



UDC 336.764.2

Subject review

Received: 04.05.2005

## UPRAVLJANJE RIZICIMA PUTEM HEDGE FONDOVA

Vanja Ivanović  
Vanja Vejzagić  
University of Rijeka, Croatia<sup>1</sup>

**Sažetak:** Hedge fondovi uvijek pobuđuju različita pitanja koja nalaze svoje porijeklo upravo u činjenici da manja imovina fondova naspram imovine banaka ne znači nužno i manje utjecaja na tržište. Naime spretno i eksplicitno korištenje izvanbilančnih instrumenata od strane fondova, daje im veći utjecaj na tržište nego to veličina njihove imovine može sugerirati. Što je možda još važnije, promjena pozicija na tržištu uzrokuje promjene cijena što je sasvim karakteristično upravo za tu vrstu fondova, a izaziva rasprave o špekulacijama i potiče različite analize i istraživanja financijskog tržišta.

*Ključne riječi:* hedge fondovi, alternativni oblik financiranja, financijsko tržište, špekulacije, procjena vrijednosti.

**Abstract:** RISK MANAGEMENT THROUGH HEDGE FONDS. Hedge funds are always provoking various questions that arise from the fact that hedge funds can do business with less assets than banks but still have larger influence on the markets. Skilful and explicit use of off-balance-sheet instruments gives them much larger influence on the market that their assets can suggest. Change of positions on the market that causes changes in prices is the main characteristic for this kind of funds and this causes debates about all kinds of speculations and various analysis of the financial market.

*Key words:* hedge funds, alternative ways of financing, financial market, speculations, evaluation.

### UVOD

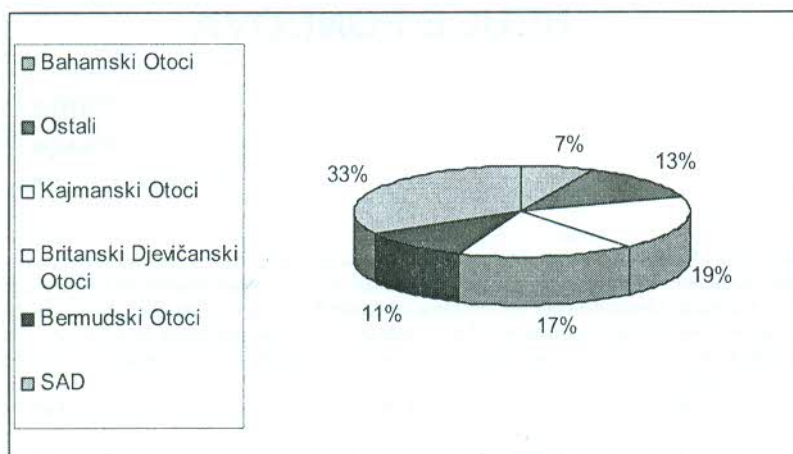
Optužbe usmjerene protiv hedge fond industrije koje uključuju direktne utjecaje fondova na cijene nafte, novca i kapitala izazvale su niz istraživanja i analiza financijskog tržišta od strane nezavisnih financijskih institucija i participirajućih subjekata na tržištu. Računice analitičara pokazuju gomilanje špekulativnih pozicija na tržištima, a bez prisustva većih, institucionalnih sudionika ili korektora. Budući da se radi o tržištu za koje mnogi bez rezerve tvrde da se približilo idealu savršenog tržišta ova istraživanja postala su glavnom temom financijskih krugova kako u svijetu tako i u Hrvatskoj.

<sup>1</sup> Vanja Ivanović, M.Sc., Assistant, University of Rijeka, Faculty of Tourism and Hospitality Management in Opatija, Croatia, Vanja Vejzagić, Postgraduate Study, University of Rijeka, Faculty of Tourism and Hospitality Management in Opatija, Croatia.

## 1. INVESTIRANJE U HEDGE FONDOVE

Procjene o vrijednosti hedge fond industrije kreću se od 400 do 975 mlrd. \$ uz očekivanje udvostručenja vrijednosti u slijedeće tri godine, dok se izvori slažu oko činjenice rasta vrijednosti od oko 20% godišnje<sup>2</sup>. Sam broj fondova varira od 4000 do 8350 aktivnih sudionika na tržištu. Samo u SAD-u je volumen hedge fondova narastao sa 50 mlrd. \$ 1990.g. na 600 mlrd. \$ 2003.g<sup>3</sup>, dok je u svjetskim razmjerima prešao 800 mlrd. \$.

Slika 1. Rasprostranjenost hedge fondova po svijetu godine 2003.



Izvor: TASS Management & Tremont Advisors, 2003.  
<http://www.tassresearch.com/overview.html>

Još jedna od bitnih karakteristika je visoka razina minimalne cijene udjela u fondu koja iznosi od 100 000 do 5 000 000 \$, iako je 1 000 000 \$ uobičajena cijena koštanja po udjelu. Zbog takvog načina investiranja, hedge fondovi su teže dostupni manjim investitorima, a najveći dio investicija čine institucionalni investitori. Zadnjih godina, porastom cijena vrijednosnih papira, hedge fondovi se otvaraju i prema manjim investitorima, uglavnom indirektnim putem preko posredničkih institucija. Ipak, veliku važnost za ekspanziju cijele grane imaju krovni hedge fondovi koji olakšavaju pristup kapitalu manjih investitora. Tchinkova<sup>4</sup> u svom istraživanju zaključuje, da je samo od godine 2000. – 2002. udio financijskih stručnjaka, koji u svoju ponudu uključuju mogućnost investiranja u hedge fondove, porastao sa 5 na 21 %.

Najvažnije karakteristike strategija se manifestiraju kroz determinante nastupa na tržištima. Iako unutar cjelokupne branše hedge fondova postoje razlike u ključnim elementima strategije, a one se manifestiraju u razlikama na povrat investicija, volatilnosti i riziku, upravo u tim elementima se i rade glavne razlike između hedge fondova, čime su ujedno naziru i elementi za njihovo strukturalno klasificiranje.

<sup>2</sup> "The Solution: Van Hedge Fund Advisors", Nashville, 15.12. 2002.

<sup>3</sup> "An Invitation from the SEC", Economist, Amsterdam, 15.5. 2003.

<sup>4</sup> J. Tchinkova, "Opportunities in Hedging", Ticker, br. 10. (2002), str. 80-81

Također, jedna od ključnih i nezaobilaznih karakteristika je mogućnost prilagođavanja svim oblicima tržišnih kretanja što se vidi iz instrumenata kojima se pri tome koriste: kratka prodaja, upotreba financijske poluge, derivata; calls, options, futures, itd.

Većina hedge fondova je usko specijalizirana i orijentirana na privlačenje najboljeg menadžerskog kadra odgovarajućih specifikacija vezanih za polje rada. Uspješnost fonda je uvelike ovisna o upravljačkoj strukturi koja je u mogućnosti prepoznati tržišne prilike za ostvarivanje dobiti. Učinkovitost investiranja većeg volumena imovine opada u odnosu na fondove sa manjom količinom sredstava, pa se zadnjih godina očituje trend smanjenja prosječne veličine hedge fondova<sup>5</sup>. Oko 20% fondova upravlja sa imovinom manjom od 5 mil. \$, 15% ih upravlja sa više od 100 mil. \$, dok su ostali u granicama od 5 do 100 mil. \$. Samo 15% fondova upravlja sa 80% cjelokupne imovine<sup>6</sup>.

Zbog upotrebe kompleksnih modela nastupa na tržištu, vrlo često su prinuđeni limitirati količinu kapitala koji će prihvatiti u fond. Međutim, investiranje u hedge fondove se čini vrlo privlačno sofisticiranim investitorima kao što su mirovinski fondovi, švicarske i druge komercijalne banke, koji razumiju kretanja tržišta bolje od prosječnih ulagača.

## 2. UPRAVLJANJE RIZICIMA PUTEM HEDGE FONDOVA I NJIHOV UTJECAJ NA TRŽIŠTE

Neki analitičari tvrde da su hedge fondovi poslužili kao glavni krivci za trenutne nestabilnosti tržišta, a da se njihova uloga ne razlikuje od komercijalnih i investicijskih banaka, tvrdeći da su fondovi čak, u prosjeku, manje utjecali od investicijskih i komercijalnih banaka.

Te tvrdnje proizlaze iz MAR (Managed Account Report) hedge izvještaja o omjeru rizika koji kod fondova iznosi 3:1, dok je tipična izloženost kod banaka 10:1, a dostiže čak 20:1.

Ove komparacije su ograničene vrijednosti zbog toga što:

- a. veliki fondovi, posebice globalni makro-fondovi, uočeni kao sudionici pri nastanku kriza, ne prijavljuju količinu rizika s kojim posluju;
- b. objavljeni podaci se baziraju na zbroju salda konsolidirane bilance. Zbog poznatih vanbilančnih zahvata i prikazivanja fondova, službeni izvještaji o izloženosti se mogu smatrati bezvrijednima.

Računovodstvena logika čvrsto slijedi okvire poslovanja i time postaje činjenični savjetnik vodstva firme, a istovremeno i argument kvalitete managementa. Upravo tu činjenicu i nedostatak pravne regulative, usmjerene prema hedge fondovima, su menadžeri fondova iskoristili za iskazivanje poslovanja koje bi zadovoljilo investitore. Iskorištavanjem nedostatka pravne stege i zanemarivanjem jednog od temeljnih funkcija računovodstva, transparentnosti poslovanja, došlo je do poznatog slučaja LTCM-a 1998 (Long Term Capital Management).

---

<sup>5</sup> W. Fung, David Hsieh, "A Prime on Hedge Funds", *Journal of Empirical Finance*, br. 6 (1999), str. 309-331.

<sup>6</sup> F. S. Lhabitant, *Hedge Funds – Myths and Limits*, London, John Whley & Sons Ltd. 2002. str. 268.

Činjenica je da pouzdanih i sveobuhvatnih podataka o izloženosti imovine prema omjeru zaduženja ne postoje. Podaci za jedini fond koji je dostupan – LTCM – pokazuju vrlo visoku izloženost. Čak i prije krize - prije nego je počeo gubiti kapital, izloženost je bila 25:1, a poslije je narasla na preko 300:1 u izdanim kratkoročnim vrijednosnim papirima. Usporedba hedge fondova i banaka samo po stupnjevima izloženosti je bespredmetna, naročito jer se radi od različitim tipovima financijskih institucija i njihovih pristupa tržištu. Veliki dio volumena aktive banaka je podređen podršci poslovanja klijenata, a ne zauzimanju pozicija. U proširenim oblicima se bave otvaranjem pozicija, ali uglavnom preko individualnih dealera. Nasuprot tome, pozicije hedge fondova su koncentrirane i centralno upravljane. Direktna posljedica toga je da su pozicije banaka manje i slabije, a time je i njihov utjecaj na tržište mnogo manji. Nadalje, banke su puno obzirnije u nastupu zbog potrebe dugoročnih, dobrih odnosa sa vladama i kompanijama pojedinih država, a time i manje sklone strategijama i potezima koji mogu naštetiti tržištu pojedine države i reputaciji banke. Nasuprot tome, fondovi nemaju potrebe za izgradnju i održavanje kvalitete odnosa sa vladama ili kompanijama, te nemaju obvezu javnog iznošenja financijskih izvještaja, pa je zato i razumljiv njihov potpuni oportunitizam.

Zaključak je da, manja imovina fondova naspram imovine banaka ne znači nužno i manje utjecaja na tržište. Spretno i eksplicitno korištenje izvanbilančnih instrumenata od strane fondova, dalo im je veći utjecaj na tržište nego to veličina njihove imovine sugerira. Što je još važnije, promjena pozicija na tržištu uzrokuje promjene cijena, što je više karakteristika poslovne politike hedge fondova, a ne banaka ili mirovinskih i uzajamnih fondova.

### 3. PRAVNA REGULATIVA

Djelovanje hedge fondova u predstavljenim okvirima je moguće samo u specifičnim zakonskim okvirima. Zato osnivači hedge fondova moraju voditi računa o zakonskim regulativama koje se razlikuju u zakonodavnim okvirima pojedinih država.

#### 3.1. Hedge fondovi u SAD-u

Hedge fondovi su utemeljeni kao komanditna društva. Upravitelj društva preuzima ulogu komanditora, što znači da poslovanje garantira svom svojom imovinom<sup>7</sup>, a ostali partneri samo u visini svojih uloga. Posljednjih godina su ustanovljeni hedge fondovi, organizirani u obliku društava sa ograničenom odgovornošću (*Limited Liability Company*) tako da ni upravitelj fonda ne odgovara svom svojom imovinom<sup>8</sup>.

Hedge fondovi su tako organizirani da se ne moraju obazirati na restriktivne zahtjeve institucije SEC (Security and Exchange Commission) koja nadgleda trgovanje

---

<sup>7</sup> Najčešće je komanditor organiziran kao društvo sa ograničenom odgovornošću, da ne odgovara za poslovanje sa vlastitom imovinom.

<sup>8</sup> R. Lake A., *Evaluating and Implementing Hedge Fund Strategies*, 2. izdanje, London, Euromoney Books, 1999. str. 446.

vrijednosnim papirima u SAD-u. Radi se o četiri zakona koja ocrtavaju regulativu SEC-a i posredno dozvoljavaju djelovanje hedge fondova<sup>9</sup>:

### 3.1.1. Securities Act iz 1933.g.

Securities Act 1933. regulira informiranje investitora o potencijalnom upisu u vlasništvo određenog gospodarskog subjekta koji samo izdaje i prodaje vrijednosne papire. Zakon dozvoljava prodaju vrijednosnih papira fondova, koji nisu registrirani kod SEC-a, ali imaju zabranu bilo kakvog oglašavanja svojih financijskih produkata. Hedge fondovima je zabranjeno javno predstavljanje fonda, javno nuđenje promotivnog materijala, u tiskanim medijima im nije dozvoljeno oglašavanje i davanje intervjua. Svoje proizvode smiju prodavati ovlaštenim (Accredited Investors) ili dobro izučanim investitorima (Qualified Investors).

Postoje dva oblika fondova. Prva skupina prima ovlaštene investitore, koji su definirani kao fizičke osobe s imovinom iznad 1 mil. USD i prihodima preko 200 000 USD godišnje u zadnjih dvije godine (ili 300 000 USD zajedno s partnerom). U primjeru institucionalnih investitora, imovina namijenjena investiranju mora prelaziti 5 mil. USD. Druga skupina fondova prima dobro obaviještene investitore, koji moraju raspolagati sa peterostrukim iznosom uložene imovine.

### 3.1.2. Securities Exchange Act iz 1934.g.

Securities Exchange Act 1934.g. obvezuje sve financijske posrednike na izvještavanje SEC-u o svome poslovanju. Hedge fondovi se pokušavaju izuzeti odredbama toga zakona. Za financijske posrednike je značajno trgovanje sa vrijednosnim papirima u ime klijenata, što znači da se hedge fondovi izuzimaju po toj odredbi jer manager fonda ne trguje u ime ulagača u fond, nego preko vlastitog računa trgovine.

### 3.1.3. Investment Company Act iz 1940.g.

Sljedeći relevantni zakon je Investment Company Act 1940.g. koji utvrđuje da je fond u određenom slučaju izuzet iz ograničenja SEC-a vezano uz ulagačku politiku. U prvoj od dvije spomenute skupine fondova, broj ovlaštenih investitora mora biti manji od 100, a u drugoj skupini, sa dobro obaviještenim investitorima, njihov broj ne smije prelaziti 499. Godine 1997. je National Securities Improvements Act dozvoljenu brojku povećao na 499<sup>10</sup> i dozvolio ulaganje mirovinskim fondovima. Posljedica ograničenja broja potencijalnih ulagača je izuzetno visoka minimalna vrijednost udjela u hedge fondove.

---

<sup>9</sup> B. Klingersperger, *Hedge Fonds in dem USA und ausgewählten Ländern der EU*, Wien: Wirtschaftsuniversität Wien, 2000. str 186.

<sup>10</sup> Do početka 1997. je vrijedilo ograničenje broja investitora na 100.

### 3.1.4. Investment Advisers Act iz 1940.g.

Registracija menagera fondova kod SEC-a znači ograničenja u pogledu zaračunavanja varijabilne, na uspješnost vezane provizije. Zadnji od četiri zakona, Investment Advisers Act 1940.g. uvjetuje registraciju slučajem, da manager fonda u zadnjih 12 mjeseci nije upravljao imovinom više od 14<sup>11</sup> fondova. Kako je to praktički nemoguće, skoro svi manageri hedge fondova su neregistrirani<sup>12</sup>.

Stručnjaci su opravdanost izuzeća hedge fondova iz regulacije SEC-a u prošlosti temeljili na činjenici da u hedge fondove ulažu isključivo investicijski subjekti sa mogućnošću ocjene preuzetih rizika ulaganja. Posljednjih godina od povećanja broja fondova koji su dostupni i manjim investitorima, pojavljuje se problem nedostatne regulative. S namjenom zaštite investitora SEC je pripremio paket novih zakona, koji bi pooštrili nadzor nad hedge fondovima<sup>13</sup>. Paket zakona bi trebao stupiti na snagu 01.02.2006.g.

### 3.2. Hedge fondovi u Europi

Činjenica je, da u Europi zbog restriktivnije zakonske regulative posluje manji broj hedge fondova nego u SAD-u. Hedge fondovi, registrirani u Europskoj Uniji, moraju poštovati smjernice UCITS (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securitie) koji ograničava djelovanje investicijskih društava. U skladu sa UCITS je upotreba derivata dozvoljena za zaštitu od rizika, kratka prodaja je zabranjena, manje likvidna sredstva mogu dostizati najviše 10% ukupne imovine itd. Nadalje, pri osnivanju hedge fond je potrebno slijediti zakonske okvire svake pojedine članice posebno.

### 3.3. "Off-shore" područja

Većina hedge fondova je osnovano u "off-shore" područjima, uživajući tako prednosti poreznog sustava i znatno poticajnije investicijsko zakonodavstvo. Prema stupnju reguliranosti Beike<sup>14</sup> dijeli "off-shore" područja na tri skupine.

- Bahamski otoci, Kajmanski otoci, Britanski Djevičanski otoci i Nizozemski Antili koji su najslobodniji glede poslovanja. Njihove prednosti su niski troškovi osnivanja fonda, niski administrativni troškovi, te vrlo male restrikcije vezane uz tehnike investiranja i upotrebe financijskih instrumenata.
- Bermudski otoci, Jersey i Guernsey koji moraju kao dio britanskog teritorija upotrebljavati strože zakonodavstvo.
- Irska i Luksemburg koji su najrestriktivnija europska "off-shore" područja, tj. zakonodavstva.

---

<sup>11</sup> U biti im nije dozvoljeno upravljanje imovinom više od 14 stranaka, ali je moguće cijeli fond definirati kao jednu stranku.

<sup>12</sup> P. Cortier, *Hedge Funds And Managed Futures*, Bern, Paul Haupt, 1997. str. 292.

<sup>13</sup> "An Invitation from the SEC", *Economist*, Amsterdam, 15.5. 2003.

<sup>14</sup> Rolf Beike, Johannes Schluet: *Finanznachrichten lesen-verstehen-nuetzen*. 3. izdanje. Stuttgart: Schaeffer-Poeschel, 2001. str. 789.

#### 4. ZAKLJUČAK

Poslovanje hedge fondova uvijek je atraktivno i intrigantno financijskim i ekonomskim analitičarima u Hrvatskoj i u svijetu. Nedostatak pravne i financijske kontrole, pojačalo je mistifikaciju ove grane alternativnog investiranja. Netransparentno poslovanje, natjeralo je ostale sudionike na upiranje prstom nakon svake turbulencije tržišta u smjeru fondova. Sve navedene činjenice govore u prilog nastajanju novog sustava kontrole koji će ispraviti pogreške starog, ali i uvertira u jedan novi puno širi sustav kontrole i oporezivanja ekonomskih subjekata u virtualnoj ekonomiji čija jurisdikcija i granice nisu striktno određene.

#### LITERATURA

1. Cortier, P., *Hedge Funds and Managed Futures*, Paul Haupt, Bern 1997.
2. "An Invitation from the SEC", *Economist*, Amsterdam, 15.5. 2003.
3. Beike, R., Schluetz, J., *Finanznachrichten lesen-verstehen-nuetzen*, 3. izdanje, Schaeffer-Poeschel, Stuttgart, 2001.
4. Lake, R., *Evaluating and Implementing Hedge Fund Strategies*, 2.edition, London: Euromoney Books, 1999.
5. Klingersperger, B., *Hedge Fonds in dem USA und ausgewaehlten Landern der EU*, Wirtschaftsuniversitaet Wien, Wien, 2000.
6. Lhabitant, F.S., *Hedge Funds – Myths and Limits*, Jhon Whley & Sons Ltd. London, 2002.
7. Tehinkova, J., "Opportunities in Hedging", *Ticker*, br. 10, 2002,
8. Fung, W. and A.D. Hsieh, "Prime on Hedge Funds", *Journal of Empirical Finance*, br. 6, 1999.
9. "The Solution: Van Hedge Fund Advisors", Nashville, 15.12. 2002.