова је у 2006. години достигао цифру од 9000 са вредношћу имовине од преко 1600 милијарди \$.² Почетком 2008. године пословало је око 10 000 хец фондова са нето имовином од готово 2 трилиона долара.

Највећи светски хец фонд *Man Group* има имовину од 35,5 милијарди долара. Водећих 100 хец фондова држи приближно две трећине имовине у индустрији.

Хец фондови имају третман *дивљих* фондова јер не морају бити регистровани и не подлежу законским прописима који регулишу рад инвестиционих фондова. Њихов рад је нетранспарентан јер не морају да објављују информације о томе где и на који начин пласирају новац. Немају забране на избор својих портфолиа. Они су углавном регистровани у *offshore* финансијским центрима како би имали погодности у погледу плаћања пореза. У већини земаља они нису обавезни да постављају документа о пословању на увид надлежним органима и инвеститорима. Они у САД нису обавезни да се региструју код СЕЦ – а и изузети су од свих прописа СЕЦ – а.

Протеклих година хец фондови интензивно су пословали преко берзи. „Неколико проминентних америчких и европских хец фондова су били агресивни купци акција којима се тргује јавно на светским берзама. Многи фондови су остварили користи, као релативно млада категорија и сектор

² Јасмина Живковић, *Тенденције на светском тржишту капитала 2006. године*, Београдска берза, Београд, 2007, стр. 74

с најбољом перформансом у другој половини последње деценије. *Archipelago Holdings* је учетворостручио промет у последњој години, *Deutsche Boerse* утвростручила промет у последњих 18 месеци, док су *Euronext* и *London Stock Exchange* удвостручиле промет.³

Хед фондови обично користе високе леверице тј. користе кредите у знатно већем обиму од власничког капитала својих инвеститора. Уколико менаџери хед фондова добро процене, коришћење високих леверица утицаће на стварање високе стопе приноса. Међутим, уколико дође до погрешних процена и непредвидивих тржишних кретања висока задужења ће изазвати проблеме и код њихових кредитора а може да се пренесе и шире на цело финансијско тржиште. Ако се ови поремећаји пренесу на шири круг већих учесника на финансијском тржишту може доћи до систематске кризе.

Често хед фондови користе своја велика средства и тако манипулишу ценама роба, акција и других инвестиција. Они су високо ризичне и високоспекулативне финансијске институције које својим спекулативним активностима могу да активирају поремећаје на тржишту. Ако агресивни хед фонд са довољно финансијских ресурса нападне цене одређених финансијских актива у циљу извлачења спекулативне добити, финансијска стабилност може бити угрожена. Тиме спекулација удаљава цене од њихове фундаменталне вредности те угрожава тржиште. Дакле агресивне стратегије хед фондова могу да проузрокују такво кретање цена које одступа од њихове реалне вредности. Фонд може да прода велики број одређених деоница, плавећи тржиште и обарајући њихову цену, а затим да купи деонице исте компаније по знатно нижој цени.⁴

Процес спекулативне дестабилизације на девизном тржишту може да се одвија на следећи начин. “Снажни хед фонд *тихо* формира своју позицију у некој валути коју жели да нападне. Ако жели да обори неку валуту, хед фонд формира

³ *Јасмина Живковић, Тенденције на светском тржишту капитала 2006.године, Београдска берза, 2007, Београд, стр. 7*

⁴ *Kostas Tsatsaronis, Hedge Funds, BIS Quarterly Review, 2000, Str.64*

кратку позицију, што значи да продаје валуту коју не поседује с тим да је касније купи. Поред тога, агресивни ХФ дискретно ставља до знања осталим тржишним учесницима да продаје ту валуту. Уколико хец фонд има – поред великих финансијских ресурса којима напада неку валуту – и јаку тржишну репутацију, остали тржишни трансактори се поводе за потезима спекулативног хец фонда. Тзв. инстинкт стада (*herd instinct*) постоји када тржишни лидер активно делује на формирање понашања осталих трансактора на тржишту. Тако се на девизном тржишту генерише једнострано очекивање даљег пада курса нападнуте валуте.“⁵

На овај начин је Сорошов хец фонд *Quantum HF* напао британску фунту 1992. године и довео до њене девалвације и њеног преласка на пливајући курс.

Поред овог фонда и хец фонд *Mor Kapital Menagement* повезан је са Џорџом Сорошем. Они акумулирају новац од многих моћних људи и инвестирају у њихово име. Џорџ Сорош је преко својих фондова купио 22% *Petrobrasa*, бразилске нафтне компаније из Рио де Жанеира. У 2008. години купио је и бразилску компанију *Vale*, највећег произвођача руде гвожђа у свету и канадску компанију *Talisman enerdzi*, главног произвођача нафте и гаса у Канади.⁶

Када је дошло до депресијације руске рубље Сорош је изгубио 2 млрд долара, пет хец фондова је банкротирало, један фонд је изгубио 57,5%, 88 хец фондова је остало на истом а један је зарадио профит (56,7%). Ово указује да стратегија фонда битно одређује резултате пословања у време кризе. Највећи губитници су били они који су користили висок левериџ те је пет фондова банкротирало. Фондови који су инвестирали у тржишта широм света имали су различите резултате. Позитивно пословање имали су они који су били

⁵ Милутин Ђировић, *Финансијска тржишта, Научно друштво Србије, Београд, 2007, стр 280*

⁶ Јово Једнак, Дејан Једнак, *Финансијска тржишта, Висока школа струковних студија Београд, 2008, стр.440*

мање изложени поремећајима на руском финансијском тржишту.

Међу најпознатије власнике се убраја, уз Сороша, Дим Крамер који је 2000. године, када је берзански индекс *Dau Džons* у једном дану опао за шест процената остварио профит од 36 одсто.

Већином хед фондова управљају искусни професионалци и већина њих је високо специјализована, тргујући само у оквиру области за коју су експерти. Менаџери хед фондова су високо плаћени. Поред провизије од 1 – 2 % за управљање фондом награђени су и стимулативном провизијом за остварене резултате. Међутим ова стимулативна провизија се исплаћује менаџерима само у случајевима када је вредност хед фонда формирана изнад унапред одређеног високог репера. Ако хед фонд у једној години има губитак а у другој оствари профит у висини губитка из претходне године стимулативна провизија се не исплаћује.⁷

Менаџер *Džon Polson* зарadio у 2007. години највећу годишњу плату у историји света од чак 3,7 милијарди долара. *Polson* је у јеку америчке станоградње 2005. године, док су милиони Американаца прихватили ризичне стамбене кредите које су им агресивно нудиле најугледније инвестиционе банке у САД, посумњао у солидност тих кредитних аранжмана који су преплавили тржиште. *Polson* је спровео истрагу великог броја кредитних партија на хипотекарном тржишту и већ 2006. године било му је јасно да се приближава крах хипотекарног тржишта па је новац уложен у хед фондове окретао другим пословима. Његову процену да је америчко хипотекарно тржиште финансијска кула на стакленим ногама инвеститори су богато наградили годишњом платом од 3,7 милијарди долара јер су у његове хед фондове уложили преко 30 милијарди долара и остали без долара губитка.

⁷ *Tomas Garbaravicius/Frank Dierick, Hedge Funds and Their Implications for Financial Stability, European Central Bank, 2005, str.17*

У нормалним приликама хед фондови доприносе ликвидности и ефикаснијем функционисању финансијског тржишта, али у случају погрешних пословних процена делују дестабилизирајуће. Њихова активна улога на финансијском тржишту је знатно већа у односу на њихову величину из разлога што хед фондови своју портфолио структуру чешће мењају у односу на друге инвестиционе фондове.

3. ВРСТЕ ХЕД ФОНДОВА

У зависности од инвестиционе стратегије коју примењују хед фондови се могу поделити у неколико група.⁸

Дирекциони хед фондови заузимају спекулативне позиције у очекивању промена цена одређених финансијских актива. Њихови менаџери на основу претпоставке да ће доћи до промена цена актива кладе се на правац кретања цена, што у појединим случајевима може да буде узрок кретања цена финансијских актива. Ово је најбројнија група хед фондова. Најважнија групација у оквиру дирекционих хед фондова су *глобални макро фондови* који се оријентишу на процену будућих макроекономских кретања. У ову групу спада Сорошов *Quantum Fund*.

Арбитражни хед фондови користе ценовне диспаритете разних финансијских актива. Ови фондови заузимају дуге односно кратке позиције на упоредиве финансијске активе. Тако формирају компензациону позицију на два упоредива финансијска инструмента. Мада се ова стратегија сматра мање ризичном пример хед фонда LTCM, који спада у ову групу то оповргава.

Хед фондови са стратегијом коришћења конкретних догађаја покушавају да направе профит у специјалним ситуацијама када се очекује да ће доћи до промена цена. Такве ситуације се односе на случајеве банкротства, фузије,

⁸ Tomas Garbaravicius/Frank Dierick, *Hedge Funds and Their Implications for Financial Stability*, European Central Bank, 2005, str.8

реорганизације или кризе компанија након чега се очекује пораст цена акција тих компанија.

Фондови хец фондова пласирају средства само у базичне хец фондове. Сматрају се сигурнијим од базичних хец фондова зато што им је диверсификација већа.

4. ХЕЦ ФОНДОВИ У УСЛОВИМА КРИЗЕ

Година 2008. била је једна од најлошијих за хец фондове. Престало је да постоји око 1 500 хец фондова и око 482 милијарде долара повучено је из ове индустрије. Око $\frac{3}{4}$ хец фондова остварило је губитке. Њихов просечан губитак је износио 15,7%. Хец фондови нису имали централну улогу у обликовању динамике кризе, али су њихове перформансе драматично погоршане. Посебно су била погођена тржишта на којима су хец фондови обезбеђивали значајан удео ликвидности финансијског тржишта. Глобална финансијска криза заљуљала је репутацију њихових менаџера и оспорила њихову прецењену способност да у свакој ситуацији могу остварити профит.

Хец фондови који се оријентишу на инвестирање у земље у развоју претрпели су знатне губитке. У свету постоји око 20 хец фондова који су оријентисани искључиво на регион Блиског Истока и Африке просечне вредности око 75 милиона долара. Они су у 2008. години смањили своје активе за око 43%. Хец фондови који су инвестирали у Латинску Америку изгубили су око 29% својих актива. На овом тржишту инвестира више од 100 фондова просечне величине од око 35 милиона долара. Фондови који инвестирају у Русији изгубили су 57% својих актива а они који инвестирају у азијске земље у развоју изгубили су 34% укупних актива. Око 460 хец фондова инвестира у азијска тржишта у успону (45% од свих хец фондова) и њихова просечна вредност је око 60 милиона долара.

Многе финансијске кризе у прошлости могу се довести у везу са финансијским иновацијама које су повећавале леверице. Банке су се све више укључивале у позајмљивање

средстава за сврхе трговачке профитабилне активности и бивале изложене ризицима хец фондова. Колапс *LTCM (Long Term Capital Management)* 1998. године, тада највећег хец фонда, указао је на опасност коју може да изазове слом једног великог ХФ. Стратегија фонда је одлично функционисала 1995. и 1996. године уз приносе преко 40%. Овај фонд се углавном бавио спекулативним трансакцијама на америчком, јапанском и европском тржишту обвезница, користећи врло велике износе кредита од банака. Постојало је велико поверење у *LTCM* да управља својим ризицима. *LTCM* је куповао велике количине релативно ризичних обвезница и вршио кратку продају државних обвезница *G-7*. Пословном слому *LTCM* поред високог леверица (пре него што је упао у кризу имао је левериц од 25:1) допринела су и неповољна макрокретања на финансијским тржиштима. Он је покушао да изврши ликвидацију одређених портфолио позиција што је довело до пада цена неких актива из портфолиа. Акцијски капитал се урушио, губици су се мерили милијардама, а фонд је изгубио пола своје вредности. Левериц рацио се повећао на 55 према 1. Неизбежан крах *LTCM* је угрозио је рад банака и довео у опасност финансијско тржиште. Ускочила је америчка централна банка. У *LTCM* је убризган свеж капитал те су кредитори постали његови већински власници.⁹

Хец фонд *Amaranth Advisors* доживео је дебакл 2006. године. Укључен у трговање нафтом привукао је велике износе новца од пензионих фондова. Излажући се на фјучерс тржиштима природног гаса изгубио је 6 милијарди од 9 милијарди долара нето вредности. Фонд је био леверицован 7 пута. Губици фонда значили су и губитак за пензиони фонд који је у њега инвестирао.¹⁰ Афера коју је изазвао амерички финансијер *Bernard Madoff* уздрмала је институцију хец фондова. У питању је гигантска шема која је функционисала кроз различите фондове хец фондова. Многи

⁹ Милутин Ђировић, *Финансијска тржишта, Научно друштво Србије, Београд, 2007, стр 285*

¹⁰ Слободан Лакић, *Институције нове финансијске архитектуре: Хец фондови, Економски факултет Подгорица, стр.7*

хеџ фондови су без дубљих анализа улагали у Medofovu фирму која је обећавала добре зараде на основу ниског ризика а која је радила на принципу пирамидалне шеме. Хеџ фондови су повукли многе банке које су их кредитирале и тако претрпеле велике губитке.

У 2008. години колапс два хеџ фонда једног од највећих светских финансијских брендова - инвестиционе банке *Bear Stearns* пример је стратешког приступа хеџ фонд индустрије. На примеру *Bear Stearns High-Grade Structured Credit Fund* и *Bear Stearns High-Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund* може се препознати агресивност и ризичност стратегија са циљем продуковања великих приноса. Уз већи левериџ очекивао се већи принос од трговине. Значајно левериџовање позиција је примарно убрзало крах фондова и саме банке. Менаџери фондова нису располагали довољном ликвидношћу како би покрили своје дужничке обавезе. Понашање хартија обезбеђених хипотеком било је супротно ономе што су очекивали менаџери портфолиа. Дошло је до оштрог смањења тржишне вредности ових типова обвезница. С обзиром на знатне позиције левериџа фондови су почели да остварују велике губитке. Како фондови нису располагали новцем морали су продавати обвезнице чија је цена падала, што је на крају довело до комплетног губитка капитала.

Међународне институције покушавају да регулишу рад хеџ фондова ради њихових спекулативних активности и могућности изазивања поремећаја. Контрола се усмерава и на банке и берзанске фирме као кредиторе или контрапартнере у дериватним финансијским трансакцијама. Усвајају се ставови са циљем успостављања стандарда понашања банака у пословању са хеџ фондовима, као институције са високим левериџом.

Хеџ фондови у САД се оптужују да нарушавају односе на тржишту. Међутим они нису највећи учесници на тржишту нити представљају једини извор ризика. Међутим процењених 1600 милијарди долара вредности активе свих хеџ фондова су мали у односу на више од 22 000 милијарди долара укупне нето активе инвестиционих фондова

и више од 45 000 хиљада милијарди долара вредности активе којом управљају институционални инвеститори.

Иако се критике на рачун хец фондова као изазивача финансијских и валутних криза потенцирају, не могу се оспорити ни њихове позитивне особине. „Позитивне стране утицаја хец фондова на тржиште су допринос повећању ликвидности, смањењу нестабилности у већини случајева, смањењу међутржишних и вредносних разлика, снижавању трошкова капитала, омогућавању трансфера ризика и унапређењу корпоративног управљања.“¹¹

У 2009. години долази до опоравка хец фондова и раста њихове активе од око 9,43%. Према подацима Credit Suisse/Tremont, просечан профит остварен у првом полугођу 2009. године износио је 9,9 процената и многи хец фондови послују позитивно. Познати фондови као *Citadel*, *RBC Capital Markets*, *Artradis* и *Tribridge* унајмљују талентоване менаџере који поново заузимају врховне позиције и кређу у нове ризичне пласмане. За њих, ипак, као да нема зиме. Хец фондови су посртали у многим финансијским кризама, али увек су преживели. Индустрија хец фондова је преживела и последњу економску кризу боље од ривала.

5. ЗАКЉУЧАК

Хец фондови обухватају широк ранг различитих инвестиционих активности, старегија, техника нудећи инвеститорима висок принос уз висок ризик. Њихова привлачност је проистекла из могућности достизања високих приноса на одређену активу. Тиме је дат подстицај агресивнијим инвестиционим стратегијама: леверица преко деривата, кратке продаје хартија, трговање мање ликвидним активама. Активности и инвестиционе стратегије хец фондова упућивале су на ризик. Дебакл великих хец фондова показатељ је значаја разматрања ове индустрије и о њиховом утицају на финансијску стабилност.

¹¹ Јасмина Живковић, *Тенденције на светском тржишту капитала 2006. године, Београдска берза, 2007, Београд, стр 71*

Глобална тржишта капитала и светска економија постали су чврсто повезани систем а кризе се преносе инерактивном трансмисијом. Индустрија хед фондова привукла је велику пажњу у време финансијских криза. Хед фондови су привлачили шпекулативне инвеститоре уз употребу најагресивнијих техника. Многи хед фондови су играли хазардну игру са кретањима на тржишту. Њихови менаџери су спроводили шпекулативна улагања те су ови фондови носили већи ризик од целокупног тржишта.

Искуства указују на потребу регулисања активности хед фондова и потребу за њиховим транспарентнијим пословањем. Неопходна је комплетна регулација у виду рестрикција њихових активности, ограничења леверица и адекватно регулисање целокупне хед фонд индустрије. Хед фондови нису имали централну улогу у настајању кризе али су свакако знатно погоршали своје перформансе што се негативно одразило на финансијска тржишта. Намеће се потреба надгледања свих финансијских институција које су важне за глобалну финансијску стабилност укључујући велике хед фондове. С друге стране уколико би се функционисање хед фондова у потпуности регулисало, изгубила би се сврха постојања ових високо леверицованих институција.

Поред пренаглашених критика на рачун хед фондова по којима су прозвани као изазивачи финансијских и валутних криза, треба истаћи и њихове позитивне стране које се пре свега огледају у њиховом доприносу повећању ликвидности финансијског тржишта.

ЛИТЕРАТУРА

1. Милутин Ћировић, *Финансијска тржишта*, Научно друштво Србије, 2007, Београд
2. Јасмина Живковић, *Тенденције на светском тржишту капитала* 2006. године, Београдска берза, 2007, Београд
3. Kostas Tsatsaronis, *Hedge Funds*, BIS Quarterly Review, 2000
4. Јово Једнак, Дејан Једнак, *Финансијска тржишта*, Висока школа струковних студија Београд, 2008

5. Tomas Garbaravicius/Frank Dierick, *Hedge Funds and Their Implications for Financial Stability*, European Central Bank

6. Слободан Лакић, *Институције нове финансијске архитектуре: Хеџ фондови*, Економски факултет Подгорица