

Michał Buszko

Fundusze hedgingowe jako innowacyjna forma inwestowania na rynkach finansowych

Problemy Zarządzania, Finansów i Marketingu 13, 257-269

2009

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

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MICHAŁ BUSZKO

Uniwersytet Mikołaja Kopernika

FUNDUSZE HEDGINGOWE JAKO INNOWACYJNA FORMA INWESTOWANIA NA RYNKACH FINANSOWYCH

Wprowadzenie

Jedną z coraz częściej spotykanych form inwestowania na współczesnych rynkach finansowych są fundusze hedgingowe (*hedge funds*). Podmioty te są rodzajem nowoczesnych instytucji zbiorowego inwestowania, charakteryzujących się bardzo specyficzną polityką inwestycyjną oraz relatywnie niewielką kontrolą ze strony instytucji nadzoru finansowego. Ich oferta skierowana jest przede wszystkim do bardzo zamożnych osób fizycznych, które chcą osiągać wysokie zyski i akceptują podwyższone ryzyko. Istotą działalności funduszy *hedge* jest zarabianie pieniędzy niemal w każdych warunkach rynkowych. Żeby osiągnąć ten cel, fundusze dywersyfikują portfele inwestycyjne, lokują środki w nietypowe aktywa, stosują złożone techniki finansowe, a także korzystają często z dźwigni finansowej, krótkiej sprzedaży oraz strategii budowanych na bazie instrumentów pochodnych. Fundusze hedgingowe mogą generować zyski z transakcji spekulacyjnych, arbitrażowych czy hedgingowych. Mogą zarabiać na rynkach wzrostowych, spadkowych, znajdujących się w trendzie bocznym, na rynkach o dużej i małej zmienności, na rynkach rozwiniętych i rozwijających się. Podmioty te potrafią także osiągać korzyści dzięki występowaniu szczególnych wydarzeń, takich jak: przejście, połączenie, upadłość czy restrukturyzacja. Ze względu na to, że fundusze hedgingowe często osiągają stopy zwrotu wyższe niż tradycyjne fundusze inwestycyjne, ubezpieczeniowe czy emerytalne, przy jednoczesnej niewielkiej liczbie ich upadłości, w wielu krajach obserwuje się bardzo duże zainteresowanie nimi. Podmioty te mogą być właściwie uznane za jedno z najszybciej rozwijających się instytucji finansowych na świecie. Tworzenie większości funduszy

w krajach o liberalnym prawie finansowym, w tym w krajach podatkowych, powoduje, iż kontrola i nadzór nad nimi są ograniczone, a ich działalność nie podlega restrykcyjnym normom inwestycyjnym, jak również obowiązkom informacyjnym. Fakt ten z jednej strony umożliwia funduszom prowadzenie swobodnej polityki inwestycyjnej, z drugiej zaś powoduje, iż postrzegane są jako bardzo ryzykowne.

Wobec często spotykanej niejednoznacznej oceny działalności funduszy *hedge*, a także wobec coraz większego zainteresowania tą formą inwestowania w Polsce, celem niniejszego artykułu jest przybliżenie istoty funkcjonowania funduszy *hedge* oraz określenie możliwości ich rozwoju na polskim rynku finansowym.

1. Konstrukcja funduszy hedgingowych

Fundusze hedgingowe są instytucjami zbiorowego inwestowania, funkcjonującymi zazwyczaj w formie spółek z ograniczoną odpowiedzialnością udziałowców¹. Podmioty te zakładane są przez tak zwanego sponsora będącego pomysłodawcą oraz pierwszym członkiem funduszu. Sponsor jest często również głównym menedżerem, kierującym zespołem zarządzającym funduszem. Zarówno sponsor, jak i menedżerowie zarządzający funduszem hedgingowym są jednocześnie jego udziałowcami, przejmującymi na siebie część ryzyka inwestycyjnego. Takie rozwiązanie wyróżnia fundusze *hedge* na tle innych instytucji zbiorowego inwestowania i ma za zadanie zarówno zwiększyć zaufanie do działalności funduszu, jak i motywować zarządzających do prowadzenia efektywnej polityki inwestycyjnej. Oferta funduszy kierowana jest z reguły do osób określanych jako *accredited investors*, którymi są bogaci inwestorzy indywidualni, posiadający zarówno znaczące zasoby pieniężne, jak i odpowiednią wiedzę w zakresie inwestycji na rynku finansowym. Niemniej współcześnie coraz częściej udziałowcami funduszy *hedge* stają się instytucje finansowe, w tym: banki, podmioty *asset management*, fundacje, trusty, fundusze inwestycyjne i emerytalne, a także przedsiębiorstwa oraz mniej zamożni inwestorzy detaliczni². W działalności funduszy hedgingowych uczestniczą zazwyczaj również i inne osoby lub instytucje, takie jak doradca inwestycyjny, administrator, broker główny oraz brokerzy rozliczający³. Korzystanie z usług audytora finansowego jest uzależnione od miejsca

¹ Zob. *Hedge fund*, <http://en.wikipedia.org>.

² Zob. G. Zalewski, *Klienci funduszy hedge*, www.inwestycje.pl, 26.04.2005.

³ Zob. *idem*, *Fundusze hedgingowe – nowy rodzaj inwestycji*, „Rynek Terminowy” 2004, nr 1.

działalności funduszu oraz jego formy prawnej. Jego zaangażowanie ma często na celu nie tylko potwierdzenie rzetelności ustalenia wyniku finansowego, ale także poprawę transparentności polityki inwestycyjnej, jak również zwiększenie zaufania inwestorów⁴.

2. Strategie inwestycyjne funduszy hedgingowych

Niewątpliwie jedną z głównych właściwości wyróżniających fundusze *hedge* na tle innych instytucji finansowych jest ich polityka inwestycyjna. Fundusze hedgingowe na ogół nie podlegają restrykcyjnym normom ostrożnościowym obowiązującym większość tradycyjnych instytucji zbiorowego inwestowania, stąd mogą prowadzić dość swobodną politykę inwestycyjną i bez większych ograniczeń decydować o składzie portfela i miejscu zaangażowania. W efekcie, w wielu krajach można spotkać fundusze realizujące skrajnie odmienne strategie inwestycyjne lub kombinacje kilku strategii jednocześnie. Fakt ten niewątpliwie utrudnia ich klasyfikację i podział na jednolite grupy. Wydaje się, iż jedną z klasyfikacji dość dobrze obrazującą rynek funduszy *hedge* ze względu na rodzaj polityki inwestycyjnej jest podział sporządzony przez Greenwich Alternative Investments – spółkę zajmującą się od 1994 roku badaniami rynku funduszy hedgingowych. Według niej strategie funduszy hedgingowych dzielone są na cztery grupy:

- grupa długich/krótkich pozycji na rynku akcji (*long/short equity*),
- grupa strategii ukierunkowanych (*directional*),
- grupa strategii specjalistycznych (*specialty*),
- grupa strategii neutralnych rynkowo (*market neutral*).

Każda z wymienionych grup zawiera od trzech do ośmiu strategii. W ramach pierwszej grupy znajdują się strategie agresywnego wzrostu (*aggressive growth*), strategia oportunistyczna (*opportunistic*), strategia krótkiej sprzedaży (*short sale*), strategia nabycia/sprzedaży niedowartościowanych/przewartościowanych papierów wartościowych (*value*). Druga grupa obejmuje strategie: inwestowania w kontrakty *futures* (*futures*), wykorzystywania okazji inwestycyjnych na rynku globalnym (*macro*) oraz wykorzystywania krótkoterminowych trendów rynkowych (*market timing*). Do trzeciej grupy zalicza się strategie specjalistyczne, wśród których wyróżniane są strategie: inwestowania na rynkach wschodzących (*emerging markets*), inwestowania w spółki osiągające wysoki

⁴ M. Banasiak, W. Gudaszewski, E. Kotwa, *Charakterystyka funduszy hedgingowych*, „Rynek Terminowy” 2005, nr 1.

zysk (*income*), zakładające stosowanie wielu strategii oraz technik inwestycyjnych jednocześnie (*multi strategy*). Najbardziej charakterystyczną dla funduszy hedgingowych jest czwarta grupa obejmująca strategie neutralne rynkowo. W jej ramach wyróżnia się trzy podgrupy, to znaczy podgrupa strategii wykorzystujących zdarzenia nadzwyczajne (*event-driven*), podgrupa strategii inwestowania na rynku akcji (*equity market neutral*) oraz podgrupa neutralnych rynkowo strategii arbitrażowych (*market neutral arbitrage*). Strategie określane jako *event-driven* obejmują: przyjmowanie długiej i krótkiej pozycji w papierach wartościowych podmiotów znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej lub znajdujących się na skraju upadłości (*distressed securities*), uczestniczących w transakcjach fuzji i przejęć (*merger arbitrage*), lub w których wystąpią zyski lub straty nadzwyczajne (*special situations*). Podgrupa strategii określanych jako *equity market neutral* obejmuje strategię jednoczesnego przyjmowania długich pozycji na akcjach, co do których oczekiwany jest wzrost wartości oraz przyjmowania krótkich pozycji w akcjach, co do których oczekiwane są spadki kursu. Podgrupa strategii *market neutral arbitrage* obejmuje, z kolei, strategie: arbitrażu na obligacjach zamiennych na akcje oraz na akcjach (*convertible arbitrage*), arbitrażu na instrumentach o stałym oprocentowaniu oraz derywatach na stopę procentową (*fixed income arbitrage*), arbitrażu opartego na ilościowych metodach doboru portfela pozycji długich i krótkich (*statistical arbitrage*) oraz pozostałych rodzajów arbitrażu (*other arbitrage*).

Strategie inwestycyjne funduszy hedgingowych często są konstruowane na bazie dźwigni finansowej, krótkiej sprzedaży oraz różnego rodzaju instrumentów pochodnych⁵. Dzięki jednoczesnemu inwestowaniu na rynku kasowym oraz terminowym, a także dzięki możliwości angażowania środków praktycznie w dowolny rodzaj aktywów, w dowolnym miejscu na świecie, wyniki finansowe funduszy hedgingowych nierzadko są lepsze od tradycyjnych instytucji zbiorowego inwestowania oraz jednocześnie słabo skorelowane z koniunkturą na głównych rynkach kapitałowych⁶. Poprzez dywersyfikację portfela inwestycyjnego podmioty te są w stanie generować zysk nawet w okresie głębokiej korekty lub bessy⁷. Należy mieć jednak na uwadze, iż część podmiotów

⁵ Zob. J. Mazurek, *Strategie funduszy alternatywnych*, <http://www.skarbiec.biz/>.

⁶ Fundusze hedgingowe powszechnie angażują się w nietypowe inwestycje, takie jak trudne wierzycielności, surowce, towary, nieruchomości, energie, paliwa, surowce, akcje bądź udziały w małych i średnich podmiotach nienotowanych na giełdzie.

⁷ W. Dębski, *Produkty strukturyzowane i fundusze hedgingowe jako inwestycje alternatywne rynku kapitałowego*, w: *Rynki finansowe*, red. H. Mamcarz, Wyd. UMCS, Lublin 2006, s. 151.

typu *hedge* przyjmuje wyłącznie długie lub krótkie pozycje, wspomagane dodatkowo wysoką dźwignią, realizując tym samym bardzo ryzykowne strategie spekulacyjne. W przypadku tego typu jednostek nawet niewielkie niekorzystne zmiany na rynku przekładają się na bardzo poważne straty inwestorów. Należy dodać, że fundusze hedgingowe często osiągają zyski dzięki wydarzeniom, takim jak przejęcie, połączenie, wykup akcji czy bankructwo. Podmioty te mogą także zarabiać na inwestycjach w papiery wartościowe spółek: osiągających zyski lub straty nadzwyczajne, mających problemy finansowe, znajdujących się na krawędzi upadłości lub będących w trakcie restrukturyzacji. Fundusze hedgingowe zazwyczaj nie kierują się w procesie inwestowania konkretnym benchmarkiem, dlatego mogą na bieżąco modyfikować swoje portfele inwestycyjne, by zapewnić inwestorom maksymalną stopę zwrotu oraz rozpraszać ryzyko. Podejście takie daje również możliwość wykorzystania nagle pojawiających się okazji inwestycyjnych oraz zarabiania na chwilowych zmianach cen różnych klas aktywów⁸.

3. Funkcjonowanie funduszy hedgingowych w praktyce

Fundusze hedgingowe znane są w praktyce już od prawie 60 lat, aczkolwiek ich rozwój na szerszą skalę nastąpił dopiero w latach dziewięćdziesiątych XX wieku. Pierwszy podmiot tego typu został założony w 1949 roku w Stanach Zjednoczonych przez A.W. Jonesa. Jego fundusz kierował swoją ofertą do wąskiego grona bogatych inwestorów indywidualnych, przy czym dzięki odpowiednio skonstruowanemu portfelowi aktywów miał przynieść zysk niezależnie od koniunktury na giełdzie. Cechą charakterystyczną tego funduszu było przyjmowanie długich pozycji w akcjach, których kurs w czasie *hossy* wzrastał szybciej niż indeks giełdowy i spadał wolniej w czasach *bessy*. Jednocześnie fundusz przyjmował krótkie pozycje w akcjach, których kurs zachowywał się odwrotnie. Taka konstrukcja umożliwiała osiągnięcie zysków właściwie w każdych warunkach panujących na rynku kapitałowym. Fundusz zakładał jednoczesne przyjmowanie długiej i krótkiej pozycji, stąd został określony jako *hedge fund*. Sukces związany z pierwszym funduszem spowodował powielenie pomysłu Jonesa przez inne osoby, a nazwa fundusz hedgingowy zaczęła być utożsamiona ze wszystkim funduszami o ograniczonym dostępie, wykorzystującymi dźwignię finansową, krótką sprzedaż czy instrumenty pochodne. Ze względu na to, że kolejne fundusze zaczęły odchodzić od stosowa-

⁸ Zob. J. Wojtaszek, *Fundusze hedgingowe*, www.inwestycje.pl.

nia strategii pełnego zabezpieczenia i zaczęły prowadzić politykę spekulacyjną, przynoszącą także znaczące straty, zaczęły być one postrzegane jako podmioty o wysokim ryzyku. W końcu lat siedemdziesiątych XX wieku fundusze hedgingowe znowu zaczęły przyciągać uwagę za sprawą bardzo wysokich stóp zwrotu osiągniętych przez J. Robertsona, M. Steinhardta oraz G. Sorosa. Chociaż podmioty te w długim okresie okazały się bardzo efektywne, w krótkim horyzoncie cechowały się znaczną zmiennością wyników i stąd cała grupa inwestycji tego typu była postrzegana nadal jako bardzo ryzykowna. W latach dziewięćdziesiątych zainteresowanie funduszami *hedge* wzrosło ponownie. Przyczyną była większa transparentność działalności funduszy oraz szersza dostępność analiz i wyników całego sektora, a także pojawienie się podmiotów realizujących bardziej konserwatywne strategie⁹. Stopniowo segmentem tym zaczęli interesować się również klienci instytucjonalni, obniżyła się także bariera minimalnej kwoty inwestowanych środków. Szczególnie wyraźny wzrost zainteresowania funduszami obserwowany był w latach 2000–2002, kiedy podmioty te umożliwiły ochronę kapitału lub wypracowanie zysków w warunkach dekonjunktury na światowych rynkach finansowych¹⁰. W okresie od grudnia 1998 do września 2005 roku kapitał zarządzany przez fundusze typu *hedge* zwiększał się średnio w roku o 28%¹¹. Na koniec 2006 roku liczba funduszy *hedge* szacowana była na około 9000, a wartość zarządzanych przez nie aktywów na około 1,9 bln USD¹². Należy mieć na uwadze, iż pomimo widocznego w ostatnich latach spektakularnego wzrostu całego rynku funduszy *hedge*, w okresie tym miały również miejsce bankructwa oraz gigantyczne straty odnotowywane przez te podmioty. Do najbardziej spektakularnych można zaliczyć stratę z 1998 roku Long-Term Capital Management (4,8 mld USD) oraz w 2006 Amaranth Advisors LLC (6 mld USD)¹³.

⁹ Zob. *History of hedge funds*, Greenwich Alternative Investments, www.greenwichai.com.

¹⁰ W okresie od kwietnia 2000 do września 2002 r. maksymalny spadek indeksu S&P500 wyniósł ok. 45%, podczas gdy spadek jednego z najlepiej obrazujących koniunkturę na rynku funduszy hedgingowych indeksu Greenwich Global Hedge Fund Index wyniósł ok. 5,5%. Zob. www.greenwichai.com.

¹¹ *Hedge funds: Developments and Policy Implications*, ECB, Monthly Bulletin, January 2006, s. 63.

¹² Główne centra rejestracji funduszy hedgingowych to: Stany Zjednoczone, Luksemburg, Irlandia, Szwajcaria, centra *off-shore* Wysp Karaibskich (Bermudy, Brytyjskie Wyspy Dziewicze, Bahama, Kajmany i Antyle Holenderskie).

¹³ *Alternatywa dla bessy*, „Forbes” 2007, nr 1 oraz M. Kaczmarczyk, *W poszukiwaniu alfy*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 4.

4. Rola funduszy *hedge* na rynku finansowym

Rola funduszy hedgingowych na rynku finansowym nie jest jednoznacznie oceniana. Z jednej strony stanowią one rodzaj alternatywnych inwestycji umożliwiających osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków, zmniejszających zmienność wahań portfela, dających skuteczniejszą dywersyfikację oraz wykorzystujących niską korelację z innymi, tradycyjnymi klasami aktywów. Podmioty te dają inwestorom możliwość prowadzenia inwestycji o właściwościach niespotykanych na tradycyjnych rynkach finansowych, przyczyniają się do rozwoju nowych i bardziej złożonych technik finansowych oraz strategii inwestycyjnych. Wpływają także na wzrost świadomości finansowej uczestników rynku finansowego i skłaniają do przesuwania oszczędności z tradycyjnych depozytów bankowych do nowoczesnych form inwestowania. Działalność funduszy hedgingowych ożywia i wspomaga rozwój rynku instrumentów pochodnych, rynku walutowego i surowców, a ostatnio również rynku energetycznego i nieruchomości. Obecność funduszy w wymienionych obszarach powoduje poprawę płynności oraz wzrost obrotów, a tym samym zmniejszenie skoków cenowych pomiędzy poszczególnymi transakcjami, zapewnia także bardziej efektywną wycenę aktywów. Z uwagi na fakt, że fundusze *hedge* często angażują środki finansowe w bardzo ryzykowne inwestycje, zwiększają skalę transferu ryzyka, a tym samym wspierają rozwój technik zarządzania nim oraz umożliwiają podział ryzyka pomiędzy większą liczbę uczestników rynku¹⁴. Dzięki funduszom hedgingowym zarówno tradycyjne instytucje finansowe, jak i ich klienci, w tym mniej zamożni inwestorzy detaliczni, uzyskują dostęp do ryzykownych lub nietypowych aktywów, których nie mogą nabywać samodzielnie.

Jednocześnie fundusze hedgingowe postrzegane są jako podmioty o nadmiernym ryzyku, których działalność może przekładać się nie tylko na osiągnięcie przez inwestorów bardzo wysokich strat, ale i na destabilizację rynków finansowych w skali międzynarodowej. Ze względu na wielkość posiadanych środków, fundusze te mogą wpływać na sztuczne kształtowanie kursów instrumentów finansowych, surowców czy towarów. Podmioty te starają się wykorzystać każdą okazję do osiągnięcia maksymalnie wysokich zysków, dlatego mogą w stosunkowo krótkim czasie wycofać się z jednego rynku, powodując znaczącą przecenę instrumentów finansowych, i ulokować środki na innym rynku, powodując tam nagłe, znaczące wzrosty cen. Fundusze typu *hedge* nie podlegają zwykle szcze-

¹⁴ J. Mazurek, *op.cit.*

gółowej kontroli ze strony instytucji nadzoru finansowego, ani restrykcyjnym przepisom regulującym działalność tradycyjnych instytucji zbiorowego inwestowania. Powoduje to, że jednostki te nie mają z góry określonych jednolitych zasad wyceny aktywów, nie muszą stosować się do norm ostrożnościowych, ani prowadzić transparentnej polityki informacyjnej. Ze względu na te cechy stosunkowo trudno jest przeciwdziałać upadłościom funduszy i zapobiegać destabilizacji rynków, na których są zaangażowane.

5. Fundusze hedgingowe w Polsce

W pierwszej dekadzie XXI wieku rynek inwestycji hedgingowych w Polsce znajduje się w początkowej fazie rozwoju. Przyczynami tego stanu między innymi są: duża awersja krajowych inwestorów do lokat o podwyższonym ryzyku, niedostatecznie rozwinięty rynek instrumentów pochodnych, ograniczenia prawne realizacji krótkiej sprzedaży, a także utrzymujące się relatywnie wysokie koszty inwestowania za granicą. Niewątpliwie ważnym wydarzeniem korzystnie wpływającym na rozwój inwestycji hedgingowych było wstąpienie Polski do UE, poprzedzone dostosowaniem do standardów unijnych polskiego prawa regulującego inwestowanie na rynkach kapitałowych. Akcesja z jednej strony dała polskim inwestorom dostęp do zagranicznych inwestycji, w tym zarejestrowanych za granicą funduszy inwestycyjnych oraz funduszy *hedge*, z drugiej zaś spowodowała wzrost konkurencji na polskim rynku oraz przyspieszyła powstawanie nowych, alternatywnych form inwestowania. Szczególne znaczenie miało wprowadzenie w Polsce nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r. (DzU 2004, nr 146, poz. 1546), dzięki której na polskim rynku mogły zacząć pojawiać się fundusze inwestycyjne oferujące strategie inwestycyjne zbliżone do funduszy *hedge*¹⁵. Podmioty te otrzymały uprawnienia do nabywania aktywów takich jak: udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, niewystandaryzowane instrumenty pochodne, wierzytelności, waluty, nieruchomości, statki morskie czy prawa wieczystego użytkowania. Funduszom tradycyjnym zezwolono również na korzystanie z dźwigni finansowej i krótkiej

¹⁵ Wspomniana ustawa szczegółowo określa m.in. zasady tworzenia, funkcjonowania oraz likwidacji otwartych i zamkniętych funduszy inwestycyjnych, a także precyzuje zasady sprawowania nad nimi kontroli ze strony Komisji Nadzoru Finansowego. Ten akt prawny nie definiuje przy tym ani nie reguluje działalności funduszy hedgingowych. Ze względu na to, iż fundusze typu *hedge* zazwyczaj nie spełniają wymogów narzucanych przez wymienioną ustawę, ani nie są klasyfikowane jako podmioty UCITS, stąd nie mogą być wprowadzane na polski rynek na zasadzie jednego paszportu europejskiego.

sprzedaży. W efekcie do końca sierpnia 2007 roku na polskim rynku kapitałowym pojawiło się siedem funduszy o cechach zbliżonych do jednostek hedgingowych, które zostały utworzone przez trzy towarzystwa: Opera TFI SA, Investors TFI SA oraz Superfund TFI SA.

Pierwsze towarzystwo – Opera TFI SA, zaproponowało dwa fundusze zbliżone do podmiotów hedgingowych, to znaczy Opera FIZ oraz Opera Za 3 Grosze FIZ¹⁶. Pierwszy jest funduszem przeznaczonym dla wybranych, zamożnych i indywidualnie zaproszonych do uczestnictwa klientów oraz kadry zarządzającej TFI Opera; minimalna wielkość wpłaty wynosi 40 tys. euro. Wymieniony fundusz charakteryzuje się szeroką dywersyfikacją portfela inwestycyjnego zarówno w ujęciu przedmiotowym, jak i geograficznym. Fundusz ten inwestuje w akcje, obligacje, surowce, nieruchomości, waluty i inne aktywa w Polsce, Japonii, Brazylii, USA czy w Europie Środkowej i Wschodniej. Podmiot ten może realizować krótką sprzedaż, arbitraż oraz konstruować strategie oparte na instrumentach pochodnych, a także może stosować w ograniczonym zakresie dźwignię finansową. Wynagrodzenie za zarządzanie w rozważanym funduszu wyznaczane jest przede wszystkim na podstawie wysokości wypracowanego zysku. Drugim funduszem utworzonym przez TFI Opera jest Opera Za 3 Grosze FIZ. Podmiot ten jest wzorowany na funduszu Opera FIZ, aczkolwiek jego certyfikaty zostały udostępnione szerokiemu gronu inwestorów i wprowadzone do obrotu na GPW w Warszawie. Konstrukcja tego podmiotu pozwoliła na połączenie polityki inwestycyjnej funduszu *hedge* oraz funduszu zamkniętego z płynnością inwestycyjną właściwą dla funduszy otwartych.

Drugim towarzystwem, które oferuje produkty hedgingowe w Polsce, jest Investors TFI SA. Podmiot ten utworzył trzy fundusze o właściwościach jednostek hedgingowych – Investor FIZ, Investor Gold FIZ oraz Inwestor Bułgaria i Rumunia FIZ. Pierwszym z wymienionej grupy jest fundusz Investor FIZ, którego celem jest dostarczenie inwestorom zysku niezależnie od koniunktury na rynku finansowym, przy jednoczesnym ograniczeniu ryzyka, dzięki dywersyfikacji portfela. Investor FIZ inwestuje środki w akcje i obligacje notowane w Polsce, akcje i obligacje notowane na rynkach zagranicznych, instrumenty pochodne na indeksy, waluty, towary i energię. Fundusz może stosować długie i krótkie pozycje, a także kombinacje instrumentów umożliwiające generowanie zysków podczas dekoniunktury na rynkach finansowych. Drugim funduszem zbliżonym do

¹⁶ Cechy funduszu *hedge* oraz niebenchmarkowego funduszu oportunistycznego, nastawionego na maksymalizację zysku, ma również OPERA Uniwersa.pl – subfundusz funduszu parasolowego OPERA FIZ.

podmiotów hedgingowych, zarządzanym przez Investors TFI SA, jest Investor Gold FIZ. Podmiot ten umożliwia zarabianie na rynku metali szlachetnych, poprzez lokowanie środków pieniężnych w zagraniczne, wystandaryzowane instrumenty pochodne, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny złota, srebra, platyny i palladu. Fundusz może również inwestować w akcje spółek działających w branży poszukiwania i eksploatacji złóż metali szlachetnych oraz złóż polimetalicznych¹⁷. Trzecim funduszem prowadzącym politykę zbliżoną do inwestycji funduszy *hedge* jest fundusz Investor Bułgaria i Rumunia FIZ. Łączy on w sobie cechy funduszu makro oraz funduszu rynków wschodzących, a jego celem jest osiągnięcie zysku z inwestycji w spółki notowane na giełdzie lub planowane do wprowadzenia na giełdy w Rumunii i Bułgarii. Dostęp do funduszu jest ograniczony ze względu na stopień rozwoju bułgarskiego i rumuńskiego rynku kapitałowego. Ważną cechą charakteryzującą wszystkie trzy opisane fundusze jest to, że zarządzający funduszami są jednocześnie współwłaścicielami TFI oraz uczestnikami funduszy. Sytuacja taka zwiększa zaufanie pozostałych inwestorów oraz uwiarygodnia prowadzoną przez funduszy politykę inwestycyjną.

Nieco inną ofertę inwestycji hedgingowych proponuje trzecie towarzystwo – Superfund TFI SA. Podmiot ten utworzył na polskim rynku dwa fundusze Superfund SFIO oraz Superfund Trend Podstawowy SFIO. Fundusze te mają jednak bardziej skomplikowaną konstrukcję od opisywanych wcześniej podmiotów. Pierwszy z nich jest funduszem parasolowym z wydzielonymi trzema subfunduszami zarządzanymi według trzech strategii inwestycyjnych, to znaczy tradycyjnej, dynamicznej i agresywnej. Subfundusze funduszu Superfund SFIO inwestują zebrane środki w fundusze *hedge* (*manager futures*) w Luksemburgu, a te, z kolei, w instrumenty rynku pieniężnego oraz kontrakty terminowe finansowe i towarowe notowane na rynkach światowych. Drugim funduszem oferowanym przez Superfund TFI jest Superfund Trend. Jest to specjalistyczny otwarty fundusz podstawowy z dołączonymi dwoma otwartymi funduszami powiązany. Konstrukcja inwestycji typu *hedge* w formie funduszu podstawowego oraz funduszy powiązanych ma na celu z jednej strony zachowanie przez fundusze podstawowego profilu inwestycyjnego typowego dla funduszy zamkniętych, a z drugiej zapewnienie odpowiedniej płynności inwestycji oraz obniżenie prognozy minimalnej wysokości wpłat z 40 tys. euro do 5 tys. zł. Fundusz zarejestrowany w Polsce przekazuje środki do funduszy *hedge* za granicą, które, z kolei, inwestują je przede wszystkim w najbardziej płynne kontrakty terminowe na akcje,

¹⁷ Dane Investors TFI SA, www.investors.pl.

surowce, towary, waluty, notowane na światowych rynkach. Bieżącym zarządzaniem inwestycjami zajmuje się przy tym system komputerowy podejmujący decyzje na podstawie wyników analizy technicznej najbardziej płynnych kontraktów terminowych notowanych na światowych rynkach. Fundusz ten, podobnie do już opisanego, nie jest skorelowany z wynikami osiąganymi na tradycyjnych rynkach finansowych.

Wszystkie wymienione fundusze istnieją stosunkowo krótko na polskim rynku, stąd trudno jest obecnie ocenić skuteczność ich polityki inwestycyjnej¹⁸. Ich rzeczywistą zdolność do tworzenia bogactwa inwestorów oraz przynoszenia korzyści większych niż tradycyjne fundusze inwestycyjne będzie można ustalić na podstawie danych uzyskanych w okresie około pięciu lat, a więc w czasie rekomendowanym dla utrzymywania inwestycji w funduszach typu *hedge*. Obecnie dostępne dane roczne wskazują na relatywnie wysoką zyskowość tych podmiotów. Przykładowo, Opera FIZ w okresie od czerwca 2006 do czerwca 2007 roku osiągnął rentowność na poziomie około 75%, a fundusz Inwestor FIZ w okresie od sierpnia 2006 do sierpnia 2007 roku około 68%. Bardziej obiektywna ocena tych podmiotów będzie jednak możliwa dopiero za kilka lat.

Podsumowanie

Fundusze hedgingowe należą do innowacyjnych form inwestowania na rynkach finansowych. Wysokie zyski osiągnięte przez te podmioty w ostatnich latach oraz możliwość generowania dodatnich stóp zwrotu w okresie dekoniunktury spowodowały gwałtowny wzrost zainteresowania nimi. Od połowy lat dziewięćdziesiątych XX wieku systematycznie wzrasta liczba, jak i wartość aktywów zarządzanych przez te instytucje, a inwestorzy cenią je sobie zwłaszcza w warunkach dużej zmienności rynków kapitałowych. Ze względu na skomplikowanie procesu inwestycyjnego realizowanego przez te podmioty, dostęp do inwestycji hedgingowych jest bardzo utrudniony dla drobnych inwestorów indywidualnych. Wychodzi się bowiem z założenia, że inwestorzy ci mają stosunkowo niewielkie możliwości prawidłowej oceny ryzyka inwestycyjnego związanego z działalnością funduszy. Należy pamiętać, iż sam wzrost liczby funduszy i wartości ich aktywów może wpływać niekorzystnie na poziom ich wyników finansowych w przyszłości. Zwięk-

¹⁸ Opera FIZ został zarejestrowany w czerwcu 2005 r., Opera Za 3 grosze FIZ w maju 2007 r., Inwestor FIZ we wrześniu 2005 r., Inwestor Gold FIZ w październiku 2006 r., Inwestor Bułgaria i Rumunia FIZ w czerwcu 2007 r., Superfund SFIO w grudniu 2005 r., Superfund Trend Podstawowy SFIO w listopadzie 2006 r.

szająca się liczba podmiotów może powodować relatywnie szybkie eliminowanie stanów nierównowagi pozwalających realizować zyskowe strategie arbitrażowe. Coraz trudniejsze może być również osiąganie korzyści wynikających z nieefektywności rynków finansowych. Najprawdopodobniej liczba funduszy hedgingowych obecnych na rynkach krajów wysokorozwiniętych, a także ich wyniki będą w najbliższych latach wykazywały tendencję stabilizacji, a większego znaczenia będą nabierały fundusze hedgingowych. Nieco inaczej może wyglądać sytuacja w krajach rozwijających się, w tym w Polsce, gdzie działalność tego typu podmiotów znajduje się dopiero w początkowej fazie rozwoju. O potencjale rozwoju tej formy inwestycji będzie decydować rozwój rynku instrumentów pochodnych, zwiększający się poziom oszczędności, a także zwiększająca się liczba ludzi zamożnych, poszukujących coraz bardziej efektywnych i nowoczesnych metod inwestowania środków pieniężnych, niezależnie od ponoszonego ryzyka. Do zwiększenia popularności funduszy niewątpliwie może się przyczynić również obniżająca się minimalna wartość kwoty inwestycji początkowej¹⁹. Napływ środków do funduszy alternatywnych może się uwidocznić w szczególności w sytuacji wystąpienia długotrwałych trendów spadkowych na rynkach akcji, walut czy surowców. Ze względu na relatywnie restrykcyjne przepisy regulujące funkcjonowanie rynku kapitałowego w Polsce, kompleksowy nadzór nad instytucjami finansowymi prowadzony przez Komisję Nadzoru Finansowego, a także ze względu na dążenie do ograniczenia ryzyka inwestycji alternatywnych, w Polsce najprawdopodobniej będzie zwiększała się liczba tradycyjnych funduszy inwestycyjnych o cechach *hedge*, a nie podmiotów funkcjonujących w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Szybki rozwój powinny również odnotować fundusze inwestujące w tytuły uczestnictwa jednostek hedgingowych. Ze względu na dosyć konserwatywne podejście do inwestowania obserwowane u polskich obywateli oraz nadal utrzymujący się niski poziom wiedzy w zakresie nowoczesnych instrumentów finansowych nie należy oczekiwać by fundusze o cechach *hedge* zdominowały polski rynek.

Literatura

Alternatywa dla bessy, „Forbes” 2007, nr 1.

Banasiak M., Gudaszewski W., Kotwa E., *Charakterystyka funduszy hedgingowych*, „Rynek Terminowy” 2005, nr 1.

¹⁹ W przeszłości uczestnikiem funduszu mogła zostać osoba skłonna zainwestować przynajmniej 1 mln USD. Obecnie, dzięki instytucjom europejskim, inwestowanie w funduszach *hedge* można już rozpocząć od 10 tys. USD. Zob. G. Zalewski, *Inwestycyjny Olimp*, „Forbes” 2006, nr 7.

Dębski W., *Produkty strukturyzowane i fundusze hedgingowe jako inwestycje alternatywne rynku kapitałowego*, w: *Rynki finansowe*, red. H. Mamcarz, Wyd. UMCS, Lublin 2006.

Hedge funds: Developments and Policy Implications, "ECB, Monthly Bulletin", January 2006.

Hedge fund, <http://en.wikipedia.org>.

History of hedge funds, Greenwich Alternative Investments, www.greenwichai.com.

Kaczmarczyk M., *W poszukiwaniu alfy*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 4.

Mazurek J., *Strategie funduszy alternatywnych*, <http://www.skarbiec.biz/>.

Wojtaszek J., *Fundusze hedgingowe*, www.inwestycje.pl.

www.greenwichai.com.

www.investors.pl.

Zalewski G., *Fundusze hedgingowe – nowy rodzaj inwestycji*, „Rynek Terminowy” 2004, nr 1.

Zalewski G., *Inwestycyjny Olimp*, „Forbes” 2006, nr 7.

Zalewski G., *Klienci funduszy hedge*, www.inwestycje.pl (26.04.2005).

HEDGE FUNDS AS INNOVATIVE FORM OF INVESTING IN FINANCIAL MARKETS

Summary

Hedge funds are fast developing financial institutions strongly influencing financial markets in many countries. Their role in risk transferring, stock liquidity enhancing and derivatives markets development is substantial. Hedge funds are entities with very limited access to retail investors. They also implement very specific investment policies and complex financial techniques based on financial leverage, short selling of stock, as well as derivatives combination. Because of a lack of strict investing norms, limited transparency and lack of substantial supervisory of national financial supervisory institutions, the hedge funds are usually perceived as very risky. However, they also give to the investors the effective alternative in comparison with traditional financial institution offer. In last several years the substantial increase of the hedge funds market was observed. Also, hedge funds offer started to expand in Poland. Because of the general hedge funds significance in the global financial market this article presents the nature of such funds, their investing basis, as well as describes their development potential o Polish financial market.

Translated by Michał Buszko