

Uloga hedge fondova u financijskoj krizi

Stančec, Ana Antea

Undergraduate thesis / Završni rad

2022

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Libertas International University / Libertas međunarodno sveučilište**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:223:406722>

Rights / Prava: [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2025-02-05**



Repository / Repozitorij:

[Digital repository of the Libertas International University](#)



**LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE
ZAGREB**

ANA ANTEA STANČEC

ZAVRŠNI RAD

**ULOGA HEDGE FONDOVA U
FINANCIJSKOJ KRIZI**

Zagreb, rujan 2022.

**LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE
ZAGREB**

**PREDDIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ – SMJER POSLOVNA
EKONOMIJA**

ULOGA HEDGE FONDOVA U FINANCIJSKOJ KRIZI

KANDIDAT: Ana Antea Stančec

KOLEGIJ: Poslovanje vrijednosnim papirima

MENTOR: mr.sc. Ivan Pavelić

Zagreb, rujan 2022

SADRŽAJ

1. UVOD	1
1.1. Definiranje problema.....	1
1.2. Predmet i cilj rada.....	1
1.3. Struktura rada	2
2. HEDGE FONDOVI.....	3
2.1. Koncept Hedge fondova	4
2.2. Vrste hedge fondova	7
2.2.1. Strategije vođene događajima.....	8
2.2.2. Arbitraža kapitala.....	8
2.2.3. Hipotekarna arbitraža	8
2.2.4. Fondovi fondova.....	9
2.2.5. Tržišta u nastajanju	9
2.2.6. Globalni fondovi.....	10
2.2.7. Aktivist Hedge fond.....	10
3. HEDGE FONDOVI I FINANCIJSKA TRŽIŠTA.....	14
3.1. Operacije hedge fondova	14
3.1.1. Hedge fondovi i tržišni pokreti.....	15
3.1.2. Implikacije i opcije politike.....	16
3.2. Industrija hedge fondova	17
3.2.1. Nejasna linija između hedge fondova i drugih institucionalnih investitora	17
3.2.2. Pogled unatrag	18
3.2.3. Kvantitativne dimenzije.....	19
3.2.4. Korištenje financijske poluge i izvedenica.....	28
3.2.5. Pogled unaprijed.....	29
3.2.6. Hedge fondovi u doba krize Covid-19	29
4. HEDGE FONDOVI I TRŽIŠNA DINAMIKA	36
4.1. Investicijske strategije	36

4.2. Stada i tržišna dinamika.....	37
4.3. Trgovanje povratnim informacijama	38
4.4. Nadzor i regulacija.....	40
4.4.1. Zaštita investitora	41
4.4.2. Objavljivanje aktivnosti s implikacijama na integritet tržišta	42
4.4.3. Upravljanje sistemskim rizicima	44
5. ULOGA HEDGE FONDOVA U FINANCIJSKOJ KRIZI.....	46
5.1. Prava uloga hedge fondova u krizi	46
5.2. Hedge fondovi kao izazivači financijske krize.....	48
6. ZAKLJUČAK.....	51
POPIS SLIKA, GRAFIKONA I TABLICA.....	54
POPIS LITERATURE	55

1. UVOD

Hedge fondovi su posebna vrsta investicijskih alternativnih fondova. Baš kao i otvoreni investicijski fondovi, oni koriste udruženi kapital za ulaganja u likvidna sredstva tj. u ročne poslove s više fleksibilnosti u odlučivanju uz veći rizik. Upravitelji hedge fondova obično identificiraju tržišne prilike za stvaranje povrata za svoje ulagače koristeći vrlo agresivne strategije ulaganja. Zbog toga su ti fondovi daleko rizičniji od otvorenih investicijskih fondova i drugih tradicionalnih sredstava ulaganja. Značajni raspon razina ulaganja i enormne naknade eliminiraju sve osim najbogatije klijentele i/ili klijenata spremnih na rizik. To znači da su otvoreni samo za rjeđe vrste ulagače, uključujući institucionalne ulagače i one s visokom neto vrijednosti. Prvi hedge fond pokrenuo je AW Jones & Company 1949. kada je sociolog AW Jones prikupio 100.000 američkih dolara. Iskoristio je novac držeći dugoročne dioničke pozicije dok je druge prodavao na kratko. Kao takav, Jones je postao prvi upravitelj novcem koji je razvio partnerstvo s investitorima kako bi kombinirao kratke prodaje uz korištenje poluge i podijeljenog rizika.

1.1. Definiranje problema

Hedge fondovi bili su sudionici u krizi 1992. koja je dovela do velikih promjena tečaja u Europskom monetarnom sustavu, te ponovno 1994. nakon razdoblja turbulencija na međunarodnim tržištima obveznica. Zabrinutost je porasla 1997. nakon financijskih preokreta u Aziji te se oni nastavljaju 1998., s optužbama o velikim transakcijama hedge fondova na raznim azijskim tržištima valuta poput onih u Hong Kongu i Australiji, te skorom propašću velikog hedge fonda, Long-Term Capital Management (LTCM). Vladini dužnosnici, bojeći se ove nove prijetnje svjetskim financijskim tržištima, umiješali su se da koordiniraju uspješno, ali kontroverzno spašavanje privatnog sektora LTCM-a.

1.2. Predmet i cilj rada

Uz svu pozornost i zainteresiranost struke i javnosti, dostupno je malo konkretnih informacija o opsegu aktivnosti hedge fondova. Unatoč mnoštvu prijedloga za reforme, ne postoji konsenzus o implikacijama aktivnosti hedge fondova na financijsku stabilnost ili o tome kako

bi se politika trebala prilagoditi. Osim što rad govori o veličini, funkciji i stilovima ulaganja hedge fondova te njihovoj interakciji s globalnim financijskim tržištima, cilj rada je prikazati utjecaj pandemije Covid-19 na industriju hedge fondova kao i kako i u kolikoj mjeri je industrija odgovorna za financijsku krizu. Rad sadrži podatke o trenutnom stanju nadzora i regulacije industrije te procjenjuje različite prijedloge za njihovu bližu regulaciju. U skladu s tim definirano je i istraživačko pitanje:

P1: Da li se smanjuju ulaganja u hedge fondove u slučajevima financijske krize?

1.3. Struktura rada

Rad se sastoji od šest sadržajnih cjelina. Početak rada kreće uvodom u samu tematiku rada iza čega slijedi cjelina koja detaljno opisuje i definira hedge fondove, njihove karakteristike i koncept rada. Kroz treću cjelinu obrađuje se tema hedge fondova na financijskom tržištu, odnosno kako industrija hedge fondova funkcionira na financijskim tržištima te koje sve metode i strategije primjenjuje. Nadalje, četvrta cjelina obrađuje temu tržišne dinamike i utjecaja iste na industriju hedge fondova te opisuje nadzor i regulaciju. U posljednjoj tj. petoj cjelini opisano je ponašanje i uloga hedge fondova na financijsku krizu.

2. HEDGE FONDOVI

Hedge fondovi nastali su kada je jedna osoba razvila početan i jednostavan koncept: tržišna neutralnost. Alfred Jones je kupovao imovinu za koju je vjerovao da će porasti u vrijednosti u odnosu na cjelokupnu izvedbu tržišta, te je prodao kratku imovinu za čiju je cijenu očekivao pad. To je dovelo do razvoja industrije vrijedne više trilijuna američkih dolara s mogućnostima ulaganja u više sektora i postizanja pozitivnih povrata, bez obzira na smjer tržišta.

Hedge fond je privatno investicijsko partnerstvo i fond sredstava koji koristi različite i složene vlasničke strategije i ulaže ili trguje složenim proizvodima, uključujući uvrštene i neuvrštene izvedenice. Jednostavno rečeno, hedge fond je skup novca koji zauzima kratke i duge pozicije, kupuje i prodaje dionice, pokreće arbitražu i trguje obveznicama, valutama, konvertibilnim vrijednosnim papirima, robom i izvedenim proizvodima radi ostvarivanja povrata uz smanjeni rizik. Kao što ime sugerira, fond pokušava zaštititi rizike kapitala ulagača od tržišnih volatilnosti primjenom alternativnih pristupa ulaganju.¹ Kapital hedge fondova prikuplja se iz raznih izvora uključujući pojedince s visokom neto vrijednosti, kroz razne korporacije, zaklade te mirovinske fondove.

¹ Garbaravicius, T., Dierick, F., Hedge fond and their implications for financial stability, European Central Bank, 2005. Str.4

2.1. Koncept Hedge fondova

Strogo govoreći, izraz "hedge fond" nije ispravna definicija za instituciju pod razmatranjem. Pojam "hedge fond" ima povijesni značaj, kao na početku druge polovice prošlog stoljeća, kada su prve ustanove od ove vrste se bavile kupnjom i prodajom dionica s ciljem uklanjanja (zaštite) rizika od fluktuacija na cijelom tržištu. Međutim, mogućnost korištenja kratke prodaje i drugih vrsta zaštite nisu svojstvene samo hedge fondovima. Štoviše, tijekom vremena hedge fondovi počeli su koristiti široku paletu drugih investicijskih strategija koje ne moraju nužno uključivati zaštitu.²

Nema zakonske pa čak ni općeprihvaćene definicije hedge fonda, iako je Radna skupina američkog predsjednika za tržište financija (US President's Working Group on Financial Markets) (1999) karakterizirala takve entitete kao „bilo koji udruženi investicijski mehanizam koji je privatno organiziran, kojim upravljaju profesionalni investicijski menadžeri, a ne široko dostupna javnosti”.

² Ibid.

Tablica 1. *Karakteristike Hedge fondova*

Cilj povrata	Pozitivan apsolutni povrat u svim tržišnim uvjetima, bez obzira na referentnu vrijednost mreže.
Investicijske strategije	Zauzimanje pozicije na širokom rasponu tržišta.
Struktura poticaja	Obično 1-2% naknade za upravljanje i 15-25% naknade za učinak.
Pretplata	Unaprijed definirani raspored s tromjesečnom ili mjesečnom pretplatom i otkupom.
Tržišta	Offshore financijska središta s niskim poreznim i regulatornim režimima te neka druga onshore financijska središta
Legalna struktura	Privatno investicijsko partnerstvo koje pruža prolazni porezni tretman ili offshore investicijska korporacija.
Menadžeri	Mogu, ali ne moraju biti registrirani ili regulirani od strane financijskih nadzornika.
Baza investitora	Pojedinci i institucionalni ulagači visoke neto vrijednosti.
Regulacija	Općenito minimalan ili nikakav regulatorni nadzor na offshore financijskim središtima ili "blagi pristup" regulatora na onshore financijskim središtima; izuzeti od mnogih zahtjeva za zaštitu ulagača i otkrivanje podataka.
Razotkrivanje	Zahtjevi za dobrovoljnim ili vrlo ograničenim objavljivanjem u usporedbi s registriranim investicijskim fondom.

Izvor: obrada autora prema: Garbaravicius, T., Dierick, F., Hedge fond and their implications for financial stability, ECB, 2005.

Dok ova definicija razlikuje hedge fondove od javnih investicijskih društva, ne sadrži mnoge karakteristične značajke hedge fondova, a opet je toliko široka da uključuje mnoga druga alternativna sredstva ulaganja, kao što su tvrtke rizičnog kapitala, privatni kapitalni fondovi, fondovi za nekretnine i robni fondovi. Za razliku od drugih udruženih sredstava ulaganja, hedge fondovi u velikoj mjeri koriste shortselling, leverage i izvedenice. Ipak, bilo bi netočno dodijeliti ove attribute isključivo hedge fondovima kao drugim financijskim tvrtkama, uključujući banke i ostala registrirana i neregistrirana ulaganja tvrtke, koje se također bave takvim poslovima. Ključna razlika je u tome što hedge fondovi nemaju bilo kakva ograničenja vrste instrumenata ili strategije koje mogu koristiti zahvaljujući svojoj nereguliranoj ili slabo reguliranoj prirodi.³

Danas, s ukupnim AUM-om /imovina pod upravljanjem/ od 3,61 bilijuna američkih dolara, moderni sektor hedge fondova obuhvaća raznoliku skupinu strategija koje mogu ulagati na neograničen način kako bi se zadovoljile različite potrebe portfelja. Stoga je davanje jedinstvene definicije izazovno. Zapravo, jedan od najjednostavnijih načina definiranja hedge fondova jest pogledati što hedge fondovi nisu.

Hedge fondovi nisu jedna klasa imovine. Sa svojim blagim/finim razinama regulacije, hedge fondovi mogu ulagati u širok raspon klasa imovine i instrumenata, bez ograničenja kojih se moraju pridržavati mnogi javni ili otvoreni investicijski fondovi. Hedge fondovi ne ulažu na dosljedan način. Investicijske strategije se znatno razlikuju, s različitim metodama izgradnje portfelja i tehnikama upravljanja rizikom.

³ Garbaravicius, T., Dierick, F., Hedge fond and their implications for financial stability, European Central Bank, 2005. Str.6

Povijesno gledano, hedge fondovi uglavnom nisu bili regulirani, ali to se počinje mijenjati. Globalna financijska kriza (GFC), kolaps nekih visokoprotivnih hedge fondova i promjenjiva publika ulagača pomogli su u stvaranju ovog pomaka prema regulaciji. Prije su samo najsofisticiraniji (akreditirani) ulagači mogli ulagati u hedge fondove. Tijekom proteklih nekoliko godina izmjene i dopune tradicionalnih proizvoda, na primjer UCITS ili alternativni investicijski fondovi (AIF), učinili su ulaganja u hedge fondove pristupačnijim za manje i male klijente. UCITS i alternativni investicijski fondovi (AIF) detaljnije se istražuju u strukturama hedge fondova, naknadama i prinosima.⁴

Struktura hedge fondova postaje sve više raznolika: sredstva su često dostupna kao udružena sredstva kroz ograničena partnerstva ili društva s ograničenom odgovornošću, ali se sve više nude kao zasebno upravljani računi ili putem platformi. Hedge fondovi imaju tendenciju da budu otvoreni, sa svim kapitalom uloženim na početku odnosa. Ovo predstavlja razliku u odnosu na druge alternativne imovinske proizvode (kao što je privatni kapital), gdje se od investitora može tražiti da osigura kapital u intervalima tijekom investicijskog odnosa. Ulagači mogu povremeno povući kapital ili povećati svoj upis.⁵

Hedge fondove često karakterizira visoka struktura naknada koju naplaćuju. Povijesno gledano, to je naknada za upravljanje od 2% (na temelju neto vrijednosti imovine), plus 20% naknade za učinak – struktura naknade '2/20' – iako se posljednjih godina te brojke u prosjeku smanjuju .

2.2. Vrste hedge fondova

Hedge fondovi su jednostavno fondovi s visokim utjecajem i bez regulacije. Pojavili su se u zadnjih nekoliko desetljeća. Međutim, mnogi upravitelji fondova koristili su različite strategije i različite klase imovine. Rezultat je proliferacija vrsta hedge fondova. Suvremeni investitor stoga ima široku paletu mogućnosti izbora.⁶

⁴ Ibid. Str,7

⁵ Garbaravicius, T., Dierick, F., Hedge fond and their implications for financial stability, European Central Bank, 2005. Str.7

⁶ Ibid, str,8

2.2.1. Strategije vodene događajima

Veliki korporativni događaji kao što su spajanja, preuzimanja i bankroti stvaraju mnogo kretanja na burzi. Poznato je da hedge fondovi iskorištavaju takva kretanja. Postoje mnogi fondovi koji su specijalizirani za takva ulaganja. Događaji proizvode volatilnost, a klađenje uz pomoć poluge na ovu volatilnost može proizvesti iznimne povrate.

Hedge fondovi angažiraju analitičare koji su obučeni da brzo utvrde vrijednost poduzeća usred krize. Ti fondovi zatim pokušavaju steći dionice koje su podcijenjene dok istovremeno prodaju precijenjene tvrtke. Hedge fondovi obično zauzimaju i duge i kratke pozicije budući da nisu skloni riziku.⁷

2.2.2. Arbitraža kapitala

Nasuprot tome, uz činjenicu da su vrlo rizični, značajan broj hedge fondova koristi arbitražu kapitala. To znači da se njihova strategija vrti oko bez rizičnih oklada kako bi zaradili novac. Dionicama se trguje u mnogim oblicima kao što su spot tržište, sektorski indeksi, tržišni indeksi i izvedenice poput ročnica. Strategija hedge fonda vrti se oko pronalaženja arbitražnih prilika tijekom dnevnog trgovanja takvim ulaganjima i zatim stavljanja oklada s visokom polugom. Poluga je ono što ovo trgovanje čini opasnim. Većinu vremena trgovci zarađuju novac od takvih transakcija. Međutim, kada stvari krenu po zlu, gubitak može biti znatan.

2.2.3. Hipotekarna arbitraža

Razvijena tržišta poput Sjedinjenih Američkih Država također imaju visoko razvijeno tržište za hipotekarne vrijednosne papire. Prodaju se hipotekarni vrijednosni papiri i kolateralizirane dužničke obveze. Također, za ove vrijednosne papire dostupni su izvanburzovni derivati. Ova strategija je slična kapitalnoj arbitraži. Razlika je u tome što se hipotekarni proizvodi koriste umjesto vlasničkih proizvoda. Na različitim tržištima zauzimaju se različite pozicije kako bi se uhvatila razlika u cijeni. Zarada bi bila relativno mala da nije ekstremne poluge koja se koristi. Omjeri poluge od 10:1, prilično su standardni u takvim trgovinama.⁸

⁷ Ibid.

⁸ Garbaravicius, T., Dierick, F., Hedge fond and their implications for financial stability, European Central Bank, 2005. Str.8

2.2.4. Fondovi fondova

Druga vrsta hedge fondova naziva se "fond fondova". Ovaj fond također prikuplja novac od investitora baš kao i drugi hedge fondovi. Međutim, poslovanje ovog fonda nije slično ostalim hedge fondovima. To je zato što je strategija ulaganja ovog fonda pasivna. To znači da ti fondovi jednostavno daju novac drugim hedge fondovima. Stoga nema aktivnog trgovanja već umjesto toga periodično i pasivno praćenje učinka drugih fondova. Takvi fondovi sretni su prilikom diverzifikacije svog portfelja kako bi izbjegli rizičnost koja je svojstvena pozicijama hedge fondova. Opasnosti koje donosi financijska poluga donekle su kompenzirane ovom diversifikacijom.

2.2.5. Tržišta u nastajanju

Tržišta u razvoju su zemlje s velikim potencijalom rasta. Ove zemlje obično brzo napreduju. Međutim, njihova tržišta nisu dovoljno razvijena. Hedge fondovi ovu nisku regulaciju vide kao priliku budući da na raspolaganju imaju goleme količine sredstava, a tržišta u nastajanju imaju slabu zakonsku regulativu što hedge fondovima otvara priliku za ostvarivanje većih prinosa tj. stvaranja veće koristi.

Ovu strategiju slijede mnogi hedge fondovi. Tržišta poput Brazila i Indije svjedočila su primjeni ove strategije. Vlade u razvijenim zemljama sada su postale svjesne volatilnosti i uvođenjem praćenja volatilnosti pokušavaju mjeriti rizik te djelovati u skladu s ovakvim procjenama koju takva sredstva mogu uzrokovati. Stoga postoje mnoga ograničenja koja ograničavaju količinu ulaganja koje takvi strani institucionalni ulagači mogu napraviti.⁹

⁹ Garbaravicius, T., Dierick, F., Hedge fond and their implications for financial stability, European Central Bank, 2005. Str.8

2.2.6. Globalni fondovi

Mnogi veliki hedge fondovi, poput Quantum Funda Georgea Sorosa, kao i masivni Tiger Fund, sebe definiraju kao globalne fondove. To znači da ne zauzimaju stavove o pojedinim tvrtkama ili čak sektorima. Oni promatraju svijet financija na makro razini i predviđaju ta kretanja. Na primjer, kada je outsourcing počeo, mnoge su tvrtke počele snažno ulagati u makroindekse Indije i Kine. Slično prije krize eura, otkriveno je da su mnogi fondovi imali kratke pozicije prema europskim državama. George Soros učinio je ovu strategiju popularnom kada je slomio Bank of England i pogurao upravitelje hedge fondova do statusa slavni.¹⁰

2.2.7. Aktivist Hedge fond

Zadnje se desetljeće može okarakterizirati u znaku vođenja brige o implementaciji ESG (*Economic, Social, Governance*) standarda u poslovanju. Europska unija kao jedna od svojih ciljeva ima postizanje neutralnosti o ugljičnom dioksidu do 2050. godine. U fond industriji postoje i potpisnici PRI standarda (*Principles of Responsible Investing*) čija je imovina pod upravljanjem 2006. godine iznosila 6,5 trilijuna američkih dolara, dok se ona u ožujku 2020. godine popela na 103,4 milijarde američkih dolara. Broj potpisnika ovih pravila poslovanja su 3038, što se može smatrati kao jedan od pokazatelja sve većeg prihvatanja važnosti ESG principa. Ono što je također bitno istaknuti jest činjenica da je globalni plan do 2030. godine imati svjetsku emisiju ugljičnih dioksida na razini 50% od razine iz 2005. godine. Takvo snižavanje ide u prilog uvjetima iz Pariškog sporazuma kojim se želi snizi globalna temperatura za 1,5 stupnjeva do 2030. godine, što zahtjeva snižavanje dioksida za 7,6% na godišnjoj bazi. Takve klimatske promjene stavljaju imovinu od, prema procjenama, 2,5 trilijuna američkih dolara po rizičnosti, što se najviše odnosi na naftnu i plinsku industriju.¹¹

O utjecaju važnosti ekološke svijesti na rezultat poslovanja svjedoči i istraživanje gdje su poduzeća uspoređena na osnovi njihove svijesti i orijentaciji o očuvanju okoliša. Ono što se istraživanjem dokazalo jest da se na povećanje klimatskih promjena vrijednost dionica poduzeća koja su usmjerena na zelene politike povećava, dok se vrijednost dionica poduzeća

¹⁰ Ibid, str.9

¹¹ (Brunner, 2021)

koja ne praktiraju zelene politike smanjuje ili ostaje jednaka.¹²

Također, navodi se kako se dionice, čija poduzeća unutar svojih sustava imaju primjenu ESG kriterija, najčešće pojavljuju na većim prinosima u odnosu na ostala poduzeća izlistana na burzama.¹³

Jednako tako, istraživanje od strane KPMG-a gdje se ukazuje na činjenicu da je tijekom 2020. godine samo 15% hedge fondova imalo implementirane ESG principe, dok je 35% njih bilo među potpisnicama PRI standarda. Također, anketno istraživanje o budućnosti ESG faktora u poslovanju hedge fondova otkriva da 37% hedge fond menadžera očekuje da će oni postati vodeća smjernica poslovanja u skoroj budućnosti. Ono što se krije iza ESG sustava jest cilj da se fokus poslovanja stavi na šire područje, te da je uz financijske ciljeve koji se smatraju nužnim za buduće poslovanje, pozornost usmjeri i na društveni ciljeve, poput klimatskih promjena, suzbijanja siromaštva, doprinosa mira u svijetu i slično. Primjerice, unutar indeksa S&P500 poduzeća koja u svojim vizijama poslovanja jasno prikazuju vrijednosti smanjenja emisije ugljičnih plinova imaju tržišnu vrijednost 15% veću u odnosu na poduzeća koja takvu viziju ne komuniciraju. Jednako tako, poduzeća koja nastoje promicati klimatske promjene imaju u prosjeku pokazatelj P/E 32, dok poduzeća koja nemaju takvu unutarnju politiku imaju omjer P/E 20. Nadalje, istraživanje od strane J.P.Morgan investicijske banke ukazuje na činjenicu da poduzeća koja se usmjeravaju na primjenu ESG principa karakterizira manja rizičnost poslovanja i kvalitetnije dugoročne performanse.¹⁴

Istraživanjem je isto tako dokazana hipoteza da hedge fondovi s primjenom PRI principa ostvaruju bolje performanse od hedge fondova koji takve principe nisu ugradili u svoje poslovanje, i to u godišnjem iznosu od 2,94% većeg prinosa.¹⁵

Slijedeće istraživanje takve rezultate ipak nije uspjelo potvrditi, već se oni odnose na niže prinose onih hedge fondova koji implementiraju ESG kriterije.¹⁶ Novo istraživanje dokazalo je da primjena poslovne brige o okolišu i klimatskim promjenama ima pozitivan utjecaj na

¹² (Ardia, Bluteau, Boudt, & Inghelbrecht, 2020)

¹³ (Pedersen, Fitzgibbons, & Pomorski, 2020)

¹⁴ (Brunner, 2021)

¹⁵ (Filbeck, Krause, & Reis, 2016)

¹⁶ (Liang B. , 2000)

poslovanje i financijski rezultat hedge fondova.¹⁷ Provođenjem empirijske analize o performansama hedge fondova s ESG strategijama i bez njih upućuju na činjenicu da je u periodu od 2010. godine do 2020. godine mjesečni prinos hedge fondova s ESG kriterijima bio 0,01% veći od prinosa fondova bez tih kriterija.¹⁸

Jednako tako, unutar hedge fond industrije došlo je do pojave tzv. *activist hedge fondova*. Takvi fondovi nastoje svojim ulaganjima doprinijeti razvoju tržišta, ali ne samo kroz interes vlasnika poduzeća, već i kroz interes za širu zajednicu. U takvom okruženju pojavila su se brojna ulaganja, poput utjecajnog ulaganja (*impact investment*), društveno odgovornog ulaganja (*socially responsible investing*), misijskog ulaganja (*mission investing*), te ESG investiranje, koje se smatra najpoznatijim. Unutar *environmental* faktora nalaze se klimatske promjene, smanjenje emisije ugljikovih dioksida, povećanje izvora obnovljive energije, povećanje biorazgradivog otpada, povećanje korištenja većeg potencijala vode. Pod *social* faktorima nalaze se robna ravnopravnost, ljudska prava, zaštita potrošača, povećanje radnih prava, te zdravstvena i mirovinska sigurnost. Zadnje, *governance* se odnosi na stupanj korupcije, porezna planiranja, odnose između zaposlenih, javno izvještavanje poduzeća i slično.¹⁹

Primjenom *activist* hedge fondova ostvaruje se financijski prinos koji je za 5-10% veći od ostalih poduzeća, te se tijekom dugoročnog perioda javlja i dalje koristi takav pristup.²⁰ Nadalje, sličnim istraživanjem dokazalo se da je primjena *activist* pristupa u hedge fond industriji doprinijela ostvarivanju većih tržišnih prinosa u iznosu od 10,8% u odnosu na hedge fondove koji takav pristup nisu implementirali u svojem poslovanju. Ovakvo ostvarivanje većeg prinosa kod nekih autora izaziva skepticizam, te oni jednako tako navode da se veći prinosi trebaju korigirati za veće troškove aktivističkih kampanja, ta da su aktivistički fond menadžeri obrazovaniji od ostalih te zahtijevaju veće stope povrata u obliku bonusa ili redovnih kompenzacija.²¹

U pogledu operativne učinkovitosti, navodi se kako se temeljem istraživanja ne pronalazi smanjenje dugoročne operativne efikasnosti primjenom aktivističkih intervencija unutar

¹⁷ (Brandon, Krueger, & Mitali, 2020)

¹⁸ (Brunner, 2021)

¹⁹ (Valentini, 2018)

²⁰ (Brav, Jiang, Thomas, & Partnoy, 2008)

²¹ (Boyson & Mooradian, 2011)

poduzeća, koja mogu uključivati promjene osoblja unutar Uprava, većeg fokusa na zadovoljstvo zaposlenih, dobavljača, vanjskih partnera i slično.²²

Analiziranjem utjecaja odgovornog investiranja (*responsible investing*) na primjeru hedge fond industrije ustanovljeno je da hedge fondovi koji primjenjuju odgovorno investiranje ipak ostvaruju nižu stopu prinosa, koja je vezana uz niži rizik kojem su izloženi takvi hedge fondovi. Međutim, fondovi koji primjenjuju odgovorno investiranje privlače veće novčane priljeve nego druge vrste fondova. Ono što odgovorno investiranje nastoji smanjiti jest činjenica da hedge fondovi i dalje imaju niske razine transparentnosti, javnog izvještavanje te regulatornog nadzora, čime su i dalje izloženi informacijskim asimetrijama i iskrivljenim zaključcima.²³

²² (Bebchuck, Brav, & Jiang, 2015)

²³ (Liang, Sun, & Teo, 2022)

3. HEDGE FONDOVI I FINANCIJSKA TRŽIŠTA

Svaka epizoda nestabilnosti na međunarodnim financijskim tržištima pojačava pozornost vladinih dužnosnika i drugih na ulogu koju imaju institucionalni ulagači, a posebno hedge fondovi. To je bio slučaj 1992. godine, nakon krize koja je utjecala na tečajni mehanizam (ERM) Europskog monetarnog sustava. Bio je to slučaj 1994. godine, u razdoblju turbulencija na međunarodnim tržištima obveznica. Ponovno je bio slučaj 1997. nakon financijskih preokreta u Aziji. U svakom slučaju, sugerirano je, hedge fondovi su ubrzali velika kretanja u cijenama imovine, bilo kroz sam opseg vlastitih transakcija ili kroz tendenciju drugih sudionika na tržištu da slijede njihov primjer.²⁴

Ipak, uz svu ovu pozornost, dostupno je malo konkretnih informacija o opsegu aktivnosti hedge fondova. Ne postoji konsenzus o njihovim implikacijama na financijsku stabilnost i o tome kako bi se politika trebala prilagoditi.

3.1. Operacije hedge fondova

Bolje razumijevanje počinje s jasnijom definicijom. Hedge fondovi se mogu definirati kao eklektični investicijski fondovi, organizirani kao privatna partnerstva i često rezidentni u inozemstvu zbog poreznih i regulatornih razloga, čiji su upravitelji plaćeni na temelju naknade za učinak. Njihovi prospekti i pravni status postavljaju nekoliko ograničenja na njihove portfelje i transakcije. Posljedično, njihovi glavni partneri i menadžeri slobodni su fleksibilno koristiti razne tehnike ulaganja, uključujući kratke pozicije, transakcije izvedenih vrijednosnih papira i poluge, kako bi povećali povrate i ublažili rizik.²⁵

Hedge fondovi brzo su rastući dio financijskog sektora, ali ne podliježu istim zahtjevima za izvješćivanje i objavljivanje podataka kao banke i otvoreni investicijski fondovi. U Sjedinjenim Američkim Državama, činjenica da hedge fondovi djeluju putem privatnih plasmana i ograničavaju vlasništvo nad dionicama na pojedince i institucije visoke neto vrijednosti oslobađa ih od zahtjeva Komisije za vrijednosne papire i razmjenu (SEC) o

²⁴ Eichengreen, B., Mathieson, Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy, 2004: 2-20

²⁵ Ibid.

objavljivanju podataka i regulativi. Offshore fondovi podliježu još manjoj regulaciji. To otežava izradu sveobuhvatnog popisa hedge fondova, a još manje prikupljanje informacija o njihovim aktivnostima.

3.1.1. Hedge fondovi i tržišni pokreti

U popularnom gledištu, hedge fondovi često su među prvim investitorima koji zauzimaju pozicije protiv neodrživih tečajnih veza i drugih neusklađenih cijena imovine. Prema jednoj varijanti argumenta, svojom agresivnom upotrebom poluge hedge fondovi mogu zauzeti velike pozicije koje ubrzavaju velike tržišne poteze, na primjer, prodajom trenutne kratke stavke u takvim količinama rezultira načinom da središnja banka izdavatelj smatra da su joj rezerve iscrpljene i prisiljena je napustiti svoju vezanost tečaja. U drugoj varijanti argumenta, hedge fondovi mogu biti mali u odnosu na međunarodna tržišta, ali budući da upravitelji fondova imaju reputaciju oštrih prognostičara, vijesti o njihovim pozicijama mogu potaknuti druge ulagače da slijede njihov primjer, a kombinirane transakcije vođa i sljedbenika mogu ubrzati glavne tržišne poteze.²⁶

Postoji malo empirijskih dokaza s kojima bi se pokušale potvrditi ove hipoteze. Fragmentarni podaci koji postoje o industriji hedge fondova sugeriraju da je kapital hedge fondova, a posebno kapital "makro" hedge fondova koji zauzimaju velike usmjerene pozicije na valutnim tržištima, malen u odnosu na resurse kojima raspolažu drugi institucionalni ulagači. U isto vrijeme, kapital hedge fondova značajan je u usporedbi s manjim tržištima u nastajanju, iako makrofondovi koncentriraju znatan udio svojih resursa na određenim tržištima u nastajanju samo u iznimnim okolnostima.²⁷

²⁶ Eichengreen, B., Mathieson, Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy, 2004: 2-20

²⁷ Ibid.

Moguće je ukazati na tržišne poteze gdje su vijesti o trgovanju i pozicijama hedge fondova dale signal drugim ulagačima da slijede, a ERM kriza iz 1992. bila je najčešće citirani primjer. Ali jednako je moguće navesti epizode u kojima su drugi investitori prvi zauzeli poziciju u odnosu na valutno vezivanje, i u kojima su hedge fondovi, umjesto da vode, zapravo slijedili tržište. Slično, moguće je ukazati na slučajeve u kojima su hedge fondovi zauzeli poziciju u odnosu na valutu te su izgubili umjesto da su zaradili. Aktivnosti hedge fondova također nisu ograničene na skraćanje valuta i druge imovine.

Stoga izdvajanje uloge hedge fondova u određenoj krizi, poput one u Aziji 1997., zahtijeva detaljnu analizu dotične epizode.²⁸

3.1.2. Implikacije i opcije politike

Regulacija sredstava za zajednička ulaganja može se opravdati iz tri razloga: zaštita potrošača, sustavni rizik i cjelovitost tržišta. Nekoliko regulatora vidi potrebu za strožom regulativom po prva dva od ova tri razloga. Veliki ulagači, po njihovom mišljenju, općenito se mogu sami snaći, a pitanja sistemskog rizika koja postavljaju hedge fondovi, iako zabrinjavajuća, smatraju se uglavnom pod kontrolom postojećih regulatornih mjera.

Ovo ostavlja integritet tržišta. Zabrinutost se javlja iz činjenice da hedge fondovi mogu dominirati ili manipulirati tržištima. U slučaju deviznog tržišta, zabrinutost da pojedinačni trgovci ne bi trebali dominirati ili manipulirati tržištem odražava želju vlasti za autonomijom u provođenju makroekonomske politike i izolacijom od tržišnih pritisaka. To odražava strah da bi veliki trgovci mogli potaknuti krizu koja samovoljno pomiče gospodarstvo iz "dobre" u "lošu" ravnotežu.²⁹

Ograničene mjere za jačanje nadzora, regulacije i transparentnosti tržišta mogle bi se razmotriti za rješavanje ove zabrinutosti. Bilo bi moguće, na primjer, ojačati i replicirati na drugim tržištima mehanizme izvješćivanja velikih trgovaca i pozicija koji postoje u zemljama poput Sjedinjenih Američkih Država kao način da se operacije hedge fondova učine transparentnijim. Bilo bi moguće ograničiti sposobnost hedge fondova i drugih investitora da zauzmu pozicije na financijskim tržištima zahtijevajući od banaka i brokera da povećaju

²⁸ Eichengreen, B., Mathieson, Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy, 2004: 2-20

²⁹ Ibid.

zahtjeve za maržom i kolateralom. Slično tome, bilo bi moguće ograničiti sposobnost hedge fondova da zauzmu kratke pozicije na valutnim tržištima ograničavanjem mogućnosti financijskih institucija da posuđuju domaću imovinu nerezidentima.

Međutim, analiza koja slijedi ne ukazuje na jak argument za nadzorne i regulatorne mjere kao što su ove usmjerene posebno na hedge fondove. Hedge fondovi su, na kraju krajeva, samo jedan dio plejade institucionalnih investitora aktivnih na međunarodnim financijskim tržištima. Analiza sugerira da je najvažnija radnja koju kreatori politika mogu poduzeti kako bi zaštitili svoja gospodarstva od neugodnih tržišnih kretanja izbjegavanje ponude jednosmjernih oklada u obliku nekonzistentnih politika i neobranjivih tečajnih veza. Moraju usvojiti politike koje drže njihova gospodarstva podalje od "zone ranjivosti" gdje se mogu pojaviti višestruke ravnoteže i samoispunjujući špekulativni napadi. Moraju ojačati sposobnost klirinških, namirenih i platnih sustava da izdrže volatilnost cijena imovine.³⁰

3.2. Industrija hedge fondova

Hedge fondovi su privatni investicijski fondovi. U Sjedinjenim Američkim Državama obično nude svoje dionice u privatnim plasmanima i imaju manje od 100 ulagača visoke neto vrijednosti koji mogu iskoristiti izuzeća od propisa prema Zakonu o vrijednosnim papirima iz 1933., Zakonu o burzi vrijednosnih papira iz 1934. i Zakonu o investicijskim društvima iz 1940. Njima se upravlja na temelju naknade za učinak; obično se menadžment nagrađuje s 1% naknade za upravljanje i 20% dobiti, iako se naknade za upravljanje i ulaganja razlikuju. Većina fondova zahtijeva od dioničara da unaprijed obavijeste ako žele povući sredstva: obavijest može varirati od 30 dana za fondove s likvidnijim ulaganjima do tri godine za ostale fondove.³¹

3.2.1. Nejasna linija između hedge fondova i drugih institucionalnih investitora

Drugi temeljni problem s definiranjem i opisom hedge fondova je taj što drugi investitori sudjeluju u mnogim istim praksama. Individualni ulagači i određeni njihovi partneri, institucionalni ulagači, kupuju dionice uz maržu. Komercijalne banke koriste polugu u smislu

³⁰ Caldwell, Ted, 1995, "Introduction: The Model for Superior Performance," in *Hedge Funds: Investment and Portfolio Strategies for the Institutional Investor* ed. by Jess Lederman and Robert A. Klein (New York: McGraw-Hill).

³¹ Eichengreen, B., Mathieson, *Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy*, 2004: 2-20

da je bankarski sustav s djelomičnom rezervom skupina financijskih institucija s polugom čija su ukupna sredstva i obveze nekoliko puta veći od njihovog kapitala. Vlasnički trgovački stolovi komercijalnih i investicijskih banaka zauzimaju pozicije, kupuju i prodaju derivate i mijenjaju svoje portfelje na isti način kao i hedge fondovi. Otvoreni investicijski fondovi, osiguravajuća društva i sveučilišne zaklade među najvažnijim su ulagačima u hedge fondove.

Zbog svih ovih razloga, svaka granica između hedge fondova i drugih institucionalnih ulagača sve je više proizvoljna.³²

3.2.2. Pogled unatrag

Investicijska partnerstva postoje koliko i financijska tržišta. Partnerstva poznata kao hedge fondovi, naziv skovan 1950-ih, izvorno su privukla ulagače kombinirajući dva alata ulaganja: kratke prodaje i poluge. Kratka prodaja uključuje posuđivanje vrijednosnog papira i njegovu prodaju u iščekivanju mogućnosti otkupa po nižoj cijeni na tržištu, u trenutku ili prije vremena kada se mora vratiti zajmodavcu. Poluga je praksa korištenja posuđenih sredstava, poduzeća s financijskim utjecajem stoga imaju visoke omjere duga i kapitala. I kratka prodaja i utjecaj poluge smatraju se rizičnima kada se prakticiraju zasebno. Izvorni hedge fond, Jones Hedge Fund koji je osnovao sociolog i financijski novinar Alfred Winslow Jones 1949.g.

Jonesov je uvid bio da spajanje duge izloženosti s kratkom prodajom drugih vrijednosnih papira koje su izdale tvrtke u istim sektorima može izolirati (ili "zaštititi") povrate na portfelj od tržišnih fluktuacija. Izvedba "unutar zaštite" bi stoga ovisila o odabiru dionica, a ne o smjeru tržišta. Koristeći polugu, Jonesov fond je povećao utjecaj razlika u uspješnosti između dionica u kojima je bio dug i dionica u kojima je bio kratak. Jonesov fond, kao i drugi koji su kasnije usvojili njegovu strategiju, organiziran je kao ograničeno partnerstvo (od 1952.). Jones je upraviteljevu poticajnu naknadu postavio u funkciju dobiti (u njegovom slučaju, 20% ostvarene dobiti) i pristao zadržati vlastiti investicijski kapital u fondu (osiguravajući da njegovi poticaji i poticaji njegovih ulagača budu usklađeni).

Hedge fondovi su se umnožili u 1966.-68., kako je burza rasla, a Jonesov fond stekao povoljan

³² Shahab, H., 2009, Hedge Funds and the Financial Crisis, New York Law School Legal Studies Research Paper Series 09/10 #31

publicitet. Istraživanje SEC-a iz 1968. nabrojalo je 215 investicijskih partnerstava, od kojih je 140 bilo kategorizirano kao hedge fondovi, od kojih je većina osnovana te iste godine. Ti su se fondovi koncentrirali na ulaganja u dionice poduzeća. S tržištem u uzlaznom trendu, upravitelji hedge fondova više su se oslanjali na polugu nego na kratke prodaje. To ih je učinilo ranjivima na prošireni pad tržišta koji je započeo krajem 1968. Prema jednoj procjeni, imovina kojom upravlja 28 najvećih hedge fondova smanjila se za 70% do kraja 1970. Pet od tih 28 velikih fondova ugasilo se, a manji fondovi gase se još bržim tempom.

Oni hedge fondovi koji su preživjeli i novi sudionici u industriji doživjeli su obnovljenu popularnost 1980-ih. Njihovo oživljavanje bilo je povezano s financijskom liberalizacijom koja je otvorila nove mogućnosti ulaganja, potičući menadžere da izgrade međunarodno raznolike portfelje državnih obveznica, valuta i druge imovine. Hedge fondovi postali su osobito moderni počevši od 1986. godine, godine povoljnih komentara u tisku o Tiger Fundu (i njegovom offshore partneru, Jaguar Fundu), koji je 1985. ostvario visoke povrate na "globalnu makro igru" koja je uključivala veliko ulaganje u stranoj valuti.³³

3.2.3. Kvantitativne dimenzije

Ne postoje pouzdane procjene broja hedge fondova i vrijednosti kapitala hedge fondova. Komercijalne službe koje izvješćuju o hedge fondovima za informacije se oslanjaju na upravitelje fondova. To može povećati prosječne povrate, budući da je najmanje vjerojatno da će menadžeri s najgorim rezultatima pružiti informacije. Novija, manja sredstva mogu se pokupiti samo s odmakom. Procjene kapitala hedge fondova mogu patiti od dvostrukog računanja utoliko što neke komercijalne usluge kombiniraju podatke za fondove fondova (hedge fondovi koji ulažu u druge hedge fondove) s drugim kategorijama.³⁴

Prije svega, tu je problem koga uključiti ? Treba li uključiti pojedince ili obiteljske grupe koje zauzimaju visoke položaje? Treba li uključiti ograničena partnerstva ili društva s ograničenom odgovornošću koja prvenstveno ulažu u imovinu koja nije javan vrijednosni papir i financijske izvedenice ili koja ne koriste financijsku polugu ili kratku prodaju? Treba li uključiti terminski upravljane fondove, koji ograničavaju svoje aktivnosti na tržišta terminskih ugovora? Razlike

³³ Shahab, H., 2009, Hedge Funds and the Financial Crisis, New York Law School Legal Studies Research Paper Series 09/10 #31

³⁴ Ibid.

u tome kako različite komercijalne usluge odgovaraju na ova pitanja pomažu objasniti njihove vrlo različite procjene ukupnog broja hedge fondova i kapitala hedge fondova pod upravljanjem.

Ipak, korisno je vidjeti, koliko daleko nam dostupni podaci dopuštaju. Koristila sam podatke tvrtke Managed Account Reports Inc. (Mar/Hedge), koja primjenjuje jednu od konzervativnijih definicija industrije hedge fondova. Podaci za američke i offshore fondove korišteni su za generiranje tablica u nastavku, koje prikazuju sedam stilova ulaganja dostupnih u bazi podataka i kategoriju fondovi fondova. Budući da tretiranje ove posljednje kategorije simetrično s ostalima može dovesti do dvostrukog brojanja, ukupni zbrojevi se prikazuju i uključujući i isključujući fondove fondova. Rezultirajuće procjene broja fondova (Tablica 2.) iznose više od 1.100 u 1997. godini, od čega su približno jedna četvrtina fondovi fondova. Odgovarajuće procjene kapitala (tablica 3) iznose nešto manje od 110 milijardi američkih dolara uključujući fondove fondova i 90 milijardi američkih dolara isključujući ih. Od ovih ukupno 90 milijardi američkih dolara, 30 milijardi američkih dolara je u rukama makro fondova, 31 milijarda američkih dolara u rukama globalnih fondova.

Tablica 2. Hedge fondovi: Broj fondova prema stilu ulaganja

	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Globalno	1	9	40	61	90	127	191	248	334	404
Makro	0	3	13	14	19	28	34	40	50	61
Market neutral	0	5	18	22	40	64	93	123	159	201
Pokrenut događajima	0	2	17	21	22	39	48	73	95	120
Sektor	0	0	1	1	2	6	10	16	23	40

Skraćene prodaje	0	0	6	6	7	8	10	10	11	12
Samo duge	0	0	0	0	2	5	6	7	11	15
Fond sredstava	0	4	32	45	63	84	134	181	221	262
Globalno	100	50	42	49	49	46	49	48	49	47
Makro	0	11	14	11	10	10	9	8	7	7
Market neutral	0	28	19	18	22	23	24	24	23	24
Vođen događajem	0	11	18	17	12	14	12	14	14	14
Sektor	0	0	1	1	1	2	3	3	3	5
Kratke prodaje	0	0	6	5	4	3	3	2	2	1
Samo duge	0	0	0	0	1	2	2	1	2	2
Ukupno	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Izvor: obrada autora prema: Managed Account Reports Inc. (Mar/Hedge)

Napomene: Globalno- uloženo u tržišta u razvoju i druge specifične regije svijeta.

Makro- zauzeti stavovi o promjenama u globalnim ekonomskim uvjetima.

Tržišno neutralan- pokušaj smanjenja tržišnog rizika preuzimanjem izravnanja dugih i kratkih pozicija.

Potaknuti događajima- pokušaj kapitalizacije događaja koji se smatraju posebnim situacijama.

Sektor- fokus na industriju.

Kratke prodaje- posudba vrijednosnih papira za koje je procijenjeno da su "precijenjeni" od strane brokera da bi se prodavali na tržištu, nadajući se da će ih otkupiti po nižoj cijeni kada otplate brokeru.

Samo dugo- tradicionalni dionički fondovi strukturirani poput hedge fondova.

Fond fondova- podijeljen portfelj ulaganja između brojnih hedge fondova.

¹Na kraju razdoblja.

²Isključujući fond fondova.

Tablica 3. Hedge fondovi: Imovina pod upravljanjem prema Investment Style1 Global

	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Globalno	193	517	1.288	2.238	3.945	6.573	12.149	14.931	20.401	30.862
Makro	0	0	4.700	6.827	9.396	18.930	20.165	18.807	25.510	29.759
Market neutral	0	78	683	925	1.671	3.375	4.720	5.707	10.317	17.970
Pokrenut događajima	0	29	379	550	784	1.750	2.886	3.827	5.574	8.602
Sektor	0	0	2	3	8	48	107	187	691	1.752
Skraćene prodaje	0	0	187	239	226	244	403	432	488	538

Samo duge	0	0	0	0	14	30	44	85	180	376
Fond sredstava	0	180	1.339	1.904	3.075	6.468	8.167	9.416	13.163	19.717
Globalno	100	83	18	21	25	21	30	34	32	34
Makro	0	0	65	63	59	61	50	43	40	33
Market neutral	0	12	9	9	10	11	12	13	16	20
Vođen događajem	0	5	5	5	5	6	7	9	9	10
Sektor	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2
Kratke prodaje	0	0	3	2	1	1	1	1	1	1
Samo duge	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ukupno	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Izvor: obrada autora prema: Managed Account Reports Inc. (Mar/Hedge)

Napomena: za definicije, vidi bilješke uz tablicu 2.

¹Razdoblje pohađanja.

²Isključujući fond fondova.

³Udio sredstava kanaliziranih kroz fond sredstava.

Iako postoje dobri razlozi za mišljenje da ovi podaci, temeljeni na relativno uskoj definiciji svijeta hedge fondova, daju nižu granicu veličine industrije, nema sumnje o implikaciji, naime, da kapital hedge fondova blijedi u usporedbi s kapitalom drugih institucionalnih investitora. Na zrelim tržištima imovina institucionalnih investitora premašuje 20 trilijuna američkih dolara. Štoviše, ti drugi institucionalni investitori sudjeluju u mnogim istim praksama kao i hedge fondovi. To stvara sumnju da hedge fondovi mogu dominirati ili potisnuti određena tržišta u većini okolnosti.³⁵

Tablica 4 prikazuje povrate kapitala hedge fondova prema izvještajima Mar/Hedge. Makro fondovi (oni koji se klade odozgo prema dolje na temelju makroekonomskih uvjeta) ističu se: od 1990. godine, u prosjeku, povrati ove kategorije hedge fondova premašuju one na Standard and Poor's 500 (S&P 500) i JP Morgan State Bond Index. U prosjeku, sektorski fondovi, fondovi vođeni događajima (koji kapitaliziraju posebne situacije poput mogućeg spajanja ili akvizicije) i globalni fondovi (koji slijede strategije odabira dionica odozdo prema gore) također nadmašuju S&P 500 od 1990.

Tablica 4. *Prinosi, volatilnost i prinosi prilagođeni riziku prema stilu ulaganja (u %)*

	1990-91	1992-93	1994-95	1996-97	1990-97
Složeni godišnji prinosi prema stilu ulaganja					
Globalno	13.2	27.7	9.1	21.7	17.7
Makro	45.5	31.7	11.1	26.5	28.1
Market	5.1	8.7	7.3	13.6	8.6

³⁵ Eichengreen, B., Mathieson, Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy, 2004: 2-20

neutral					
Vođen događajem	17.3	28.5	10.1	20.5	18.9
Sektor	30.2	27.6	18.0	43.9	29.6
Kratke prodaje	3.2	8.1.	8.9	7.8	7.0
Samo duga			24.6	30.0	
Fond sredstava	13.8	21.8	3.5	18.7	14.2
J.P. Morgan GBI	11.5.	8.5	6.6	6.3	8.2
S&P 500	10.8	8.6	17.4	26.7	15.7
Standardna devijacija mjesečnog povrata investicijskog stila					
Globalno	3.5	1.8	2.5	2.7	2.7
Makro	5.5	5.6	3.2	4.0	4.7
Market neutral	0.6	0.4	0.7	0.3	0.6

Vođen događajem	2.1	1.5	1.4	1.5	1.7
Sektor	5.1	3.4	2.8	6.3	4.6
Kratke prodaje	5.1	3.0	4.0	5.3	4.4
Samo duga			4.4	4.5	
Fond sredstava	1.3	1.5	1.8	2.0	1.7
J.P. Morgan GBI	1.1	1.1	1.3	1.2	1.2
S&P 500	5.0	1.9	2.7	3.8	3.5
Godišnji prinosi prilagođeni riziku investicijskog stila					
Globalno	1.1	4.5	1.1	2.3	1.9
Makro	2.4	1.6	1.0	1.9	1.7
Market neutral	2.3	6.0	3.1	12.3	4.3

Vođen događajem	2.3	5.3	2.1	4.0	3.2
Sektor	1.7	2.4	1.9	2.0	1.9
Kratke prodaje	0.2	0.8	0.6	0.4	0.5
Samo duga			1.6	1.9	
Fond sredstava	3.0	4.3	0.6	2.7	2.4
J.P. Morgan GBI	3.0	2.2	1.5	1.6	2.0
S&P 500	0.6	1.3	1.9	2.0	1.3

Izvor: obrada autora prema: Managed Account Reports Inc. (Mar/Hedge)

Napomena: Za definicije, pogledati bilješke uz tablicu 2.

Stopa povrata prilagođena riziku izračunava se kao omjer prosječnog godišnjeg složenog povrata podijeljenog s godišnjom volatilnošću (standardna devijacija).

Raspon i brzine i kretanja cijena iskazana kroz volatilnost kategorija pokrenutih događajima, globalnih, tržišno neutralnih i kategorija fondova manja je od one za S&P 500 (Tablica 4). S druge strane, sektorski i makro fondovi bili su volatilniji od S&P 500, ali su njihovi povrati povoljni u usporedbi s S&P 500 nakon prilagodbe za rizik. Dobro poznati tržišni trendovi objašnjavaju varijacije u prinosima i volatilnosti tijekom vremena: na primjer, prinosi hedge fondovima specijaliziranim za kratke prodaje pali su s porastom cijena dionica u SAD-u nakon 1993., dok su makrofondovi doživjeli razočaravajuće prinose 1994. uglavnom zbog turbulencija na tržištu obveznica te godine. Postoje dva moguća tumačenja zašto hedge fondovi donose veće povrate od drugih sredstava ulaganja. Jedan je da su hedge fondovi

jednostavno spremni preuzeti veći rizik. Drugi je taj da hedge fondovi mogu ponuditi privlačnije pakete rizika i povrata jer su slobodniji od, recimo, otvorenih investicijskih fondova za kratkoročno kao i dugoročno. Podaci pružaju barem neku potporu za drugo tumačenje.³⁶

3.2.4. Korištenje financijske poluge i izvedenica

Neki dugo etablirani makrofondovi smatraju naknade za složene izvedenice previsokim i malo ih koriste. Oni smatraju da je moguće isplativije zauzeti pozicije u očekivanju velikih tržišnih pomaka korištenjem "običnih" terminskih i terminskih ugovora. Neki noviji makro fondovi, međutim, slijede specijaliziranije strategije trgovanja koristeći barem neke složene izvedene vrijednosne papire. Fondovi relativne vrijednosti također su skloni korištenju izvedenica utoliko što je njihova temeljna aktivnost traženje krivo procijenjenih vrijednosnih papira, koji sami mogu biti skriveni unutar složenih izvedenica koje kombiniraju nekoliko temeljnih sredstava.

Hedge fondovi dobivaju polugu kupnjom vrijednosnih papira uz maržu, davanjem kolaterala i/ili korištenjem kolateraliziranog posuđivanja na repo tržištima. Stoga je njihova upotreba financijske poluge u korelaciji s mješavinom imovine u njihovim portfeljima, pri čemu oni koji koriste arbitražu vrijednosnih papira trezora SAD-a obično imaju veću financijsku polugu od onih koji zauzimaju duge pozicije na tržištima dionica u nastajanju. U praksi, ni hedge fondovi ni oni koji im daju kredit ne razmišljaju u smislu poluge; umjesto toga oni kontinuirano "testiraju stres" svoje portfelje, pokušavajući predvidjeti smanjenje koje će doći s 2 ili 3 standardna odstupanja tržišta.³⁷

Zbog toga je teško generalizirati korištenje poluge od strane hedge fondova. Van Hedge Fund Advisors procjenjuje da 70% hedge fondova koristi polugu, ali da samo 16% posuđuje više od jednog dolara za svaki dolar kapitala. Makro fondovi agresivnije koriste financijsku polugu: 83% makrofondova koje je ispitao Van Hedge Fund Advisors priznaje korištenje financijske poluge, a više od 30% posuđuje više od jednog dolara za svaki dolar kapitala. Neki fondovi

³⁶ Eichengreen, B., Mathieson, Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy, 2004: 2-20

³⁷ Eichengreen, B., Mathieson, Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy, 2004: 2-20

moгу naravno povećati svoj kapital mnogo više puta od ovoga. Tržišni sudionici sugeriraju da makrofondovi u prosjeku povećavaju svoj kapital četiri do sedam puta.³⁸

3.2.5. Pogled unaprijed

Većina sudionika na tržištu vidi rast industrije hedge fondova kao normalnu posljedicu financijskog razvoja. Individualni i institucionalni ulagači žele diversificirati svoje portfelje raznim ulaganjima koja imaju povrate koji nisu visoko povezani. Ovo sugerira da će sredstva ulaganja u stilu hedge fondova vjerojatno postati važnija u budućnosti. Doista, postojanje rastuće baze klijenata koji su voljni platiti naknade za uspješnost potiče ulazak neovisnih investicijskih menadžera, dok investicijske banke i kuće za vrijednosne papire sa svoje strane osnivaju slične hedge fondove kako bi iskoristili ime svoje marke. Kako broj i veličina tih brendiranih financijskih sredstava raste, crtu razgraničenja između hedge fondova i drugih institucionalnih ulagača postaje sve teže povući.³⁹

Neki komentatori sugeriraju da će ulazak i sazrijevanje značiti da će nadnormalni profiti koje neki ulagači u hedge fondove očekuju nestati. Hedge fondovi koji nude izvanredne profite morat će preuzeti izvanredne rizike.

3.2.6. Hedge fondovi u doba krize Covid-19

Hedge fondove se definiralo kao izrazito jake financijske igrače s velikom financijskom i gospodarskom snagom koji imaju ključnu ulogu u budućem preoblikovanju korporativnog i financijskog sektora. Svojim poslovanjem i aktivnostima koje pružaju hedge fondovi imaju sposobnost mobiliziranja milijardi dolara i eura, te time tradicionalno poslovanje čine sve manje konkurentnim. O važnosti hedge fondova na globalni financijski sustav svjedoče i podaci da su hedge fondovi već u 2006. godini pridonijeli 50 milijardi dolara u naknadama i kamatama na njujorškom Wall Streetu i u londonskom Cityju. Preko pola trgovine obveznicama u SAD kao i oko 40 % trgovine dionicama i 80 % trgovine podcijenjenim dugovanjima bilo je organizirano od strane hedge fondova. Prema projekcijama iz tih godina, za koje je iznimno teško dobiti točne podatke zbog netransparentnosti poslovanja fondova i

³⁸ Lian, B., (1998), On the performance of hedge funds, Case Western Reserve University, Cleveland, OH 44106

³⁹ Ibid.

činjenice da u tom vremenu nisu bili obvezni podnositi financijske izvještaje regulatornim tijelima, 1,5% ukupne svjetske imovine bilo je pod upravljanjem hedge fondova.⁴⁰

Jednako tako, u periodu od 1997. godine do 2006. godine došlo je i određenih promjena unutar strukture izvora kapitala kojima hedge fondovi raspolažu. Individualni investitori, koji posjeduje značajne iznose kapitala, zauzimaju najveći udjel kapitala u hedge fondovima u postotku, iako su se institucionalni investitori tijekom deset godina značajno približili individualnima. Mirovinski fondovi svoje su poslovanje udvostručili, a jednako tako i zaklade. Važan izvor svježeg i novog kapitala za hedge fondove postali su i drugi fondovi, odnosno fund of funds. Ono što je najuočljivije jest porast institucionalnih investitora u strukturi kapitala hedge fondova u SAD-u, što se također odražava i na svjetsko tržište. Projekcije koje su rađene spominjale su da će se do financijske krize 2008. godine udio institucionalnih investitora povećati do 60 %.⁴¹

Prema Jing, Li i Wang (2012) hedge fondovi su se pokazali pristupnim i značajnim na tržištima restrukturiranja i situacijama u kojima je bankrot poduzeća izvjestan. Prema analizi rađenoj od strane autora na temelju 474 studije slučaja unutar perioda od 1996. godine do 2006. godine, postoji jaka povezanost i korelacija između pristupnosti hedge fondova i uspjeha u izbjegavanju bankrota korporacija.

U 2015. godini imovina pod upravljanjem hedge fondova povećala na 2,97 trilijuna američkih dolara, u odnosu na 1990. godina kada je imovina iznosila 39 milijardi američkih dolara. Jednako tako, unutar istog perioda došlo do je povećanja samo broja aktivnih hedge fondova i to s 610 na preko 10000. Također, značajan porast se dogodio i u udjelu koji hedge fondovi imaju na dioničkom tržištu i to s 3% 2000. godine na 9% 2015. godine.⁴²

Pojava korona virusa i utjecaj kojim je pandemija zahvatila globalno tržište ostavili su iznimno jak i jednokratani učinak na hedge fond industriju. Također se pokazalo kako je tijekom pandemije Covid-19 većina industrije uspjela samo djelomično ostvariti svoj cilj, veći tržišni prinos u odnosu na rastuće tržište kapitala, ali su uspjeli zato služiti kao financijski

⁴⁰ (Mijatović & Špoljarić, 2011)

⁴¹ (Mijatović & Špoljarić, 2011)

⁴² (Agarwal, Mullally, & Naik, 2015)

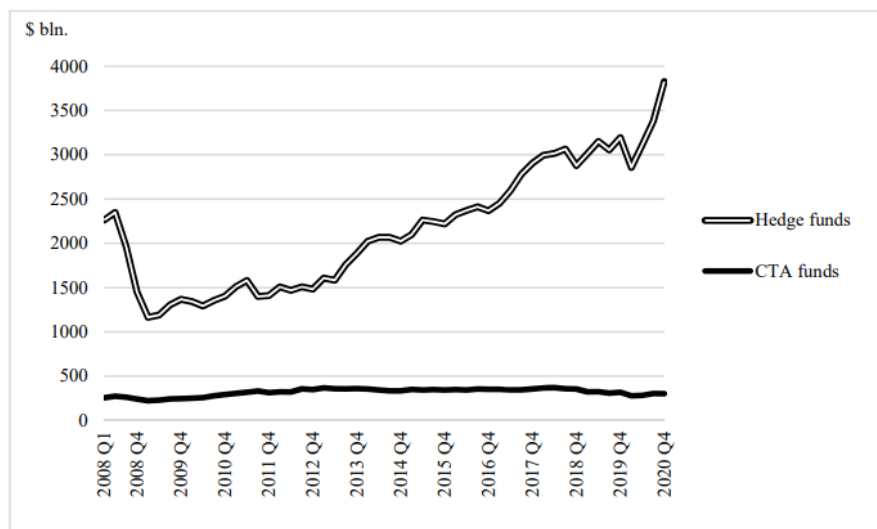
pružatelj zaštite od investicijskih rizika. Usporedbom raznih strategija, uz trenutno stabilno tržište spajanja i akvizicija, *Event driven risk arbitrage* strategija se pokazala kao jedna od najučinkovitijih, gdje je Sharpov omjer prije pandemije iznosio 0,3329, dok je za vrijeme pandemije iznosio 0,6638. Strategija *Emerging markets* je prije pandemije ostvarivala Sharpov omjer od 1,0215, dok je za vrijeme pandemije on iznosio 1,1791. Strategija Global macro prije pandemije je ostvarivala Sharpov omjer u iznosu od 1,6471, dok je za vrijeme pandemije on iznosio 0,7233. Strategija *Long/short equity* ostvarivala je Sharpov omjer u iznosu od 1,1683 prije pandemije, dok je za vrijeme pandemije omjer iznosio 0,7023. Strategija koja se pokazala kao najlošijom i najneprofitabilnijom jest strategija vezana uz obvezničko tržište (*Fixed income arbitrage*) zbog trenutne situacije gdje je obvezničko tržište iznimno precijenjeno, te se očekuje rast inflacije kod zemalja u razvoju. Sharpov omjer prije pandemije iznosio je 1,2564, dok je za vrijeme pandemije iznosio 0,6090.⁴³

⁴³ (Ganchev, 2022)

Po pitanju ekonomske i financijske snage, ukupna se imovina kojom upravljaju hedge fondovi procjenjuje na 4,128 trilijuna američkih dolara krajem 2020. godine. Međutim, krajem 2019. godine, došlo je do pojave pandemije, koja je izazvala urušavanje svjetskih gospodarstava, pri čemu se navodi kako su S&P500, FTSE 100 i Nikkei 225 ostvarili značajne gubitke od 30%, dok su europski CAC40 i DAX30 ostvarili pad od 38%. Ono što je zanimljivo istaknuti jest činjenica da je hedge fond industrija 2019. godinu završila s 3,512 američkih dolara što je rast od 8,64% u odnosu na početak 2019. godine, odnosno, povećanje od 153,33% u usporedbi s 2009. godinom. Tijekom ožujka 2020. godine došlo je do proglašenja lockdown-a u gotovo svim zemljama svijeta. U tom periodu ukupna imovina fondova pala je za 10,74%, što je ukupno iznosilo 3,135 trilijuna američkih dolara. Mjerama fiskalnih pomoći koje su donesene od strane državnih vlada i centralnih banaka, nastojalo se pomoći oporavku domaćeg gospodarstava, što je imalo povoljne rezultate na hedge fond industriju. Završetkom drugog kvartala 2020. godine imovina je već bila na 3,366 trilijuna američkih dolara, dok je završetkom trećeg kvartala 2020. godina iznosila 3,683 trilijuna američkih dolara. Četvrti kvartal 2020. godine ostvario je porast od 13,22% u odnosu na prethodni kvartal, čime se može zaključiti da su hedge fondovi bili pogođeni pandemijom jakim jednokratnim padom, koji je ubrzo kompenziran.⁴⁴

⁴⁴ (Ganchev, 2022)

Grafikon 1. Ekonomska i financijska snaga



Istraživanjem hedge fond industrije unutar nordijskih zemalja, a potaknuto upravo istraživanjem determinanti koje utječu na učinkovitost nordijskih hedge fondova uz menadžersku učinkovitost u vremenskom razdoblju od 2005. godine do 2018. godine, te jesu li konstruirani panel modeli, kao i Fung-Hsieh 8-faktorski modeli, ustanovilo se rezultatima istraživanja kako su nordijski hedge fondovi sposobni generirati pozitivne vrijednosti alfa koeficijenata tijekom kriznih razdoblja, te čak postizati vrijednosti koje su veće od ekonomski stabilnih razdoblja. Među najznačajnijim faktorima koji utječu na prinos nordijskih hedge fondova jesu faktori nacionalnih dioničkih i obvezničkih tržišta. Jednako tako, faktor likvidnosti se pokazao iznimnim, kao i faktor volatilnosti.⁴⁵

Pojavom financijskih kriza mogu se očekivati brojne nepovoljne tržišne okolnosti, između ostalog visoka volatilnost, rastuće kamatne stope na obveznice kao i pad vrijednosti dioničkog tržišta. Pojava pandemije nije samo izazvala gore spomenute uvjete, već je zbog uvođenja mjera socijalnog distanciranja ubrzala proces digitalizacije i automatiziranja poslovnih procesa. Autor navodi kako su konzultantske kompanije poput EY i KPMG sprovele tržišna istraživanja kojima je potvrđeno da su hedge fondovi postigli iznimne poslovne rezultate tijekom pandemije, te da su nadmašili planirane ciljeve. Veliki poticaj ovakvom rastu hedge

⁴⁵ (KOLISOVAS, GIRIŪNIENĖ, BALEŽENTIS, ŠTREIMIKIENĖ, & MORKŪNAS, 2022)

fondova se mora zahvaliti upravo navedenoj potrebi za digitalizacijom i tehnološkom opremljenošću, pri čemu se *Long/Short equity* strategija smatra najprofitabilnijom i najisplativijom.⁴⁶

Hedge fond industrija se početkom 2020. godina našla pod velikim nadzorom brojnih regulatora. Ono što je s početkom krize zaključeno jest činjenica da mogućnost tržišnog špekuliranja kratkim pozicijama može znatno produbiti financijsku krizu, što je dovelo do kratkotrajnog zabranjivanja korištenja kratke pozicije na burzama. Jednako tako, europski regulator ESMA inicirao je nekoliko prijedloga kojima bi se nastojalo povećati regulatorno izvještavanje hedge fondova, prikazivanje potpunih i točnih podataka o strankama uključenima u transakcije te poštivanje međunarodnog sporazuma. Također, od strane regulatornih tijela zahtijevana je primjena i uvođenje ESG standarda, gdje hedge fond industrija znatno zaostaje za ostalim fondovima, ali jedno tako treba gledati i tehnološke izazove s kojima se cijela industrija mora suočiti, a to su prije svega sustavna automatizacija procesa te uvođenje *cyberrisk* kontrola.⁴⁷

Ispitana je aktivnost hedge fondova na američkom tržištu trezorskih zapisa tijekom ožujka 2020. godine. Tijekom tog perioda prosječni prinos hedge fondova iznosio je -7%, te je došlo do smanjene izloženosti po *long* i *short* pozicijama za 20%.⁴⁸

Korištenjem dostupnih baza podataka, kao na primjer Lipper TASS i 13F filings, utvrđeno je kako je s početkom pandemije hedge fond industrija povećala svoj vlasnički udio u poduzećima s manjim financijskim ograničenjima, što uključuje velika poduzeća koja imaju manju financijsku polugu, te su profitabilnija. Jednako tako, hedge fondovi su povećali svoje vlasništvo u poduzećima koja imaju veći cjelokupni rizični profil (politički i nepolitički), i manji sentiment. Također, vlasništvo je povećano nad poduzećima koja pokazuju potencijal unutar raznih globalnih trendova, pa je tako fokus stavljen i na poduzeća unutar zdravstvenog sektora, sektora tehnologije, te sektora obrane i sigurnosti. Ovakva diverzifikacija vlasničkih

⁴⁶ (Mazzarella, 2021)

⁴⁷ (Mazzarella, 2021)

⁴⁸ (Krutli, Monin, Petrsek, & Watugala, 2021)

struktura ukazuje na činjenicu da hedge fondovi i dalje svoja ulaganja baziraju na rizičnijim projektima, koji prilikom svoje realizacije, donose iznadprosječne prinose.⁴⁹

Ispitivanjem dva povezana izazova koja se tiču hedge fond industrije Sjeverne Amerike, a to su sposobnost *market timing* kroz 8 strategija koje su na raspolaganju hedge fond menadžerima te kratkotrajni i dugotrajni učinci američkog dioničkog i obvezničkog tržišta na performanse hedge fond industrije prilikom Covid-19 pandemije, rezultatima je utvrđeno kako nema značajnog utjecaja *market timing*-a tijekom pandemije, no utvrđeno je postojanje učinka pandemije na performanse fond menadžera, izuzev *Managed Futures* i *Relative Value* strategija. Nadalje, utvrđeno je da dugoročni učinci dioničkog tržišta, uzrokovani Covid-19 pandemijom, mogu značajno utjecati na hedge fond industriju, dok su učinci obvezničkog tržišta samo kratkoročni.⁵⁰

Ispitivanjem povezanost aktivističkih hedge fondova i smanjenja broja zaposlenih nakon akvizicije poduzeća kao i operativne učinkovitosti utvrdila se činjenica da je prisutnost aktivizma u hedge fondovima povezana s lošijom operativnom učinkovitošću, kao i smanjenjem ukupne radne produktivnosti.⁵¹

⁴⁹ (Samarbakhsh & Singh, 2020)

⁵⁰ (Khelifa, Urom, Guesmi, & Benkraiem, 2022)

⁵¹ (Kuvandikov, Pendleton, & Goergen, 2022)

4. HEDGE FONDOVI I TRŽIŠNA DINAMIKA

Ovaj odjeljak opisuje temeljna načela investicijskih strategija makro hedge fondova koji su najaktivniji na valutnim tržištima. Nadovezujući se na ovu analizu, razmatra se mogućnost da hedge fondovi igraju posebnu ulogu u ponašanju stada koje ponekad može karakterizirati ta tržišta. Analizira neke institucionalne argumente zašto je manje vjerojatno da će se hedge fondovi od drugih institucionalnih ulagača uključiti u trgovanje s pozitivnim povratnim informacijama koje pojačava volatilitnost tržišta.

4.1. Investicijske strategije

Raznolikost strategija ulaganja koja je ključna karakteristika industrije hedge fondova primjenjuje se čak i unutar potkategorije makro hedge fondova koji se bave analizom tržišta "odozgo prema dolje" i najvjerojatnije će zauzeti velike pozicije na valutnim tržištima. Uz to, moguće je ukazati na nekoliko zajedničkih karakteristika strategija koje koriste upravitelji tih fondova.⁵²

Prvo, upravitelji makrofondova nastoje identificirati tržište u kojima su makroekonomski temelji daleko izvan linije, tako da će promjene u cijenama imovine (i povezanoj dobiti) biti velike kada se konačno dogode. Ulagači su svjesni da makrofondovi preuzimaju znatan rizik, a zauzvrat očekuju značajne povrate. Menadžeri stoga imaju poticaj identificirati slučajeve u kojima predviđaju velike promjene u cijenama imovine. Drugo, menadžere posebno privlače ulaganja kod kojih je rizik velikih gubitaka kapitala zapravo ravan nuli - na primjer, tečaj koji može biti devalviran, ali ni pod kojim okolnostima neće biti revaloriziran. To objašnjava njihov fokus na zemlje s valutnom vezanošću.

Treće, hedge fondovi će najvjerojatnije zauzeti velike pozicije kada su troškovi financiranja niski. Jeftino financiranje omogućuje im da zauzmu i zadrže položaj čak i kada nisu sigurni u vrijeme događaja. Na primjer, mogu očekivati devalvaciju tržišta sa značajnom vjerojatnošću, ali nisu sigurni oko datuma. Kada je financiranje jeftino, mogu zauzeti i zadržati poziciju u odnosu na tu valutu bez pretjerane brige o trošku.

⁵² Lian, B., (1998), On the performance of hedge funds, Case Western Reserve University, Cleveland, OH 44106

Četvrto, upravitelje hedge fondova privlače likvidna tržišta, gdje mogu obavljati velike trgovine po niskoj cijeni. Morati platiti stotinu baznih bodova prilikom postavljanja pozicije i još stotinu baznih bodova pri preuzimanju može izbrisati inače atraktivnu priliku za zaradu i neutralizirati prednosti jeftinog financiranja. Osobito na tržištima u razvoju, ograničena likvidnost i ograničena veličina prihvaćenih poslova mogu ograničiti sposobnost hedge fondova i drugih ulagača da izgrade pozicije. Banka koja je druga ugovorna strana u takvim transakcijama obično bi ograničila njihovu veličinu zbog poteškoća s njihovim istovarom. Štoviše, tamo gdje vlada ima uspostavljenu kontrolu kapitala ili ograničava sposobnost domaćih banaka da posluju s drugim ugovornim stranama u inozemstvu, hedge fondovima može biti teže zauzeti pozicije nego komercijalnim i investicijskim bankama koje posluju i u inozemstvu i na domaćem tržištu. Konačno, menadžeri su oprezni da ih se identificira kao one s druge strane transakcija vlade ili središnje banke zbog straha od ekonomske odmazde ili političke odmazde. Anonimnost je posebno teško održati na manjim, manje likvidnim tržištima.⁵³

4.2. Stada i tržišna dinamika

Jedna popularna generalizacija je da su hedge fondovi okretni i brzi. Njihovi menadžeri imaju reputaciju oštroumnosti. Glasine da hedge fondovi zauzimaju poziciju mogu stoga potaknuti druge ulagače da ih slijede. Transakcije hedge fondova, osobito kada su velike, neće promaknuti pozornosti drugih ulagača. Stoga hedge fondovi mogu poslužiti kao vodeći kormilari kada financijsko krdo krene. Nedavna teorijska literatura u kojoj devizna tržišta karakteriziraju višestruke ravnoteže sugerira da takvi "glavni upravljači" mogu biti važni. U tim modelima oni mogu izazvati krizu na dva načina. Prvo, oni sami mogu poduzeti količinu prodaje dovoljnu da podignu kamatne stope na razine koje vlasti smatraju neprihvatljivo visokim, što ih navodi da napuste tečajnu vezanost koju bi inače bili spremni održati. Drugo, mogu služiti kao vođe koje drugi manji trgovci slijede. U ovom slučaju bit će nepotrebno da veliki trgovci stvarno zauzmu velike pozicije, samo da bi signalizirali svoju namjeru da to učine. Ovaj mehanizam je u skladu s modelima stada na deviznim tržištima.

⁵³ Eichengreen, B., Mathieson, Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy, 2004: 2-20

Uz to, također postoji razlog za skeptičnost da su hedge fondovi uvijek predvodnici tržišnih poteza. Hedge fondovi imaju niske režijske troškove; malo osoblja može značiti da imaju ograničen kapacitet za praćenje uvjeta istovremeno na mnogim tržištima. Mnogi su korisnici, a ne proizvođači informacija (oslanjajući se na publikacije, među ostalim, MMF-a). U onoj mjeri u kojoj drugi institucionalni ulagači imaju bolji pristup informacijama i opsežniju istraživačku sposobnost, hedge fondovi mogu slijediti njihov primjer.

Sustavni dokazi o tim odnosima su oskudni. Jedna relevantna studija su Wei i Kim (1997)⁵⁴, koji analiziraju korelaciju između pozicija velikih trgovaca devizama (uključujući komercijalne banke i druge financijske subjekte) i naknadnih promjena tečaja, ne nalazeći nikakve dokaze povezanosti. Oni zaključuju da to baca sumnju na pretpostavku da veliki sudionici poput hedge fondova imaju bolje informacije o budućim kretanjima tečaja ili su na neki drugi način sposobniji predvidjeti kretanja na tržištu.

Još jedna relevantna studija je Kodres i Pritsker (1997)⁵⁵, koji analiziraju podatke koje Komisiji za trgovinu robnim ročnicama dostavljaju brokeri, komercijalne banke, strane banke, hedge fondovi, osiguravajuća društva, otvoreni investicijski fondovi, mirovinski fondovi, te štednja i zajmovi koji uzimaju velike pozicije na terminskim tržištima. Autori tvrde da je stado unutar različitih skupina institucionalnih ulagača statistički značajno za neke, ali ne i za sve terminske ugovore, otprilike ne više od 13%, a u većini slučajeva manje od 5%, ukupnih promjena pozicija među velikim sudionicima. Utvrđeno je da se hedge fondovi međusobno okupljaju u ugovoru o indeksu S&P 500 i tromjesečnom ugovoru o eurodolarima. Manja sredstva otkrivena su kao spajanje s većima u ugovoru za japanski jen i ugovoru za indeks S&P 500.

4.3. Trgovanje povratnim informacijama

Iako hedge fondovi imaju fleksibilnost zauzeti kratke pozicije, oni također mogu biti prvi koji će zauzeti duge pozicije u valutama koje su deprecirale uslijed špekulativnog napada, osiguravajući prijeko potrebnu likvidnost nelikvidnim tržištima i pomažući valuti da uspostavi

⁵⁴ Wei, Shang-jin, and Jungshik Kim, 1997, "The Big Players in the Foreign Exchange Market: Do they Trade

⁵⁵ Kodres, Laura E., and Matthew Pritsker, 1997, "Directionally-Similar Position Taking and Herding by Large Futures Market Participants" (unpublished; Washington: International Monetary Fund and Board of Governors of the Federal Reserve System).

stabilnost. Očekivanja od strane njihovih klijenata da će hedge fondovi ostvariti iznad normalne prinose će, pri ostalim jednakim stvarima, obeshrabriti upravitelje da kupuju istu imovinu koju kupuju drugi ulagači ili da istu imovinu istovaruju drugi ulagači u kratkom roku, budući da će cijena te imovine već odražavati poteze drugih. Stoga, dok upravitelji makrofondova traže fundamentalno precijenjene valute u odnosu na koje bi mogli kupiti kratko, oni također traže valute koje su nedavno deprecirale i kojima se trguje po cijenama nižim od onih koje opravdavaju osnove s ciljem da ih kupe nakon povrata. U tom smislu oni mogu funkcionirati kao "stabilizirajući špekulanti".

Postoje neki dokazi u skladu s ovim gledištem. Kodres i Pritsker (1997.)⁵⁶ nalaze da hedge fondovi, a posebno veliki hedge fondovi, imaju tendenciju trgovanja s negativnim povratnim informacijama, to jest, njihove trenutačne promjene položaja negativno ovise o prošlim promjenama cijena. Kupuju kad cijene padaju, a prodaju kad cijene rastu, što bi, uz ostale jednake stvari, trebalo stabilizirati tržišta.

Postoje dva razloga za mišljenje da bi hedge fondovi mogli biti manje skloni od drugih ulagača strategijama trgovanja s "pozitivnim povratnim informacijama" koje pojačavaju tržišne poteze. Prvo, hedge fondovi, za razliku od otvorenih investicijskih fondova, nisu vezani svojim prospektima da ulažu priljeve sredstava na isti način kao postojeći kapital. Otvoreni investicijski fond koji ima visoke prinose može privući nove ulagače i biti vezan svojim prospektom da kupi još imovine koja je nedavno procijenjena; hedge fondovi imaju više fleksibilnosti.

⁵⁶ Kodres, Laura E., and Matthew Pritsker, 1997, "Directionally-Similar Position Taking and Herding by Large Futures Market Participants" (unpublished; Washington: International Monetary Fund and Board of Governors of the Federal Reserve System).

Drugo, drugi institucionalni ulagači mogu biti prisiljeni likvidirati sve slabije pozicije kako bi prodali na tržištu koje pada. Ostali institucionalni ulagači mogu biti prisiljeni smanjiti svoje gubitke svojim internim kontrolama. Otvoreni investicijski fond koji ostvaruje gubitke može pretrpjeti povlačenja. Upravitelj uzajamnog fonda koji dopušta porast gubitaka u iščekivanju naknadnog preokreta može se naći kao bivši upravitelj uzajamnog fonda prije nego što dođe do preokreta, stvarajući razumljivu nevoljkost da se prepusti poziciji. Hedge fondovi lakše se nose s tim fluktuacijama jer su njihovi ulagači zaključani kroz znatna razdoblja i jer neki imaju kreditne linije koje mogu povući kada se od njih zatraži dodatna marža ili kolateral.⁵⁷

4.4. Nadzor i regulacija

Propisi koji utječu na mehanizme kolektivnog ulaganja kao što su hedge fondovi spadaju u tri naslova: oni koji su motivirani pitanjima zaštite ulagača, oni koji se odnose na pitanja integriteta tržišta i oni koji se odnose na pitanja sistemskog rizika.

Prva kategorija propisa usmjerena je na osiguravanje da mali ulagači dobiju odgovarajuće informacije o rizicima svojih ulaganja. Budući da je sudjelovanje u hedge fondovima obično ograničeno na bogate pojedince i institucije, hedge fondovi općenito su izuzeti od propisa donesenih na toj osnovi. Propisi koji pokrivaju pitanja cjelovitosti tržišta osmišljeni su kako bi se osigurali jednaki uvjeti za sve sudionike na tržištu. Obično se ovi propisi (ograničenja insajderskog trgovanja, ograničenja pozicija, prioriteta izvršenja naloga, ograničenja mogućnosti "zaokreta" ili "stisnuća" tržišta i tako dalje) primjenjuju na sve sudionike, uključujući hedge fondove. Većina zahtjeva za izvješćivanje o transakcijama i velikim pozicijama služi zaštiti integriteta tržišta, uvjeravanjem svih sudionika da će vlasti promatrati (i kazniti) one s nedopuštenim utjecajem na određenim tržištima, kao i pratiti sistemski rizik.⁵⁸

⁵⁷ Eichengreen, B., Mathieson, Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy, 2004: 2-20

⁵⁸ Ibid.

Sistemska rizik također je ograničen bonitetnim propisima za velike institucije, obično banke, brokere i druge financijske posrednike, koji su osmišljeni kako bi osigurali da adekvatno nadziru i upravljaju svojom izloženosti prema drugim ugovornim stranama i da ne daju kredit nepromišljeno. Hedge fondovi uključeni su među relevantne druge ugovorne strane, a čini se da su regulatori općenito zadovoljni obzirom da ne predstavljaju posebne probleme sistemskog rizika.

4.4.1. Zaštita investitora

Do sada su hedge fondovi osnivani na način koji je općenito zadovoljio regulatore te gdje nema razloga za zaštitu ulagača za intenzivniju regulaciju. U Sjedinjenim Američkim Državama hedge fondovi izuzeti su od većine propisa o zaštiti ulagača ako prihvaćaju ulaganja samo od ovlaštenih ulagača koji se sastoje od institucionalnih ulagača, tvrtki ili pojedinaca visoke neto vrijednosti koji se mogu "sami snaći". Oni nude svoje vrijednosne papire kao privatni plasman na pojedinačnoj osnovi, a ne putem šireg oglašavanja. Sve dok to čine, većina hedge fondova ne mora se registrirati kao izdavatelj vrijednosnih papira ili javno objaviti svoje financijske rezultate i položaj imovine. Ovo ne oslobađa hedge fondove svih zahtjeva za izvješćivanjem. Oni i dalje moraju ulagačima pružati sve materijalne informacije o svojim vrijednosnim papirima i aktivnostima putem memoranduma o ponudi i redovito revidirana financijska izvješća nakon toga. Podliježu zakonima koji reguliraju prijevare i druge kriminalne aktivnosti.⁵⁹

Hedge fondovi koji sudjeluju na tržištima izvedenica kojima se trguje na burzi moraju se pridržavati propisa koji zahtijevaju registraciju, regulatorno objavljivanje i vođenje evidencije. U Sjedinjenim Američkim Državama, Zakon o robnoj burzi zahtijeva od operatera fondova robe (investicijski fondovi, sindikati ili slična poduzeća koja trguju bilo kojom robom na tržištima terminskih ili opcija) da se registriraju, daju informacije o svojoj povijesnoj uspješnosti, podnesu godišnje izvješće i opskrbe investitorima s periodičnim izvodima i ovjerenim godišnjim izvješćima. Moraju voditi detaljnu evidenciju za inspekciju od strane US Commodity Futures Trading Commission (CFTC) i Ministarstva pravosuđa, u mnogim slučajevima za svaku transakciju. Offshore fondovi, u mjeri u kojoj djeluju na terminskim

⁵⁹ Eichengreen, B., Mathieson, Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy, 2004: 2-20

tržištima u SAD-u ili njima upravljaju operatori skupova roba sa sjedištem u Sjedinjenim Američkim Državama, podliježu ovim zahtjevima. Izuzeća su odobrena za male robne fondove (općenito, s bruto kapitalnim ulozima ispod 200.000 USD) koje vode članovi obitelji ili kao neformalni klubovi.

U Ujedinjenom Kraljevstvu, Zakon o financijskim uslugama, koji regulira aktivnosti upravljanja fondovima, razlikuje ovlaštene jedinice i "neregulirana sredstva kolektivnog ulaganja". Kako bi se kvalificirali kao "neregulirana shema" bez nekih ograničenja postavljenih investicijskim fondovima (u vezi, između ostalog, objavljivanja i dopuštenih strategija ulaganja), hedge fondovi ne mogu oglašavati niti na drugi način tražiti ulaganja od šire javnosti. Opet, to ih ne oslobađa svih propisa. Aktivnosti hedge fondova na organiziranim burzama ulaganja podliježu pravilima i propisima o transparentnosti tih burzi, od kojih su neki obavezni prema Zakonu o financijskim uslugama. Kako bi poslovali robnim i valutnim terminskim ugovorima i opcijama, hedge fondovi bi zahtijevali odobrenje Uprave za financijske usluge.⁶⁰

Takvo odobrenje općenito nije potrebno ako su nositelji kolektivnog ulaganja krajnji korisnici, a ne trgovci takvim financijskim proizvodima. Kao i u drugim zemljama, zakoni s općom primjenom na poslovne i investicijske aktivnosti Ujedinjenog Kraljevstva, kao što su zakoni o trgovanju povlaštenim informacijama i tržišnoj manipulaciji, otkrivanje interesa u dionicama poduzeća i pravila koja se odnose na preuzimanja i spajanja, jednako se primjenjuju na hedge fondove i na druge igrače .

4.4.2. Objavljivanje aktivnosti s implikacijama na integritet tržišta

Druga kategorija propisa osmišljena je kako bi službenicima omogućila da utvrde kada pojedinačni sudionici pokušavaju dominirati ili manipulirati tržištima. Dok hedge fondove status privatnog partnerstva i offshore prebivališta oslobađaju mnogih drugih zahtjeva za izvješćivanje koji se primjenjuju na subjekte koji javno nude svoje vrijednosne papire, oni i dalje podliježu zahtjevima za izvješćivanje o transakcijama i pozicijama u Ujedinjenom Kraljevstvu i Sjedinjenim Američkim Državama.⁶¹

⁶⁰ Eichengreen, B., Mathieson, Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy, 2004: 2-20

⁶¹ Ibid.

U Sjedinjenim Američkim Državama hedge fondovi podliježu sustavu izvješćivanja za velike devizne pozicije kojim upravlja Sustav saveznih pričuva u ime Ministarstva financija. Izvješća moraju podnositi tjedno i mjesečno tijekom kalendarske godine o pozicijama u svakoj od pet valuta (britanska funta, kanadski dolar, njemački euro, švicarski franak i japanski jen) od strane sudionika na tržištu s više od 50 milijardi dolara u protuvrijednosti u deviznim ugovorima zadnjeg radnog dana bilo kojeg kalendarskog tromjesečja tijekom prethodne godine. Tromjesečna izvješća su potrebna od sudionika koji su imali više od 1 milijarde dolara nepodmirenih deviznih ugovora na kraju bilo kojeg tromjesečja u prošloj godini. Institucije sa sjedištem u SAD-u podnose konsolidiranu izjavu za domaće i strane podružnice, dok podružnice sa sjedištem u SAD-u podnose pojedinačno ili na konsolidiranoj osnovi u SAD-u, a ne za stranu maticu.

U Sjedinjenim Američkim Državama, Ministarstvo financija ima ovlasti zatražiti informacije od sudionika o pozicijama u vrijednosnim papirima koji će biti izdani i nedavno izdanim. Takve informacije omogućuju Ministarstvu financija da osigura da veliki igrači ne potiskuju druge sudionike na tržištu. Sustavi za izvješćivanje o poziciji velikih opcija koje su pokrenule mnoge burze opcija prate neto promjene u velikim pozicijama i otkrivaju "pretjerane" kratke nepokrivene pozicije opcija. Također, Zakon o burzi vrijednosnih papira zahtijeva od upravitelja velikih institucionalnih ulaganja koji imaju račune ukupne vrijednosti veće od 100 milijuna dolara u vrijednosnim papirima kojima se trguje na burzi i kotira na NASDAQ-u, da SEC-u podnose tromjesečno izvješće o svojim posjedima.⁶²

Na terminskim tržištima, CFTC na sličan način zahtijeva izvješćivanje o svim terminskim pozicijama iznad određenih pragova. Ima široke inspekcijske ovlasti u pogledu pojedinosti o svim velikim transakcijama, pozicijama, zalihama i obvezama, kao i imenima te adrese svih uključenih subjekata. Od trgovaca se zahtijeva da vode potpunu evidenciju o svim terminskim pozicijama o kojima se može izvješćivati, a koju mogu pregledati CFTC i Ministarstvo pravosuđa SAD-a.

Pravila CFTC-a ograničavaju spekulativne pozicije koje mogu zauzeti sudionici na određenim robnim terminskim tržištima. Izuzeća su dostupna samo ako sudionik može dokazati da ima rizike povezane s gotovinskim pozicijama ili da je uključen u arbitražu. (Na nekim tržištima,

⁶² Eichengreen, B., Mathieson, Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy, 2004: 2-20

kao što je tržište državnih obveznica SAD-a, tržište deviza i terminsko tržište plemenitih metala, ograničenja pozicija zamijenjena su pravilima o odgovornosti prema kojima burza može zatražiti informacije o poziciji od trgovca u bilo kojem trenutku.) Konačno, CFTC ima ovlasti poduzeti hitne radnje ako sumnja na manipulaciju ili skretanje tržišta.⁶³

Kako bi pojačali nadzor CFTC-a, burze terminskih ugovora imaju vlastite sustave za identifikaciju velikih trgovaca i ograničavanje pozicija i izloženosti kreditnom riziku kroz zahtjeve za maržom. Chicago Mercantile Exchange, na primjer, zahtijeva izvješća od trgovaca s više od 100 S&P 500 ugovora. Američke burze opcija također imaju velike sustave ponovnog izvještavanja pozicija, koji se odnose na opcije upisane na pojedinačne dionice, kao i na proizvode indeksa dionica.

4.4.3. Upravljanje sistemskim rizicima

Treća klasa propisa osmišljena je za zaštitu od nepromišljenog produžavanja kredita s mogućnošću oštećenja financijskog sustava. Uključuje zahtjeve za maržom, zahtjeve za kolateralom i ograničenja izloženosti pojedinačnim ugovornim stranama. Ovi propisi utječu na poslovanje hedge fondova s bankama, brokerima i drugim ugovornim stranama. Tržišni posrednici u Sjedinjenim Američkim Državama izolirani su radi propusta kupaca vezanih za zahtjevima za maržom na trgovanje vrijednosnim papirima koje nameće Uprava saveznih rezervi i same burze. Većina zajmova je kolateralizirana, a iznos takvog kolaterala određen je tržišnim rizikom povezanim s ulaganjima. Tipično, proširenje kredita velikim institucionalnim ulagačima od strane brokera-dilera nadziru interni kreditni odbori, čije je odobrenje potrebno za transakcije iznad određenih pragova.

Kako bi upravljali kreditnim rizicima povezanim s pozajmljivanjem hedge fondovima, glavni brokeri i banke svakodnevno tržišno označavaju svoje pozicije u odnosu na hedge fondove, zahtijevaju dnevna plaćanja i kolateralizirati svoje zajmove kada je to prikladno. Oni prate investicijske strategije fondova, mjesečne povrate i povlačenja investitora. Na temelju rezultata ovog praćenja i duljine njihovog odnosa sa svakim fondom, banke vjerovnici i brokeri uspostavljaju ograničenja svoje kreditne izloženosti prema svakom fondu.

Regulatori u Sjedinjenim Američkim Državama i Ujedinjenom Kraljevstvu, zemljama u

⁶³ Eichengreen, B., Mathieson, Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy, 2004: 2-20

kojima su banke i brokери najaktivniji kao ugovorne strane i vjerovnici hedge fondova, općenito su zadovoljni kako institucije adekvatno upravljaju svojom izloženošću hedge fondovima, koji stoga ne predstavljaju posebne probleme povezane uz sistemski rizik, iako je poznato da izražavaju zabrinutost radi poteškoća u dobivanju informacija o hedge fondovima koje kompliciraju napore drugih ugovornih strana da procijene kreditnu sposobnost potencijalnih klijenata hedge fondova te da nemaju sve banke stručnost potrebnu za procjenu povezanog kreditnog rizika s kompliciranim udjelima izvedenica nekih hedge fondova.

5. ULOGA HEDGE FONDOVA U FINANCIJSKOJ KRIZI

Financijska kriza nije se dogodila preko noći. Bio je to rezultat godina jeftinih kredita, labavih standarda kreditiranja i rizičnih pothvata investicijskih menadžera i investitora željnih povrata nakon što je dot-com balon puknuo. Zajedno s okruženjem niskih kamatnih stopa i opuštenim okruženjem kreditiranja, niske cijene nekretnina potaknule su visokorizične zajmoprimce da postanu vlasnici kuća. Banke i upravitelji fondova grupirali su, pakirali i prodavali svoje drugorazredne zajmove u hipotekarne vrijednosne papire (MBS) kao ulaganja.

Kad su cijene nekretnina počele rasti, uslijedile su i kamate. Drugorazredni zajmoprimci koji si više nisu mogli priuštiti svoje domove radije su odustali od svojih zajmova nego ih refinancirali. Ovakvo neispunjavanje obveza stvorile su domino efekt na tržištu, uzrokujući zamrzavanje globalnog međubankarskog tržišta i krah tržišta dionica. Kredit je presušio, a neke od najvećih svjetskih banaka i investicijskih tvrtki, uključujući hedge fondove, propale su zbog svoje uloge u tim rizičnim ulaganjima.

Neke pristaše tvrde da hedge fondovi nisu jedini koji su krivi za krizu. No drugi ih izravno stavljaju u korijen krize, kriveći ih da su sudjelovanjem u tim visokorizičnim ulaganjima odgovorili na zahtjeve investitora željnih povrata. Naveli su znakove upozorenja, uključujući (National Bureau of Economic Research):

- ✓ očekivana eksplozija stambenog sustava
- ✓ povećani rizik egzotičnih ulaganja poput MBS-ova
- ✓ gubitke zbog ulaganja u nelikvidnu imovinu

I možda nisu pogriješili. U prva tri kvartala 2008. otprilike 7% industrije hedge fondova zatvorilo je svoja vrata, a više od tri četvrtine industrije ili je likvidiralo svoje udjele ili postavilo ograničenja na otkupe.

5.1. Prava uloga hedge fondova u krizi

Hedge fondovi upotrijebili su dva argumenta za poricanje bilo kakve odgovornosti za izazivanje krize drugorazrednih kredita. Jedan je da nisu imali nikakve veze sa stvaranjem

toksičnih vrijednosnih papira koji su bili u epicentru krize: nisu dali neskladne hipoteke, prepakirali te hipoteke u vrijednosne papire, povezali te vrijednosne papire zajedno s drugim vrijednosnim papirima kao kolateral za druge vrijednosne papire, dali ocjenu strukturiranim kreditnim vrijednosnicama ili distribuirali te vrijednosnice.⁶⁴

Drugi argument je da oni nisu bili jedini koji su kupili drugorazredne vrijednosne papire: mirovinski i otvoreni investicijski fondovi, osiguravajuća društva te europske i azijske banke na sličan su način bili zavedeni da ih kupe. Ukratko, obrambena strategija hedge fondova bila je učiniti se nevidljivima odvajanjem od onih koji su opskrbljivali subprime proizvode i nestajanjem među onima koji su te proizvode kupili.

To je strategija koja je izuzetno dobro funkcionirala. U SAD-u, rasprava Predstavničkog odbora 2008. o nadzoru i reformi vlade sugerirala je da aktivnosti hedge fondova predstavljaju potencijalne rizike za širu ekonomiju, ali nisu okrivili fondove za financijsku krizu. U Ujedinjenom Kraljevstvu, Turner Review je zaključio da hedge fondovi nisu niti uzrokovali niti značajno pridonijeli financijskoj krizi. Naposljetku, izvješće koje je 2009. godine objavila Grupa visoke razine za financijski nadzor u EU-u, kaže: "Što se tiče hedge fondova, Grupa smatra da oni nisu odigrali veliku ulogu u nastanku krize."⁶⁵

U radu upravo objavljenom u *Journal of Post-Keynesian Economics*, (Lysandrou, 2012) iznio je drugačiju interpretaciju događaja. Da nije bilo posredničkog položaja hedge fondova između ulagača koji traže prinose s jedne strane i banaka koje su stvorile visokoprinodne vrijednosne papire s druge strane, ponuda tih vrijednosnih papira, poznatih kao kolateralizirane dužničke obveze, nikada ne bi dosegla razmjere koji su bili kritični u ubrzavanju skorog kolapsa cijelog financijskog sustava. Visoko platežni pojedinci nisu imali potrebnu stručnost za sudjelovanje na CDO tržištu, dok su razmatranja likvidnosti i kontrole rizika sprječavala institucionalne upravitelje imovinom da imaju više od ograničenog sudjelovanja. U oba slučaja, jedno od preferiranih rješenja za problem prinosa, koji je postajao sve akutniji od otprilike 2002.

⁶⁴ Lysandrou, P. (2012), The real role of hedge funds in the crisis, <https://www.ft.com/content/e83f9c52-6910-11e1-9931-00144feabdc0>

⁶⁵ Ibid.

Uoči krize krajem 2006. hedge fondovi držali su oko 47% CDO-a vrijednih 3 trilijuna dolara, dok su banke držale 25%, a osiguravajuća društva i upravitelji imovinom držali su preostalih 28%. CDO su predstavljali upravo onu vrstu financijskih vrijednosnih papira koje su hedge fondovi trebali u okruženju s ograničenim prinosom između 2002. i 2007. Kako bi maksimizirali bruto povrate na imovinu u takvom okruženju hedge fondovi su morali potrošiti mnogo više novca nego što su im dali klijenti, i kako bi maksimizirali neto povrate koji su morali biti vraćeni tim klijentima, hedge fondovi su morali svesti troškove posuđivanja dodatnih iznosa novca na minimum. CDO-i su se savršeno uklopili u ovu jednadžbu. Bilo je i drugih vrijednosnih papira, kao što su obveznice tržišta u nastajanju koje su davale visoke povrate, ali se nisu mogle koristiti kao kolateral u aranžmanima zaduživanja, i američkih državnih obveznica koje su se mogle koristiti kao kolateral, ali su davale izuzetno niske povrate.⁶⁶

Zaključak je da regulatorne kontrole nad aktivnostima hedge fondova moraju biti daleko strože od onih koje se trenutno predlažu. Hedge fondovi od sada će podlijegati strožim pravilima o objavljivanju podataka u vezi s njihovim strategijama ulaganja. Međutim, činjenica da kreatori politike vjeruju da hedge fondovi nisu igrali uzročnu ulogu u krizi drugorazrednih kredita znači da te institucije neće biti podvrgnute strogim ograničenjima u pogledu proizvoda i praksi koje koriste za provedbu svojih strategija. Tvorcima politike griješe kad napadaju skupine hedge fondova jer su te institucije odigrale glavnu ulogu u izazivanju krize drugorazrednih kredita, a to su mogle učiniti upravo zahvaljujući svom izuzeću od ograničenja koja obvezuju druge investicijske tvrtke.⁶⁷

5.2. Hedge fondovi kao izazivači financijske krize

Hedge fondovi uglavnom su oslobođeni u tipičnom narativu financijske krize, koji se koncentrira na neku kombinaciju hipotekarnih zajmodavaca, investicijskih banaka i vladinih agencija. Novi rad profesora s Yalea, Garyja Gortona i Guillerma Ordoneza, međutim, može ukazivati na to da su hedge fondovi i drugi dobro informirani, agresivni trgovci odigrali mnogo važniju ulogu u pokretanju kriza nego što se općenito shvaća. Rad pod nazivom "Krise

⁶⁶ Lysandrou, P. (2012), The real role of hedge funds in the crisis, <https://www.ft.com/content/e83f9c52-6910-11e1-9931-00144feabdc0>

⁶⁷ Ibid.

kolaterala" ispituje važnu ulogu koju kratkoročni kolateralizirani dug ima u financijskom sustavu. U drugim dokumentima Gorton je tvrdio da je kratkoročno kolateralizirano pozajmljivanje između banaka i fondova tržišta novca oblik privatnog novca unutar bankovnog sustava. To je medij razmjene unutar ovog 'privatnog' sustava.⁶⁸

Kako bi kolateralizirani dug obavljao ovu funkciju, dug mora biti "neosjetljiv na informacije". Što će reći, institucije koje posuđuju novac moraju moći implicitno vjerovati kvaliteti kolaterala bez istrage kako bi se uvjerile da je ispravan, uglavnom zato što fond tržišta novca nema resurse za istraživanje kvalitete svakog trostrukog vrijednosnog papira s hipotekarnim kreditom koji podupire svoj kratkoročni zajam banci. Ali kako fond tržišta novca može izbjeći davanje kolaterala najgore kvalitete? Ovdje dolazi do izražaja složenost kolaterala. Kako bi spriječili zajmoprimce da se uključe u nepovoljnu selekciju tj. davanje bezvrijednog kolaterala fondu tržišta novca, kolateral mora biti dovoljno složen da nikome nije isplativo proizvesti dovoljno informacija o dugu da izvrši bilo kakvu vrstu predatorskog ponašanja.

Ukratko, predatorsko trgovanje mora biti preskupo da bi funkcioniralo. "Drugim riječima, optimalni kolateral sličio bi kompliciranom, strukturiranom potraživanju na stanu ili zemljištu, npr. hipotekarnom vrijednosnom papiru", tvrde autori. Vrijednosni papiri osigurani hipotekom bili su dovoljno složeni i neprozirni da su predstavljali idealan kolateral. Strana s jedne strane kolateraliziranog zajma mogla je računati na činjenicu da je druga strana jednako neupućena u kolateral kao i on.⁶⁹

Iako Gorton i Ordonez ne ulaze u kolateralizirano tržište dužničkih obveza, lako je proširiti argument na CDO-ove. Što je viša razina složenosti, to bi skuplje bilo uključiti se u predatorsku kolateralizaciju. CDO bi bio još više "informacijski neosjetljiv" u odnosu na MBS. A CDO na kvadrat bi bio čak i više. Problem je u tome što nedostatak informacija znači da se zaduživanje događa uz dobar i loš kolateral. To dovodi do kreditnog buma, s "blaženim neznanjem" koje dovodi do povećane potrošnje i više kreditiranja. S vremenom, neznanje o kvaliteti kolaterala i financijskom zdravlju zajmodavaca i zajmoprimaca postaje sve izraženije. Bilo bi logično da bi se u ovakvoj situaciji razvila vrsta Greshamovog zakona. Loš kolateral izbacio bi dobar kolateral. Jednom kada netko počne smišljati kako pristupačno otkriti

⁶⁸ Carney, J., (2012), Did Hedge Funds Trigger the Financial Crisis?, <https://www.cnbc.com/id/46191784>

⁶⁹ Ibid.

kvalitetu kolaterala, počeo bi gomilati kolaterale visoke kvalitete i trgovati samo kolateralom niske kvalitete. Ili, čak i agresivnije, mogao bi početi istraživati načine za kraćenje kolaterala niske kvalitete. Gorton i Ordonez govore o "agregatnim šokovima" koji potiču proizvodnju informacija o kreditnoj kvaliteti. Ali nisam sigurna da nam treba ikakav šok. Sve što trebamo je nekoliko ljudi da vide priliku da odluče trgovati na propadanju informacija o kolateralu.

Drugim riječima, potrebno vam je samo nekoliko ljudi u hedge fondovima ili na šalterima za trgovanje u investicijskim bankama da pronađu način da steknu ili proizvedu informacije o kreditnoj kvaliteti. Možda im čak neće trebati točne informacije, dovoljan je samo predosjećaj. U početnim fazama ovog procesa, nekoliko dobro informiranih trgovaca ulazi na tržište s predatorskim trgovinama na temelju kreditne kvalitete. Prisjetite se koliko su tipovi poput Johna Paulsona i Michaela Buryja istraživali vrijednosne papire koje su skratili. Ovi dečki su odlučili da nije preskupo proizvoditi informacije. Presuđivali su zbog neznanja.⁷⁰

Jednom kada drugi sudionici na tržištu shvate da su neki ljudi s druge strane njihovih poslova dobro informirani predatorski trgovci, MBS kolateral prelazi s "informacijski neosjetljivog" na "informacijski osjetljivo". Zajmodavci više ne mogu pretpostaviti da ne primaju kolateral niske kvalitete. Ne može se svatko razviti u dobro informiranog trgovca. Za mnoge ima više ekonomskog smisla potpuno se povući tj. prestati davati zajmove uz kolateralni fond. Rezultat je da likvidnost presušuje i kreditne ugovore. Pozivi za maržom mogu dodatno pogoršati problem jer zajmodavci zahtijevaju veće marže ili dodatni kolateral kako bi nadoknadili pad tržišne vrijednosti.⁷¹

⁷⁰ Carney, J., (2012), Did Hedge Funds Trigger the Financial Crisis?, <https://www.cnbc.com/id/46191784>

⁷¹ Carney, J., (2012), Did Hedge Funds Trigger the Financial Crisis?, <https://www.cnbc.com/id/46191784>

6. ZAKLJUČAK

Hedge fondovi čine važan podskup skupa mogućnosti alternativnog ulaganja, ali dolaze s mnogim prednostima i nedostacima u svojoj upotrebi i primjeni u različitim klasama imovine i pristupima ulaganju. Osnovni kompromis je hoće li dodatne naknade koje su obično povezane s ulaganjem u hedge fond rezultirati dovoljnim dodatnim prednostima i diverzifikacije portfelja da opravdaju visoke razine naknada. Ovo je stalna rasprava u industriji. Neki tvrde da je ulaganje u hedge fondove ključan način za pristup najboljim talentima za ulaganje, onim pojedincima koji mogu vješto upravljati prilikama za ulaganje u potencijalno širem svemiru tržišta. Drugi tvrde da su hedge fondovi važni jer je prinos koji se može proizvesti na tržištima u padu teško ostvariti negdje drugdje. Argumenti protiv hedge fondova također nisu trivijalni. Uz visoke razine naknada, investitori (tj. ograničeni partneri) moraju razumjeti složenu memorandumsku dokumentaciju. Ostali problemi uključuju nedostatak potpune temeljne transparentnosti/atribucije ulaganja, veće raspodjele troškova povezane s uspostavom i održavanjem investicijskih struktura fonda i općenito dugotrajnija razdoblja obveza ulaganja s ograničenom dostupnošću otkupa.

Poslovanje hedge fondova zajedno sa svim strategijama ulaganja omogućuje im da akumuliraju milijarde američkih dolara i eura što rezultira slabljenjem konkurentnosti tradicionalnog ulaganja. Pandemija Covid-19 ostavila je snažan utjecaj na kompletno globalno tržište, tako i na hedge fond industriju. Onemogućila je industriji hedge fondova da ostvari svoj apsolutni cilj, ali su zato s druge strane uspjeli poslovati na način da služe kao financijski pružatelji zaštite od rizika.

Pojava pandemije također je urušila svjetska gospodarstva, naročito burzovne indekse, no ekonomska i financijska snaga hedge fond industrije u 2020. godini bilježila je rast za 8,64% te se ukupna imovina procjenjuje na 4,128 triljuna američkih dolara. Ukupan rast industrije hedge fondova od 2009. godine do 2020. godine iznosi 153,33%.

Činjenicu da hedge fond industrija bazira svoja ulaganja na rizičnije projekte, a sve kako bi došli do iznadprosječnih prinosa potvrđuje i spoznaja kako su 2020. godine povećali vlasničke udjele u poduzećima s manjim financijskim ograničenjima i u poduzećima koja imaju veći

cjelokupni rizični profil i manji sentiment.

Analiziranjem utjecaja odgovornog investiranja na hedge fond industriju dokazalo se kako fondovi koji primjenjuju odgovorno investiranje ostvaruju nižu stopu prinosa, no fondovi koji primjenjuju odgovorno investiranje privlače veće novčane priljeve nego druge vrste fondova.

Državna tijela postupaju oprezno dok razmatraju jesu li potrebne nove politike ili propisi za kontrolu aktivnosti hedge fondova. Zsigurno, podaci iz proteklog desetljeća sugeriraju primjere preuzimanja velikih pozicija, bilo izravno od strane hedge fondova, ili od strane drugih investitora s većim kapitalom pod njihovom kontrolom koji bi se mogli ugledati na aktivnosti hedge fondova. Ipak, ova nedavna povijest je daleko od jasnog da hedge fondovi, sve u svemu, čine više štete ubrzavanjem pada cijena imovine nego što čine koristi pomažući prekidanju slobodnog pada koji može pogoditi preprodana tržišta, uključujući tržišta valuta. Dakle, nova ograničenja za hedge fondove mogu učiniti koliko štete toliko i koristi. Neki od najjasnijih ekscesa uključuju primjere vrlo velike financijske poluge kapitala hedge fondova, kao kod dugoročnog upravljanja kapitalom. To je dovelo do razmatranja mjera kojima bi se osiguralo da banke i njihovi regulatori budu u potpunosti informirani o ukupnom zaduživanju hedge fondova. No i dalje postoje poteškoće u određivanju kako i gdje prikupiti takve brojke na globalnoj razini i mogu li, ako budu potrebni, neki fondovi premjestiti svoja pravna sjedišta u offshore utočišta.

Vežano za istraživačko pitanje (Da li se smanjuju ulaganja u hedge fondove u slučajevima financijske krize?) u radu se je pokazalo, kako početkom krize dolazi do smanjenja aktivnosti ulaganja u hedge fondove, odnosno, kako dolazi do značajnog smanjenja, ali ako se to razmatra u širem kontekstu, tada je zaključak da do smanjenja investicijskih aktivnosti dolazi na cijelom financijskom tržištu, tako da niti hedge fondovi nisu iznimka. Međutim, kako je već navedeno, oporavak hedge fondova u 2020. je bio porast od skoro 9%, a u razdoblju od 2009. do 2020. (kada su bile dvije krize), porast imovine je bio veći od 153%. Dakle, mogu zaključiti kako se u slučajevima krize hedge fondovima smanjuje imovina, ali se isto tako vrlo brzo povećava na prve naznake izlaska iz krize.

Teze koje su iznesene u ovom završnom radu prikupljene su pomoću sekundarnih podataka izvučenih iz znanstvenih radova, publikacija i knjiga i potkrijepljene deskriptivnom metodom,

metodom kompilacije i analize što je vidljivo u poglavlju „Uloga hedge fondova u financijskoj krizi“ te podpoglavlju „Hedge fondovi u doba krize Covid-19“ koji je dio poglavlja „Hedge fondovi i financijska tržišta“.

POPIS SLIKA, GRAFIKONA I TABLICA

POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1 <i>Ekonomska i financijska snaga</i>	33
---	----

POPIS TABLICA

Tablica 1. <i>Karakteristike Hedge fondova</i>	5
Tablica 2. <i>Hedge fondovi: Broj fondova prema stilu ulaganja</i>	20
Tablica 3. <i>Hedge fondovi: Imovina pod upravljanjem prema Investment Style1 Global</i>	22
Tablica 4. <i>Prinosi, volatilnost i prinosi prilagođeni riziku prema stilu ulaganja (u %)</i>	24

POPIS LITERATURE

1. Agarwal, V., Mullally, K. A., & Naik, N. Y. (2015). The Economics and Finance of Hedge Funds: A Review of the Academic Literature. *Foundations and Trends in Finance*, vol. 10, no. 1, pp. 1-107.
2. Ardia, D., Bluteau, K., Boudt, K., & Inghelbrecht, K. (2020). Climate Change Concerns and the Performance of Green Versus Brown Stocks. *National Bank of Belgium*, No. 395.
3. Bebhuck, L. A., Brav, A., & Jiang, W. (2015). The long-term effects of hedge fund activism. *Columbia Law Review*, 115.
4. Boyson, N. M., & Mooradian, R. M. (2011). Corporate governance and hedge fund activism. *Review of Derivatives Research*, 14(2).
5. Brandon, R., Krueger, P., & Mitali, S. (2020). The Sustainability Footprint of Institutional Investors: ESG driven price pressure and performance. *Swiss Finance Institute Research Paper No. 17-05*.
6. Brav, A., Jiang, W., Thomas, R. S., & Partnoy, F. (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *Journal of Finance*, 63(4).
7. Brunner, F. (2021). DO SOCIALLY RESPONSIBLE HEDGE FUNDS PERFORM BETTER THAN THEIR CONVENTIONAL PEERS? - AN EMPIRICAL ANALYSIS. *Diplomski rad. HEC LIEGE*.
8. Caldwell, Ted , 1995, "Introduction: The Model for Superior Performance," in *Hedge Funds: Investment and Portfolio Strategies for the Institutional Investor* ed. by Jess Lederman and Robert A. Klein (New York: McGraw-Hill).
9. Carney, J., (2012), Did Hedge Funds Trigger the Financial Crisis?, <https://www.cnbc.com/id/46191784>
10. Eichengreen, B., Mathieson, Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy, 2004: 2-20
11. Filbeck, G., Krause, T., & Reis, L. (2016). Socially responsible investing in hedge funds. *Journal of Asset Management*, 17(6).
12. Ganchev, A. (2022). THE PERFORMANCE OF HEDGE FUND INDUSTRY DURING THE COVID-19 CRISIS - THEORETICAL CHARACTERISTICS AND EMPIRICAL ASPECTS. *Economic Studies*, Vol. 31(1).
13. Garbaravicius, T., Dierick, F., Hedge fond and their implications for financial stability, European Central Bank, 2005.
14. Khelifa, S. B., Urom, K., Guesmi, K., & Benkraiem, R. (2022). American hedge funds industry, market timing and COVID-19 crisis. *Journal of Asset Management* 23.
15. Kodres, Laura E., and Matthew Pritsker, 1997, "Directionally-Similar Position Taking and Herding by Large Futures Market Participants" (unpublished; Washington: International

- Monetary Fund and Board of Governors of the Federal Reserve System).
16. KOLISOVAS, D., GIRIŪNIENĖ, G., BALEŽENTIS, T., ŠTREIMIKIENĖ, D., & MORKŪNAS, M. (2022). DETERMINANTS OF THE NORDIC HEDGE FUND PERFORMANCE. *Journal of Business Economics and Management, Volume 23 Issue 2*.
 17. Kruttli, M. S., Monin, P. J., Petrasek, L., & Watugala, S. W. (2021). Hedge Fund Treasury Trading and Funding Fragility: Evidence from the COVID-19 Crisis. *Finance and Economics Discussion Series*.
 18. Kuvandikov, A., Pendleton, A., & Goergen, A. (2022). Activist Hedge Funds and Takeovers: Their Effects on Employment and Performance. *British Journal of Management, Vol. 33*.
 19. Lian, B., (1998), On the performance of hedge funds, Case Western Reserve University, Cleveland, OH 44106
 20. Liang, B. (2000). Hedge funds: the living and the dead. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 35(3)*.
 21. Liang, H., Sun, L., & Teo, M. (2022). Responsible Hedge Funds. *Review of Finance*.
 22. Lysandrou, P. (2012), The real role of hedge funds in the crisis, <https://www.ft.com/content/e83f9c52-6910-11e1-9931-00144feabdc0>
 23. Mazzarella, P. F. (2021). The impact of Covid-19 pandemic and Brexit on Hedge Funds regulation. *LUISS*.
 24. Mijatović, N., & Špoljarić, D. (2011). TEORIJSKO ODREĀENJE I PRAVNO UREĀENJE HEDGE FONDOVA. *Zbornik PFZ, 61, (3)*, pp. 897-926.
 25. National Bureau of Economic Research. "Hedge Funds: A Dynamic Industry in Transition," Pages 63-65.
 26. Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., & Pomorski, L. (2020). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*.
 27. Samarbakhsh, L., & Singh, A. (2020). COVID-19 and hedge fund equity ownership. *International reviews of finance* .
 28. Shahab, H., 2009, Hedge Funds and the Financial Crisis, New York Law School Legal Studies Research Paper Series 09/10 #31
 29. Valentini, K. (2018). Hedge Fund Activism and ESG: Examining the Role of Activist Hedge Funds as Protagonists in Capital Markets. *Social Impact Research Experience (SIRE). 61*.
 30. Wei, Shang-jin, and Jungshik Kim, 1997, "The Big Players in the Foreign Exchange Market: Do they Trade