



Хедж фондовете - една от новите и модерни тенденции на финансовите пазари

Доц. д-р Сава Димов

Бургаски свободен университет

През последните десетилетия на световния финансов ландшафт настъпват нови явления и тенденции. Електронизацията на борсовата търговия, либералният достъп и глобализацията на пазарите на ценни книжа правят финансовия пазар по ликвиден, волатилен и рационален. Наред с това нарастват спекулативните краткосрочни операции и търговията с по-сложни финансово производни инструменти, които представляват комбинация на покупки и продажби по време и място. Тази палитра се допълва с тенденцията на много бързо нарастване на хедж фондовете. Не е случаен факта, че хедж фондовете се определят като най-бързо растящ сектор на съвременните финанси. За последните 15 години общият обем на средства под тяхно управление нараства над 20 пъти и превишава днес над 1,4 трлн. щатски долара. Наред с това експлозивно бързо нарастват използваните от трейдърите хедж фондови стратегии и възможните комбинации, в които те могат да влизат. Тези нови тенденции провокират желанието на автора да осветли някои техни основни параметри и техники на търгуване на съвременните финансови пазари.

1. Две тези при определяне на хедж фондовете. В специализираната финансова литература се забелязват две тези, които се защитават от различните експерти по хедж фондовете, а именно:

Първо, съществуването и функционирането на хедж фондовете се отразява благоприятно на развитието на съвременните финансови пазари. Те се превръщат във тяхна най-влиятелна сила на развитие, ефективно средство за повишаване на ефективността на финансовите пазари. Освен това хедж фондовете допринасят за увеличаване на ликвидността на пазара, възстановяване на пазарното равновесие и следва да се "разглеждат като основаващи се на принципите на пазарното стопанство регулатори на финансовите пазари"¹. За последните няколко години хедж фондовете се превръщат от привилегия на тесен кръг богати хора в инструмент за масовия институционален инвеститор. Свои фондове създават много известни аналитици, трейдери, инвестиционни банки и управляващи. Така например през 2004 г. ръководителят на отдел търговски стратегии, Динакар Сингх и водещият трейдер Ерих Миндич напускат Goldman Sachs bank и създават хедж фондове, съответно под управлението на компанията за преки инвестиции Texas Pacific Group и Eton Park Capital Management. За кратко време авоарите на първия хедж фонд нарастват около 3 млрд. щатски долара². Хедж фондовете се определят и "като игра на пазара по нови правила".

Второ, финансовите кризи на международните пазари се свързват с работата на хедж фондовете. Така например с дейността на хедж фондовете се свързва кризата през 1992 г., довела до излизането на Великобритания от Европейската парична система, с необичайно резките колебания на пазара на облигации през 1994 г., кризата в Азия през 1997 и силната девалвация на редица национални валути, с проблемите около предотвратяването на фалита на известния хедж-фонд Long-Term Capital Management (LTCM) през 1998 г.³ Не случайно се лансира алтернативата, че "хедж фондовете са кошмар на нашето време или на нормалните инвеститори". Хедж фондовете играят ключова роля за разрастването на финансовата криза на развитите пазари през 1997-1998 г., началото на която бе поставено от девалвацията на тайландския бат, нестабил-

1. Виж: <http://financebg.com/index.php?rid=1004&id=1004&more=6505> Хедж фондовете - форма на спекулация или ефективно средство за повишаване на ефективността на финансовите пазари?

2. Според: <http://www.4invest.ru/news.php?extend.682> Хедж-фонды стали влиятельной силой на мировых рынках. Михаил Оверченко, Татьяна Бочкарева. Ведомости 20.11.2006, №218 (1745).



ността на късите позиции за индонезийската рупия, обезценката на портфейлите в малайзийски акции и на откритите позиции по филипинско песо.

Освен посоченото някои хедж фондове претърпяват сериозни финансови загуби. Така например хедж фондът Amaranth Advisors, който търгува милиарди щатски долари на сделки с природен газ, през септември 2006 г. в резултат на погрешна ставка на трейдера "погълна" загуба от 6,2 млрд. долара или загуба около 65% от активите. Първоначално съотношението заемни - собствени средства е 8:1, т.е. на 1USD собствени средства се влагат 8USD заемни средства. В началото на 1998 г. то е вече 26:1, за да се стигне до фаталните загуби, когато това отношение "подскочи" на 50:1. Сериозната финансова загуба на хедж фонда Long-Term Capital Management (LTCM) през 1998 г. след девалвацията на руската рубла парализира световните финансови пазари. Недооценявайки руската действителност, сериозни загуби претърпява и Джордж Сорос. През 1998 г. в хода на нарастваща финансова криза в Русия той загуби по различни оценки между 1 до 2 млрд. долара в резултат наблизо 25% срив в пакета от акции на Связьинвест и продажбата на къси позиции. В резултат на "паденето" на високо технологическия индекс Nasdaq през есента на 2000 г. хедж фондът с негово участие Quantum загуби още 3 млрд. долара.

Въпреки че се лансират мнения, че хедж фондовете могат да представляват опасност за финансовите системи; и инвеститорите в хедж фондове могат да бъдат терористични структури. Според нас много по актуална и съвременна е първата теза, защото:

- практиката показва, че разрастването на хедж фондовете се дължи на положителното отношение на голяма част от инвеститорите. Хедж фондовете са новата мода на финансовите пазари;

- хедж фондовете действат като катализатори за установяването на реални ценови пропорции;

- те предлагат по-големи възможности за диверсификация портфейлите от ценни книжа и финансови деривативи, включително и инвестиращи в държавни облигации;

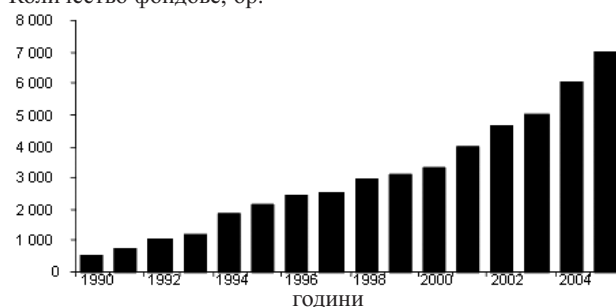
- те позволяват да се получават печалби от колебанията на цените и конюнктурата, включително и от спад в цените на ценните книжа и деривативните инструменти на международните финансови пазари.

2. Нови тенденции на растеж на хедж фондове.

Световната финансова индустрия на хедж фон-

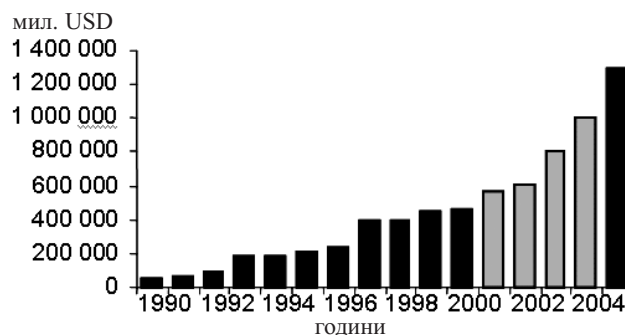
дове през последните няколко години достига рекордни значения. Посочват се разностранни оценки за тяхното нарастване. Така например според едни автори за периода 1990 г. до средата на 2004 г. техният брой нараства от 300 на 9000, а управляваното от тях имущество се увеличава от 375 млрд. на 865 млрд. щатски долара при средногодишен прираст около 20%. Според други към края на 2005 г. общото количество хедж фондове по оценка на експерти прехвърля 7000 броя, а сумата на активите под управление е над 1 трил. долара. Може да се приеме оценката, че количеството на хедж фондовете за периода 1990-2005 г. е както следва на графика 1.

Количество фондове, бр.



Графика 1 Количество хедж фондове за периода 1990 - 2005г.

От графиката се вижда, че тенденцията е към нарастване на броя на хедж фондовете. След 2000 г. този тренд е изключително ярко изразен. Хедж фондовете са насочени към все по-голям брой инвеститори, наричани в литературата "масов инвеститор". Активите под управление на хедж фондовете също потвърждава изследваната тенденция на растеж. Така например на *графика 2* се вижда трендът на тяхното развитие, като особено засилен е той през последната година на изследването.



Графика 2 Активи под управление на хедж-фондове за периода 1990-2005 г.

Тези факти не са случайни и популярността на тази алтернативна инвестиционна форма, каквато



е хедж фондът се обяснява с следните тенденции⁷:

- неопределените перспективи на фондовите и капиталовите пазари и срива на високотехнологичния сектор след събитията от 11 септември 2001 г.;
- дългосрочният период на гъвкава парична политика на федералната резервна система на САЩ, в резултат на която доходността на ценните книжа започна да намалява.

Следователно пред трейдерите е поставено ново предизвикателство за намиране на нова финансова парадигма, която да носи печалби от спада на цените на международните финансови пазари и съществуващата неопределеност. Това са хедж фондовете, с които може да се запълни асиметричната празнота във финансовата сфера. Местата на юридическата регистрация на хедж фондовете към края на 2004 г. е показана на *схема 1*.

3. За хеджинга като понятие в съвременните финанси.

Операциите с ценни книжа и финансови деривативи са неразривно свързани с управлението на финансовия риск. От една страна, това е атрактивна, но и твърде рискована трансакция, а от друга, изключително изгодна за спекулативни цели и мотиви. В този контекст хеджингът и неговите операции са предпочитано средство за използване както от инвеститори и спекуланти, така и от хеджъри⁸. Комисията по фючърсна търговия на САЩ (CFTC - Commodity Futures Trading Commission) определи, че хеджингът с използването на фючърсни контракти трябва да включва позиции по фючърсни контракти, които икономически да бъдат свързани с касовите позиции и предназначени за намаляване на рисковете, възникващи в хода на всекидневните търговски операции на дадена компания⁹. Следователно хеджинг може да прилага лице или компания, които редуцират риска по пътя на откриване на противоположни позиции във времето на икономически свързани финансови пазари.

Според някои икономисти¹⁰ хеджингът се свежда до определена стратегия, насочена към намаляване на нежелания ценов риск. Според други¹¹ хеджирането се състои в неутрализация на не-

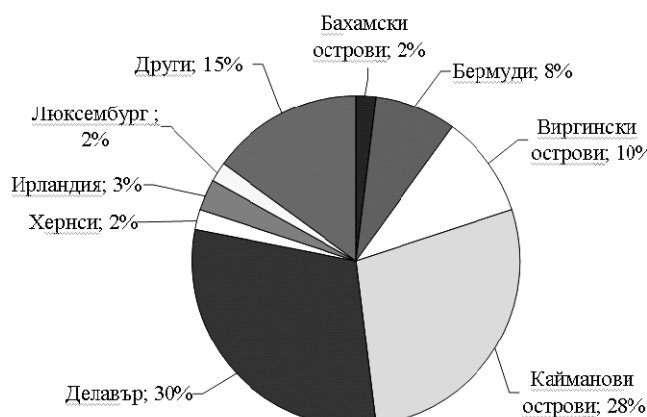


Схема 1. Юридическа регистрация на хедж-фондовете
Източник: <http://www.rts.ru/newrts/files/3026/10.doc>

благоприятните колебания на конюнктурата на пазара, чиято цел е в пренасяне на риска от изменение на цените от едно лице на друго. Утвърждава се становището, че е необходимо да се обърне внимание на два фундаментални критерия при хеджирането, а именно:

- динамиката на ценовата перспектива;
- икономическата целесъобразност от използването на хеджинга.

В този контекст хеджирането като процес е свързано със следните три трансакции:

- Едновременно заемане на противоположни позиции на дериватните пазари - например на спот пазара и на фючерския пазар.
- Взаимно компенсиране на резултатите от двете позиции.
- Изменение на цените на даден базов актив на двата пазара.

Според John Marshal и Vipul Bansal хеджирането е свързано с управлението на активите и пасивите и често се използва в съчетание с него, представлявайки отделен клас методи. Хеджът е позиция, която се използва в качество на временна замяна, субституция (substitute) на бъдеща позиция по друг актив, задължение (liability) или с цел защита стойността на съществуваща позиция по актива, когато тази позиция не може да бъде ликвидирена. Преобладаваща част от хеджинга се осъществява със задбалансови инструменти (off-

7. Пак там

8. Юридически или физически лица, които извършват операции по трансформирането (пренасянето) на риска от един базисен актив на друг с помощта на компенсираща позиция на срочния пазар. Изхождайки от английската дума "hedge" - "ограждане", "защита", хеджът може да се тълкува и като "ограждане на субекта от възможни загуби" или "защита от риска".

9. Де Ковни Ш., Такки К. СТРАТЕГИЯ ХЕДЖИРОВАНИЯ. Пер. с англ., М., ИНФРА-М, 1996, с. 9.

10. Петков, Б. БОРСОВА ТЪРГОВИЯ. Унив. изд. "Стопанство", С., 1999, с.104.

11. Вж.: Буренин, А. РЫНКИ производных финансовых инструментов. М.: ИНФРА-М, 1996, с.217.



balance sheet instruments) и в качество на тях се използват фючърсите, форуърдите, опциите и суапите. Необходимо е да отбележим, че хеджът може да приема и форма на балансова позиция (on-balance sheet position). Така например суаповите дилъри хеджират своите суапи като съкровищни облигации и полици. Това се обяснява с временния характер на хеджирането на кешовия пазар¹². Следователно хеджът се разбира като позиция, използвана в качеството на временно заменяне на бъдеща налична позиция или за компенсация на риска, свързана с текущата налична позиция.

По-новите постижения в теорията на хеджирането показват, че то се развива в следните направления, които накратко бихме го представили като:

- Портфейлен подход към хеджирането (portfolio approach to hedging)¹³. В началото на 60-те години Johnson (1960) и Stein (1961) го прилагат за първи път. Те се аргументират с факта, че целта на хеджирането е да служи за минимизация на дисперсията на печалбата, свързана с комбинацията на налична кешова с фючърсна позиция. Това е довело до използването на регресионния анализ за определяне на коефициента на хеджирането, минимизиращ риска (regression analysis in determining the risk minimizing hedge ratio). Към такъв подход се придържат икономистите, изследвали проблема - Л. Телсер, Л. Джонсън, Дж. Стайн и Р. Колб¹⁴. Според други автори - Р. Рендлеман и К. Карабини, моделът на портфела е подходящ, ако към него се приложи ефективността на изучаваните пазари.

- Съставно хеджиране (composite hedging). Неговите теоретични основи са положени от Marshal (1989) и развити от Herbst и Marshal (1990). То съвместява намаляването на риска от диверсификацията на портфейла с намаляване на риска, присъщ на хеджа. Смята се, че математическите аспекти на съставното хеджиране допускат и компютърно решение на проблема. Следователно хеджът, състоящ се от множество хеджиращи инструменти, например от серия различни фючърсни контракти, се налива composite hedge¹⁵. То довежда до по-голямо намаляване на риска в сравнение с простото хеджиране, защото използва диверсифи-

кацията, снижаваща несистематическия риск. Като правило се отбелязва, че съставното хеджиране използва два или три инструмента и само в редки случаи те могат да достигнат до четири.

- Метод "строителни блокове" в хеджирането (the building block approach to hedging). Множеството различни инструменти (фючърси, опции, форуърди и суапи) и техните производни комбинации, които могат да бъдат използвани за хеджиране на ценови рискове от различен тип, се третират като "главни строителни блокове", които се намират в разположение на финансовия хеджбър, зает със създаване на програма по управлението на рискове. Комбинирайки тези инструменти с изходната начална позиция, може да се "манипулира риска" с най-различни практически ситуации. В специализираната литература се коментират три модерни способа, които дават представа за метода, а именно с помощта на¹⁶:

- графиките на риска и плащанията (Visualization: The Risk/ Payoff Profile Approach);

- блоковата схема на паричните потоци cash flows (The Boxed Cash Flow Diagram Approach);

- с временната схема на паричните потоци (The Time Line Cash Flow Approach).

През последните години с успех се използват голямо количество смесени стратегии и инструменти, управляващи различните видове рискове. Така например те могат да включват инструменти за хеджиране на ипотечни дългови задължения (how mortgage investing), различни нови типове опции (path-dependent options, look-back options, option-linked loans) диверсификация (diversification), повишаване на кредитния рейтинг (credit enhancement), излишно обезпечение (overcollateralization) и цесия (assignment). В заключение можем да резюмираме, че хеджирането е изкуство по управлението на различните видове финансови рискове за сметка на използването на компенсиращи позиции по производните финансови инструменти.

4. Начало и логика на възникването на хедж фонда.

Възникването на хедж фондовете е свързано с

12. Marshal, J.F. and V.K.Bansal. *FINANCIAL ENGINEERING A Complete Guide to Financial Innovation*. New York Institute of Finance. 1992 by Allyn&Bacon, Inc. p.165

13. Виж: Marshal, J.F. and V.K.Bansal. Цит. произв., с. 517; Daigler, R. *FINANCIAL FUTURES MARKETS. Concepts, evidence, and applications*. HarletCollins Colege Publishers, 1993, pp. 305-307

14. Виж: Де Ковни Ш., Такки К. Цит. произв., с. 25; Колб, Р. Цит. произв., с.261-267

15. Marshal, J.F. and V.K.Bansal. Цит. произв., pp. 527-528

16. Виж графиките от: Marshal, J.F. and V.K.Bansal. Цит. произв., с. 535, 537, 538



името на родилия се в Австралия американец Алфред Уйнстън Джонс (1900-1988), който се смята за създател на първия хедж фонд. На него през 1949 година е "хрумнала" оригиналната идея да съвмести дълги и къси позиции в един портфейл, наричан дълъг/кратък (long/short) портфейл¹⁷. Стратегиите на Джонс включват:

- Ако цените на акциите падат, както се очаква от инвеститорите, то той ще закупи акции на техния пазар от по-ниски цени и ще ги "върне" на брокера. Следователно колкото по-силно спада цената на акцията, продадена в къса позиция, толкова по-евтино инвеститорът ще я купува отратно и ще реализира печалба, т.е. дългите позиции ще носят печалби, когато цените на акциите растат, а късите - когато цените падат. В този контекст Джонс реши да съвмести дългите и късите позиции в един портфейл. По този начин нито евтината акция на лоша компания, нито скъпата акция на добра компания не могат да се считат за напълно печеливши;

- Ако предположим, че цените на акциите нарастват, т.е. имаме "растящ пазар", то би следвало да се очаква, че инвеститорите ще купуват само перспективните акции, защото дългите позиции ще нарастват, а трейдерите ще получават печалби. По логиката на "повдигащите се лодки" на пазара рано или късно ще започне да поскъпват и лошите акции, защото там ще се "гмуркат" все повече осведомени инвеститори. В резултат на това акциите в къса позиция също ще започнат да нарастват и мениджърите ще започнат да понесат загуби. Ако изборът е правилен, то трейдерите ще получат чистата разлика или спреда между нарастването на дългата и късата позиция.

Следователно на "падащите пазари" ситуацията е противоположна - на първо време инвеститорите ще се "отърват" от най-лошите, рискованите акции и след това ще започнат да продават по-добрите. Акции в къса позиция ще падат по-силно в сравнение с акциите от дълга позиция, но мениджърът на "дългия/кратък портфейл" ще заработи на печалба. Когато на пазара не се забелязва никакъв определен тренд на ценово развитие на активите, ще са налице нови движения - акциите в дълга позиция ще нарастват, а в къса ще спадат. В този случай е налице разрыв между дълга/къса позиция, т.е. доходността между "дългия/кратък

портфейл" ще е максимална. В обратния случай, когато акциите в къса позиция нарастват, а в дълга падат, за да се минимизира риска от грешки, Алфред Джонс едновременно сключва десетки двойки сделки в дълга и къса позиция¹⁸.

Главното постижение на този подход е че, тази стратегия позволява да не се безпокои инвеститорът за направлението на пазара или както се казва "накъдето да задуха вятърът на Wall street, Джонс ще получава печалба". Следователно авторът на първия хедж фонд подсказва на практика идеята, че пари могат да се правят от разликата на доходността на дългите и къси позиции както на растящ, така и на падащ финансов пазар. С други думи, чрез съответна комбинация на дълги и къси позиции в портфейла от акции се увеличава възвращаемостта на инвестициите и се ограничава възможният финансов риск. Този подход за стратегия се разпростира върху конструкцията на изграждане и функциониране на хедж фондовете. Постепенно се утвърждава тенденцията за превръщане на хедж фондовете от място за единични играчи във влиятелна сила на световните финансови пазари на масовия инвеститор.

През годините 1980-1986 г. хедж фондът на Джулиан Робертсон "TigerFund", известен като "скок на "Тигъра"(неговия офшорен контрагент JaguarFund), демонстрира феноминална средногодишна доходност в размер на 43%. Робертсон определя своята цел като "да се открият 200 най-добри компании в света и да се инвестират в тях пари, след което се откриват 200 най-лоши компании и се оттеглят от тях в къса позиция. Ако двеста най-добри компании не надминат двестата най-лоши, то на вас е необходимо да пробвате силите си в друг бизнес¹⁹. На "дълга" позиция Робертсон избира за инвестиции ликвидни и евтини акции на бързо растящи компании, с акциите на които извършва "къси" продажби, като пълна противоположност на "дългите" покупки.

Един от най-известните хедж мениджъри Джордж Сорос през годините 1969-2004 г. постигна средногодишната доходност на споменатия по-горе хедж фонд "Quantum" около 30%. По оценки всеки 1000 долара, вложени в този фонд, се превръща в 5,5 млн. долара²⁰. Сорос събира уникален екип от портфейлни мениджъри, които през

17. Дългата позиция по акцията означава, че трейдерът е купил, а късата позиция - той е взел акцията под наем от брокера и я продал във време и разчет на падане на нейната цена.

18. Виж за подробности: Котиков, В. Дж. Нэйл. Хедж-фондове: Игра на рынке по новым правилам. М., Альпина Бизнес Букс, 2006, ISBN 5-9614-0296-7, с. 25-26



септември 1992 г., играейки в условията на понижаване на фунта стерлинги, заработват около 1 млрд. дол., извършвайки трансакции по продажба на къса позиция английската валута на обща сума 10 млрд. и заемат дълга по дойче марката.

5. За същността на хедж фондовете.

В литературата хедж фондовете се определят от специалистите по-твърде разнообразен начин. Според едни "понятието хедж фонд се свързва с "празните" продажби (short selling), с висока възвращаемост на инвестициите в резултат на използването на аномалии в пазарните цени, с поемането на рискове за загуби, значително превишаващи обема на направените инвестиции²¹. Според други съвременното определение на хедж фонда е "инвестиционна структура, създавана под формата на партньорство за управление на частен капитал, недостъпен за широката общественост²². За трети той е "фонд преграда", който може да заеме дълги и къси положения, използвайки арбитраж, да купува и продава обезпокоителни ценни книжа, търговски ванти или облигации и да влага капитал при всяка възможност на всеки пазар, където може да се предвиди чувствителна печалба при намален риск²³. Среща се още определението, че хедж фондовете са "настойчиво управляван портфейл от инвестиции, който използва новите инвестиционни стратегии, типове лостове, дългите, късите и произволните положения на вътрешните и външните пазари с цел производство на висока възвръщаемост²⁴.

Освен това се подчертава, че хедж фондовете са "изключително многостранни, гъвкави и динамични класове финансови инструменти. Те предлагат няколкократно по-широк набор от активи и стратегии, отколкото традиционното инвестиране в акции, облигации или взаимни фондове. Благодарение на това тяхната доходност има слаба или отрицателна корелация с доходността на традиционните активи²⁵. "Хедж фондовете са слабо регулирани инвестиционни компании, ориентирани

към богати индивидуални и институционални инвеститори. За максимизация на печалбата много често се провеждат рисковани операции с използване на заемни средства и производни инструменти. Вземат се от инвеститорите високи комисионни: обикновено 2% за управление и 20% от дохода²⁶. Наред с посоченото хедж фондовете се възприемат и като "капитал-преграда, който следва разумно и добре неутралния, пазарен, инвестиционен стил. Това е "дълго-къса" инвестиционна стратегия за застраховане на разумно хетерогенна група, свободна от ограничения, наложени от закона, т.е. специфичен стил на инвестиране²⁷.

Хедж фондът се разбира още като "разнообразен портфейл от некорелационни прегради на капитала²⁸ или "пул от средства (участниците в тях предоставят на фонда средства за управление с цел реализирането на доход), които се инвестират в определени финансови инструменти. Инвестициите в хедж фондовете са част от тъй нар. алтернативни инвестиции (alternative investments), които имат за цел постигането на абсолютен резултат (absolute return)²⁹.

6. Характерни черти.

Хедж фондовете притежават няколко специфични черти, които ги правят по-добро предизвикателство за инвестиране на капитали отколкото традиционните, инвестиционни фондове. Тези компоненти се коментират по следния начин³⁰:

- Корпорациите като хедж фондове се стрямат да реализират абсолютен резултат (absolute return), независимо от развитието на определената величина за сравняване (benchmark). За доказателство ще използваме следващите таблица и графика, на които са показани някои от параметрите на хедж фонда на Credit Suisse и колебанията на трендовете на Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index в USD, широкия Standart&Poors 500 (USD) и Dow Jones World Index (USD).

От графиката се забелязва, че за периода 12/1993 - 12/2006 г. е налице равномерно и

19. Пак там, с.29

20. Пак там, с.30

21. <http://financebg.com/index.php?rid=1004&id=1004&more=6505>

22. <http://www.rts.ru/newrts/files/3026/10.doc>

23. Виж за подробности: <http://www.hedgefundconferences.com/>

24. <http://www.investopedia.com/terms/h/hedgefund.asp>

25. Виж: Котиков, В. Дж. Нейл., с. 15

26. <http://www.4invest.ru/news.php?extend.682>

27. Brown, Stephen J. and William N. Goetzmann. "Hedge Funds With Style," *Journal of Portfolio Management*, 2003, v29(2, Winter), 101-112.

28. <http://www.magnum.com/hedgefunds/aboutthehedgefunds.asp>

29. <http://financebg.com/index.php?rid=1004&id=1004&more=6505>

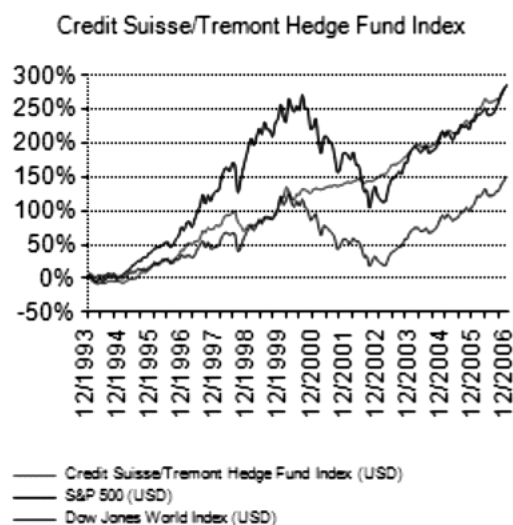


настъпателно нарастване на Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index (USD) за разлика от колебанията на индексите S&P 500 и Dow Jones World Index. Неравномерното развитие на Dow Jones World Index, ще доведе до намаляване на пазарната цена на имуществото на инвестиционния фонд. Стремещт към абсолютен резултат на хедж фондовете ще доведе до получаване на доход независимо от движението на цените;

- Смята се, че инвеститорите в хедж фондове имат по-широка свобода на действие при реагиране на пазарните изменения чрез прилагане на инвестиционни стратегии като например "къси продажби", арбитраж и лостовите ефекти на leverage. Освен това те използват по-широк обхват от финансови инструменти като акции, облигации, деривативи, суровини и други.

- Мобилността на участниците в хедж фондовете е органичена и нехарактерна за тях. Това е така, защото напускането на даден участник ще предизвика определени негативи в работата на хедж фондовете. Поемат се съответни ангажименти, сключват се контракти за определено време на действие. Нарушаването на това "влече" множество проблеми на другите участници в хедж фонда, което не е благоприятно за хедж компаниите.

- Появата и функционирането на хедж фондове отразява развитието на финансовия пазар. Тук обаче е налице една особенност, която е типична



Източник: <http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/en/hedgovreview.aspx?cy=USD>

на тези фондове. Тя е свързана с реализацията на определен финансов ефект в зависимост от динамиката на цените. Така например определени хедж стратегии с успех се използват както при тенденции за покачване, така и при спадане на курсовете на акциите. Много характерно и типично е извличането на печалби от използването на хедж стратегии при "мечи тенденции на пазара" (bear tendencies), т.е. при тенденции на падащи курсове на акциите чрез т.нар. "къси" или някой ги наричат "празни" продажби (short selling).

Benchmark Performance Summary	Index Value		Return				YTD
		Dec 06	Nov 06	Dec 06	Nov 06	YTD	
	<u>Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index</u>	385.41	378.47	1.83%	2.07%	13.86%	
	<u>Convertible Arbitrage</u>	308.06	303.55	1.49%	1.06%	14.30%	
	<u>Dedicated Short Bias</u>	73.02	72.56	0.63%	-5.46%	-6.61%	
	<u>Emerging Markets</u>	316.03	307.29	2.84%	3.15%	20.49%	
	<u>Equity Market Neutral</u>	345.74	342.72	0.88%	0.97%	11.15%	
	<u>Event Driven</u>	424.74	418.12	1.58%	2.09%	15.73%	
	<u>Distressed</u>	524.79	516.11	1.68%	1.59%	15.58%	
	<u>Multi-Strategy</u>	379.22	373.30	1.59%	2.39%	16.38%	
	<u>Risk Arbitrage</u>	263.87	262.58	0.49%	3.01%	8.15%	
	<u>Fixed Income Arbitrage</u>	225.67	224.06	0.72%	1.16%	8.66%	
	<u>Global Macro</u>	520.55	513.57	1.36%	1.44%	13.53%	
	<u>Long/Short Equity</u>	440.78	431.79	2.08%	2.60%	14.38%	
	<u>Managed Futures</u>	226.54	217.73	4.05%	2.22%	8.05%	
	<u>Multi-Strategy</u>	327.96	322.25	1.77%	2.26%	14.54%	



- Регистрацията на хедж фондовете се извършва като командитно дружество, което на практика означава, че участници в тези фондове са както физически, така и институционални инвеститори с добри финансови възможности, публичността на тяхната дейност и отчетност не е толкова силно изразена. Тук също съществува една важна особеност, която прави хедж фондовете много популярни, а именно, че те не са обект на толкова строго регулиране както инвестиционните фондове. Комисията по ценни книжа и борси в САЩ (SEC) се стреми да контролира хедж фондовете и тяхната безопасност, но към настоящия момент неуспешно. Както заявява членът на SEC Харви Голдшмид "неправилно е активи на \$1 трлн. долара да се намират в сянка и да не могат да се контролират"³¹. Дори някои смятат, че най-важното отличие на хедж фондовете от други типове институционални инвеститори е практически пълното отсъствие на регулиране. Основна причина за това се явява факта, че в преобладаващата си част те се регистрират в офшорни зони (Виж юридическата регистрация на хедж фондовете, схема №1) като специализирани инвестиционни схеми с малки органичения при провеждане на техните инвестиционни стратегии.

- Експертите отбелязват следните две причини, които дават основание хедж фондовете да "излъчват" определена опасност, а именно: хедж фондовете представляват опасност за финансовите системи; инвеститорите в хедж фондове могат да бъдат терористически структури. Освен това те подчертават още, че най-сериозният недостатък на хедж фондовете е невъзможността от бързо излизане на инвеститора от фонда.

7. Конструкция на изграждане на "short selling" при "bear" пазари. Критерий за инвестиране.

Хедж фондовете се основават на използването на тъй нар. "къси продажби" при "мечи" тенденции на финансовия пазар на определен актив. Конструкцията се основава на следните няколко стъпки:

Първа стъпка: трейдерът на хедж фонда заема пакета от акции от друг участник на пазара, най-вече търговска банка, инвестиционен фонд, застрахователна компания или пенсионен фонд срещу определено заплащане. Посочва се, че то може да варира в диапазона от 0,125% до 20% от актуалния, пазарен актив на акциите.

Втора стъпка: продават се взетите на заем акции по адекватен пазарен курс.

Трета стъпка: поема се ангажимент за бъдеща сделка, например тримесечна форуардна сделка за закупуване по по-нисък курс, който ще бъде валиден след 3 месеца, защото цените на акциите падат, т.е. прави се покупка по-нисък курс.

Четвърта стъпка: връща се активът на контрагента и естествено се реализира чиста печалба, намалена със сумата на заплащането по заема. Следователно с помощта на късите, наричани "празни продажби", може да се реализира печалба при падащи цени на финансовите инструменти.

Ако "пазарът се обърне" срещу трейдерите на хедж фондовете, например при "бича тенденция" (bull tendencies), загубите ще са неограничени, включително и развиващи се по "ефекта на доминото". Така че късите "празни продажби", които са конструкцията на хедж стратегиите, могат да се разглеждат и като много рискована форма на инвестиция.

Обикновено инвестициите в хедж фондове се подлагат на анализ, който включва измерванията на коефициентите алфа и бета³². Коефициентът "алфа" измерва разликата между възвращаемостта на направените от хедж фонда инвестиции и средната капиталова възвращаемост на пазара, измерена с определен индекс (benchmark). Когато алфа е с положителна стойност, възвращаемостта на инвестицията в хедж фонда е по-висока в сравнение с индекса и обратно, ако алфа е по-малък от нула, то възвращаемостта е по-ниска в сравнения с тази на benchmark. Ако алфа е равна на единица - възвращаемостта на хедж фонда е по-висока с 1% от съответния индекс. Коефициентът "бета" отчита влиянието на измененията на пазарните индикации върху възвращаемостта на инвестициите в хедж фонда. Валидно е положението, че колкото бета има по-малка стойност, толкова по-ниска е зависимостта на възвращаемостта на инвестицията от общата тенденция на пазара. Следователно инвестирането в хедж фондове има смъсъл, когато положителните стойности на коефициента алфа са максимално високи, а на бета са клонящи към нула.

8. Използвани хедж стратегии.

Експертите на МВФ³³ анализират следните няколко групи стратегии, използвани от хедж фондо-

31. <http://www.off-club.com/article/219>

32. <http://financebg.com/index.php?rid=1004&id=1004&more=6505>



вете, а именно:

- **Directional strategies** (насочващи стратегии), които се подразделят на:

- Long/Short Equity Hedge (дълги/къси позиции).

Стратегията използва откриването както на дълги, така и на къси позиции, което всъщност означава, че портфейлът на фонда не трябва да бъде неутрален. Портфейлът може да включва ценни книжа и финансово производни инструменти, на пример put options;

- Delicated Short Bias (преимуществено кратки позиции).

Стратегия, която е основана на откриването и подържането на къси позиции при търговията с акции и деривативи;

- Clobal Macro (макро стратегии).

Стратегията се използва при очаквания за сериозни икономически и политически изменения. В зависимост от конкретните очаквания хедж-фонда може да открива дълги и къси позиции с по-голям спектър от финансови инструменти. Може да се използват и финансовите лостове;

- Emerging Markets (развиващи се пазари).

Преимуществено се заемат дълги позиции в акции и финансови инструменти с фиксирана доходност на развиващите се страни;

- Managed Futures (управление на фючърсни контракти).

Стратегията се основава на използване на инструментите на техническия анализ и на Commodity Trading Advisors при финансови деривативи на акции, суровини и валути.

- **Event-Driven strategies** (събитийни стратегии), които включват:

- Risk/Merger Arbitrage (Арбитраж на сливанията и поглъщанията).

Стратегията се прилага при събития на сливания и поглъщане на компании, придобиване на акциите на присъединените компании. Тя се основава на къси продажби на акции и на финанси деривативи на новите компании;

- Distressed/ High Yield Securities (Бедстващи/ високодоходни ценни книжа).

Използва се при инвестиране в ценни книжа на компании, които се намират в етап на реорганизация или пред банков фалит.

- **Market Neutral** (уравновесени стратегии, наричани още пазарно неутрални) с под стратегии:

- Fixed income arbitrage (арбитраж на инструменти с фиксирана доходност).

Тя е в основата на финансовия ефект, получен от аномалии в цените на инструментите с фиксирана доходност и лихвените равнища. Използва се за хеджиране на финансовия ефект - печалба или загуба;

- Convertible arbitrage (арбитраж на конвертируеми ценни книжа).

При тази стратегия се купуват конвертируеми ценни книжа и производни финансови инструменти, най-вече акции, облигации, варанти и други и едновременно се продават техните базови активи, които са в основата на тяхната конструкция за търговия;

- Equity Market Neutral (уравновесяваща стратегия).

Комбинация от откриване на дълги и къси позиции при ценова неефективност между корпоративни ценни книжа, които имат висока корелационна зависимост помежду си;

- **Multy strategy**. Дефинират се като съвкупност от хедж фондови стратегии за получаване на спекулативна печалба.

Според проф. д-р эк.н. Мартыненко, В. "количество стратегии е голямо и разнообразно. В зависимост от пазарните условия се разработват нови стратегии и хедж-фондове, които променят своето направление"³⁴.

Използваните хедж фондови стратегии, съответно през 1990 г. и 2004 г., се променят в зависимост от целите на хедж фондовете и възможностите за тяхното постигане. Анализът показва, че през 2004 г. е налице нарастване на използваните хедж стратегии: "Distressed", "Convertible", "Relative Value", "Emerging", "Event Driven" и другите многобройни, но по-рядко използвани стратегии. Сериозен спад се констатира при "Макростратегиите", породен най-вероятно от по-малката степен на чувствителност на пазара от сериозни икономически и политически сътресения. Коментиранията ситуация е показана на схема №2.

Измененията на пълните активи и чистия поток от активи в зависимост от използваните хедж стратегии за последния три месечен период на 2006 г. е демонстрирана от приложената по-долу таблица.

На свой ред голямата аналитичната група HFR Hedge Fund Research³⁷ предлага и коментира пълна палитра от използвани хедж стратегии на финансовите пазари, които се разграничават на:

- **Convertible Arbitrage**

33. Виж за подробности: <http://www.rts.ru/newrts/files/3026/10.doc>

34. Виж: Мартыненко, В.А. Хедж фонды - потенциальная опасность для развивающихся экономик. <http://www.rts.ru>



Конвертируем арбитраж включва покупка на портфейл от конвертируеми ценни книжа, на конвертируеми облигации и хеджиране на части от риска, заемайки къса позиция - продавайки основните обикновени акции. Някои мениджъри се стре-

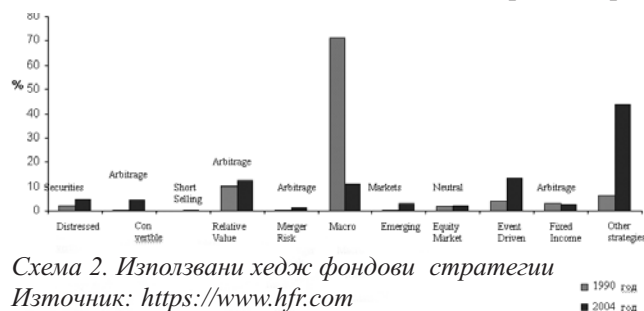


Схема 2. Използвани хедж фондови стратегии

Източник: <https://www.hfr.com>

мят да се застраховат от покачването на процентната ставка при определени обстоятелства. Преобладаващата част от мениджърите използват лоста

leverage в пределите на 6:1. Отношението за хеджироване може да се разположи от 30 до 100 процента;

• Distressed Securities

Претърпелите провал ценни книжа могат да вложат в капитал и да се направи с тях къса продажба на ценните книжа на компаниите, където цената на безопасност ще "загърби пораженската" ситуация. Това ще доведе до пренастройване на компанията, фалит, поражение на продажбата и други корпоративни промени. В зависимост от стила на мениджъра инвестициите могат да бъдат направени в банков дълг, корпоративен дълг, търговски изисквания, обикновени акции, привилегирани акции и ордери. Стратегията може да се определи като "високопродуктивна". Мениджърите мога да използват механизма на leverage, но могат да използват широкия S&P 500 на път опции или път опционен спред.

• HFRI Emerging Markets - Asia

Стратезите на пазара влагат капитал в ценни книжа или върховен дълг на развитие на "появяващите се на пазара страни". Инвестициите са преди всичко дълги. Например в Азия появяващите се пазари въвличат инвестиции в нововъзникващите пазари на континента.

• HFRI Emerging Markets - Global

Глобално влагане на капитали в появяващите се пазари по света без определяне на определен регионален център. Глобалният капитал заема дълги позиции съгласно вижданията на мениджъра и състоянието на пазара.

• HFRI Emerging Markets - Latin America

На появяващите се пазари като Латинска Америка се заема дълга позиция по стратегията, която включва влагане на капитали, ценни книжа или върховен дълг в Централна и Южна Америка.

• HFRI появяващи се пазари, общо количество - дълга сложна позиция, обхващаща стратегиите на новите пазари в Азия, Европа, страните от ОНД, глобално и Латинска Америка.

• Equity Hedge

Състои се от заемане на дълги позиции по обикновени акции на основния холдинг и къси

Strategy	Total Assets	Asset Flows
<u>Overall Hedge Fund Industry</u>	▲	▲
<u>Fund of Funds</u>	▲	▲
<u>Convertible Arbitrage</u>	▲	▲
<u>Distressed Securities</u>	▲	▼
<u>Emerging Markets (Total)</u>	▲	▲
<u>Equity Hedge</u>	▲	▲
<u>Equity Market Neutral</u>	▼	▼
<u>Equity Non-Hedge</u>	▲	▲
<u>Event-Driven</u>	▲	▲
<u>Fixed Income: Arbitrage</u>	▼	▼
<u>Fixed Income: Convertible Bonds</u>	▲	▼
<u>Fixed Income: Diversified</u>	▲	▲
<u>Fixed Income: High Yield</u>	▲	▲
<u>Fixed Income: Mortgage-Backed</u>	▲	▼
<u>Macro</u>	▲	▲
<u>Market Timing</u>	▲	▼
<u>Merger Arbitrage</u>	▲	▲
<u>Regulation D</u>	▲	▲
<u>Relative Value Arbitrag</u>	▲	▲
<u>Sector (Total)</u>	▲	▲
<u>Short Selling</u>	▼	▼

* Arrows represent estimated change in total assets under management (increase or decrease) and asset flows (inflow or outflow) during the three month period October 1, 2006 to December 31, 2006. Actual number values are contained in [HFRI Industry Report - Year End 2006](https://www.hfr.com)

35. Снопед https://www.hedgefundresearch.com/index.php?fuse=asset_flows&1171095518 с платен достъп до всяка използвана стратегия. <https://www.hfr.com/?t=1171097393>

36. Информационният уеб-сайта <https://portal.hfr.com/msPortal/Controller.jspf> не прави предложения за продажби или ходотайство за предложния за покупки или продажби на притежавани хедж-дондови ценни книжа. Всяко предложение ще бъде направено изключително в съответствие с конфединциалния частен мораториум и след това с компетентния покупател.

37. Виж за подробности: <https://www.hedgefundresearch.com/index.php?fuse=indices-str&1171098923#2567>



продажби на акции. Някои мениджъри поддържат съществена част от актива в пределите на застрахованата структура и обикновено използват leverage. Там където се използват къси продажби, застрахованите активи могат да се състоят от равни доларови ценности в дълги и кратки положения на запаса. Други измерения използват къси продажби, които не са свързани с дългите авоари, и/или се надяват на широкия S&P 500. Консервативният капитал смекчава риска на пазара, поддържайки "подгъването" на пазара от нула до 100 процента. Агресивният капитал може да увеличи риска, надвишавайки 100% "подгъване" на пазара, в някои случаи заемайки къси позиции. Някои капитали могат да ограничават активите, които инвестират в други типове ценни книжа.

- Equity Market Neutral

Неутралното влягане на капитали на фондовия пазар се стреми да се възползва от експлоатацията на неефективните оценки между свързаните ценни книжа, неутрализацията на повишаването на цените, като се "продаде" риска, комбинирайки дълги и къси положения. Като пример се посочва, че тази стратегия се състои от портфейл от дълги позиции в силните компании за няколко отрасли на промишлеността и поемайки къси положения в тези компании, които показват признаци за слабост.

- Equity Market Neutral: Statistical Arbitrage

Неутрален фондов пазар: Статистическият арбитраж използва количествения анализ на техническите фактори, за да експлоатира неефективността на оценката между свързаните ценни книжа, неутрализацията на повишаването на цените, като се продаде риска, комбинирайки дълги и къси положения. Стратегията се основава на количествените модели за да изберат определени акции с равни доларови количества, включвайки дълги и къси страни на портфейла. Те се структурират за да бъдат пазари на секторите на промишлеността при неутрален долар.

- Equity Non-Hedge

Капитал незащитени акции - преимуществено дълги обикновенни акции, които имат способността да се застраховат с къси продажби на акции и/или индекс на опционни акции. Този капитал е известен като "сбор от запас". Някой капитал може да използва лостовите, за да увеличи възвръщаемостта. Когато състоянието на пазара е гарантирано, мениджърите осъществяват преграда в портфейла. Капиталът може да се възползва от ситуацията на къси индивидуални акции. Важно различие между капитала на непреградените на акции и то-

зи на преградата се състои в това, че капиталът на не хеджираните акции не винаги имат преграда по места. В допълнение към обикновените акции някои капитали е възможно да ограничават активите, които инвестират в други типове ценни книжа.

- Event-Driven

Управлението на случаите е известно като "корпоративно влягане" в жизнения цикъл. То включва - създаване на съществени делови събития, типове допълнителни доходи, свиване и придобиване на компании, реструктуриране при банкрути, изменение на структурата на капитала и закупуване на собствени акции. Портфейлът на някои управляеми случаи може да се премести между арбитражиране на риска и поражените ценни книжа, при това другите могат да вземат по-широко възможности. Инструментите включват дълги и къси общи и прилигирани акции, дългови ценни книжа и опции. Leverage може да бъде употребен от много мениджъри. Фонд мениджъри може да хеджира отново пазарния риск при покупки на S&P път опции или опционен път спред.

- Fixed Income: arbitrage

Фиксирания доход: Арбитраж - неутрална пазарна стратегия за хеджиране, която се стреми да се възползва от експлоатацията на неефективните оценки между свързаните ценни книжа с фиксиран доход, неутрализирайки опасностите от риск на лихвените ставки. Смята се, че тя е родово описание на разнообразните стратегии, въвеждащи инвестиции в инструменти с фиксиран доход, правейки опит да отстрани или намали опасностите в изменениата в кривата на доходността. Мениджърите се опитват да експлоатират свързаните набори от ценни книжа с фиксиран доход, като застраховат акции на компании в отрасли, включвайки арбитраж на кривата на доходността, корпоративен спред в сравнение с спреда на държавното съкровище, общински бонове срещу против спреда на държавната хазна, и cash flow плащане срещу фючърсни контракти.

- Fixed Income: Convertible Bonds

Фиксиран доход: Конвертируем капитал в облигации. Конвертируемите облигации имат характеристиките на акциите с фиксиран доход. Ако пазарът подсказва, че ценността на основните, обикновенни акции намалява, то би следвало релативната връзка за намаление на ценността на конвертируемите задължения по облигациите.

- Fixed Income: Diversified

Фиксиран доход: Капиталът може да се вложи в разнообразни стратегии с фиксиран доход. В



същото време някои мениджъри влагат капитал в многократни стратегии, други може да се съсредоточат в една стратегия чрез хеджиране с използването на фиксиран доход, трети използват стабилността на общинските облигации, корпоративните облигации и глобалните ценни книжа с фиксиран доход.

- Fixed Income: High-Yield

Фиксиран доход: Високопродуктивните мениджъри влагат капитали в неинвестиционни дългове. Целите могат да се разположат от висок текущ доход до придобиване на недооценени инструменти. Акцентът се поставя върху оценка на риска на кредитодателя. Някои от достъпните високопродуктивни инструменти включват "include extendible/reset securities", "increasing-rate notes", "pay-in-kind securities", "step-up coupon securities", "split-coupon securities" и "usable bonds."

- Fixed Income: Mortgage-Backed

Фиксиран доход: Поддържаният в залог капитал под формата на залози на ценни книжа. Такъв капитал се съсредоточава изключително в AAA номинални облигации. Инструментите включват: правителствени агенции, спонсорирани правителствени предприятия, облигации от вида collateralized mortgage obligations (CMOs), real estate mortgage investment conduits (REMICs) и stripped mortgage-backed securities (SMBSs). Използват се още хеджиране на риска с предварително заплащане, leverage на фючърси, къси продажби и опции.

- Fixed Income (Total)

Фиксиран доход HFRI (Общо количество) - сложен индекс, обхващащи следните подстратегии: фиксиран доход - арбитраж, конвертируеми облигации, разнообразни, високопродуктивни и поддържани в залог инструменти.

- Macro

Макровложенията поддържат усилен процентни ставки в очакване на ценови движения на фондовите борси, лихвите, валутните и физическите предмети за потребление. Маркомениджърите използват низходящия глобален подход "top-down" и могат да вложат капитал в разни пазари, използвайки всякакви инструменти, за да следят колебанията на пазара. Тези движения могат да следват предсказаните изменения в световните икономически системи, политическите благосъстояния или глобалното търсене и предлагане на физически и финансови ресурси. Продадените обеми на извънборсовите производни пазари често се използват, за да увеличат тези ценови движения.

- Market Timing

Избор на пазарно време въвлеча активи, разпределени сред инвеститорите, започвайки с тенденциите на повишаване и превключване към инвестиции, за които се очаква спад в деловата активност. Това преди всичко се състои от превключване между взаимните капитали и паричен пазар. Като правило техническите индикатори следват тенденциите на индикаторите на сигналите за покупка и продажба. При движение "buy signal" активите в пари се предават от паричния фонд във взаимен фонд като опит да се превземе нарастването на капитала. В ниско движение "sell signal" активите във взаимни фондове се продават и отново се връщат в парична форма като safe keeping. Целта е да се избегне инвестирането във взаимни фондове при продължаващо спадане на пазара.

- Merger Arbitrage / Risk Arbitrage

Арбитраж сливане на компании, често се нарича арбитраж на риска, защото въвлеча инвестиции в управлението на ситуации от типа на покупки с външно финансиране, сливане на компании и враждебно поглъщане. При това се намалява ценността на придобитата компания. Мениджърите могат да използват опции с акции като алтернатива на ниския риск на пряката покупка и продажба на обикновени акции. Преобладаващата част от преградите на капитала против пазарния риск използват покупки на S&P пут опции или пут опционен спред.

- Regulation D

При регулиране от вида D мениджърите инвестират в регулирането на D ценни книжа, наричано структурна дисконтна обратимост (structured discount convertibles). Ценните книжа конфиденциално се предлагат на инвестиционни компании при потребности от своевременно финансиране с договаряне на определени срокове. Мениджърът може да ги преобрази в часни дялове и не може да ги търгува публично по продължение на този период. Поради това инвестицията в този момент е неликвидна. Те се застраховат с обикновени акции, докато регистрацията не встъпи в сила. След това постепенно се ликвидира неликвидното положение на актива.

- Relative Value Arbitrage

Относителен арбитраж на ценности се стреми да използва в своите интереси относителните несъответствия в оценките между инструменти, включващи обикновени акции, дългове, опции и фючърси. Трейдерите могат да използват математически, фундаментален и технически анализ, за



да определят цената на актива. Ценните книжа могат да бъдат оценени като относително безопасни, свързани ценни книжа, групи ценни книжа или пълен пазар. Много инвеститори използват leverage и възможностите на глобалния хеджинг. Арбитражните стратегии включват арбитраж на дивидента, на търговските двойки, опционен арбитраж и трейдинг на кривата на доходността.

- Sector: Energy, Sector: Financial, Sector: Healthcare/Biotechnology, Sector: Miscellaneous, Sector: Real Estate и Sector: Technology

Инвестициите в съответните сектори включват: сектор енергия - стратегия, която се съсредоточава на инвестициите в пределите на този сектор. Транзакциите могат да бъдат дълги и къси в различни инструменти с капитал на целия сектор или специализиран в пределите на съответен подсектор, например в обслужване местонахождението на нефта; стратегиите от сектор финанси, включват вложането на капитал в ценни книжа на банкови холдингови компании, застрахователни компании и различни други услуги на компании; секторът на здравеопазването/биотехнологиите включва капитала на компании, въввлечени в здравеопазването, фармацевтичната промишленост, биотехнологиите и медицинските области; капитал, вложен в ценни книжа на компании от типа на скъпоценни метали (злато, сребро, диаманти), компании за напитки, компании за прогнозата на климата, индустрия на развлеченията и спорта; ценни книжа в инвестиционни тръстове за собственост на недвижимо имущество(REITs); капитал за инвестиции в технологиите - мултимедии, организация на мрежи, производители на РС, полупроводници, програмно обезпечение и телекомуникации.

- Sector (Total)

Сектор HFRI (Общо количество) - сложен индекс, обхващащ подстратегии на секторите: енергия, финанси, здравеопазване/биотехнологии, разни, недвижимо имущество и технологии.

- Short Selling

Къса продажба - продажба на безопасност, не принадлежаща на продавача. Техниката се използва при очаквано ценово понижаване на цените на активите. За да се извърши къса продажба, продавачът заема ценни книжа от трети лица, най-вече банки и корпорации, за да направи доставка на купувача. Продавачът връща заетите ценни книжа на кредитора, купувайки ценни книжа на открития пазар. Ако продавачът може да изкупи този запас на по-ниска цена, то реализира печалба. Ако цената се повиши, загубата е естествена. Следователно

"късия продавач" печели от спадането на цените на активите, когато пазарът играе за него, т.е. потвърждава неговите очаквания.

- Fund of Funds

Стратегията проектира разнообразен портфейл от капитали с цел съществено понижение на риска (volatility), което надделява над капитала на индивидуалния мениджър. Мениджърът на хедж фонд избира стратегия, с която да вложи капитал в портфейла. Той може да отхвърли капитала на многочислените менаджери в пределите на една стратегия или да инвестира в многократни стратегии. Минималните инвестиции във HFRI Fund of Funds Composite Index могат да бъдат по-малки отколкото инвестициите в индивидуалните хедж фондове или в управляваната сметка. Инвеститорът има преимущество да избира стиловете за инвестиране със значително по-малко капитал в сравнение с отделните инвеститори.

- HFRI FOF: Conservative

FOFs, квалифициран като "Консерватор", показва една от следните особености: търси се последователна възвращаемост, която да инвестира капитал в капитал, да участва в по-консервативни стратегии от типа на Неутралния фордов пазар, Арбитраж на фиксирания доход и Конвертируем арбитраж; показвайки ниско ежегодно стандартно отклонение в сравнение с фонд HFRI Fund of Funds Composite Index. Фонд в HFRI FOF HFRI FOF Conservative Index демонстрира последователна работа, независимо от състоянието на пазара.

- HFRI FOF: Diversified

FOFs, квалифициран като "Разнообразен", инвестира капитал в разнообразни стратегии от средите на многократните мениджъри; исторически ефегодна възвращаемост и/или стандартно отклонение, подобно на Фонд HFRI Индекс съединение фонда; демонстрира близка работа и възвръща корелацията на разпределението към хедж-фонда HFRI Fund of Fund Composite Index. HFRI FOF Diversified Index показва тенденция към минимизиране на загубите на пазарите, достигайки добра възвращаемост.

- HFRI FOF: Market Defensive

FOFs, квалифициран като "Отбрана на пазара", показва възможности за вложане на капитал в капитал, който участва в късите предупредителни стратегии от типа на къса продажба и управляван фючърс, показва негативната корелация на общите пазарни benchmarks (S&P). Хедж фондът в FOF Market Defensive Index демонстрира висока възвръщаемост в "down markets" в сравнение с "up markets".



- HFRI FOF: Strategic

FOFs, квалифициран като "Стратегически", демонстрира превъзходна възвращаемост, преди всичко влагайки капитал в капитал, който участва в голямо количество авантюристични стратегии от типа "Emerging Markets", "Sector specific", и "Equity Hedge". Той показва голяма дисперсия на възвръщаемост и по-голяма променливост в сравнение с HFRI Fund of Funds Composite Index. Хедж фондът HFRI FOF Strategic Index има тенденция да печели от фонда HFRI Fund of Fund Composite Index на финансовия пазар.

От така изброените хедж фондови стратегии на Hedge Fund Research могат да се направят няколко извода, а именно:

Първо, хедж фондовите стратегии показват едни много гъвкави управленски подходи на мениджърите на тези фондове, с които се цели да се минимизира или редуцира финансовият риск по най-ефективен начин, показващ начините за реализиране на печалби и намаляване на загубите на компаниите от интервенция в определена област или от преструктуриране.

Второ, хедж стратегиите се изграждат чрез голям обхват от конвертируеми ценни книжа, финансово производни инструменти и позиции. Те използват преобладаващо математическите схеми от типа на маржовата търговия, кредитните лостове, наричани още "рамена" (Max Leverage), системата на късите, "празните" продажби (short selling) и други, демонстрирайки прилагането на определени арбитражни схеми.

Трето, хедж фондовите стратегии са инвестиционни стратегии, които включват обосноваването на стратегията или теоретическо представяне; принципите за избор на определена ценна книга или финансов дериватив за инвестиционна операция; методология на отбора и анализа на данните, имащи отношение към приемането на управленско решение и технологията, по която е осъществена инвестиционната операция с избраните ценни книжа.

Четвърто, така коментираните хедж фондови инвестиционни стратегии биха могли да се групират по следния начин: група на ситуационните стратегии, включващи стратегиите по арбитража на акциите на компаниите; група на стратегиите, основаващи се на относителните стойности, които формират репертоара на най-използваните консервативни класически хедж фондове; група страте-

гии за хеджиране на пазара и група на спекулативните стратегии, т.е. на тактическия трейдинг.

9. За бъдещето на хедж индустрията.

Тенденцията към нарастване на хедж фондовете се задълбочава и по всяка вероятност ще продължи занапред през следващите десетилетия, въпреки че някои ги дефинират като потенциална опасност за развитите икономики. В края на август 2006 г. хедж компанията Van Hedge Fund Advisors International LLC публикува аналитичен материал за настоящето и бъдещето на индустрията в хедж фондове. Нейните аналитици предсказват, че "индустрията в хедж фондове ще продължи експотенциалния си растеж в течение на следващите десетилетия и нейните активи ще достигнат над 6 трилиона щатски долара към 2015 година³⁸. Хедж индустрията е далече от упадък, който може да бъде предизвикан от твърдите регулативни мерки и някои тенденции за снижаване на пачалбите. Съгласно прогнозите растежът на хедж фондовете ще се осъществява по сценарий, по който се развиват взаимните фондове. Конкретните прогнози показват, че към края на 2006 г. активите в хедж фондове са над 1 трлн. USD, към 2009 г. минимум ще се удвоят, някъде до към 4 трлн. долара, за да достигнат отметката над 6 трлн. долара към 2015 година. Еwentуално тези прогнози на експертите на хедж фондовете ще бъдат количествено по-големи.

Хедж фондовете демонстрират сходно развитие с взаимните фондове. Хедж индустрията за 66 години от своето възникване само през последните 10 години бележи много агресивен растеж. Взаимните фондове го постигат в периода на 1990-1997 г. като по оценки техните активи днес са около 1 трлн. долара. Към настоящия момент хедж фондовете управляват преимуществено частни инвестиции, като държавният сектор е много по-слабо представен. Според експерти е необходимо той да отделя все повече внимание на хедж индустрията, да регулира и контролира нейните параметри. Нарастването на хедж фондовете гарантира един фундаментален факт, а именно, че хедж фондовете предлагат по-добро съотношение между риска и доходността в сравнение с традиционните, дългосрочни инвестиции. Следователно тези фондове са сравнително по-ефективни и в същото време съхраняват и умножават инвестирания в тях капитал. Освен това хедж фондовете внедряват нови стратегии и влизат в нови отрасли като енергетика, недвижимост, корпоративни кредити и други.

38. <http://www.nexus.ua/data/files/Bulletin/NexusNews091.pdf>



Хедж индустрията навлиза на новите пазари - в развитите и развиващите се икономики като Канада, Европа, Япония, Бразилия, Южна Африка, Хонг Конг, Сингапур, Тайван и Корея. Освен това корпорации от Русия, Китай и Индия също инвестират в определени собствени и мултинационални хедж фондове.

Според анализатори на EurekaHedge, общите активи на хедж фондове, инвестирани в развиващите се страни, достигат до 175 млрд. долара към края на 2006 г.³⁹. Над 90 нови хедж фонда влагат капитали на азиатските пазари, като общото количество на фондовете достига там над 850. Необходимо е да отбележим, че от 2003 г. доходността на хедж фондовете, инвестиращи в азиатските и развиващите се пазари, превишава тази на американските и европейските пазари. Най-голяма доходност на равнище 15,1% демонстрират хедж фондовете на азиатските пазари, използвайки съчетанието на дълги и къси позиции. Такива фондове продават акции, които по тяхно мнение ще започнат да падат, за да купуват ценни книжа, които ще нарастват. По прогнози инвестициите в японски хедж фондове на пазара от азиатския регион вече е увеличено на 120 млрд. долара, като в процентно отношение това е нарастване с над 22% в сравнение с 2005 г.⁴⁰. По-слаби резултати показват само фондовете, използващи групата стратегии за относителната стойност. Тяхната доходност в 2006 г. е само 3,57 %.

Напоследък се заговори, че все повече мощни академични структури инвестират в хедж фондове. Така например най-престижният и най-богатият университетът в света - Харвардският университет в Бостън, чрез "Harvard management company" играе на фондовите пазари чрез определени стратегии за поддържане на своя портфейл. Според някои оценки 15% от парите на университета са инвестирани в американски акции и 11% в традиционни американски облигации. Около 13% от капиталите са в стоки и заедно с хедж фондовете са вторите по големина инвестиции. Университетът чрез управляващата компания постига годишна възвращаемост от 28,7% от вложенията си в акции за последните пет години. Смята се, че това се дължи на факта, че той има достъп до някои от най-добрите частни фондове като Kleiner Perkins,

включително и до най-перспективните хедж фондове, като инвестира около 12% от своя капитал в тях⁴¹.

Според нас разширяването на хедж-фондовия пазар ще бъде съпроводен от 2 две глобални тенденции, а именно:

Първа тенденция. Европейската комисия ще подкрепя индустрията в хедж фондове, защото в последно време тя е под натиска на националните регулаторни органи. Според направеното заключение "предлагането на услуги на индустрията на хедж фондовете в страните от Европейския съюз не бива да се сблъсква с препядствия от национален характер"⁴². Представители на европейската комисия призовават към отменяне на съществуващите на много места ограничения за достъп на инвеститорите до хедж фондовете. Към края на 2006 г. общите активи на европейските хедж фондове се изчисляват на 325 млрд. щатски долара;

Втора тенденция. Американските хедж фондове се насочват към европейските дългови пазари, включително и към търговията с по-стабилните правителствени облигации. Ако те инвестират на европейския пазар солидни суми, то естествено това ще повиши значително обемите в търговията с облигации. Може би ще се постигне ефект, подобен на този при търговията с деривативни инструменти при европейските фондови и валутни пазари. Хедж фондовете могат да използват специална електронна система за търговия чрез алгоритмична система, която да позволява изпълнението на големи пакети поръчки от активи на части през предварително определен времеви период⁴³.

10. Адаптация в български условия.

Погледнато глобално българският финансов пазар е с много по-скромни финансови и потенциални възможности. На практика той все още няма ангажираност и чувствителност към инвестиране в чужди хедж фондове. Според нас в близко бъдеще ще се очаква български фирми или такива на територията на страната да инвестират капитали в определени хедж фондове. Още повече че Република България е член на Европейския съюз, а в обзиримо бъдеще, след въвеждането на колективната европейска валута ЕВРО като законно платежно средство, ще бъде страна от Еврозоната. Проблемът все пак е актуален и се коментира. Така например съвсем наскоро се организира специален

39. <http://www.eurekahedge.com>

40. <http://www.phnet.ru/news/>

41. <http://www.eurekahedge.com>

42. <http://www.phnet.ru/news/>

43. В момента само около 10% от сделките използват алгоритмичния метод, като този относителен дял може да стане от 30-40% ако хедж фондовете се присъединят към пазара.



семинар от една от водещите небанкови финансови институции в България, инвестиционен посредник "Карол" АД, в хотел Шератон на тема: "Представяне на възможността за инвестиране във фонд от хедж фондове". Представители на няколко пенсионни фонда и търговски банки се запознават с възможностите за инвестиране в хедж фондове. Представен е и Citco Finance, една от най-големите финансови групировки в света, която администрира активи над 100 млрд. USD в администрирането и управлението на фонд от хедж фондове.

В близко бъдеще се очаква на българския финансов пазар да се появи българска депозитарна разписка, базирана върху хедж фонд. Досега такива инструменти са емитирани върху акции на четири големи германски компании. Предстои издаването на разписки върху облигация на база индекса Eurostock 50 и върху индекса NASDAQ. Въпреки че интересът е не малък, у нас все още съществуват технически и законодателни пречки да се купуват акции от хедж фондове с добра годишна възвръщаемост. Финансовите възможности на българската икономика са все още по-малки в сравнение накои страни от Европейския съюз. Възможно е определен американски, европейски или азиатски хедж фонд да инвестира на Българската фондова барса - София, да заеме както дълги, така и къси позиции (покупки и продажби), да прилага някои от коментираните по-горе инвестиционни хедж-стратегии и в крайна сметка да покаже, че инвестирането в хедж фонд е сравнително ефективна инвестиция.

На този етап от развитието на финансовия пазар и инфраструктурата в България само компанията Pioneer Investments⁴⁴, която се занимава с управлението, продажбите, маркетинга на взаимни фондове, алтернативни инвестиционни схеми, има инвестиции в хедж индустрията. Коментира се, че тя управлява 158 млрд. EURO активи в над 160 фонда, включително в хедж фондове, регистрирани в Италия, Люксембург, Ирландия и САЩ. Възможности съществуват и по отношение инвестиране на хедж фондове в най-бързо развиващия се кредитен сегмент у нас, този на РЕПО сделки⁴⁵. Техният размер достига до 2,75 млн. лв. на кредитния портфейл с падеж към края на януари 2007 г.

Въз основа на направените коментарии и анализи ние достигаем до следните два важни извода:

Първо, хедж фондовете са еkleктически инвестиционни пулове, изключително многостранни, гъвкави и динамични класове финансови инструменти. Инвестирането на хедж фондове в портфейла на традиционните активи (акции, облигации, взаимни фондове и други) съществено подобрява профила на доходността/ риска на този портфейл. В този контекст хедж фондовете са ефективни инструменти за диверсификации на портфейли от капиталови активи. Те позволяват на инвеститорите да влагат парите си алтернативно не само в един или два хедж фонда, демонстрирайки положителна доходност в кризисни ситуации, но и да защитават техните позиции в условията на "падащи" тенденции на пазара.

Второ, хедж индустрията е най-бързо развиващият се сектор на финансовите пазари. От една страна, хедж фондовете са потенциална опасност за развиващите се икономики, форма на спекулация, защото не всички икономики ще издържат на напрежението на хедж транзакциите, но от друга, са най-влиятелната и модерна сила на световните пазари. Те не са нито "дяволски" инструмент, както някои ги определят, нито гаранция за най-висока възвръщаемост на капитала. Те според нас са една твърде динамична инвестиционна среда, която ангажира невероятни финансови възможности, предполага реализиране на печалби в контекста на асиметриите на финансовите пазари.

44. <http://www.investorbg.com>

45. REPO or Reverse repo - операции на паричния пазар, форма на обезпечени кредити. Това са сделки за продажба на ценни книжа със задължение за тяхната обратна покупка.