

Tájékoztató a hedge fund-okról

Mi is az a hedge fund?

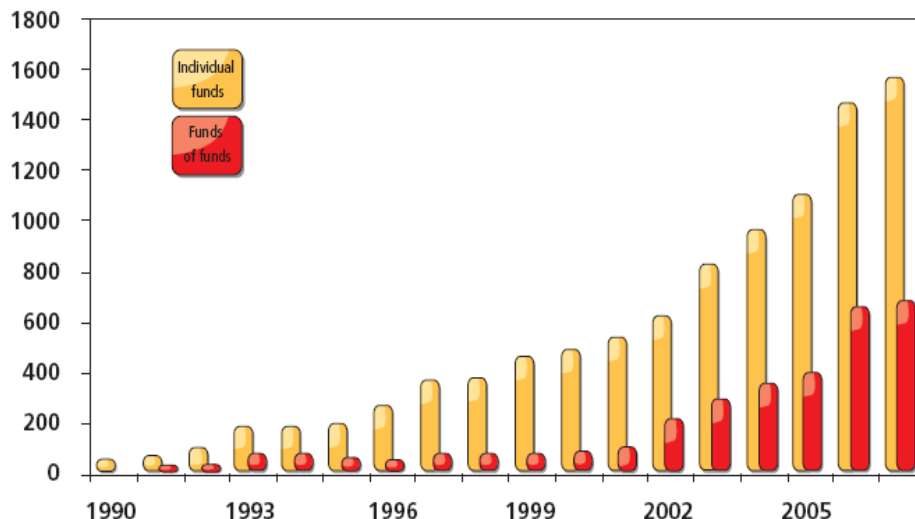
Napjainkban egyre többször hallunk a hedge fund-ok tevékenységéről, piaci szerepük erősödéséről, az általuk eszközölt befektetések széles köréről.

A hedge fund egy olyan befektetési alap típus, melynek befektetési politikája, működésének keretei, illetve befektetői köre nincsen szabályozva, ebből következően bármilyen eszközt vásárolhat és eladhat, bármilyen társaságban részesedést szerezhet, illetve bármilyen befektetési stratégiát folytathat. Magyarra leggyakrabban fedezeti alapként fordítják.

A hedge fund-ok által kezelt vagyontömeg az elmúlt években rekord mértékben nőtt, jóval meghaladva a szabályozott befektetési alapok ugyanezen időszak alatt elért eszköznövekedését. Az alternatív befektetési lehetőségek folyamatos fejlődésének eredményeként a hedge fund piacon is megjelentek a hozzá köthető szofisztikáltabb befektetési formák, mint a *hedge fund-ok alapja (Fund of hedge funds-FoHFs)* és az ún. *hedge fund indexek*, mely utóbbiak olyan mérőszámok, amelyek az alapjukat képező hedge fund-ok teljesítményének változását hivatottak leírni.

Az 1. számú ábra jól szemlélteti a *hedge fund-ok* és a *hedge fund-ok alapjai* által kezelt vagyon növekedését az 1990-es évek elejétől napjainkig.

1. ábra – A hedge fund-ok és FoHFs-ok által nemzetközi szinten kezelt vagyon (milliárd USD)



Forrás: Autorité des Marchés Financiers (AMF)

A hedge fund-nak nincs jogi terminológiája Magyarországon. Nincs olyan jogszabály mely meghatározná alapításának formáját, működési és tevékenységi kereteit. A hedge fund-ok tevékenysége nem azonosítható a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvényben (továbbiakban: Tpt.)

szabályozott kockázati tőkealapok tevékenységével sem. A magyar közvélekedésben egyre inkább megfigyelhető, hogy befektetési stratégia szempontjából az *abszolút hozamú* alapok és a hedge fund-ok között párhuzamot vonnak. Az abszolút hozamú alap természetesen működési kereteit tekintve nem azonos egy hedge fund-dal, mivel az előbbi inkább egy befektetési stratégiát takar, melyet a hedge fund-ok előszeretettel alkalmaznak. Az abszolút hozamú alapok, mint ahogy elnevezésükből is kitűnik, alapvetően pozitív hozamra törekszenek, bármilyen piaci körülmények között is. Az abszolút hozamú alapok az ún. hossz piac (fellendülő piac, ahol az árfolyamok és a forgalom emelkedő tendenciát mutatnak) idején enyhén alulteljesíthetik a részvényalapokat, az ún. bessz piac (gyengülő piac, ahol az árfolyamok és a forgalom csökkenő tendenciát mutatnak) idején azonban *általában* pozitív hozamaikkal megelőzik a piaci indexeket és az egyéb alapok negatívba forduló hozamait.

Befektetési politika és befektethető eszközök

A hedge fund-ok teljesítményét a globális tőkepiaci hangulat befolyásolja ugyan, de alapvetően a hedge fund kezelője által választott befektetési stratégia határozza meg. Az elhúzódó subprime válságban több hedge fund csődjéről is beszámoltak a médiák hivatkozva a tőkeáttétel biztosította kitétségekre és a portfólióban tartott elértéktelenedett értékpapírosított csomagokra. A hedge fund-ok támogatói azonban azokat az előnyöket emelik ki, mely szerint ezek az alapok befektetési portfóliójuk széles diverzifikációjával gyakorlatilag csökkenteni tudják a tradicionális eszközosztályok hozamaival való korrelációt. Ezek a nézetek azt az álláspontot képviselik, hogy a globalizáció hatására a részvény és hitelpiacok kockázatai összefüggnek egymással, ezért nehéz megfelelően megosztott és stabil portfóliót kialakítani a hagyományos eszközallokációs stratégiákkal. A következőkben a hedge fund-ok jellemző befektetési stratégiáit mutatjuk be:

2. ábra. – A legfőbb hedge fund befektetési stratégiák és jellemzőik

Stratégia fő típusa	Altípusok	Stratégia jellemzője
1. Global macro		Globális makrogazdasági események előrejelzése és minden piac illetve instrumentum előfordulása
	Discretionary macro	A befektetési döntéseket az alapkezelők hozzák és nem software generálja
	Systemic macro	A kereskedés matematikai alapokon történik és software indukálja a tranzakciókat emberi beavatkozás nélkül
	Multi strategy	Az előbbi kettő kombinációja
2. Discretionary		A részvénypiaci kitétséget hordozó befektetések fedezése
	Long/short equity	Hosszú részvenypozíciók fedezése rövid részvény vagy részvényindex pozíciókkal
	Emerging markets	Fejlődő piacokat célozza, úgymint Kína, India, Oroszország vagy Brazília
	Short bias	A bear piacok hanyatló árfolyamaira játszik rövid pozíciók felvételével
	Fundamental growth	Azokba a társaságokba fektet, melyek nagyobb EPS-sel rendelkeznek
	Fundamental value	Alulértékelt társaságokba fektet
	Multi strategy	Különböző típusú kockázatcsökkentési technikák alkalmazásával diverzifikál

3. Event driven		Előrejelzett bizonyos vállalati események által okozott árazásbeli eltéréseket használja ki
	Distressed securities	Azon társaságokra specializál, melyek részvényei diszkonton forognak csődeljárás ill. fizetéseképtelenség veszélyének fennállása miatt
	Merger (risk) arbitrage	Egyesülő (merging) vállalatok részvényárfolyamainak árazási eltéréseit igyekeznek kiaknázni
	Credit arbitrage	Vállalati fixed income (kötvény típusú) értékpapírokba fektet
	Multi strategy	Az előbbi technikákból összeállított stratégia
4. Relative value		Az árazásbeli hatékonytalanságok kihasználása
	Convertible arbitrage	Az árazásbeli hatékonytalanságok kihasználása az átváltható értékpapírok és a megfelelő részvények között
	Fixed income arbitrage	Árazási eltérések kihasználása kamatozó értékpapírok esetében
	Equity market neutral	Piacsemleges stratégia kialakítása a long és short részvénytípusok közötti szoros összhang megteremtésével
	Multi strategy	Előzőek kombinációja
5. Miscellaneous		Egyéb alapok
	Fund of hedge funds	Az alap portfóliójában számos hedge fund található kockázatsökkentési célból.
	130-30 funds	A portfólió 130% hosszú és 30% rövid pozíciót tartalmaz, így a teljes piaci kitettség 100%.

Hogyan kerülhet kapcsolatba a lakossági befektető a hedge fund-okkal Magyarországon?

A Magyarországon tevékenykedő biztosítók portfóliójában esetenként megtalálhatók hedge fund-okhoz közvetetten kötődő befektetések is, például unit-linked (befektetési egységhez kötött életbiztosítás) termékek esetében.

A jelenlegi magyar piacon nem jellemző, hogy a nyugdíjpénztárak hedge fund-okba fektessenek, azonban a szabadon választható portfólió teljes körű bevezetésével várhatóan egyre több nyugdíjpénztár él majd a lehetőséggel.

A hitelintézeteknek is adott a hedge fund-okba történő befektetés lehetősége, a Magyarországon működő univerzális bankok esetében mégis viszonylag ritkán fordul elő ilyen a bankok saját portfóliójában.

A magyar lakossági kisbefektetők is kapcsolatba kerülhetnek a tradicionális hedge fund-okkal saját befektetési döntéseik következtében. Az angol kifejezés azt jelenti, hogy a magánbefektetők a velük szerződésben álló befektetési vállalkozáson, bankjuk privát banking szolgáltatásán, vagy online brókercegeken keresztül gyakorlatilag bármilyen típusú instrumentumba befektethetnek. Egyre gyakrabban a hedge fund-ok vagy FoHFs-ok honlapjukon keresztül is vonzzák a kisbefektetőket.

A hedge fund-okkal tehát közvetve és közvetlenül is kapcsolatba kerülhet a befektető. Ezeknél a befektetéseknél kiemelten fontos, hogy alaposan, részletesen, mindenre kiterjedően tájékozódjon a termékről és a kapcsolódó kockázatokról.

Fontos szem előtt tartani, hogy a hedge fund-ok esetében - a Magyarországon már ismert befektetési szolgáltatásokhoz képest - a magasabb hozamok elérésének lehetőségével együtt jár a magasabb kockázat is.

A jogi, illetve formai definíció hiánya miatt az Értékpapírfelügyeletek Nemzetközi Szervezete (International Organization of Securities Commissions - IOSCO) azonosította az alapvető jellemzőket, melyek gyakran – de nem mindig – kötődnek ezen alapok tevékenységéhez:

- Sem a *diverzifikáció* (kockázatcsökkentési célból való befektetés különböző eszközökbe, ill. különböző piacokon) mértéke, sem a *megcélzott eszközök köre nem kerül korlátozásra*, azaz a hedge fund-ok befektethetnek akár kevésbé likvid vagy komplex eszközökbe is.
- *Derivatívák és short-selling* technikák kiterjedt alkalmazása (a *származtatott, derivatív ügylet* olyan ügylet, amelynek értéke az alapjául szolgáló befektetési eszköz, deviza, áru vagy referenciárata, vagyis az alaptermék értékétől függ és önálló kereskedés tárgyát képezi; *Short selling* esetében az eladó nem birtokolja a papirokat, azokat általában kölcsönveszi, majd a kölcsön visszaadása céljából egy későbbi időpontban a piacon megvásárolja.)
- A hedge fund-ok nagyobb mértékű *tőkeáttételes ügyleteket* köthetnek és *mivel* finanszírozásuk az ún. prime brokerek által biztosított, jelentős a *leverage-ük*. (*Leverage*: A határidős ügyleteknél nem kell a teljes kötési értékkel rendelkeznie az ügylet kezdeményezőjének, elegendő a megfelelő margin elhelyezése. Az ebből fakadó tőkeáttétel növeli meg az ilyen típusú ügyletek várható hozamát és kockázatát.)
- Jelentős *teljesítmény díjak* kapcsolódnak a hedge fund-ok működéséhez.
- A hedge fund-ok gyakran meghatározzák a befektetések visszaváltásának minimum összegét és/vagy időkorlátot állítanak fel ún. „*lock-up period*” formájában, mely általában 2-3 év.

A portfólió értékelése és a nettó eszközérték számítása nem történik meg naponta (általában havonta egyszer).

Díjak

A hedge fund-ok további sajátossága, hogy a teljesítményhez fűződő ösztönzőket kiterjedt formában alkalmazzák, így az alapkezelők általában menedzsment díjra és teljesítmény díjra is jogosultak. Egy tipikus hedge fund a „2 és 20” szabály alapján díjazza az alapkezelőt, ahol az alapkezelési díj 2% és a teljesítmény díj 20%. A befektetési alapokhoz hasonlóan az alapkezelési díj általában a nettó eszközérték százalékában kerül meghatározásra és mértéke 1-4% között alakulhat.

A hedge fund-ok alapvető jellemzője a teljesítmény díj, melynek során úgy ösztönzik az alapkezelőt, hogy az általa elért pozitív eredmény jelentős részét átengedik neki.

Bizonyos hedge fund-ok „*büntető jutalékot*” számítanak fel a befektetők felé, ha befektetésüket kivonják az elhelyezéstől számított, előre meghatározott idő letelte előtt. A díj célja elsődlegesen az eszköz kiáramlás megakadályozása, mellyel lehetőség nyílik egy hosszú távú befektetési stratégia kialakítására.

Hedge fund-ok alapja (Fund of hedge funds – FoHFs)

A FoHFs egy olyan befektetési alap, mely egyéni eszközök vásárlása helyett hedge fund-okba fektet, ezáltal a kockázatok megosztására törekszik. A FoHFs-okat nagyon gyakran multi-manager fund-oknak is hívják, tekintettel arra, hogy a hedge fund-okba történő befektetés alkalmával mind a FoHFs kezelőjének és a portfóliójában szereplő valamennyi hedge fund kezelőjének tudására és befektetési stratégiájára is épít, megcélozva ezzel kiemelkedő hozam elérését. További érv a FoHFs-ok mellett, hogy az egyedi hedge fund-ok esetében a lemorzsolódási arány meglehetősen magas, ezért is dönt sok befektető az előbbi mellett. A FoHFs-ok az intézményi befektetők számára is megfelelő méretűek és a kisbefektetők számára is kedvezőek az alacsonyabb minimális befektetési követelmények miatt.

A FoHFs-ok előnye a kockázatok megosztásában rejlik, míg hátrányát leginkább a díjstruktúrából fakadó esetlegesen *duplán felszámított alapkezelési és sikerdíjak jelentik*: azaz a FoHFs-okba történő befektetést megelőzően célszerű megvizsgálni, mind a FoHFs, mind pedig az alapját képező hedge fund-ok díjainak mértékét, mivel a díjak két szinten történő terhelése miatt gyorsan elolvadhat a diverzifikáció adta hozamelőny.

A magyar jogi szabályozás megkülönbözteti a befektetési alapokba fektető alapot, mely saját tőkéjének legalább 80%-át kollektív befektetési értékpapírokba fekteti. Ennek értelmében tehát a Magyarországon is működő alapok vásárolhatnak külföldi intézményekben való részvételt tanúsító kollektív befektetési értékpapírt, melyek portfóliójában hedge fund-ok (is) szerepelnek. Ebben az esetben az alapok alapjának több szintje jön létre, mely egyrészt elősegítheti a kockázatok megosztását, másrészt elfedheti a portfólió alapját képező kockázatos befektetéseket.

Hedge fund indexek

Az alternatív befektetési lehetőségek piacán is megjelentek az olyan mérőszámok, amelyek az alapjukat képező hedge fund-ok teljesítményének változását hivatottak leírni. A hedge fund indexek többek között az alábbi szerepeket töltik be a piacon:

- Egyrészt teljesítménymutatóul szolgálhatnak az aktívan menedzselt hedge fund portfóliók értékelése esetén.
- Másrészt a passzív megközelítést választó befektetők számára biztosíthatják annak lehetőségét, hogy az indexbe került (azonos befektetési stratégiát folytató) összes hedge fund teljesítményének követését leíró indexbe fektessenek, porlasztva ezáltal a kockázatokat.

A hedge fund indexek vonatkozásában a szakirodalom számos kételyt említ meg, amelyek esetlegesen kedvezőtlenül befolyásolhatják az egyes hedge fund indexek megítélését (jelentési kötelezettségek megbízhatósága, az adatbázis (az alapjukat képező hedge fund-ok) objektív kiválasztása, az index kosarában szereplő hedge fund-ok súlyozása, a hedge fund-ok értékelése és osztályozása). Külön figyelmet érdemel az ún. *survivorship bias*, ami az abból adódó kételyeket fogalmazza meg, hogy a hedge fund indexek valós hozama kisebb lehet közzétett hozamuknál, mivel csak az életképes (survivor) fund-ok maradnak az indexkosárban és a csődbe ment fund-ok fokozatosan kikerülnek az indexből, megváltoztatva ezzel az indexen belüli súlyokat és ezáltal számításuk módját és így a hozamokat.

Hedge fund-szerű befektetési politikát folytató szabályozott származtatott alapok Magyarországon

A magyar tőkepiaci szabályozás a befektetési alapok létrehozása és kezelése tekintetében a Tpt-ben meghatározott formában működő befektetési alapokat értelmezi, tehát Magyarországon befektetési alap kizárólag a Tpt. szabályainak megfelelően (felügyeleti engedély mellett) hozható létre. A befektetési alapokon belül megkülönböztetésre kerülnek befektetési alapba fektető, származtatott ügyletekbe fektető és indexkövető befektetési alapok is, melyekre vonatkozó különös szabályok bizonyos tekintetben liberálisabb befektetési politikát tesznek lehetővé, mint a „hagyományos” befektetési alapok esetében. Ennek következtében a szabályozás egyre „puhábbá” válik. Példaként említhetjük a származtatott alapok *nyolcszoros tőkeáttételi lehetőségét (Tpt. 278. §. (4) b pontja)* amely még az uniós belüli szabályozással összevetve is liberálisnak tekinthető.

Hedge fund-szerű befektetési politikát folytató UCITS, illetve UCITS III. irányelv hatálya alá tartozó európai befektetési alapok

A Tpt. rendelkezik az európai befektetési alapokra vonatkozó különös szabályokról, alapul véve az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra vonatkozó (UCITS) 85/611/EK irányelv szabályait. Ennek értelmében az Európai Unió másik tagállamában létrehozott európai befektetési alap, *vagy annak megfelelő kollektív befektetési forma* által kibocsátott kollektív befektetési értékpapír – a Felügyelet előzetes értesítésével forgalomba hozható.