



Robert Nogacki

Jak stracić sześć miliardów w dziesięć dni?

Upadek funduszu hedgingowego zarządzanego przez Amaranth Advisors LLC z całą pewnością można zaliczyć do najbardziej spektakularnych katastrof, które zdarzyły się na globalnym rynku finansowym na przełomie XX i XXI wieku, obok podobnych wypadków jakie stały się udziałem banku inwestycyjnego Barings, prowadzonego przez laureatów Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii R. Mertona i M. Scholesa funduszu LTCM oraz Enron Corporation.

* * * *

W kluczowych dniach września 2006 r. Amaranth Advisors stracili ok. 55 procent kapitału w ujęciu rocznym, a w stosunku do stanu kapitału z miesiąca poprzedzającego katastrofę - 65 procent. W ten sposób fundusz, którzy jeszcze w sierpniu 2006 r. zarządzał aktywami o wartości około dziewięciu miliardów dwustu milionów dolarów, we wrześniu nie był w stanie wycenić swoich aktywów powyżej poziomu około trzech i pół miliarda dolarów. Po drodze "wyparowało" więc prawie sześć miliardów dolarów (wielkość ta ulega przypuszczalnie dalszemu wzrostowi). Wszystko to jest tym bardziej szokujące, że aż do ostatniej chwili inwestorzy i analitycy rynkowi nie dostrzegali sygnałów zbliżającej się katastrofy.

Fundusz hedgingowy Amaranth został założony w 2000 r. przez Nicholasa M. Maounis, który wcześniej zarządzał portfolio papierów dłużnych w Paloma Partners. Inwestycje energetyczne Amaranth Advisors miał pod swoją opieką Brian Hunter, trader wywodzący się z grupy kapitałowej Deutsche Bank i uchodzący za wysokiej klasy fachowca, zaś łącznie Amaranth zatrudniał 115 specjalistów od lokowania kapitału pracujących w biurach m.in. w Houston, Londynie, Singapurze i Toronto.

Amaranth nie tylko posiadał profesjonalną kadre zarządzającą, ale - co jest również istotne - w świetle znanych nam faktów trudno jest wskazać w polityce tego funduszu sytuację porównywalną z bezprawnymi działaniami prezesa Enronu Jeffrey'a Skillinga czy "łajdaka na giełdzie", Nicka Leesona w banku Barings.

Ponieważ Amaranth był uważany za fundusz stabilny i wiarygodny, stosownie do danych Associated Press hrabstwo San Diego zainwestowało w niego 175 milionów dolarów, a fundusz emerytalny New Jersey - 25 milionów dolarów. Wśród inwestorów nie brakowało również elity specjalistów od zarządzania aktywami w postaci Goldman Sachs, Credit Suisse Group, Deutsche Bank, Bank of New York czy Morgan Stanley Institutional Fund of Hedge Funds LP.

Skoro było tak dobrze, to dlaczego skończyło się tak źle? Wieko do puszki Pandory uchylili inwestycje w kontrakty terminowe oparte na cenie gazu ziemnego, w które Amaranth Advisors zaangażowali nieproporcjonalnie dużą część swojego portfela. By dobrze zrozumieć tło tych działań trzeba jednak najpierw wyjaśnić ogólny trend wzrostu cen nośników energii

prowadzący do powstania "bańki spekulacyjnej", jak również przeanalizować w bardziej szczegółowy sposób politykę inwestycyjną przyjętą przez Nicholasa M. Maounis.

Czy wzrost cen nośników energii wynika z wyczerpywania się ich zasobów?

Jeszcze we wrześniu 2003 r. na giełdzie NYMEX baryłkę ropy (~159 litrów) można było nabyć po cenie niższej niż 25 dolarów, podczas gdy w połowie lipca 2006 r. osiągnęła ona poziom 78,40 dolarów. Choć wciąż cena ta była niższa niż w 1980 r., gdy po uwzględnieniu inflacji należałoby ją szacować na poziomie ok. 90 dolarów, to nie ulega wątpliwości, że w ostatnich latach na ropie można było doskonale zarobić.

Prawda ta dotyczy również wielu innych nośników energii, w tym także gazu ziemnego, jak i znacznej części jeszcze szerzej rozumianego rynku surowców naturalnych. Przykładowo od 2003 r., kiedy rozpoczęła się hossa do maja 2006 r. cena miedzi wzrosła o 450 procent, natomiast w samym tylko okresie marzec - maj 2006 r. o 80 procent.

Ten lawinowy wzrost cen natrętnie przywodził na myśl spekulacje na temat wyczerpywania się światowych zasobów surowców, co musiałoby doprowadzić do gwałtownego wzrostu cen m.in. paliw kopalnych i ich pochodnych. Zjawisko takie już od dawna przepowiadają rozmaite teorie kryzysu energetycznego oraz teorie szczytu, na czele z tzw. Hubbert peak theory, które są złożoną formą dla wyrażenia trywialnej prognozy, że produkcja benzyny w czasie będzie przypominać krzywą dzwonową - co oznacza, że wzrost osiągnie swój punkt szczytowy, po którym produkcja zacznie się kurczyć pomimo dalszego wzrostu popytu. W praktyce może to oznaczać wzrost cen aż do "petrocollapse" - chwili gdy nastąpi całkowite załamanie rynku paliwowego.

Na pierwszy rzut oka powyższe rozumowanie wydaje się bez zarzutu, jednak rzeczywistość jest bardziej złożona. Po pierwsze, choć zasoby nośników energii i innych surowców naturalnych bez wątpienia są ograniczone, to nie do końca wiemy, w jakim punkcie osi czasu umieścić granicę ekonomicznej opłacalności ich dalszej eksploatacji. Można wręcz postawić paradoksalnie brzmiącą tezę, że pomimo intensywnej eksploatacji zasoby nośników energii na świecie nie kurczą się wcale albo kurczą się w ograniczony sposób. Bardzo pomocny do zrozumienia tej prawidłowości jest pomiar dokonywany tzw. "latami konsumpcji", tzn. poprzez weryfikację na ile lat równie intensywnej konsumpcji jak obecnie wystarczają znane aktualnie zasoby danego dobra. Dla ropy naftowej w okresie 1920-2000 dostępność mierzona przyszłymi latami konsumpcji wzrosła z 7-10 lat (wynik dotyczy Stanów Zjednoczonych) w okresie do 1944 r., przez 15-20 lat w 1945 r., do 45 lat pod koniec XX wieku (dla całego globu). W efekcie, na skutek postępu technicznego i odkryć geologów, w XX wieku prawdą było jednocześnie to, że ilość ropy naftowej na Ziemi się zmniejsza, jak i to, że rośnie jej dostępność oraz pewność, że będzie dostępna w kolejnych latach. Do przekroczenia pewnej wielkości progowej, po której dalsze kurczenie się zasobów spowoduje bezpośrednie ograniczenie konsumpcji, nie sprawdza się więc cała linearna logika zakładająca, że w miarę "wysychania" kolejnych złóż ceny paliw kopalnych i innych surowców muszą rosnąć.

Po drugie, choć zasoby wszystkich surowców naturalnych są ograniczone, to dla każdego z nich można szukać naturalnych i syntetycznych substytutów. W chwili obecnej jako podstawowe nośniki energii wykorzystuje się złoża węgla kamiennego i brunatnego (70 procent światowych zasobów paliw kopalnych), ropy naftowej (16 procent) oraz gazu ziemnego (14 procent). Ale oprócz nich istnieją również złoża innych nośników energii, które obecnie są bardzo słabo wykorzystane np. hydratów (molekuł gazu otoczonych cząsteczkami wody) oraz piasków smolistych i łupków roponośnych. Dochodzą do tego jeszcze odnawialne

źródła energii, w tym energia słoneczna, której ilość przypadająca na okrąg o średnicy Ziemi wynosi 7-12 tysięcy razy więcej niż cała energia zużywana obecnie przez gospodarkę człowieka.

Podsumowując powyższe rozważania można powiedzieć, że choć zasoby surowców, w tym paliw kopalnych są wielkością skończoną, to nie do końca wiadomo czy fakt ten posiada jakiegokolwiek praktyczne konsekwencje dla ludzi Anno Domini 2007, może poza bardzo ogólną refleksją, że odpowiedzialność za przyszłe pokolenia nakazuje korzystać z dóbr naturalnych z pewnym umiarkowaniem.

Surowcowa bańka spekulacyjna

Skoro nie mamy obecnie do czynienia z wyczerpywaniem się zasobów, to co generuje gwałtowny wzrost cen surowców?

Po części wzrost cen paliw kopanych i innych surowców ma charakter naturalny, wynikający z faktu, że abstrakcyjnie rozumiana dostępność dobra nie zawsze przekłada się na jego aktualną obecność na danym rynku, którą warunkują również inne przyczyny gospodarcze, społeczne i polityczne. W naszym wypadku takimi czynnikami warunkującymi praktyczną dostępność nośników energii były w ostatnich latach m.in. wojna w Iraku, klęski żywiołowe w Zatoce Meksykańskiej oraz napięcia polityczne wokół irańskiego programu jądrowego i rządów Hugo Chaveza w Wenezueli.

Z uwagi na duży potencjał innych eksporterów ropy żadne z tych zdarzeń nie wpłynęło bezpośrednio na globalne wydobycie, ale każde z nich znalazło odzwierciedlenie w prognozach stanowiących podstawę do wyceny kontraktów terminowych. A te natomiast mają naturalną tendencję do przekształcania się w samospełniające się przepowiednie, ponieważ duże zakupy kontraktów terminowych na ropę wywołują takie sam efekt jak wzrost "realnego" popytu: kontrakt nabyty w celach spekulacyjnych jest tak samo rzeczywisty jak kontrakt nabyty w celu zabezpieczenia transakcji nabycia ropy w określonym momencie w przyszłości.

Wydaje się, że drugim czynnikiem jest spekulacja, choć opinie ekspertów nie są w tym względzie zgodne. Wzrost cen surowców przyciągnął do nich uwagę funduszy hedgingowych, a ich intensywne zakupy spowodowały dalszy wzrost cen, co jeszcze akcelerowało zainteresowanie inwestorów lokowaniem środków w surowce. Prawdziwa eksplozja rozwiązań inwestycyjnych opartych na nośnikach energii miała miejsce w 2005 r., gdy inwestycje w różne segmenty rynku energetycznego przynosiły stopy zwrotu na poziomie 15 procent - 100 procent, podczas gdy globalna średnia wyników funduszy hedgingowych nie przekraczała 8 procent. Pod koniec 2005 r. Global Change Associates szacowało już, że istnieje co najmniej 440 funduszy hedgingowych specjalizujących się w inwestycjach energetycznych. W tym samym roku Goldman Sachs oraz Morgan Stanley raportowały zyski na swoich energetycznych inwestycjach sięgające poziomu 1,5 mld dolarów każdy, a własne zespoły traderów na rynku ropy, gazu i energii rozbudowały także Citigroup, JPMorgan Chase, Credit Suisse First Boston, Barclays, Société Générale oraz inni kluczowi gracze na rynku bankowości inwestycyjnej.

Zainteresowanie inwestycjami w sektor energetyczny przejawiało się nie tylko zakupami akcji spółek energetycznych, ale również wzrostem obrotu samymi paliwami kopalnymi oraz instrumentami pochodnymi opartymi na cenach nośników energii. Co prawda eksperci różnią się w szacunkach jak duże środki fundusze wpompowały w instrumenty pochodne oparte na cenach nośników energii, tym niemniej zazwyczaj wymieniają kwoty od 60 do 120 mld dolarów.

Tak duży napływ pieniądza generuje ogromną płynność rynku energetycznych instrumentów pochodnych, stanowiącą niekwestionowaną wartość dla podmiotów, które nabywają instrumenty pochodne w celu zabezpieczenia "rzeczywistych" transakcji dokonywanych na rynkach paliw i energii. Jednak jej ubocznym skutkiem są również znaczące wahania cen. Cytowany przez "New York Times" Arthur Gelber, założyciel firmy doradztwa energetycznego Gelber & Associates szacował, że zmienność cenowa rynku gazu pięciokrotnie przekracza analogiczny współczynnik dla rynku akcji. Powoduje to, że nawet w warunkach długoterminowego trendu wzrostu cen nie jest łatwo zarabiać na "energopochodnych" spekulacjach.

Duże wahania kursu to nie jedyny czynnik ryzyka. W ślad za takim wzrostem liczby funduszy i wolumenu transakcji idzie również szybki wzrost liczby zarządzających oraz traderów. Jednak, wbrew nadziejom Fryderyka Engelsa ilość niekoniecznie przechodzi w jakość, co w praktyce oznacza, że duża liczebność menadżerów zajmujących się sektorem energetycznym nie oznacza jeszcze równie wysokiej wartości ich pracy. W rzeczywistości rynek energetyczny jest wyjątkowo złożony i do obracania na nim kwotami sięgającymi setek milionów dolarów przydatne jest zrozumienie szerokiego spektrum diametralnie od siebie odmiennych zagadnień, począwszy od polityki wewnętrznej Domu Saudyjskiego, a skończywszy na prognozach pogody dla Zatoki Meksykańskiej.

Rynek spekulacji instrumentami "energetycznymi", jak je tutaj umownie nazwiemy, rozrósł się i zdynamizował również z uwagi na to, że handel nimi wyszedł daleko poza swoją tradycyjną niszę w postaci giełdy New York Mercantile Exchange (NYMEX). Kluczową rolę w tym procesie uzyskały platformy elektroniczne których przedsmak na rynku polskim dają inwestorom indywidualnym np. "XTB Opcje" oferowane przez dom maklerski X Trade Brokers, umożliwiające obrót instrumentami opartymi m.in. na ropie, złocie, srebrze, cynku i miedzi. Takie same transakcje, ale na nieporównanie większą skalę są przeprowadzane na wielu innych platformach tworzących globalny rynek OTC (*Over The Counter*) w szczególności na Intercontinental Exchange, która oferuje kontrakty m.in. na ropę i produkty jej rafinacji, gaz i energię.

Dobre złego początki

Wiedząc już jakie było szersze tło ekonomiczne inwestycji w instrumenty pochodne oparte na cenie gazu ziemnego wrócić możemy do Amaranth Advisors LLC.

Wedle pierwotnych założeń Amaranth miał prowadzić inwestycje oparte na multistrategii, zapewniającej możliwość aktywnego alokowania środków do najbardziej obiecujących branż. Choć po kilku latach tradycyjne segmenty multistrategii Amaranth nie przynosiły już oczekiwanych zysków, to w 2005 r. Amaranth Advisors zarobili dla swoich klientów około miliard dolarów, w znacznej mierze dzięki wykorzystaniu wzrostu cen energii i jej nośników.

W styczniu 2006 r. twórca funduszu, Nicholas Maounis przekazał w zarząd zajmującego się inwestycjami energetycznymi Briana Huntera cały miliard dolarów na którym Hunter zarobił w ciągu kolejnych czterech tygodni kolejne trzysta milionów. Przez cztery pierwsze miesiące 2006 r. Amaranth przyniósł łącznie swoim inwestorom prawie 30 procent zysku, podczas gdy średnie wyniki w segmencie multistrategii oscylowały wokół 5,4 procent. Na koniec czerwca w rękach Huntera znajdował się już nie jeden miliard, ale ponad połowa wszystkich aktywów Amaranth, dzięki czemu od czerwca do sierpnia 2006 r. fundusz zarobił około 1,35 miliarda dolarów, wnosząc jego stopę zwrotu na wprost astronomiczny

poziom. Drugą stroną tej monety był jednak fakt, że multistrategia Amaranth Advisors zaczęła się przekształcać w monokulturową uprawę opcji na gaz ziemny.

Nawet obecnie, w obliczu informacji o gigantycznych stratach, trudno jest podważyć kompetencje Huntera jako profesjonalisty ze znacznym doświadczeniem praktycznym. Problem polega jednak na tym, że nawet przy użyciu wyrafinowanych metod analizy fundamentalnej oraz systemów analizy technicznej rynek kontraktów na nośniki energii jest bardzo trudny do antycypowania i dlatego Amaranth Advisors popełnili kardynalny błąd tak silnie koncentrując swoje inwestycje w niebezpiecznym sektorze. Wedle nieoficjalnych informacji ryzyko związane z taką sytuacją w porę zidentyfikowali tylko menadżerowie Blackstone Alternative Asset Management, którzy pomimo obiecujących wyników podjęli decyzję o wyjściu z funduszu Amaranth.

Wraz z przeniesieniem ośrodka ciężkości na jeden rodzaj inwestycji doszło do niezwykle silnej koncentracji procesu decyzyjnego w rękach jednej osoby - Briana Huntera. W rezultacie, wedle informacji "Bloomberg" tylko w ciągu jednego tygodnia września 2006 r. całkowicie błędne prognozy Huntera doprowadziły do utraty 4,6 mld dolarów, która to suma wzrosła ostatecznie do 6,6 mld do końca września.

Resztki energetycznego portfolio Amaranth trafiły do Citadel Investment Group oraz JPMorgan Chase...

Upadki innych funduszy hedgingowych

Warto podkreślić, że na rynku funduszy hedgingowych inwestujących w sektor energetyczny upadek Amaranth nie stanowi zdarzenia bezprecedensowego.

W sierpniu 2005 r., po zaledwie dziewięciu miesiącach działalności swój żywot zakończył inny fundusz hedgingowy oparty na inwestycjach w nośniki energii - Enchanted Rock Capital. W ciągu swojej krótkiej działalności Enchanted Rock Capital stracił 7,5 procent z 150 mln dolarów jakie powierzyli mu inwestorzy. Strata nie była więc znacząca i na decyzję o likwidacji działalności w większym chyba stopniu wpłynęły nieproporcjonalnie duże zyski konkurencji niż rozmiar ubytku we własnych środkach. Tym niemniej, jak wówczas szacował Barclay Trading, spośród czterdziestu trzech przeanalizowanych funduszy hedgingowych inwestujących w sektor energetyczny w pierwszym półroczu 2005 r. sześć poniosło straty.

Kolejny poważny dzwonek ostrzegawczy stanowiły zawirowania cenowe związane z huraganami Kartina i Rita. Choć byli tacy, którzy na wzroście cen zarobili majątek to straty ponieśli inwestorzy, którzy prognozowali spadek cen gazu jesienią 2005 r. W okresie destabilizacji cen znaczące straty na spekulacji instrumentami opartymi na cenach nośników energii poniosły m.in. fundusze hedgingowe zarządzane przez Citadel Investment Group oraz Ritchie Capital Management. Według nieoficjalnych szacunków, które cytował "Forbes" straciły one odpowiednio 150 mln i 100 mln dolarów.

Na początku sierpnia 2006 r. serwisy agencyjne obiegała informacja o zakończeniu działalności przez fundusz MotherRock, który został założony przez byłego prezesa nowojorskiej giełdy NYMEX z lat 2001-2004, Roberta "Bo" Collinsa. Fundusz, działający od listopada 2004 r., koncentrował się na inwestycjach w kontrakty terminowe na gaz. Co prawda w 2005 r. wypracował dla swoich udziałowców stopę zwrotu na poziomie ok. 20 procent, ale w czerwcu 2006 r. MotherRock stracił ok. 24 procent kapitału, a lipcu kolejne ok. 25 procent. Po stracie połowy aktywów na przestrzeni dwóch kolejnych miesięcy Collins nie ryzykował weryfikacji praktycznej jaki wynik przyniesie sierpień 2006 r. i podjął decyzję o likwidacji funduszu. Zdarzenie to pokazuje, że nawet dla wysokiej klasy specjalistów wartki nurt rynku kontraktów terminowych okazuje się bardzo zdradliwy, chociaż skala strat była

nieporównywalna z Amaranth, bowiem w pierwszej połowie 2006 r. fundusz MotherRock obracał "zaledwie" kwotą ok. 430 milionów dolarów.

Kilka tygodni później nastąpił wspomniany na wstępie upadek funduszu Amaranth, który jednak nie zamknął cyklu podobnych zdarzeń. W październiku Ritchie Capital zarządzający łącznie funduszami o wartości 2,8 mld dolarów ogłosił zamiar całkowitego zakończenia działalności funduszu Ritchie Energy Trading, aczkolwiek zarządzający nie ujawnili, czy fundusz poniósł istotne straty, które mogłyby stanowić podstawę dla takiej decyzji.

Podkreślić należy, że fundusze związane z sektorem energetycznym nie posiadają monopolu na efektowne klęski. Wśród innych wielkich przegranych rynku hedge warto wymienić Aman Capital, Bailey Coates Cromwell Fund, Long-Term Capital Management, Marin Capital oraz Tiger Funds, spośród których żaden nie był związany z tym segmentem rynku.

Podsumowanie

Większość funduszy hedgingowych działa w oparciu o "multistrategie" stanowiące zaprzeczenie filozofii "polityk inwestycyjnych", jakie z mocy prawa muszą przyjmować klasyczne fundusze inwestycyjne. Polityka taka jest sztywnym gorsetem narzuconym zarządzającym i powoduje, że np. fundusz obligacji dolarowych zawsze musi inwestować w obligacje skarbowe, korporacyjne czy municypalne o określonym ratingu i denominowane w dolarach, nawet jeśli wahania kursu USD/PLN w oczywisty sposób powodują, że inwestor złotówkowy nie może na takiej strategii zarobić. Dlatego średniej klasy spekulant, który w styczniu 2006 r. kupił akcje Energopolu mógł przez rok zarobić ok. 670 procent - podczas, gdy bardzo wysoko oceniany fundusz Pioneer Obligacji Dolarowych Plus od sierpnia 2002 r. do końca października 2006 r. w przeliczeniu na złotówki zyskał zaledwie ok. 6,3 procent.

Z drugiej strony istnienie jednoznacznych polityk inwestycyjnych zwiększa także przewidywalność otwartych funduszy inwestycyjnych. Czyni to z nich łatwiejsze w obsłudze narzędzia do lokowania kapitału dla inwestorów nie związanych zawodowo z rynkiem finansowym (w naszym przykładzie: inwestorów uzyskujących dolarowe przychody i szukających dolarowych, stabilnych inwestycji).

Natomiast fundusze hedgingowe szukają swojej szansy wszędzie tam, gdzie pojawia się okazja do uzyskania wysokich stóp zwrotu. Dlatego w ich portfelach inwestycyjnych znajdują się obok siebie akcje spółek giełdowych i zamierzających wejść na giełdę (tzw. "pre-IPO"), udziały spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, instrumenty pochodne oparte na walutach czy indeksach giełdowych, ale również inwestycje w całkowicie materialne dobra, jak nieruchomości albo surowce naturalne.

Uśredniając wyniki wszystkich instytucji tego rodzaju stwierdzimy, że nie jest prawdą jakoby fundusze hedgingowe zawsze zarabiały więcej niż standardowe otwarte fundusze inwestycyjne. Przykładowo, wedle danych Hedge Fund Research w październiku 2006 r. średnia roczna stopa zwrotu funduszy hedgingowych wyniosła 9,22 procent, co nie jest wynikiem szokującym na tle indeksu giełdowego Standard & Poor's 500, który w tym samym czasie wzrósł o 12 procent. Tym niemniej z całą pewnością zarabiają one w inny sposób i dlatego ich udział w portfelu inwestycyjnym zwiększa jego odporność na gwałtowne zmiany sytuacji na giełdach papierów wartościowych i wahania wyceny papierów skarbowych.

Nie ulega także wątpliwości, że w rękach dobrego zarządzającego wieloletnie wyniki funduszy hedgingowych przekraczają osiągnięcia otwartych funduszy inwestycyjnych. Do legendy przechodzą wypadki, gdy fundusze tego rodzaju potrafiły zarobić astronomiczne

kwoty na przestrzeni krótkich odcinków czasu. Warto w tym miejscu wymienić choćby Atticus Capital, który w ciągu jednego listopadowego dnia 2006 r. zyskał na wartości więcej niż 600 milionów dolarów oraz fundusz Quantum, który w 1992 r. zyskał prawie miliard dolarów na spekulacyjnym ataku na kurs funta (jak podaje Nicholas Dunbar w "Alchemii Pieniądza" inwestorzy, którzy zainwestowali 1000 dolarów w pierwszym roku działalności Quantum, otrzymaliby w 2000 r. ponad 3 miliony dolarów).

Chociaż na kanwie upadku Amaranth wiele się mówi o tym, że fundusze hedgingowe są "niebezpieczne", w związku z czym należy "uregulować" ich działalność, to wydaje się, że takie postulaty opierają się na niewłaściwym rozumieniu bezpieczeństwa inwestycji (pomijam tu już rozważania, czy w ogóle rozbudowa regulacji prawnych przyczynia się do wzrostu bezpieczeństwa uczestników obrotu). W rzeczywistości bezpieczeństwo powstaje nie tylko dzięki inwestycjom w niskodochodowe przedsięwzięcia w stylu zakupu bonów skarbowych, ale także dzięki jednoczesnemu korzystaniu z wielu ryzykownych możliwości które są ze sobą ujemnie skorelowane. Kluczem do bezpieczeństwa inwestycji w fundusze hedgingowe nie jest więc wciskanie ich w konwencję klasycznych funduszy inwestycyjnych, ale umiejętne dywersyfikacja portfela, która zapewnia pewien stopień amortyzacji dla potknięć inwestycyjnych, które zdarzają się i będą się zdarzać nawet najlepszym specjalistom od asset management.

Robert Nogacki
Redaktor naczelny Skarbiec.Biz