

Waldemar Aspadarec

Kontrowersje wokół interpretacji wyników inwestycyjnych funduszy "hedge"

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 34/1, 147-159

2013

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Waldemar Aspadarec*

Uniwersytet Szczeciński

KONTROWERSJE WOKÓŁ INTERPRETACJI WYNIKÓW INWESTYCYJNYCH FUNDUSZY *HEDGE*

Streszczenie

Jedną z najistotniejszych zmian, jaka dokonała się w ostatnich kilkunastu latach w samym rdzeniu systemu finansowego, jest szybki wzrost nowych finansowych graczy, którzy mają duży wpływ na funkcjonowanie rynków finansowych. Szczególnie istotnie przyczyniły się do tych zmian fundusze *hedge*, atrakcyjne zarówno dla inwestorów instytucjonalnych, jak i indywidualnych. W pierwszej części artykułu przedstawiono istotę funduszy *hedge* w powiązaniu ze źródłami danych. W kolejnej zawarto rozważania na temat baz danych funduszy *hedge*. W trzeciej części analizie poddany został problem błędów baz danych, które wpływają na ocenę wyników inwestycyjnych funduszy *hedge*.

Słowa kluczowe: fundusze *hedge*, bazy danych

Wprowadzenie

Fundusze *hedge* są obecnie głównym kreatorem cen na rynkach. Dynamiczny wzrost aktywów w zarządzaniu w czasie ostatnich lat wynikał m.in. z osiągniętych przez nie wyników inwestycyjnych. Fundusze *hedge* różnią się znacznie od innych uczestników rynku. Różnice te wynikają z ich elastyczno-

* Adres e-mail: goniag@poczta.fm.

ści, czyli skłonności do zmieniania rynków, na których są obecne. W artykule zbadane zostanie zagadnienie baz danych funduszy *hedge*, które są wykorzystywane do oceny wyników inwestycyjnych tych funduszy. Celem artykułu jest analiza błędów występujących w zawartości baz danych, które mogą powodować niewłaściwą interpretację wyników funduszy *hedge*, czyniąc ich wyniki inwestycyjne kontrowersyjnymi, ponieważ błędy i inne trudności sprawiają, że nie są one wiarygodne, szczególnie w czasie gwałtownych zmian na rynku. Artykuł składa się z trzech części. Na wstępie przybliżono istotę funduszy *hedge*. W dalszej kolejności zaprezentowano najważniejsze bazy danych. W trzeciej części skupiono się na błędach występujących w zawartości baz danych.

1. Definiowanie i istota działania funduszy *hedge*

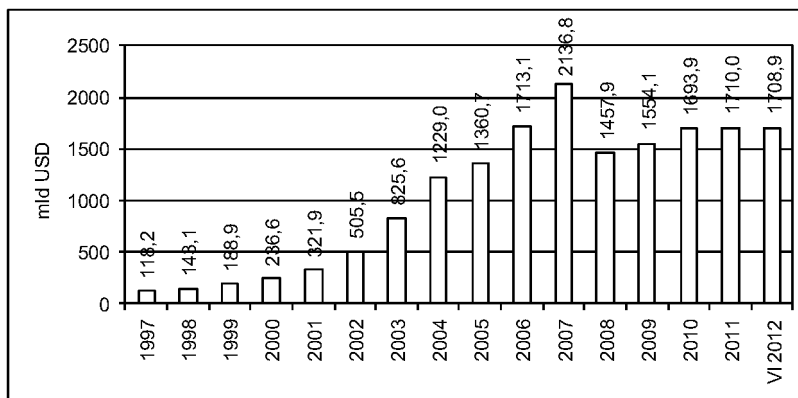
Jedną z najistotniejszych zmian, jaka dokonała się w ostatnich kilkunastu latach w samym rdzeniu systemu finansowego, jest szybki wzrost nowych finansowych graczy, w szczególności funduszy *hedge*, którzy mają duży wpływ na funkcjonowanie rynków finansowych. W książce *AIMA's roadmap to Hedge Funds* można przeczytać, że: „Funduszem *hedge* nazywamy program inwestycyjny, w którym zarządzający lub wspólnicy dążą do osiągnięcia dodatnich bezwzględnych stóp zwrotu poprzez wykorzystanie okazji inwestycyjnych i ochronienie wniesionego kapitału przed potencjalnymi stratami. Pierwszy fundusz *hedge* był funduszem, który można określić jako «*hedged*» (zabezpieczony)”¹.

Nieco inaczej ujmuje sprawę Stuart McCrary w *Hedge Fund Course*. Wskazuje on, że definiowanie funduszu *hedge* stwarza trudności, ponieważ nie jest łatwe opisanie tego, czym jest fundusz *hedge*, bez wpadania w kolizję z definicjami funduszy, które nie zaliczają się do kategorii funduszy *hedge*. Mnogość cech funduszy *hedge* utrudnia definiowanie tego, co funduszem *hedge* nie jest².

¹ A.M. Ineichen, K. Silberstein, *AIMA's Roadmap to Hedge Funds*, Alternative Investment Management Association, London 2008, s. 9.

² S.A. McCrary, *Hedge Fund Course*, John Wiley & Sons, New York 2004, s. 1.

Rysunek 1. Wartość aktywów netto funduszy *hedge* na świecie w latach 1997–2012 (w mld dolarów)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.barclayhedge.com (14.08.2012).

Ekonomiczna funkcja funduszu *hedge* jest dokładnie taka sama jak funduszu inwestycyjnego. W obu przypadkach zarządzającym powierzane są pieniądze inwestorów mających nadzieję, że w chwili wycofania swoich środków otrzymają zainwestowany wkład oraz godziwy zysk. Fundusze inwestycyjne dzielą się na dwie kategorie. Część z nich to fundusze indeksowane, zwane również pasywnymi. W funduszach tych zarządzający mają na celu osiągać wyniki podążające za benchmarkiem takim jak indeks Standard & Poor's 500. Jednak większość funduszy inwestycyjnych oraz wszystkie fundusze *hedge* są funduszami aktywnymi. Inwestorzy tych funduszy ufają, że zarządzający posiada zdolności, które przyczynią się do wypracowania wyniku istotnie lepszego niż w funduszu pasywnym bądź w funduszu aktywnym zarządzanym przez innego zarządzającego.

W przeszłości inwestorzy zazwyczaj inwestowali w pojedyncze fundusze *hedge*, ale należy pamiętać o tym, że inwestorzy, którzy chcą zainwestować w fundusz *hedge*, są zazwyczaj zobowiązani do ulokowania dużych sum pieniędzy, często co najmniej miliona dolarów³. Pojedyncze fundusze *hedge* mogą być wysoce ryzykowne, dlatego też dywersyfikacja może zmniejszyć ryzyko, jednak dywersyfikacja w funduszach *hedge* dla pojedynczego inwestora wymaga bardzo dużych sum zdatnych do zainwestowania. Ponadto, ze względu na to,

³ Występują również fundusze *hedge*, gdzie sumy te są znacznie wyższe, np. 5 mln dolarów w wypadku funduszu Eton Park.

że fundusze *hedge* są nieregulowane, inwestor musi zebrać dużą ilość informacji o nim przed zainwestowaniem środków pieniężnych w celu upewnienia się, że rozumie on i jest w stanie podjąć ryzyko, na jakie będzie narażony.

Fundusze *hedge* nie są uważane za tradycyjne wehikuły inwestycyjne, nie ma więc potrzeby przekazywania informacji o ich działalności regulatorom, a tym bardziej ogółowi inwestorów. Jest to celowe ze względu na to, że inwestorzy funduszy *hedge* mają w większości lepsze rozeznanie dotyczące ryzyka⁴.

Na podstawie powyższego można wymienić następujące kluczowe atrybuty funduszu *hedge*⁵:

1. Pula nie stanowi przedmiotu regulacji nakładanych na zarejestrowane firmy inwestycyjne i stąd też jej zarządzający może stosować dowolne strategie inwestycyjne. W szczególności może on posługiwać się bardzo ograniczonym stopniem dywersyfikacji, dźwignią finansową, krótką sprzedażą lub instrumentami pochodnymi, takimi jak kontrakty terminowe czy opcje, a także inwestować w instrumenty nie płynne lub nawet niebędące przedmiotem publicznego handlu. Stanowi to całkowite przeciwieństwo rozwiązań przyjętych w klasycznych funduszach inwestycyjnych silnie ograniczanych istniejącymi regulacjami.
2. Zarządzający funduszem *hedge* ma na celu zarabianie bez względu na sytuację rynkową. Stąd też spadające rynki (np. akcji) nie są już dobrym wytłumaczeniem złych wyników ze względu na fakt, iż dopuszczalna jest krótka sprzedaż.
3. W celu motywowania do uzyskania zainteresowania najlepszych menedżerów na rynku, fundusze *hedge* stosują specjalną premię od wyników zwaną po angielsku *incentive fee*. Termin ten można tłumaczyć jako premia zależna od wyników (*incentive* oznacza w tym kontekście motywację) zarządzającego, stanowiąca zazwyczaj 20% wypracowanych przez niego zysków. Ze względu na fakt, że taka struktura wynagrodzeń może przyciągnąć mniej zdolnych zarządzających liczących na łut szczęścia, zazwyczaj wymaga się, aby zarządzający zainwestował w fundusz jakąś część swojego majątku osobistego. Fundusze *hedge* stosują zwykle także stałe opłaty stanowiące 1–2% zarządza-

⁴ F.-S. Lhabitant, *Hedge Funds: Quantitative Insights*, John Wiley & Sons, London 2004, s. 34.

⁵ *Ibidem*, s. 28.

nych aktywów. Są one stosowane głównie w celu pokrycia kosztów stałych funkcjonowania wehikułu.

4. W celu oderwania uwagi zarządzającego od zarządzania kapitałem funduszu, a skupienia się na efektywnym inwestowaniu, fundusze *hedge* częstokroć stosują znacznie wydłużone okresy między zawiadomieniem klienta o chęci wyjścia z inwestycji a samą wypłatą środków. Dzięki temu istnieje możliwość podejmowania inwestycji rzeczywiście długoterminowych oraz angażowania się funduszu w nie płynne lub niepodzielne aktywa o znacznej wartości, takie jak nieruchomości.
5. Fundusze *hedge* ze względu na fakt bycia praktycznie nieregulowanymi, nie muszą ujawniać swojego stanu posiadania. Stworzyło to wokół nich aurę tajemniczości oraz wstrzymało niektórych inwestorów instytucjonalnych od podjęcia decyzji o inwestowaniu w nie.

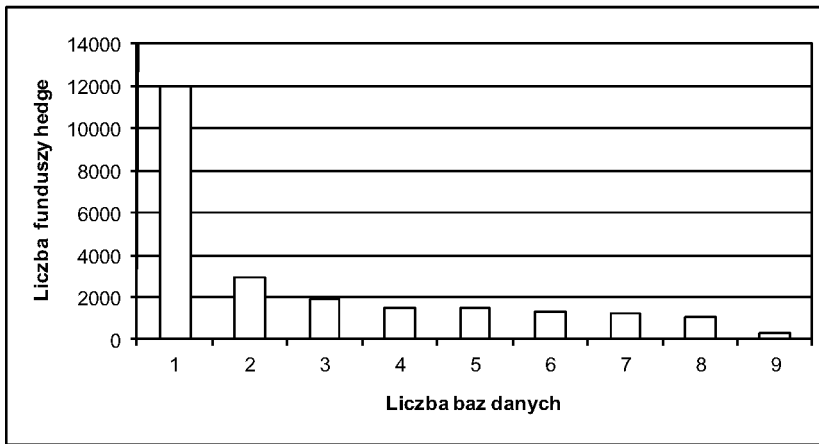
2. Bazy danych funduszy *hedge*

Od samego początku działalności jedną z podstawowych cech funduszy *hedge* była nikła transparentność na każdym polu ich działania. Lukę związaną z brakiem informacji na temat branży funduszy *hedge* zaczęto wypełniać dopiero pod koniec zeszłego stulecia. Zadanie to spoczęło na barkach prywatnych firm – **dostawców baz danych**, które specjalizują się w gromadzeniu i przetwarzaniu informacji na temat ich działalności. Brak ustawowego obowiązku ujawniania danych jest jednym z powodów, dla których nie ma jednej kompletnej bazy danych zawierającej informacje na temat działalności wszystkich funduszy. Raportowanie funduszy do baz danych jest dobrowolne, a dodatkowo część z baz danych wymaga spełnienia przez fundusz *hedge* kryteriów, które pozwolą zakwalifikować go do bazy danych. Nowatorski charakter sektora funduszy *hedge* powoduje, że weryfikowalne dane historyczne pochodzą z początku lat 90. zeszłego stulecia. Zapoczątkowana ówczesnie zmiana struktury klientów funduszy *hedge* spowodowała dynamiczny rozwój firm dostarczających informacje na temat rynku tych funduszy. Zmiana ta dokonała się co najmniej z dwóch powodów. Po pierwsze, napływ kapitału instytucjonalnego do funduszy *hedge* wymusił na samych funduszach rzetelne raportowanie, którego skutkiem było uzyskanie przez nie większej wiarygodności jako instytucji zarządza-

jącej kapitałem. Po drugie, wpływ na to miały same bazy danych funduszy *hedge*, które zaczęły gromadzić w sposób profesjonalny materiały na swój temat.

Na potwierdzenie tezy o trudności w badaniu liczebności funduszy *hedge* można przytoczyć dane o liczbie baz, do których raportują tego typu fundusze. Z rysunku 2 wynika, że znacząca większość funduszy raportuje do jednej bazy. Może to prowokować do zadania kontrowersyjnego pod względem logicznym pytania: ile funduszy *hedge* istnieje, a nie raportuje do żadnej bazy?

Rysunek 2. Liczba baz, do których raportują fundusze *hedge* i fundusze funduszy *hedge*



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: <http://www.pertrac.com> (16.02.2012).

Liczba baz danych, do których raportują fundusze, wraz z rozwojem funduszy zwiększała się, ale przykładowo Liang dowiódł, że dwie z kluczowych baz danych – Lipper TASS i Hedge Fund Research (HFR) – zawierają jedynie 30% tych samych funduszy *hedge*, a dodatkowo płynące z nich wiadomości o stopach zwrotu funduszy *hedge* są zbieżne w 47%. Analizując wartość zarządzanych aktywów, rodzaj strategii inwestycyjnej, wysokość kosztów za zarządzanie, podobieństwo wykazywało tylko 53% zawartych w tych bazach funduszy *hedge*⁶. W tym miejscu przedstawiona zostanie charakterystyka najważniejszych baz danych funduszy *hedge* i Commodity Trading Advisors (CTA).

⁶ B. Liang, *Hedge Funds: The Living and the Dead*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2000, t. 35, no. 3, s. 316–323.

Tabela 1. Najważniejsze bazy danych funduszy *hedge* i CTA

Nazwa i rok utworzenia	Charakterystyka baz danych
Barclays Hedge Fund and CTA Database 1985	Firma Barclay Hedge, wcześniej The Barclay Group, nie jest powiązana z bankiem Barclays ani z żadnym z jego podmiotów zależnych. Ma siedzibę w amerykańskim stanie Iowa. Zbiera, przetwarza i publikuje informacje na temat 6000 funduszy <i>hedge</i> , <i>managed futures</i> i podobnych organizacji inwestycyjnych. Wartości indeksów opracowanych przez Barclay Hedge podane są do wiadomości publicznej, stopy zwrotu indeksów bazują na równoważonych średnich miesięcznych wchodzących w skład bazy funduszy <i>hedge</i>
Credit Suisse/Tremont łącznie z Dow Jones 1998	Po fuzji w 2010 r. Credit Suisse/Tremont oraz Dow Jones Indexs opracowują razem Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Indexes. Dane do tworzenia tych indeksów obejmują 5000 funduszy <i>hedge</i> . W skład portfela indeksu wchodzi fundusze <i>hedge</i> , które: zarządzają co najmniej 10 mln dolarów, dostarczają audytowane sprawozdania finansowe, wypełniają wymogi Credit Suisse/Tremont dotyczące pozycji rynkowych i transparentności. Fundusze są dzielone na kategorie według kryterium stylu inwestycyjnego. Baza ta zakłada, że indeks ma reprezentować co najmniej 85% AUM. Skład indeksów podlega korekcie co kwartał i podawany jest do wiadomości publicznej
MSCI 2002	Morgan Stanley Capital Indices stworzyła standard klasyfikacji funduszy <i>hedge</i> – MSCI Hedge Fund Classification Standard – który grupuje fundusze według kilku kryteriów obejmujących klasy aktywów, proces inwestycyjny, obszar geograficzny. Na tej podstawie tworzone są indeksy i subindeksy
Hedge Fund Research HFR 1992	HFR jest grupą doradczą zarejestrowaną przez SEC. Jest jedną z czołowych baz danych na temat funduszy <i>hedge</i> zawierającą informacje o prawie 7000 funduszy. W bazie HFR znajduje się 100 indeksów podzielonych na dwie grupy: HFRI Monthly Indices i HFRX Indices
Center for International Securities and Derivatives Markets CISDM 1979	Od 1979 r. Managed Account Reports monitorowała sektor <i>managed futures</i> , a od 1994 r. także fundusze <i>hedge</i> . Zurich Capital Markets nabył ją w 2001 r., by rok później przekazać bazę CISDM, University of Massachusetts. CISDM jest akademickim centrum badań nad funduszami <i>hedge</i> ; jest to najstarsza baza danych funduszy <i>hedge</i> i CTA. Posiada informacje o ponad 9000 funduszy <i>hedge</i> i CTA. Indeksy tworzone są na podstawie średniej stopy zwrotu
Eurekahedge 2001	Jest instytucją doradczą zarejestrowaną przez Securities and Futures Commission of Hong Kong. Indeksy tworzone przez tę bazę danych obejmują 2500 funduszy <i>hedge</i> ; tworzone są jako średnia arytmetyczna stóp zwrotu wchodzących w skład danego indeksu. Wszystkie fundusze mają równą wagę, a indeksy podawane są do wiadomości publicznej
Hennessee 1987	Instytucja doradcza zarejestrowana przez SEC, która zapewnia wyłącznie usługi doradcze związane z sektorem inwestycji alternatywnych. Firma podaje indeksy do wiadomości publicznej od 1993 r. Hennessee obejmuje około 3500 funduszy <i>hedge</i> , które muszą spełnić następujące kryteria: co najmniej 10 mln dolarów AUM, funkcjonować od roku, raportować miesięczne stopy zwrotu i przedstawić swój styl inwestycyjny. Wartości indeksów podane są do wiadomości publicznej

Źródło: opracowanie własne na podstawie stron internetowych wymienionych baz danych oraz F.-S. Lhabitant, *Handbook of Hedge Funds*, John Wiley & Sons, London 2006, s. 480–501.

Zestawienie to nie wyczerpuje całościowo tematu baz danych funduszy *hedge*, ale zdaniem autora zawiera najważniejsze i najczęściej cytowane źródła informacji na temat sektora.

3. Błędy baz danych

Specyfika funduszy *hedge* powoduje, że informacje na temat wyników osiąganych przez nie obciążone są **błędami**, o istnieniu których należy pamiętać w czasie oceny ich wyników inwestycyjnych. Występują dwie kategorie błędów: losowe (przypadkowe) oraz systematyczne (tendencyjne). Te pierwsze wynikają w głównej mierze z niedoskonałości człowieka, który dokonuje pomiaru, i narzędzi pomiarowych, którymi się posługuje. W procesie pomiaru ten rodzaj błędu jest nieunikniony i charakteryzuje się rozkładem normalnym o zerowej nadziei matematycznej⁷. Błędy systematyczne związane są z sytuacją, gdy podmiot przeprowadzający badanie świadomie próbuje osiągnąć rezultat inny niż prawdziwy. Jak zauważają W. Fung i D.A. Hsieh, analizując wyniki funduszy *hedge* dostępne w bazach danych, należy zwrócić uwagę na następujące błędy⁸:

- błąd przetrwania funduszu,
- błąd historycznych stóp zwrotu,
- błąd likwidacji funduszu,
- błąd wyboru.

Efekt przetrwania występuje wówczas, gdy do obliczeń średnich stóp zwrotu funduszy *hedge* wykorzystuje się informacje tylko o aktywnych funduszach tego typu⁹. Krótkie szeregi czasowe wyników funduszy *hedge* sugerują, że nieprzerwanie trwa proces powstawania nowych funduszy *hedge* i likwidacja tych, które nie osiągnęły zakładanych wyników inwestycyjnych. Powoduje to rodzaj błędu nazywany **błędem przetrwania funduszu**. Szacunki związane z wielkością tego błędu różnią się w zależności od metody dokonywania pomiaru i czasu, który obejmuje badanie.

Prekursorzy prowadzący badania nad szacowaniem efektu przetrwania w odniesieniu do klasycznego rynku funduszy akcji – M. Grinblatt i S. Titman¹⁰

⁷ J.W. Wiśniewski, *Mikroekonometria*, WN UMK, Toruń 2009.

⁸ W. Fung, D.A. Hsieh, *Hedge-Fund Benchmarks: Information Content and Biases*, „Financial Analysis Journal” 2002.

⁹ K. Perez, *Wyniki inwestycyjne funduszy hedge. Czynniki wpływające na ich interpretację*, „Bank i Kredyt” 2011, t. 42, nr 6, s. 99.

¹⁰ M. Grinblatt, S. Titman, *Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings*, „Journal of Business” 1989, t. 62, no. 3, s. 393–416.

oraz B.G. Malkiel¹¹ – wykorzystując zaproponowane przez siebie metody, dowiedli, że nieuwzględnienie w badaniach funduszy nieaktywnych wpływa na zmiany wyników wszystkich funduszy inwestycyjnych w przedziale od 0,1 do 1,5%. Z wniosków płynących z badań przeprowadzonych przez M. Ammanna i P. Moertha w odniesieniu do tego parametru na rynku funduszy *hedge* dowiedzieć się można, że wartość ta kształtuje się na poziomie około 2–3%. We wcześniejszych latach wielkość tego efektu wynosiła nawet około 5%¹². Jak zauważa M. Eling, dane na temat funduszy *hedge* sprzed 1994 r. są niewiarygodne i nie powinny być wykorzystywane do badań naukowych¹³. Najnowsze badania przeprowadzone przez D.G. Kaisera i F. Haberfelnera, którzy badali znaczenie efektu przetrwania funduszy *hedge* w latach 2002–2010, dowodzą, że znaczenie efektu przetrwania znacznie wzrosło po roku 2008¹⁴. Zapewne jest to związane z efektem wystąpienia globalnego kryzysu finansowego. Jak zauważają C. Ackerman, R. McEnally i D. Ravenscraft, istnieje również taka ewentualność, że fundusze *hedge* mogą osiągać na tyle dobre wyniki, że przestają korzystać z usług firm tworzących bazy danych. Nie raportują one wtedy, ponieważ nie dążą do poszerzania grona klientów w wyniku osiągnięcia docelowej wielkości aktywów w zarządzaniu¹⁵.

Błąd historycznych stóp zwrotu wynika z sytuacji, w której fundusze, które dopiero zostały dodane do baz danych, raportują także swoje wyniki historyczne. W bazie danych rejestrowane są one jako wyniki *ex post*. Taki stan powoduje prawdopodobieństwo wystąpienia sytuacji, w której fundusze *hedge* podają tylko korzystne dla siebie wyniki inwestycyjne, zawyżając średnią stopę zwrotu. Częstą praktyką podyktowaną względami marketingowymi jest sytuacja, w której fundusze *hedge* zaczynają dobrowolnie raportować do baz danych dopiero w momencie osiągnięcia wyników inwestycyjnych równych lub wyż-

¹¹ B.G. Malkiel, *Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971–1991*, „Journal of Finance” 1995, t. 50, no. 2, s. 549–572.

¹² M. Ammann, P. Moerth, *Impact of Fund Size on Hedge Fund Performance*, „Journal of Asset Management” 2005, t. 6, no. 3, s. 219–237.

¹³ M. Eling, *Does Hedge Fund Performance Persist? Overview and New Empirical Evidence*, „European Financial Management” 2009, t. 15, no. 2, s. 363.

¹⁴ D.G. Kaiser, F. Haberfelner, *Hedge Fund Biases after the Financial Crisis*, Center for Practical Quantitative Finance, Frankfurt School of Finance and Management 2011, Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1809570 (14.02.2012).

¹⁵ C. Ackermann, R. McEnally, D. Ravenscraft, *The Performance of Hedge Funds: Risk, Returns and Incentives*, „Journal of Finance” 1999, t. 54, no. 3, s. 833–874.

szych niż konkurenci przekazujący swoje wyniki do bazy. Okres inkubacji, czyli działania niejako w ukryciu, z reguły wynosi od roku do dwóch lat¹⁶. Po tym czasie fundusz najczęściej zaczyna raportowanie do bazy lub też z powodu nieosiągnięcia zadawalających wyników jest rozwiązywany. Eliminacja tego błędu nie jest trudna, ponieważ badacze czynią to przez odrzucenie stóp zwrotu funduszy z okresu ich inkubacji z badanej próby. Prekursorem badań nad efektem historycznych stóp zwrotu byli Ackerman, McEnally i Revenscraft. W literaturze często podkreślane jest, że dopiero badania z ostatnich lat są wiarygodne. Uzasadnieniem tego jest fakt wykorzystywania w nich aktualnych rozbudowanych baz danych, w których podaje się datę pierwszych raportów i historycznych stóp zwrotu zamieszczonych w nich funduszy *hedge*¹⁷. Najnowsze badania dotyczące efektu likwidacji przeprowadzone przez R.K. Aggarwala i P. Joriona dowiodły, że wynik omawianego efektu wynosi około 3% dla funduszy *hedge* działających na *emerging markets*¹⁸. Bardzo podobne wyniki w badaniach uzyskali również M. Eling i R. Faust¹⁹.

Wyniki inwestycyjne funduszy *hedge* publikowane przez bazy danych obarczone są również **błędem likwidacji funduszu**. Problem występowania w bazach danych tego efektu wynika z faktu, że więcej niż 50% funduszy *hedge* jest likwidowanych przed upływem pięciu lat. Najważniejsze przyczyny powodujące ten stan wynikają z²⁰:

- likwidacji funduszu po okresie dotkliwych strat,
- likwidacji funduszu po długim okresie uzyskiwania wyników poniżej oczekiwań, wpływając jednocześnie na obniżenie wartości aktywów netto poniżej poziomu *high-water mark*,
- fuzji funduszu *hedge* z innym funduszem,

¹⁶ K. Perez, *Fundusze hedge. Istota strategii, potencjał rynku*, C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 317.

¹⁷ *Hedge Funds. Insights in Performance Measurement, Risk Analysis, and Portfolio Allocation*, red. G.N. Gregoriou, G. Hübner, N. Papageorgiou, F. Rouah, John Wiley & Sons, New York 2005, s. 260.

¹⁸ R.K. Aggarwal, P. Jorion, *The Performance of Emerging Edge Funds and Managers*, „Journal of Financial Economics” 2010, t. 96.

¹⁹ M. Eling, R. Faust, *The Performance of Hedge Funds and Mutual Funds in Emerging Markets*, „Journal of Banking and Finance” 2010, t. 34.

²⁰ F.-S. Lhabitant, *Handbook of Hedge Funds*, John Wiley & Sons, London 2006, s. 483.

- zaprzestania raportowania przez fundusz *hedge* mimo kontynuowania przez niego działalności²¹.

Kolejnym błędem wpływającym na ocenę wyników inwestycyjnych funduszy *hedge* jest **błąd wyboru**. W jego obszarze popełnić można błąd własnego wyboru albo błąd doboru próby. Pierwszy z nich wynika wprost z dobrowolności raportowania funduszy *hedge* do baz danych. Fundusze raportujące w wyniku osiągnięcia satysfakcjonujących wyników inwestycyjnych dokonują wyboru dotyczącego raportowania do baz danych. Wielkość tego błędu można obliczyć, zdobywając dane dotyczące stóp zwrotu funduszy, które zostają anonimowe. W praktyce jest to niewykonalne, dlatego też nie można oszacować wartości tego błędu dla osiągniętych wyników²². Zdaniem niektórych badaczy prawidłowy jest tok rozumowania zakładający liczbę zarządzających funduszami *hedge* osiągających słabe wyniki i nieraportujących do żadnej z baz danych na poziomie wyższym niż liczba anonimowych funduszy o wysokim współczynniku alfa Jensena. Błąd efektu doboru próby jest łatwo wytłumaczalny, ponieważ ani jedna z funkcjonujących baz danych nie jest kompletna. Są one niespójne z powodu prywatnego charakteru funduszy *hedge*. Ogromna część funduszy raportuje jednemu albo dwóm sprzedawcom baz danych, nigdy zaś wszystkim²³. Niedogodność ta próbuje być eliminowana przez same bazy danych, które wymuszają na funduszach *hedge* wypełnienie kryteriów odnoszących się do długości funkcjonowania na rynku, minimalnej wielkości aktywów, co uzasadnia zbudowanie próby badawczej o odpowiedniej wielkości i istotności²⁴.

Podsumowanie

Przegląd przedstawionych powyżej ważnych przesłanek wpływających na interpretację wyników inwestycyjnych funduszy *hedge* nie jest stały, ponieważ rynek tych funduszy podlega ciągłym zmianom. Lista czynników mających znaczenie dla wiarygodności baz danych i tym samym wyników inwestycyj-

²¹ Fundusze takie nazywa się *defunct funds*, natomiast dla funduszy *hedge*, które znikają z baz danych i jednocześnie zaprzestają swojej działalności, stosowane jest określenie *dead fund*.

²² K. Perez, *Wyniki...*, s. 103.

²³ F.-S. Lhabitant, *Handbook...*, s. 482.

²⁴ Większość badaczy akademickich zakłada, że fundusze muszą działać co najmniej od 24 miesięcy i posiadać co najmniej 10 mln dolarów aktywów w zarządzaniu.

nych tego typu funduszy musi być rewidowana i podlegać ewentualnym uzupełnieniom o nowe czynniki, ponieważ ułatwi to ocenę nie tylko pojedynczych funduszy, lecz także całej branży. Na podstawie przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że dopiero usunięcie przedstawionych błędów występujących w bazach danych da możliwość wyciągania dokładnych wniosków z badań nad wynikami tych funduszy.

W ostatnich latach mimo braku obowiązku publicznego ujawniania informacji poprawił się dostęp do wyselekcjonowanych baz danych oferowanych przez profesjonalnych dostawców, którzy zajmują się gromadzeniem informacji. Inwestowanie w sektorze funduszy *hedge* wymaga ostrożności i świadomości błędów, jakimi obciążone są informacje na temat tych funduszy.

Literatura

- Ackermann C., McEnally R., Ravenscraft D., *The Performance of Hedge Funds: Risk, Returns and Incentives*, „Journal of Finance” 1999, t. 54, no. 3.
- Aggarwal R.K., Jorion P., *The Performance of Emerging Edge Funds and Managers*, „Journal of Financial Economics” 2010, t. 96.
- Ammann M., Moerth P., *Impact of Fund Size on Hedge Fund Performance*, „Journal of Asset Management” 2005, t. 6, no. 3.
- Eling M., *Does Hedge Fund Performance Persist? Overview and New Empirical Evidence*, „European Financial Management” 2009, t. 15, no. 2.
- Eling M., Faust R., *The Performance of Hedge Funds and Mutual Funds in Emerging Markets*, „Journal of Banking and Finance” 2010, t. 34.
- Fung W., Hsieh D.A., *Hedge-Fund Benchmarks: Information Content and Biases*, „Financial Analysis Journal” 2002.
- Grinblatt M., Titman S., *Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings*, „Journal of Business” 1989, t. 62, no. 3.
- Hedge Funds. Insights in Performance Measurement, Risk Analysis, and Portfolio Allocation*, red. G.N. Gregoriou, G. Hübner, N. Papageorgiou, F. Rouah, John Wiley & Sons, New York 2005.
- Ineichen A.M., Silberstein K., *AIMA's Roadmap to Hedge Funds*, Alternative Investment Management Association, London 2008.
- Kaiser D.G., Haberfelner F., *Hedge Fund Biases after the Financial Crisis*, Center for Practical Quantitative Finance, Frankfurt School of Finance and Management 2011, Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1809570.

- Liang B., *Hedge Funds: The Living and the Dead*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2000, t. 35, no. 3.
- Lhabitant F.-S., *Handbook of Hedge Funds*, John Wiley & Sons, London 2006.
- Lhabitant F.-S., *Hedge Funds: Quantitative Insights*, John Wiley & Sons, London 2004.
- Malkiel B.G., *Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971–1991*, „Journal of Finance” 1995, t. 50, no. 2.
- McCrary S.A., *Hedge Fund Course*, John Wiley & Sons, New York 2004.
- Perez K., *Fundusze hedge. Istota strategii, potencjał rynku*, C.H. Beck, Warszawa 2011.
- Perez K., *Wyniki inwestycyjne funduszy hedge. Czynniki wpływające na ich interpretację*, „Bank i Kredyt” 2011, t. 42, nr 6.
- Wiśniewski J.W., *Mikroekonometria*, WN UMK, Toruń 2009.

CONTROVERSY OVER THE INTERPRETATION OF INVESTMENT PERFORMANCE OF HEDGE FUNDS

Summary

One of the most crucial changes which have occurred within last several years is the fast increase of the new financial players. They have a very large and serious influence on the functioning of the financial markets exactly in the core of the financial system. Hedge funds were particularly important and attractive for the institutional and individual investors. First extract of the article is the point of the hedge funds connected with a data source. The following part contains some considerations about data bases of the hedge funds. The third part is the analysis of the errors of data bases, which have a crucial influence on the estimation of the investment result of the hedge funds.

Keywords: hedge funds, data bases

Jel Code: G15

Translated by Waldemar Aspadarec