

# INWESTORZY ALFA

Kulisy sukcesu największych  
funduszy hedgingowych



## MANEET AHUJA

Przedmowa: MOHAMED EL-ERIAN, prezes i dyrektor ds. informacji, PIMCO  
Postawie: MYRON SCHOLES, laureat Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii z 1997 roku

Tytuł oryginału: The Alpha Masters: Unlocking the Genius of the World's Top Hedge Funds

Tłumaczenie: Bartosz Sałbut

Projekt okładki: Jan Paluch

ISBN: 978-83-246-8668-1

Copyright © 2012 by Maneet Ahuja. All rights reserved

All rights reserved. This translation published under license with the original publisher John Wiley & Sons, Inc.

Translation copyright © 2014 by Helion S.A.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning or otherwise, without either the prior written permission of the Publisher.

Wszelkie prawa zastrzeżone. Nieautoryzowane rozpowszechnianie całości lub fragmentu niniejszej publikacji w jakiegokolwiek postaci jest zabronione. Wykonywanie kopii metodą kserograficzną, fotograficzną, a także kopiowanie książki na nośniku filmowym, magnetycznym lub innym powoduje naruszenie praw autorskich niniejszej publikacji.

Wszystkie znaki występujące w tekście są zastrzeżonymi znakami firmowymi bądź towarowymi ich właścicieli.

Autor oraz Wydawnictwo HELION dołożyli wszelkich starań, by zawarte w tej książce informacje były kompletne i rzetelne. Nie biorą jednak żadnej odpowiedzialności ani za ich wykorzystanie, ani za związane z tym ewentualne naruszenie praw patentowych lub autorskich. Autor oraz Wydawnictwo HELION nie ponoszą również żadnej odpowiedzialności za ewentualne szkody wynikłe z wykorzystania informacji zawartych w książce.

Materiały graficzne na okładce zostały wykorzystane za zgodą Shutterstock Images LLC.

Drogi Czytelniku!

Jeżeli chcesz ocenić tę książkę, zajrzyj pod adres

<http://onepress.pl/user/opinie/inwalf>

Możesz tam wpisać swoje uwagi, spostrzeżenia, recenzję.

Wydawnictwo HELION

ul. Kościuszki 1c, 44-100 GLIWICE

tel. 32 231 22 19, 32 230 98 63

e-mail: [onepress@onepress.pl](mailto:onepress@onepress.pl)

WWW: <http://onepress.pl> (księgarnia internetowa, katalog książek)

Printed in Poland.

- [Kup książkę](#)
- [Poleć książkę](#)
- [Oceń książkę](#)

- [Księgarnia internetowa](#)
- [Lubię to! » Nasza społeczność](#)

# Spis treści

Przedmowa	<i>Trochę mniej tajemniczy świat funduszy hedgingowych Mohamed A. El-Erian, prezes i dyrektor ds. informacji w PIMCO</i>	7
Wstęp		13
Wyłączenie odpowiedzialności		19
<b>Rozdział 1.</b>	Globalny ekspert makro <i>Ray Dalio, Bridgewater Associates</i>	21
<b>Rozdział 2.</b>	Człowiek kontra maszyna <i>Pierre Lagrange i Tim Wong, AssociatesMan Group/AHL</i>	41
<b>Rozdział 3.</b>	Arbitrażysta ryzyka <i>John Paulson, Paulson &amp; Co.</i>	51
<b>Rozdział 4.</b>	Poszukiwacze wartości w zagrożonych aktywach <i>Marc Lasry i Sonia Gardner, Avenue Capital Group</i>	79
<b>Rozdział 5.</b>	Nieustraszony pionier <i>David Tepper, Appaloosa Management</i>	93
<b>Rozdział 6.</b>	Rynkowy aktywizm <i>William A. Ackman, Pershing Square Capital Management</i>	111
<b>Rozdział 7.</b>	Cięte pióro <i>Daniel Loeb, Third Point</i>	143
<b>Rozdział 8.</b>	Cyniczny tropiciel <i>James Chanos, Kynikos Associates LP</i>	157
<b>Rozdział 9.</b>	Pionier derywatów <i>Boaz Weinstein, Saba Capital Management</i>	173

Posłowie	<i>Myron S. Scholes, laureat Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii z 1997 roku, współautor modelu wyceny opcji Blacka-Scholesa</i>	183
Dodatek		189
Źródła		203
Podziękowania		213
O autorce		217

## Rozdział 8.

# Cyniczny tropiciel

*James Chanos,  
Kynikos Associates LP*

„Sprzedaż krótka to nie proces karny. Tu niczego nie trzeba dowodzić ponad uzasadnioną wątpliwość. Wystarczy, że dowodów za jest więcej niż przeciw”.

— James Chanos w wywiadzie z lutego 2011 roku

**W**aferze z Enronem pozostało jeszcze sporo do powiedzenia i wyjaśnienia” — z powagą w głosie stwierdza Jim Chanos. Jest lutowe popołudnie, a my siedzimy w jego gabinecie. Chanos szpera w pamięci w poszukiwaniu szczegółów, ja zaś obserwuję, jak Madison Avenue zasypuje śnieg. Mój rozmówca jest wyraźnie opalony, właśnie wrócił z Miami. Ma faliste jasnobrązowe włosy i nosi okulary. Widać, że czuje się komfortowo w swoim granatowym garniturze i przy wielkim okrągłym biurku z kasztanowca. Pięćdziesięcioletni szef funduszu Kynikos Associates LP jako pierwszy wysledził szokujący skandal księgowy po tym, jak jego znajomy zwrócił jego uwagę na pewien artykuł w „Wall Street Journalu” z września 2000 roku.

Autorem tekstu był Jonathan Weil. Opisywał on praktyki księgowe stosowane przez spółki energetyczne. Weil ustalił, że „duża część ostatnich zysków tych firm tak naprawdę miała postać niezrealizowanych dochodów niepieniężnych”.

„Gdy tylko przeczytałem tamten artykuł, od razu sięgnąłem po sprawozdania finansowe firm Dynergy, Enron, Reliant i Mirant. Błyskawicznie wyciągnąłem wniosek, że najgorsza sytuacja panowała w spółce, która była przy okazji najmroczniejsza, czyli w Enronie” — mówi Chanos. Dlatego też zaczął od kwartalnych i rocznych sprawozdań finansowych właśnie tej spółki.

„Pamiętam, że w okresie dziewięciu miesięcy wyniki Enronu się pogorszyły — mówi Chanos. — Przyglądaliśmy się sprzedaży na podstawie poufnych informacji. Chodziło o to, że Ken Lay i inni przedstawiciele najwyższego kierownictwa sprzedali akcje warte miliony dolarów tuż przed implozją spółki. Wyciągnęliśmy z tego wniosek, że kierownictwo firmy samo przyznaje, że Enron jest czarną dziurą. Nie umieliśmy stwierdzić, na czym spółka zarabia, a ponadto uzyskiwany przez nią zwrot z kapitału był bardzo mały”. 80% generowanych zysków firma przeznaczala na handel energią, a za dostęp do kapitału liczyła sobie 10%, co wydało się Chanosowi bardzo wysoką ceną. „Im bardziej się temu wszystkiemu przyglądałem — mówi — tym bardziej traciło to sens. W jaki sposób firma mogła generować 7-procentowy zwrot z kapitału, skoro koszt tego kapitału przekraczał 10%?”. Stopniowo okazywało się, że Enron stosował wiele różnych sztuczek. „Jeden z partnerów zasugerował wtedy, że Enron jest w istocie »funduszem hedgingowym w przebraniu«, a przy tym funduszem raczej słabym — wspomina Chanos. — Inwestorzy chyba oszaleli, że płacili za akcje tej spółki sześciokrotność jej wartości księgowej”.

Jedna ze sztuczek stosowanych przez Enron polegała na księgowaniu przyszłych kontraktów na dostawę gazu ziemnego jako papierów wartościowych. Wykorzystali w ten sposób zasadę rachunkową uznawania przychodu w chwili sprzedaży, która pozwala firmom szacować przyszłą rentowność transakcji zawartej w dniu dzisiejszym, a następnie zaksięgować w dniu dzisiejszym zysk wyliczony na podstawie wartości bieżącej szacowanych przyszłych zysków. Enron bezzwłocznie księgował wszystkie oczekiwane „zyski” z kontraktów na dostawy gazu jako zyski właściwe. Nie istniał żaden rynek obrotu tego rodzaju kontraktami na dostawy paliw, Enron wyceniał je więc z wykorzystaniem bardzo agresywnych modeli opartych na niezwykle korzystnych założeniach, które nigdzie nie zostały ujawnione. Jak stwierdza Chanos, Enron uzależnił się od księgowania zysków w momencie sprzedaży. Doszło do tego, że firma przyjmowała coraz większe zamówienia. W ten sposób sztucznie pompowała swoje przychody, co wyjaśnia, jakim sposobem w tak krótkim czasie dołączyła do ścisłej czołówki tworzonej przez ExxonMobil, Walmart, IBM i inne spółki, których roczne przychody przekraczają 100 miliardów dolarów.

Enron stosował również skomplikowane i wątpliwe sztuczki w związku z handlem energią, takie jak na przykład „gwiazda śmierci”. W ramach tego zabiegu energia była najpierw kierowana do „zapchanych” linii, a następnie przekierowywana na mniej obciążone linie. Opłatami za przekierowywanie energii spółka obciążała stan Kalifornia.

Kolejna sztuczka: Enron utworzył ponad 4 tysiące pozabilansowych spółek partnerskich, nadając im status jednostek specjalnego przeznaczenia (SPE, od ang. *special purpose entity*). Miały one posłużyć do ukrywania olbrzymich strat i długów przed inwestorami, a jednocześnie wzbogacać przedstawicieli najwyższego kierownictwa. Był to wybieg, w którym nie zorientował się nawet sam zarząd Enronu, nie zorientowali się w nim również analitycy i inwestorzy. „Wielokrotnie czytaliśmy przypisy do sprawozdań finansowych Enronu, w których opisane były te transakcje, ale nie umieliśmy zrozumieć, jaki wpływ mają one na ogólną kondycję finansową spółki — przyznaje Chanos. — Odnosiliśmy wrażenie, że Enron po kawałku wyprzedawał się samemu sobie”. Co najmniej 3% kapitału SPE znajdowało się w posiadaniu podmiotów innych niż Enron, spółka nie musiała więc konsolidować ich zobowiązań w ramach swojego bilansu. Ukrywała złe transakcje, sprzedając te „aktywa” spółkom i przyrzekając pokryć ewentualne straty akcjami Enronu. SPE pomagały Enronowi zmniejszać należności podatkowe oraz sztucznie pompować przychody, zyski i rating kredytowy.

Przez cały czas Enron naruszał zasadę współmierności sformułowaną w ramach powszechnie przyjętych zasad rachunkowości (GAAP, od ang. *Generally Accepted Accounting Principles*). Zasada ta głosi, że koszty należy księgować w tym samym okresie rozliczeniowym, w którym są księgowane związane z nimi przychody. Enron sprzedawał swoje aktywa energetyczne ze stratą, a następnie upychał je w kategorii działań zaniechanych — przy najmniej na chwilę. Zdaniem Chanosa to najlepszy dowód na to, jak wielką swobodę zostawiają GAAP nieuczciwym menedżerom, którzy mogą celowo wprowadzać inwestorów w błąd zamiast ich informować (fakt ten podkreślił w swoim felietonie opublikowanym w 2006 roku w „Wall Street Journalu”, w którym napisał: „Pracuję na Wall Street od 25 lat i nie przypominam sobie ani jednego dużego oszustwa finansowego, które nie byłoby zgodne ze standardami zawartymi w GAAP!”).

Jakiś rok później firma sprzedawała te same aktywa, więc mogła je odpisać. Cały trick polegał jednak na tym, że gdy firma sprzedawała te aktywa z zyskiem, przekazywała go działowi bankowości inwestycyjnej i księgowała jako zysk operacyjny. „Transakcje sfinalizowane z zyskiem zawsze były księgowane jako zysk operacyjny, a transakcje, które wygenerowały straty, zaliczano do działań zaniechanych. Już po kilku tygodniach było wiadomo, że coś tu jest nie tak, nikt nie podejrzewał jednak, że jest to oszustwo na tak wielką skalę” — wspomina Chanos. Swoim analitykom wyznaczył pewną ogólną zasadę: jeśli po trzykrotnym zapoznaniu się z rocznymi sprawozdaniami finansowymi danej spółki nie potrafią się zorientować, o co chodzi w tych dokumentach, powinni założyć takiej spółce teczkę. Inwestorom stawiającym na wzrost wartości akcji radzi natomiast coś innego: od takich spółek powinni uciekać jak najdalej.

Szef Kynikos wspomina, że początkowo doszedł do wniosku, iż Enron dopuszcza się tylko zawyżania zysków, co było bardziej powszechnym nadużyciem. Od pierwszego kwartału 1998 roku, czyli przez szesnaście kolejnych kwartałów, Enronowi ani razu się nie zdarzyło, aby uzyskał wyniki poniżej szacunków analityków albo chociaż pokrywające się z nimi. Był to jeden z sygnałów ostrzegawczych. Kolejnym (a było ich jeszcze wiele) był gwałtowny wzrost przychodów ze sprzedaży w okresie od 1995 do 2000 roku, przy wzroście zysków, który w najlepszym razie można by nazwać anemicznym.

Chanos zrozumiał, że coś jest poważnie nie tak, gdy 14 sierpnia 2001 roku ze stanowiska zrezygnował Jeffrey Skilling, prezes Enronu. Jako przyczynę podał powody osobiste. To było bardzo zastanawiające, że Skilling, architekt całego tego przedsięwzięcia, tak nagle po prostu się spakował i odszedł. W jednym z artykułów w „Wall Street Journalu” Chanos wyczytał, że Skilling przyznał, iż jednym z czynników skłaniających go do tej decyzji była spadająca cena akcji Enronu. Chanos nie mógł zrozumieć, dlaczego dyrektor generalny tak dużej firmy postanawia otworzyć spadochron tylko dlatego, że ceny akcji maleją. „W takich sytuacjach większość dyrektorów generalnych kurczowo trzyma się stołka” — stwierdza.

W tym momencie fundusz Kynikos zwiększył swoją pozycję. „Sześć tygodni później ustaliliśmy, że spółka wykorzystywała cenę akcji jako mechanizm zabezpieczający dla wszystkich funduszy zagranicznych, które robiły interesy z funduszem Raptor”. Enron przyrzekł inwestorom, że jeśli stracą na kupowanych od firmy transakcjach, strata ta zostanie im zwrócona w formie dodatkowych akcji spółki. Problem w tym, że spółka nie poinformowała o tym nikogo innego. Nawet akcjonariusze Enronu nie wiedzieli, że spółka ma zamiar emitować nowe akcje o wartości wielu miliardów dolarów. „Właśnie wtedy zrozumieliśmy, zrozumiał to zresztą cały świat, że Enron musi upaść” — stwierdza Chanos.

16 października 2001 roku pojawiły się pierwsze publiczne sygnały świadczące o problemach. To właśnie wtedy Enron poinformował o olbrzymiej stracie w trzecim kwartale, wynoszącej 618 milionów dolarów. Od tego momentu było już tylko gorzej, na światło dziennie wychodziły bowiem kolejne rewelacje opisujące skalę i stopień skomplikowania nadużyć, których dopuściła się spółka.

Enron nie był jedyną firmą, której w 2001 roku Chanos przyglądał się pod kątem potencjalnych oszustw księgowych. Jego uwagę przykuła również spółka Tyco, gigant z siedzibą na Bermudach, który działał w ponad stu krajach i produkował dosłownie wszystko — od artykułów medycznych aż po podzespoły elektroniczne. Swego czasu spółka była warta więcej niż AT&T czy Morgan Stanley, jednak wynagrodzenia i transakcje z podmiotami powiązanymi spowodowały, że stała się prawdziwą dojną krową dla przedstawicieli własnego kierownictwa. Wewnętrzne śledztwo wykazało później ekscesy, których dopuszczali się ówczesny prezes L. Dennis Kozlowski i inni przedstawiciele najwyższego kierownictwa. Nadużycia zaczynały się na umarzaniu kredytów idących w dziesiątki milionów dolarów, a kończyły na takich perełkach, jak stojak na parasole w kształcie psa za 15 tysięcy dolarów, zasłonka prysznicowa za 6 tysięcy dolarów czy impreza urodzinowa na Sardynii za 2 miliony dolarów. Spółka manipulowała przy zyskach i przepływach gotówkowych, stosując różne podstępny: księgowała lewe przychody, bawiła się przepływami środków pieniężnych za pomocą przejęć i zbyć, ukrywała też koszty i straty. Tyco seryjnie przejmowało inne firmy. W latach 1999 – 2002 przejęło ponad 700 innych spółek. Prosiło takie firmy, aby przed datą przejęcia tłumili swoje wyniki. Gdy przejęcie zostało sfinalizowane, przychody przejętej jednostki nagle strzelały w górę.

Chanos wziął Tyco na cel już w 1999 roku, jednak na potwierdzenie swoich podejrzeń musiał czekać całe trzy lata. Zastanawiał się na przykład, jak Tyco usprawiedliwiałoby takie księgowanie odpisów wartości firmy, aby rozkładać je na całe dziesięciolecia i w ten sposób minimalizować ich wysokość, by nie pożerały zysków. Chanos uznał, że to klasyczny przypadek strategii nazywanej spring loadingiem: przed finalizacją transakcji firmę przejmowaną przedstawiano w gorszym świetle, aby wyglądała na słabszą, niż była w rzeczywistości. Po sfinalizowaniu transakcji „wzrost, rentowność i przepływy gotówkowe nowej



jednostki wyglądały na lepsze, niż gdyby nie stosowano spring loadingu”, jak stwierdził wówczas sam Chanos. Innymi słowy: Tyco zaniżało wartość aktywów materialnych, a zawyżało wartość firmy, czyli nadwyżkę nad wartością godziwą aktywów netto. Podmiot przejmujący może w dokumentach finansowych zaliczyć wartość firmy do aktywów, choć oczywiście do aktywów niematerialnych. Tyco zaliczało jako wartość firmy niemal całą cenę nabycia. W latach 2002 – 2005 wydało na przejęcia 30 miliardów dolarów i wykreowało taki sam wzrost wartości firmy. Następnie zgodnie z zasadami rachunkowości odpisywało tę wartość firmy, zawyżając zyski poprzez zmniejszenie kosztów. Aby dodatkowo zawyżyć zysk, sprzedawało aktywa o wartości zaniżonej w trakcie przejęcia. W 2002 roku Chanos nieco ironicznie powiedział Floydowi Norrisowi, felietoniście „New York Timesa”: „Ci faceci mieli dopuścić się okradania spółki na olbrzymią skalę, nie oznacza to jednak, że zawyżyli zyski i przepływy gotówkowe albo że w jakikolwiek inny sposób manipulowali przy sprawozdaniach finansowych”.

„W Tyco w grę wchodziło znacznie więcej czynników niż w Enronie — wspomina Chanos. — Stosowane tam sztuczki księgowe były znacznie bardziej pomysłowe i kreatywne”. Chanos zajął dużą pozycję na tej spółce. Uważał, że cała ta sytuacja znakomicie wpisuje się w teorię Malcolma Gladwella o „finansowych zagadkach” i „finansowych tajemnicach”. „Tajemnice charakteryzują się tym, że nie ma w nich żadnych wskazówek, których można by szukać. W przypadku zagadek takie wskazówki można znaleźć — wyjaśnia Chanos. — W obu przypadkach, Enronu i Tyco, brakowało ważnych informacji. W Enronie ostatecznym dowodem okazał się przekręt z emisją akcji. W Tyco można było zaobserwować niewytłumaczalne anomalie w bilansie, a wszystkie interesujące informacje można było znaleźć w przypisach. Na kilka miesięcy przed przejęciem Tyco nie przedstawiało sprawozdań finansowych podmiotów przejmowanych, a w dniu finalizacji przejęcia nie przedstawiało skonsolidowanego bilansu. Dopóki jednak Kozłowski nie odszedł ze stanowiska i cała strategia przejęć nie obróciła się przeciw spółce, brakowało dowodów. Dopiero później spółka runęła pod własnym ciężarem”.

## Skąd ten cynizm?

Chanos założył fundusz Kynikos w 1985 roku (nazwa ta miała nawiązywać do cyników ze starożytnej Grecji). Było to pięć lat po ukończeniu studiów na Uniwersytecie Yale, gdzie Chanos odebrał dyplom z ekonomii. Dorastał w przekonaniu, że chciałby być lekarzem, jednak los przygotował dla niego inne plany. Na sprzedaż krótką natknął się przez przypadek. Pracował wówczas w Chicago jako analityk w firmie Gilford Securities. Latem 1982 roku przygotował swój pierwszy raport na temat spółki. Chodziło o Baldwin-United Corporation, producenta pianin, który zmienił profil działalności na usługi finansowe. Chanos ustalił, że spółka miała spore zadłużenie i że stosowała „dość liberalne praktyki księgowe”. Był to sygnał ostrzegawczy, który miał jeszcze wielokrotnie pojawiać się w jego poszukiwaniach okazji inwestycyjnych. Gdy Chanos opracował swój pierwszy raport, akcje spółki kosztowały 24 dolary, potem ich cena wzrosła w okolice 50 dolarów, jednak katastrofa była nieunikniona. Cena akcji runęła na początku 1983 roku, a wszystkie założenia raportu Chanosa sprawdziły się co do joty. We wrześniu 1983 roku akcje Baldwin-United Corporation kosztowały 3 dolary.

Po jakimś czasie zgłosili się do niego Michael Steinhardt i George Soros, legendy branży inwestycyjnej. Obaj chcieli wiedzieć, jakie inne pomysły ma Chanos na zajmowanie pozycji krótkich. Chanos potrafił dostrzec dobre okazje i nie obawiał się obstawać przy tym, co uznawał za słuszne. „Wiedziałem, jakie trudności wiążą się z zajmowaniem pozycji krótkiej, ale nie martwiło mnie to szczególnie nawet wtedy, gdy ceny akcji rosły. Po prostu wiedziałem, że mam rację” — mówi Chanos. Niewielu analityków opanowało wówczas ten rodzaj transakcji w takim stopniu jak on, dlatego też postanowił kuć żelazo póki gorące. Uświadomił sobie, że inni byliby gotowi płacić za oficjalne opracowania, oczywiście dobrze udokumentowane i rzetelnie wykonane, na temat problemów w spółkach z listy Fortune 500. Dlatego przeniósł się do Nowego Jorku, aby poszerzyć kontakty. Zatrudnił się w Atlantic Capital, jednostce należącej do Deutsche Banku. Szybko ściągnął do siebie takich klientów jak Fidelity Investments czy Dreyfus Corporation. Później odszedł z Atlantic Capital po tym, jak rozżościł swoich szefów z Niemiec. Dość naiwnie pozwolił się zacytować dziennikarzowi „Wall Street Journala”, a potem jego słowa ukazały się w pewnym bezsensownym artykule. Jego autor, Dean Rotbart, przedstawiał inwestorów zajmujących pozycje krótkie jako złych spekulantów, specjalizujących się w „obniżaniu cen akcji zagrożonych spółek za pomocą samych pomówień”. W tekście znalazło się również następujące zdanie: „Ludzie ci opierają się na faktach, gdy tylko mają do nich dostęp, jednak w celu zbiccia ceny akcji nie zawahają się przed użyciem insynuacji, sfabrykowanych danych, a nawet oszustwa”.

W wieku 27 lat Chanos uznał, że najwyższy czas zacząć pracować na własny rachunek. Pozyskał wsparcie dwóch inwestorów venture capital, którzy powierzyli mu zadanie zarządzania portfelem złożonym z pozycji krótkich w imieniu pewnej zamożnej rodziny. Była to stosunkowo nowa nisza rynkowa, dlatego też działalność ta była całkiem rentowna. „Wtedy strategią tą interesowało się niewielu inwestorów instytucjonalnych” — wspomina Chanos. Większość inwestorów funduszu Kynikos stanowili zamożni inwestorzy indywidualni. Fundusze emerytalne uznawały tę strategię za zbyt ryzykowną nawet pomimo tego, że idealnie nadawała się ona dla podmiotów korzystających z wyłączeń podatkowych (zyski ze sprzedaży krótkiej traktowane są jak normalny dochód). Pozycje krótkie pozwalały również ograniczać ryzyko całego portfela, ponieważ wprowadzały transakcje nieskorelowane z rynkiem akcji. W 1986 roku Ursus Partners, jeden z funduszy Kynikos, uzyskał zwrot w wysokości 35% przed odliczeniem opłat i prowizji. W tym samym roku indeks S&P 500 urosł o 18,6%. W 1987 roku Chanos wypracował wzrost w wysokości 26,7%, podczas gdy indeks porównawczy wzrósł zaledwie o 5,1%.

## Pod prąd

Chanos zawsze patrzył na świat inaczej niż inni i tak właśnie prowadzi swoją firmę. W swoim odczuciu sam jest przede wszystkim analitykiem akcji, a dopiero na drugim miejscu jest zarządzającym portfelem. Jak widać, u Chanosa wszystko stoi na głowie. Fundusz często podejmuje decyzje inwestycyjne w skali makro, zawsze znajdują one jednak oparcie w szczegółowych analizach konkretnych spółek. „Właśnie tak szkolimy naszych analityków i tak podchodzimy do zarządzania portfelem. Tak naprawdę jesteśmy maniakami sprawozdań finansowych. Uwielbiamy grzebać się w danych liczbowych i sprawdzać, co takiego dzieje się w różnych spółkach”.

Kynikos pod wieloma względami różni się od innych firm z Wall Street. Oprócz identyfikowania świetnych okazji do sprzedaży krótkiej Kynikos charakteryzuje się również tym, że rozpatruje pozycje krótkie w dłuższej perspektywie niż większość funduszy stosujących tę strategię. Pod pewnymi względami można by powiedzieć, że stosuje strategię „inwestowania w wartość”, co sugeruje zresztą Maggie Mahar w swojej książce *Bull!*. Fundusz Chanosa wszystkie decyzje opiera na analizach fundamentalnych aspektów działalności spółek. Sam Chanos stwierdza, że najlepsze niedźwiedzie to „finansowi detektywi”.

Trzeba tu jednak podkreślić, że między wspomnianymi wyżej dwoma strategiami występuje pewna istotna różnica. Inwestorzy w wartość dążą do tego, aby kupować tanio i sprzedawać drogo, natomiast zwolennicy sprzedaży krótkiej sprzedają drogo, ale tanio pożyczają. Przez 25 lat swojego funkcjonowania fundusz Kynikos był dość regularny. Całkowita rotacja aktywów w jego portfelu następowała średnio raz w roku, a to dość rzadko jak na standardy wyznaczane przez fundusze hedgingowe. Chanos stara się nie zawierać transakcji krótkoterminowych, lecz inwestować w średnim terminie. Jak sam wyjaśnia: „To istotna różnica. Co więcej, staramy się nie inwestować w przedsięwzięcia o niskiej kapitalizacji. Staramy się zawsze angażować w okazje o średniej i dużej kapitalizacji, co daje nam stosunkowo dużą płynność naszych pozycji krótkich. Wielu innym funduszom tego elementu brakuje”. Gdy Kynikos zajmuje pozycje długie, często mają one charakter zabezpieczenia. Kiedy na przykład fundusz zajął pozycje krótkie na akcjach chińskich spółek z rynku nieruchomości, równocześnie zagrał długo na akcjach kasyn z Makao. „Takie transakcje można uznać albo za formę zabezpieczenia, albo za inwestycje sparowane — wyjaśnia Chanos. — Czasami gramy długo na jednej spółce motoryzacyjnej, a krótko na innej. Czasami stawiamy też na arbitraż interkapitałowy, to znaczy zajmujemy pozycję długą na zadłużeniu spółki, a krótką na jej akcjach”. Krótko mówiąc, tego rodzaju transakcje zabezpieczające pozwalają funduszowi Kynikos skutecznie zarządzać ryzykiem.

Jeśli chodzi o zarządzanie, Kynikos wyróżnia się swoim procesem poszukiwania nowych pomysłów inwestycyjnych i ich analizowania. W typowym funduszu hedgingowym na szczycie hierarchii znajduje się jeden, ewentualnie kilku zarządzających. Na samym dole firmowej drabiny znajdują się młodszy analitycy, najmniej doświadczeni pracownicy, których zadaniem jest znajdowanie pomysłów dla zarządzających.

Zdaniem Chanosa w organizacji wyróżnia się dwa rodzaje własności pomysłu. Można mówić o własności intelektualnej, która przynależy osobie będącej autorem pomysłu, oraz o własności ekonomicznej, która jest domeną partnerów. Gdy coś się nie uda, wówczas w organizacji pojawia się problem, ponieważ właściciel intelektualny i właściciel ekonomiczny stają po dwóch stronach barykady. Może się to skończyć wstrzymaniem przepływu informacji, gdyż analityk nie będzie skory do przekazywania dalszych złych informacji partnerom, którzy zaangażowali się już w dany pomysł. W takiej sytuacji pojawia się dysproporcja między ryzykiem a zyskiem. „My stosujemy inne podejście — stwierdza Chanos. — U nas to partnerzy są autorami pomysłów, nazwijmy je swego rodzaju inwestycyjnymi motywami przewodnimi, a analitycy pomagają je weryfikować, rozwijać albo obalać. Nasze podejście sprzyja intelektualnej ciekawości, współpracy i otwartości”.

Chanos jest zdania, że duże znaczenie ma umiejętność rozpoznawania prawidłowości i schematów, a to wymaga doświadczenia. To jeden z powodów, dla których w jego firmie to partnerzy odpowiadają za generowanie pomysłów. Mają oni bowiem rozległe doświadczenie w dostrzeganiu schematów w podejrzanie wyglądających sprawozdaniach finansowych

albo informacjach prasowych. Dzięki połączeniu doświadczenia i wiedzy to oni znajdują się w najlepszej pozycji, aby podejmować decyzje dotyczące strategii inwestycyjnych. Umieją nie rozpraszać uwagi na jednodniowe kaprysy rynku. Gdy partner znajdzie jakiś pomysł warty dalszego zgłębiania, do pracy rusza analityk, który gromadzi informacje i dane niezbędne do pozytywnej bądź negatywnej weryfikacji tego pomysłu. Jak mówi Chanos, inwestorzy stosujący strategię krótkiej sprzedaży są tak naprawdę finansowymi detektywami. Analitycy spisują następnie notatkę w sprawie pomysłu i formułują zalecenie. Albo proponują, aby pogłębić badania i analizy, albo też uważają, że pomysł należy zarzucić. „Czasami przychodzą z wyjaśnieniem, dlaczego dana spółka ma tak słabe wyniki — mówi Chanos — innym razem dowiadują się, że niedługo firma wprowadzi na rynek jakiś świetny produkt. Nigdy nie rozliczamy analityków z tego, jak zachowują się akcje analizowanych spółek, rozliczamy ich natomiast z tego, czy dostarczyli nam wszystkie niezbędne informacje. Nasz zespół analityków pracuje naprawdę ciężko i odgrywa kluczową rolę w sukcesie całej firmy”.

Chanos przyznaje, że w kwestii sposobu lokowania środków w ramach funduszu Kynikos decyzje podejmuje zarządzający i partnerzy. Dzięki temu udaje się połączyć własność intelektualną z własnością ekonomiczną. Analitycy otrzymują regularne stałe wynagrodzenie i dodatek uzależniony od wyników całej firmy, natomiast ich pomysły nie mają wpływu na wysokość ich zarobków. Chanos uważa, że dzięki temu łatwiej jest im nie owijać w bawełnę. „To znacznie bardziej skrupulatny i uczciwy intelektualnie model — mówi. — Co więcej, gdy akcje jakiejś spółki zachowują się inaczej, niż przewidzieliśmy, nikt nie wydziera się z tego powodu na analityków. To my odpowiadamy za ten aspekt funkcjonowania firmy. My bierzemy na siebie odpowiedzialność i my zbieramy ciężki, ponieważ to my podejmujemy decyzje inwestycyjne”. Oczywiście nie oznacza to, że analitycy nie są rozliczani ze swoich obowiązków. „Od naszych analityków oczekujemy, że będą pracować maksymalnie rzetelnie i że dostarczą nam wszystkie możliwe informacje, te dobre i te złe. Chodzi też o to, aby informacje spływały na bieżąco, ponieważ dzięki temu możemy nieustannie zmniejszać nasze pozycje ze względów kapitałowych albo je zwiększać, gdy z napływających informacji wynika, że tak należy zrobić” — mówi Chanos. Jego zdaniem jest to znacznie bardziej stabilny model funkcjonowania firmy niż model tradycyjny, w którego przypadku występuje większa rotacja pracowników. W modelu tradycyjnym to analitycy generują nowe pomysły zamiast zdobywać doświadczenie poprzez opracowywanie pomysłów zgłaszanych przez partnerów. Chanos z góry informuje o tym, jaki model obowiązuje w jego funduszu, dlatego też rotacja pracowników jest tam raczej mała. Zatrudnia około dwudziestu analityków, z których rocznie traci jednego albo dwóch. „Nasi ludzie to analitycy z krwi i kości — mówi. — Poszukujemy ludzi, którzy uwielbiają tę pracę”.

## Tajniki krótkiej sprzedaży

Na początek kilka podstawowych informacji na temat sprzedaży krótkiej. Podczas hossy, gdy fala wznosząca wynosi na wysokie poziomy akcje nawet najsłabszych spółek, transakcje sprzedaży krótkiej muszą być częściej trafione niż nietrafione. Mogą pojawić się też problemy z pożyczaniem akcji. Rządy państw narzucają pewne ograniczenia i zakazują niektórych form sprzedaży krótkiej. Tak naprawdę w inwestorach stosujących tę strategię

upatrują kozłów ofiarnych, których można obarczyć winą za upadek banków inwestycyjnych i szalejący w wielu krajach kryzys związany z deficytem finansów publicznych.

Rzeczywiście pewien odsetek transakcji sprzedaży krótkiej ma ukierunkowany charakter, co znaczy, że inwestor negatywnie ocenia wycenę konkretnej spółki na podstawie analizy jej dokumentów finansowych i ma nadzieję na zysk, gdy ceny akcji tej spółki spadną albo nastąpi spowolnienie w jej branży. Inwestorzy mogą też grać długo na danej branży, lecz jednocześnie zajmować pozycje krótkie na akcjach jednej lub dwóch konkretnych spółek, które ich zdaniem będą osiągać słabe wyniki. Taka strategia pozwala dodatkowo zwiększyć potencjalne zyski. Animatorzy rynku i traderzy opcji mogą zajmować pozycje krótkie w celu równoważenia przepływu zleceń albo chcąc zabezpieczyć swoje pozycje długie. Inwestorzy kupujący obligacje zamienne mogą zwiększać ich rentowność poprzez sprzedaż krótką aktywów bazowych. Dwie ostatnie strategie nazywane są strategiami neutralnymi rynkowo.

Przedstawiciele świata nauki stoją zdecydowanie po stronie inwestorów zajmujących pozycje krótkie. Z ich badań wynika, że sprzedaż krótka ma korzystny wpływ na rynki i służy inwestorom, ponieważ wzbogaca proces ustalania cen, zwiększa płynność i działa jak zawór upustowy, który hamuje nadmierne narastanie optymizmu uczestników rynku. Analitycy, którzy są gotowi włożyć w to niezbędny trud, również są zdania, że poszukiwanie trupów ukrytych w szafach spółek stanowi bardzo ważny element procesu analitycznego. Warto tu podkreślić, że zdaniem Chanosa jak na razie jeszcze nikomu nie udało się oszukać sprawozdań finansowych. „Ciągle pozostają one zdecydowanie najlepszą podstawą do prognozowania przyszłych wyników spółek. Nie istnieje lepszy sposób niż samodzielne analizowanie danych i przeczesywanie ich w poszukiwaniu wszelkich anomalii, zwłaszcza że współczesne standardy GAAP w bardzo dużej mierze są kwestią interpretacji. Przyzna to każdy dobry księgowy”.

Rentowność spółki nie jest konkretną, sprecyzowaną wartością. Opiera się ona na założeniach, prognozach i wartościach przyszłych. Dlatego też Chanos i jego ludzie poszukują rozbieżności między realiami ekonomicznymi a danymi publikowanymi w sprawozdaniach finansowych. Koncentrują się między innymi na tym, czy nierzetelna kadra kierownicza nie naciąga przypadkiem danych księgowych, zresztą zwykle w granicach prawa. Jak stwierdza Chanos, cała różnica polega na tym, że realia ekonomiczne kształtują się inaczej niż to, co przedstawiają nam spółki. Rozbieżności te można jednak zidentyfikować jedynie w drodze rzetelnej i skrupulatnej analizy finansowej. „Analityk powinien bez problemu poruszać się po bilansie i rachunku przepływu środków pieniężnych oraz świetnie orientować się w przypisach i umieć je właściwie interpretować. To absolutne podstawy gry ofensywnej i defensywnej”.

Dlatego też gdy studenci uczelni biznesowych pytają Chanosa, co dokładnie powinni studiować, on odpowiada bez wahania: rachunkowość. „Warto zapisywać się na praktyczne zajęcia z rachunkowości finansowej i rachunkowości przedsiębiorstw — mówi. — Gdy ktoś nie do końca się orientuje we wszystkich sztuczkach, które pozwalają manipulować dokumentami finansowymi w zgodzie ze standardami GAAP, nie będzie dobrym specjalistą od pozycji krótkich. Proste”.

Oprócz szczegółowej znajomości wszelkich aspektów świata finansów skuteczne stosowanie strategii krótkiej sprzedaży wymaga od inwestorów pewnego konkretnego nastawienia. Gdy Chanos zaczynał swoją przygodę z tą branżą, sądził, że analityk pozycji krótkich

potrzebuje takich samych kompetencji jak analityk pozycji długich. Uważał też, że można się tego nauczyć jak wszystkiego innego. Szybko zrozumiał jednak, że wiele dodatkowych problemów związanych z krótką sprzedażą powoduje, że początkujący analityk musi stawić czoła wielu wyzwaniom z zakresu finansów behawioralnych, a dla wielu osób to wcale nie jest takie łatwe. „Wszędzie nieustannie mówi się o wzrostach, wszyscy mają zawsze bycze nastroje. Wiele osób sobie z tym nie radzi, ponieważ potrzebują pozytywnego wzmocnienia”. Dzisiaj uważa, że dobrym specjalistą od krótkiej sprzedaży trzeba się urodzić. Przekonał się też, że większość ludzi słabo radzi sobie w atmosferze wzmocnienia negatywnego. „Z tego powodu polegam na ludziach, którzy przeżyli już hossy, mody i bańki spekulacyjne — stwierdza Chanos. — Mimo to im także się zdarza, że dadzą się ponieść całej tej pozytywnej propagandzie”.

Gdzie zatem znajduje ludzi z tym wrodzonym talentem? Analitycy zatrudniani w Kynikos mają nieco inne doświadczenie zawodowe niż analitycy większości funduszy hedgingowych, gdzie wymaga się dyplomu jednej z prestiżowych uczelni, a następnie ukończenia co najmniej dwu- lub trzyletniego programu kształcenia analityków w banku inwestycyjnym. Jasne, że w Kynikos znajdują się także tacy analitycy, jednak jednym z najlepszych ludzi na tym stanowisku w całej historii funduszu okazał się pewien absolwent historii sztuki, który pracował wcześniej dla jednej zamożnej rodziny jako ekspert do spraw sztuki, lecz wykazywał się również intelektualną ciekawością. Kynikos z powodzeniem zatrudnia też dziennikarzy. „Młodzi dziennikarze zawsze świetnie radzą sobie z nauką i zadają naprawdę trafne pytania — stwierdza Chanos. — Przede wszystkim należy umieć radzić sobie z liczbami, natomiast drugą najważniejszą cechą kandydata na stanowisko analityka jest intelektualna ciekawość”.

Chanos podkreśla, że nigdy nie należy przyjmować opinii kogoś innego za pewnik. Od swoich analityków oczekuje też, że gdy zabrną w ślepy zaułek, przyznają się do tego. „Uwielbiam, gdy któryś z moich analityków stwierdza: »Nie rozumiem tego. Dlaczego ta wartość tak się zachowuje?« albo »Czy to normalne?«. To najlepsze pytania, jakie można zadawać”. Chanos wspomina ze śmiechem wyniki ankiety opublikowanej w 1998 roku przez „Business Week”. Przeprowadzono ją wśród dyrektorów finansowych spółek wchodzących w skład indeksu S&P 500. Zadano im pytanie, czy ich przełożeni kiedykolwiek prosili ich o istotne zafalszowanie wyników finansowych. 55% ankietowanych zadeklarowało, że takie prośby się pojawiały, oni jednak nigdy tego nie zrobili, 12% stwierdziło, że postąpili tak na prośbę swoich przełożonych, 33% natomiast nigdy nie spotkało się z taką prośbą. „Dla mnie w całej tej ankiecie uderzające jest jedno: dwie trzecie spółek z S&P 500 co najmniej raz oczekiwało od swoich dyrektorów finansowych istotnego fałszowania wyników — mówi Chanos tym razem bardzo poważnym tonem. — Oznacza to tyle, że sprawozdania finansowe spółek są obciążone dużym ryzykiem. Poleganie na tym, co mówią inni, jest najeżone niebezpieczeństwami”.

Na wykładach organizowanych dla studentów biznesu, w tym podczas zajęć prowadzonych w School of Management przy Uniwersytecie Yale, Chanos porusza cztery główne zagadnienia. Jednym z nich są błędne założenia w rachunkowości, kolejnym są okresy boomu, które kończą się krachem. Szef Kynikos pokazuje historyczne przypadki boomów, w których inwestorzy rzucali się na przewartościowane inwestycje w „nowe” pomysły, za którymi nie nadążały „stare” metody analizy i wyceny. Omawia takie przykłady jak XVIII-wieczna Kompania Mississippi, początki kolei w Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych w XIX wieku czy przykład nowszy, czyli dot-comy. We wszystkich tych przypadkach mieliśmy

do czynienia ze wzrostami nie do utrzymania w dłuższym okresie, napędzanymi oszustwami, charakterystyką baniek spekulacyjnych oraz zachłannością inwestorów. Zbyt wysokie wyceny spółek mogą być również wywołane modą panującą wśród konsumentów albo w świecie korporacyjnym. Wystarczy przypomnieć sobie lata osiemdziesiąte, gdy bardzo popularną metodą przejmowania spółek i poszerzania zakresu działalności stały się zakupy lewarowane. Inwestorzy mają skłonność do zbyt dalekiego ekstrapolowania wzrostu, a szybkie zmiany technologiczne często powodują, że okazje inwestycyjne są raczej krótkoterminowe. Nagła digitalizacja muzyki i filmów zmieniła modele biznesowe z dnia na dzień, więc firmy musiały nauczyć się wykorzystywać niższe koszty dystrybucji internetowej. Niestety wszyscy uparcie wychodzą z założenia, że stary produkt wytrzyma na rynku dłużej, niż faktycznie mu się to uda.

## W obronie strategii krótkiej sprzedaży

Historia sektora finansowego pokazuje, że inwestorzy stosujący strategię krótkiej sprzedaży idą na pierwszy ogień, gdy rządy państw potrzebują kozła ofiarnego w związku ze stratami ponoszonymi przez uczestników rynku. Gwałtownie narastający kryzys finansowy z 2008 roku doprowadził do upadku banków inwestycyjnych Bear Stearns i Lehman Brothers, obnażył też słabość gigantów udzielających kredytów hipotecznych, czyli Fannie Mae i Freddie Mac. Gdy doszło do krachu na rynku nieruchomości i na rynku kredytów hipotecznych, dla rynków kapitałowych nastał najgorszy okres od czasów wielkiego kryzysu z lat trzydziestych.

W 2009 roku Chanos był kilkakrotnie wzywany do zeznawania przed Kongresem w charakterze eksperta z ramienia Koalicji Prywatnych Firm Inwestycyjnych. W każdym ze swoich wystąpień zwrócił uwagę na kilka faktów. Wyjaśnił, w jaki sposób fundusze hedgingowe umożliwiają wybranym inwestorom efektywniejsze zarządzanie ryzykiem i jednocześnie oferują możliwość wypracowania ponadprzeciętnych zysków. Podkreślił, że fundusze hedgingowe nie otrzymały środków pomocowych z pieniędzy podatników, które w czasie kryzysu finansowego trafiły do banków inwestycyjnych. Proponował również utworzenie „specjalnych przepisów dotyczących »prywatnej firmy inwestycyjnej«, przygotowanych pod kątem regulacji SEC obejmujących prywatne fundusze inwestycyjne”. Jego zdaniem taki akt prawny „powinien nakładać obowiązek rejestracji prywatnych funduszy inwestycyjnych w SEC; nakazywać, by każdy tego rodzaju fundusz i jego zarządca podlegali kontroli SEC i jej działaniom egzekucyjnym, na podobnej zasadzie jak podlegają im fundusze powiernicze i certyfikowani doradcy inwestyjni; wprowadzać zabezpieczenia audytowe mające chronić przed kradzieżami, piramidami finansowymi i oszustwami; wprowadzać obowiązek przekazywania obszernej informacji inwestorom, stronom transakcji i wierzycielom; wprowadzać obowiązek publikowania podstawowych danych statystycznych w wersji internetowej; wprowadzać obowiązek realizacji programów zabezpieczających przed praniem brudnych pieniędzy, takich samych, jakich oczekuje się od banków, domów maklerskich i otwartych funduszy inwestycyjnych; w przypadku większych funduszy wprowadzać obowiązek wdrażania planów zarządzania ryzykiem pozwalających identyfikować i kontrolować większe źródła ryzyka, a także określających sposób postępowania w celu ewentualnej spokojnej likwidacji funduszu.

Koalicja Prywatnych Firm Inwestycyjnych stoi na stanowisku, że wprowadzenie tego rodzaju wymogów prawnych byłoby korzystne dla inwestorów, gdyż wprowadzałoby kompleksowe ramy regulacyjne, zwiększające możliwości i kompetencje organów regulacyjnych w zakresie ograniczania ryzyka systemowego oraz zapobiegania oszustwom i innym działaniom niezgodnym z prawem. Nasze postulaty mają na celu ustanowienie najwyższych standardów prewencyjnych, które nie ograniczą potencjału firm w zakresie odpowiedniego poszukiwania innowacyjnych rozwiązań”.

Ostatecznie SEC zastrzymała przepisy mające zapobiegać oszustwom i wymogi dotyczące przechowywania dokumentów, natomiast Kongres zatwierdził wymogi związane z rejestracją doradców inwestycyjnych w kształcie zaproponowanym przez Chanosa.

Jeśli chodzi natomiast o „niepatriotycznych i antyamerykańskich” inwestorów parających się krótką sprzedażą, Chanos podkreślił ich rolę w zwracaniu uwagi na liczne przyczyny katastrof finansowych w minionym dziesięcioleciu. Gdy przychodzi do identyfikowania czarnych charakterów, często to właśnie na nich spada to zadanie. Chanos wspomniał też, jak w czasie kryzysu finansowego zadzwonił do niego dyrektor generalny banku Bear Stearns i poprosił go o publiczną deklarację, że piąty największy wówczas bank inwestycyjny ma się zupełnie dobrze i że fundusz Kynikos posiada tam swoje depozyty. Chanos w następujący sposób skomentował tamtą sytuację w rozmowie z dziennikarzami: „Dyrektor banku dzwoni do faceta od krótkiej sprzedaży, by ten zapewniał rynek, że wszystko jest w porządku. Nie ten adres”. Bear Stearns był jednym z największych podmiotów organizujących emisję skomplikowanych instrumentów inwestycyjnych opartych na kredytach hipotecznych. Inwestorzy mieli coraz większe wątpliwości co do tego, czy bank będzie w stanie spłacać swoje zobowiązania i honorować postanowienia umów i warunki skomplikowanych transakcji z innymi instytucjami finansowymi.

Fala nastrojów zwróconych przeciw strategii krótkiej sprzedaży ciągle jednak narastała. We wrześniu 2008 roku Christopher Cox, ówczesny przewodniczący SEC, podjął bezprecedensową decyzję o wprowadzeniu trzytygodniowego zakazu krótkiej sprzedaży akcji 799 spółek „finansowych”. Regulatorzy z innych krajów świata również nakładali różne ograniczenia, co dodatkowo nasiliło się w momencie wybuchu kryzysu w strefie euro. W późniejszym wywiadzie dla „Washington Posta” Cox przyznał, że tamta decyzja była największym błędem w całym okresie piastowania przez niego tego stanowiska. Jako powody jej podjęcia podał naciski ze strony sekretarza skarbu Henry’ego M. Paulsona Jr. i przewodniczącego Systemu Rezerwy Federalnej Bena S. Bernankego.

Wiele badań naukowych dowodzi, że żal Coxa jest jak najbardziej uzasadniony, ponieważ jego decyzja doprowadziła do zmniejszenia płynności, spowolniła proces właściwej wyceny papierów wartościowych, doprowadziła do poszerzenia spreadów i w żaden sposób nie pomogła zatrzymać spadków cen akcji. Kolejną konsekwencją tamtego zakazu było negatywne oddziaływanie na zupełnie standardowe strategie inwestycyjne, w tym na pozycje długie.

## Chiny czeka kryzys

„Z pewnością nie wpadliśmy na to jako pierwsi” — stwierdza Chanos. Jest kwiecień 2011 roku. Znajdujemy się w siedzibie jego funduszu, a on opowiada mi o największej pozycji krótkiej w swojej karierze: Chińskiej Republice Ludowej. Chanos po raz pierwszy wypo-



wiedział się publicznie na temat swojej chińskiej pozycji półtora roku wcześniej, czyli w grudniu 2009 roku, w programie *Squawk Box* nadawanym przez stację CNBC. „Obecnie ustawiliśmy się na Chinach wyjątkowo negatywnie” — mówi. Później, w styczniu 2010 roku, wygłosił wykład w St. Hilda's College w Oksfordzie, zatytułowany „Syndrom chiński. Znaki ostrzegawcze dla światowej gospodarki”.

Chanos twierdził, że Chiny, w obawie przed spowolnieniem gospodarczym wywołanym kryzysem finansowym, finansowały z zadłużenia wzrost wartości aktywów. Inwestowały głównie w nieruchomości, ale budowały też nowe drogi i koleje dużych prędkości. W swoim wykładzie stwierdził, że w Chinach widać było „klasyczne przejawy nadmiernej pewności siebie, nadmiernego optymizmu”. Inwestycje w aktywa trwale stanowiły ponad 50% chińskiego PKB. Jak ujął to Chanos, była to *shā chén bào* (burza piaskowa) pieniędzy. Pakiet stymulujący tamtejszą gospodarkę był olbrzymi — przeznaczono na ten cel 586 miliardów dolarów, co stanowiło 14% chińskiego PKB (dla porównania pakiet amerykański opiewał na 787 miliardów dolarów, czyli 6% amerykańskiego PKB). W sytuacji, w której przedsiębiorstwa państwowe kontrolowały 50% aktywów przemysłowych i nie musiały generować zysku, a proces inwestycji w nieruchomości zależał wyłącznie od kaprysu lokalnych oficjeli partyjnych, kolejne wielkie projekty inwestycyjne stawały się „coraz bardziej niemądre”. Prowadziły na przykład do dalszego powiększania nadpotencjału produkcyjnego i przemysłowego. Pojawiały się puste miasta, takie jak Ordos, oraz puste centra handlowe, takie jak New South China Mall. Prasa donosiła o nowych budynkach, które waliły się na skutek niechlujstwa budowlanego. To był najnowszy rozdział chińskiej historii gwałtownych wzrostów gospodarczych i krachów. Chanos naigrywał się, że „Chiny budują sobie tysiąc Dubajów”. „Jedźcie do Dubaju i zobaczcie, co tam się stało — nawoływał. — To się dopiero nazywa mania wielkości”.

Wszystkie te elementy spowodowały, że w głowie Chanosa zaczęły pojawiać się wątpliwości. Czy oszczędności całych pokoleń zostaną zmarnowane? Czy wybuch tykającej bomby demograficznej zostanie tylko przyspieszony? Czy wyrośnie kolejna przeszkoda na drodze do kształtowania w Chinach gospodarki rynkowej? Jakie skutki wywołają wszystkie te państwowe zobowiązania i gwarancje bez pokrycia? Czy nie okaże się, że poduszka finansowa w postaci rezerw walutowych, opiewająca rzekomo na 3 biliony dolarów, jest pełna dziur? Jakie będą konsekwencje tych zdarzeń dla gospodarki światowej? Jak sytuacja ta wpłynie na ceny materiałów budowlanych? Jak przełoży się to na koszty obsługi zadłużenia Stanów Zjednoczonych i innych krajów?

Początkowo Chanos napotkał silny opór wobec propagowanych przez siebie tez. Wiele osób twierdziło, że w Chinach nie ma żadnej bańki na rynku nieruchomości. Nieco ponad rok później Bank Centralny Chin przyznał, że na tamtejszym rynku nieruchomości wytworzyła się bańka spekulacyjna i że kraj boryka się z problemami. Takie same wnioski przedstawił Międzynarodowy Fundusz Walutowy. „Ludzie nie zdają sobie sprawy, że Chiny zamiotły pod dywan dwie ostatnie bańki kredytowe, tę z 1999 i tę z 2004 roku. Tamtejsze banki nigdy nie zostały dokapitalizowane. Po prostu umożliwiono im zamianę złych kredytów na wątpliwej jakości obligacje, emitowane przez organizacje quasi-państwowe. Chiński system bankowy chwycie się w posadach” — stwierdza Chanos.

Tamtejsze rynki kapitałowe nie przeszły modernizacji, która umożliwiałaby im zaspokajanie potrzeb krajowej gospodarki i zapewniała właściwe miejsce w gospodarce globalnej. Presja polityczna na stymulowanie gospodarki w czasie kryzysu finansowego doprowadziła do tego, że lokalne władze i firmy deweloperskie zaciągały olbrzymie kredyty. Niestety

splata tych kredytów idzie coraz gorzej, kredytobiorcy mają bowiem kłopoty z regulowaniem rat, ponieważ popyt na nowe domy i mieszkania stoi w miejscu albo wręcz maleje. Problemem są również spadające ceny i coraz mniejsza ilość ziemi do sprzedania, która to stanowi główne źródło przychodu lokalnych władz. Systemy bankowości alternatywnej zaczynają się walić. Brak przejrzystości informacji i niewystarczający nadzór nad ładem korporacyjnym powodują, że trudno jest oszacować wielkość zadłużenia i prawdopodobieństwo, że zostanie ono spłacone. Oznacza to olbrzymie ryzyko dla chińskich banków, oznacza też, że Chiny utrzymują głowę nad powierzchnią wyłącznie dzięki głębokim rezerwom publicznym — ale do czasu.

„Pytanie brzmi, w jaki sposób Chiny z tego wyjdą — mówi Chanos. — Ekscesy, które mogliśmy obserwować półtora roku temu, tak naprawdę tylko się nasiliły”.

Obecnie Kynikos zajmuje pozycję krótką na akcjach chińskich spółek deweloperskich notowanych na giełdzie w Hongkongu o na akcjach większości tamtejszych dużych banków. Analitycy funduszu uważają, że podmioty te będą potrzebować nieustannych zastrzyków kapitału, który będzie w dużej części pochodził od zachodnich inwestorów. Fundusz zajmuje też pozycję krótką na dość zróżnicowanej grupie jednorazowych chińskich spółek, takich jak China MediaExpress, które były notowane w Stanach Zjednoczonych. Jego łączna pozycja krótka na chińskiej gospodarce to chyba największa pozycja inwestycyjna, jaką kiedykolwiek zajął w jednym celu. Chiny to kraj, przeciw któremu Chanos jest gotowy postawić każde pieniądze.

Pewien ekonomista podał, że według jego szacunków w Chinach stoją 64 miliony pustych mieszkań, Chanos stwierdza natomiast: „Jedno wiemy na pewno: można jeździć po kolejnych chińskich miastach, w których stoją wielkie nowe osiedla z wyprzedanymi mieszkaniami. Niestety nocą jest tam zupełnie ciemno. Nie ulega wątpliwości, że w Chinach stoi mnóstwo pustych budynków mieszkalnych. Nie wiemy tylko, ile ich jest”.

W związku z tym ludzie Chanosa opracowali własny indeks transakcji na rynku nieruchomości w miastach na szczeblu prowincji, prefektury i powiatu. Po raz pierwszy zastosowali w tym celu szereg czasowy i stworzyli na tej podstawie indeks. Chanos wyjaśnia: „Co ciekawe, problem nie polega na tym, jak dużo danych jest dostępnych w Chinach, lecz na tym, jakiej jakości są te dane”. Firma ma świadomość, że dane te mogą nie do końca pokrywać się z rzeczywistością, a mimo to uważa, że są przydatne. „Jeśli będziemy konsekwentnie pracować na tych samych danych, przynajmniej będziemy mogli się zorientować w podstawowych trendach” — mówi Chanos. Przez ostatnie kilka lat fundusz poszukiwał takich trendów, monitorując dane dotyczące 50% chińskiej populacji miast. Ta dość istotna statystycznie próba przez długi okres stała w miejscu, lecz ostatnio (na przełomie 2011 i 2012 roku) zaczęła maleć. Oznacza to tyle, że buduje się coraz więcej, przynajmniej w ujęciu jednostkowym, natomiast liczba transakcji trzyma się na tym samym poziomie lub maleje. Chanos wyciąga z tego następujący wniosek: „Gdy sprzedaje się coraz mniej mieszkań, ale coraz więcej się buduje, liczba pustych lokali po prostu musi rosnąć. To poważny znak ostrzegawczy”.

Ostatnio analitycy funduszu zaobserwowali, że spadek cen nie przełożył się na wzrost sprzedaży. Do tej pory zwykle było tak, że na skutek spadku cen rynek trochę się rozruszał. „Tę kwestię też uważnie śledzimy — stwierdza Chanos. — Jeśli ten trend się utrzyma, to Chiny wpadną w poważne tarapaty”.

Wszyscy zadają sobie pytanie, kiedy to się stanie. „Gdybym umiał trafić w najlepszy moment do inwestowania, pewnie już od dawna byłbym na emeryturze — stwierdza

Chanos ze śmiechem. — Jestem natomiast pewien, że prędzej czy później do tego dojdzie. Inflacja rośnie tam szybciej niż ktokolwiek się spodziewał. Co więcej, na obecnym etapie władze chińskie znalazły się już w takiej sytuacji, z której nie bardzo jest wyjście”.

Na to wszystko nałożyły się boom kredytowy i bańka spekulacyjna na rynku nieruchomości, co doprowadziło do gwałtownego wzrostu cen hurtowych i detalicznych. Chiny znalazły się w sytuacji, kiedy najpierw usilnie starały się ograniczać akcję kredytową, jednak pierwsze oznaki spowolnienia, które pojawiły się latem, doprowadziły do tego, że już w listopadzie władze przestawiły się na luzowanie polityki kredytowej. „Docierają do nas informacje o tym, że ludzie gromadzą zapasy, występują braki towarów, a także pojawiają się typowe czynniki proinflacyjne, takie jak szybko rosnące zarobki. To kolejna problematyczna sytuacja, której jeszcze rok temu nie umieliśmy przewidzieć”.

Jeśli chodzi o Chiny, Chanos dostrzega tam dwie istotne kwestie: problem życia na wyrost finansowanego z kredytów i potencjalnie niebezpieczną sytuację dla inwestorów lokujących środki w chińskich spółkach. Fundusz Kynikos szczegółowo analizuje finanse konkretnych spółek, a sam Chanos jest pod wrażeniem, jak niepewna jest sytuacja w niemal każdej z nich. W niektórych przypadkach pojawiają się różne dziwne transakcje — duża część zysków nigdy nie znajduje przełożenia na przepływy środków pieniężnych, pojawiają się też podejrzane transakcje ze stronami trzecimi. „Prawie każda firma, której się przyglądamy, ma coś takiego na sumieniu — mówi Chanos. — Dlatego uważam, że zarabianie na chińskim rynku akcji to dla zachodnich inwestorów bardzo trudna sprawa. Nie chodzi mi tylko o złą sytuację makroekonomiczną, ponieważ sytuacja mikroekonomiczna jest równie zła. W wielu tych spółkach zachodni inwestorzy są po prostu ograbiani”. Chanos wskazuje na przykłady spółek, które nagle przestają handlować. Zdarza się też, że ludzie z Zachodu lecą z wizytą do Chin i tam stwierdzają, że siedziba danej spółki nie istnieje. „Gdy uda się pożyczyć akcje jakiejś spółki i zawrzeć transakcję ich krótkiej sprzedaży, dla inwestora stosującego tę strategię to czysta przyjemność. Po prostu tak wiele spółek dopuszcza się tam oszustw”.

Chanos przyznaje, że poznawanie chińskich realiów inwestycyjnych utrudniają mity krążące na temat tego kraju. Jeden z nich głosi, że bilans tego kraju jest solidny i że Chiny nie są bardzo zadłużone. Wszystko przez to, że państwowe przedsiębiorstwa i władze lokalne korzystają ze specjalnych pozabilansowych narzędzi finansowania, dzięki którym pożyczają coraz więcej. „Z naszych szacunków wynika, że pod koniec 2011 roku całkowite zadłużenie Chin sięgnęło 180% PKB. Jeżeli założymy, że w tym roku zadłużenie tego kraju wzrośnie o 30 – 40%, a połowa z tych kredytów nie zostanie spłacona, to ogólne zadłużenie wzrośnie o jakieś 15 – 20%. Założmy, że wierzycielom uda się odzyskać 50% tej kwoty. Oznacza to, że po dokonaniu różnych odpisów może się okazać, iż Chiny w ogóle się nie rozwijają. W przyszłości takich odpisów może być dużo i z 9-procentowego wzrostu gospodarczego nie zostanie nic”.

## Powrót do szkoły biznesowej

Gdy Chanos nie jest akurat zajęty analizowaniem sytuacji w Chinach, koncentruje się na komercyjnym sektorze edukacyjnym, czyli tym, co nazywa „narodową hańbą”. Przewiduje, że branża ta znajdzie się w najbliższych latach pod dużą presją z uwagi na drastyczne cięcia federalnych gwarancji kredytowych. Nie pomogą nawet Republikanie, którzy toczą na

tyłach walkę o wsparcie dla tej branży. „Moim zdaniem to skandal na skalę ogólnokrajową, że wszystkie te dzieciaki otrzymują dyplomy »uniwersytetów«, a mimo to nie mają na rynku pracy szans większych, niż gdyby poprzestali na skończeniu szkoły średniej. Nic nie zyskują, a jedynie zostają z 20 lub 30 tysiącami dolarów długu, którego nie mogą spłacić — mówi Chanos. — Ostatecznie ciężar spłaty tych zobowiązań spada na podatnika”.

Ostatnio Chanos sam spędza trochę czasu w salach wykładowych. Został gościnnym wykładowcą w School of Management przy Uniwersytecie Yale, gdzie prowadzi ośmio-częściowy wykład zatytułowany „Historia oszustw finansowych. Podejście naukowe”. Każdego poniedziałkowego popołudnia udaje się do New Haven, by przekazywać swoją wiedzę finansową grupie około pięćdziesięciu studentów ostatniego roku.

Co tydzień prowadzi zajęcia przez trzy godziny. Połowę tego czasu poświęca na wykład, a przez drugą połowę studenci omawiają przygotowane przez siebie analizy przypadków oszustw finansowych, które miały miejsce w latach 1992 – 2005. Podczas ostatnich zajęć, odbywających się pod koniec maja, studenci prezentują ostatni przypadek. Omawiają Harken Energy Corporation i jej spółkę zależną Harken Andarko Partners.

Wysoka studentka w okularach wstaje z miejsca, staje przed kolegami i zaczyna odpałać prezentację. Po kilku slajdach przechodzi do sedna pierwszego występuku. „Jedna transakcja kapitałowa wygenerowała 50% całego zysku operacyjnego spółki za 1994 rok. Jest to jawne naruszenie zasad sprawozdawczości finansowej równoznaczne z oszustwem” — oznajmia.

„Harvard Management Company, jednostka odpowiedzialna za zarządzanie aktywami na Harvardzie, przedłużyła spółce Harken kredyt, dokupiła jej kolejne akcje i podejmowała inne tego typu działania, by sztucznie wspierać ceny tych walorów — mówiła dalej studentka. — Harvard Management Company sprzedała swój pakiet akcji, gdy ich cena była wysoka. Zarobiła na tej transakcji 20 milionów dolarów, co w całym okresie posiadania tych papierów dało roczny zwrot z inwestycji na poziomie 3%”.

Chanos przerywa: „Gdzie pani upatruje potencjalnego oszustwa w tych działaniach inwestorów z Harvardu?”.

Studentka wypowiada pod nosem słowa odpowiedzi, ale Chanos nie jest usatysfakcjonowany. Studentka mówi dalej.

„SEC analizowała sprawę pakietu akcji należących do prezesa zarządu Harken, Alana Quashy, ale nie dopatrzyła się żadnych podstaw do postawienia mu zarzutów”.

Chanos znów się wtrąca, tym razem zwracając się do wszystkich zebranych: „Zapamiętajcie jeden z ważniejszych punktów naszych zajęć. Transakcja, która wydaje się mało istotna dla organizacji, może być bardzo istotna dla jednej osoby w tej organizacji. Co było tutaj kluczem? Gdzie był związek? Dlaczego? Chodzi o istotne okoliczności. Pamiętajcie, że to, co nieistotne dla organizacji, może mieć znaczenie dla jednej kluczowej osoby”.

Chanos mówi dalej: „Dlaczego Harvard usilnie pompował pieniądze w tę spółkę? Jak często zdarza się, żeby w spółkę wartą 150 milionów dolarów inwestowały takie tuzy jak Harvard czy Soros? Tak mała firma normalnie w ogóle nie zwróciłaby ich uwagi. Wygląda na to, że zarządzający aktywami robił wszystko, co mógł, aby ratować swoją inwestycję”.

Znakomita analiza przypadku dla wszystkich początkujących cynicznych tropicieli.

# PROGRAM PARTNERSKI

GRUPY WYDAWNICZEJ HELION



1. ZAREJESTRUJ SIĘ
2. PREZENTUJ KSIĄŻKI
3. ZBIERAJ PROWIZJĘ

Zmień swoją stronę WWW  
w działający bankomat!

**Dowiedz się więcej i dołącz już dzisiaj!**

<http://program-partnerski.helion.pl>

# Sekrety wybitnych współczesnych inwestorów

Jaki jest wzór na sukces w świecie funduszy hedgingowych? Czy istnieją jakiegokolwiek wskaźniki, które należy obserwować, książki, które trzeba przeczytać, analizy, które warto przyswoić? Wielu osobom świat funduszy hedgingowych może się wydawać niezwykle złożony. W rzeczywistości jednak sprowadza się on do dwóch podstawowych czynników: rodzaju narzędzi inwestycyjnych oraz zarządzających, którzy sami uznali się za osoby kompetentne do kierowania tymi funduszami.

Zapraszamy za kulisy fascynującego i ciągle jeszcze nieco tajemniczego świata funduszy hedgingowych. Ten kompleksowy przewodnik napisany został dla wszystkich, którzy chcieliby zrozumieć anatomie świetnych transakcji, zapoznać się z podstawami psychologii zarządzania oraz przeprowadzić analizę zdroworozsądkowych zasad inwestowania. Dzięki tej książce łatwiej będzie odróżniać mity od rzeczywistości. To ważna umiejętność w warunkach gwałtownych zmian, gdy za dużymi obietnicami i wysokimi prowizjami zwykle nie idą równie atrakcyjne wyniki inwestycyjne.

**Maneet Ahuja** to ekspertka CNBC ds. funduszy hedgingowych oraz producentka programu „Squawk Box”. W 2011 roku współorganizowała szczyt funduszy hedgingowych „Delivering Alpha”. W 2009 roku otrzymała prestiżową nagrodę Enterprise za przełomowe relacjonowanie funkcjonowania tej branży. Prowadziła relacje ze z konferencji Światowego Forum Ekonomicznego w Davos. Jest producentką kwartalnych programów telewizyjnych, nagrywanych w Departamencie Pracy USA, podczas których towarzyszy jej Alan Greenspan — były przewodniczący Systemu Rezerwy Federalnej.

książkiklasybusiness

Nr katalogowy: 19795

Księgarnia internetowa:

<http://onepress.pl>

Zamówienia telefoniczne:

0 801 339900

0 601 339900

one  
p r e s s

Sprawdź najnowsze promocje:

☉ <http://onepress.pl/promocje>

☉ Książki najchętniej czytane:

☉ <http://onepress.pl/bestsellery>

Zamów informacje o nowościach:

☉ <http://onepress.pl/nowosci>

Hellon SA

ul. Kościuszki 1c, 44-100 Gliwice

tel.: 32 230 98 63

e-mail: [onepress@onepress.pl](mailto:onepress@onepress.pl)

<http://onepress.pl>

Cena 49,00 zł

ISBN 978-83-246-8668-1



9 788324 686681