

# Sławomir Antkiewicz

---

## Fundusze hedgingowe jako innowacyjne fundusze inwestycyjne dla zamożnych osób fizycznych

---

Studia Gdańskie. Wizje i rzeczywistość 4, 116-129

---

2007

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](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Sławomir Antkiewicz\*

## Fundusze hedgingowe jako innowacyjne fundusze inwestycyjne dla zamożnych osób fizycznych

### Koncepcja funduszy hedgingowych

Od momentu powstania pierwszego na świecie funduszu hedgingowego w 1949 roku do 2007 r., na skutek rozwoju rynków finansowych, nastąpiła ewolucja tego sektora inwestycji alternatywnych. W XXI w. fundusze hedgingowe odbiegają od swoich pierwowzorów. W połowie XX w. określenie „fundusz hedgingowy” oznaczało fundusz, który dzięki odpowiedniemu połączeniu w stosowanej strategii krótkiej sprzedaży z dźwignią finansową skutecznie zabezpieczał portfel inwestycji przed niekorzystnymi fluktuacjami rynku<sup>1</sup>. W XXI w. nazwa „fundusz hedgingowy” nie zawsze kojarzy się z bezpiecznymi inwestycjami.

W literaturze przedmiotu istnieje wiele definicji traktujących fundusze hedgingowe jako specyficzny rodzaj funduszy inwestycyjnych. Robert A. Jeager opisuje je jako aktywnie zarządzane fundusze inwestycyjne, których działanie jest nastawione na osiągnięcie atrakcyjnych stóp zwrotu i które w tym celu stosują wszelkie możliwe strategie oraz wszelkie dostępne instrumenty<sup>2</sup>.

Terry Betty pisze o funduszach hedgingowych jako o funduszach inwestycyjnych, które lokują swoje środki w szereg różnych finansowych aktywów, zaznaczając jednocześnie, iż określenie to obejmuje swoim zasięgiem wiele rodzajów funduszy o różnych celach inwestycyjnych oraz stosujących odmienne strategie<sup>3</sup>.

---

\* Dr Sławomir Antkiewicz, Gdańska Wyższa Szkoła Humanistyczna, ul. Biskupia 24 b, 80-875 Gdańsk, e-mail: slaw@panda.univ.gda.pl.

<sup>1</sup> Krótka sprzedaż polega na pożyczaniu od innego podmiotu papierów wartościowych, sprzedaniu ich, a następnie odkupieniu po niższej cenie. Po tej transakcji następuje zwrot pożyczonych papierów wartościowych. Dźwignia finansowa oznacza kupowanie papierów wartościowych za pożyczone środki finansowe. Strategia ta może przynieść znacznie większe zyski niż kupowanie papierów wartościowych jedynie za środki własne. Por. B. Eichengreen, D. Mathieson, *Hedge Funds. What Do We Really Know?* Washington 2003, s. 4.

<sup>2</sup> Zob. R. A. Jeager, *All About Hedge Funds, The Easy Way to Get Started*. London 2002, s. 12.

<sup>3</sup> T. Betty, *Hedge Funds May Have Bought a Little Peace of Mind*. „Sunday Times” 2000, nr 8, s. 15.

Utożsamianie funduszy hedgingowych z funduszami inwestycyjnymi występuje również w polskiej literaturze. Według Grzegorza Zalewskiego za fundusze hedgingowe uznaje się wszelkie rodzaje funduszy inwestycyjnych, które wykorzystują instrumenty pochodne w swoich strategiach inwestycyjnych, mogą dokonywać zarówno klasycznych transakcji, jak i krótkiej sprzedaży i mogą wykorzystywać znaczną dźwignię finansową. Jest to zatem rodzaj funduszy mogących inwestować we wszystkie te rodzaje lokat, które nie są dostępne dla zarządzających tradycyjnymi funduszami inwestycyjnymi<sup>4</sup>.

Istnieją jednak cechy odróżniające fundusze hedgingowe od tradycyjnych funduszy inwestycyjnych. Są to<sup>5</sup>:

- występowanie, oprócz tradycyjnej prowizji za zarządzanie, prowizji pobieranej od uzyskanego wyniku; jej wysokość ustalana jest indywidualnie przez każdy fundusz; naliczana jest, z chwilą gdy fundusz osiąga faktyczne zyski na rachunku klienta;
- czynny udział menedżerów funduszu polegający na tym, iż wielu zarządzających utrzymuje własne aktywa w zarządzanych przez siebie funduszach; ma to zwiększyć pewność inwestycji;
- brak benchmarków jako punktów odniesienia dla uzyskiwanych wyników; punktem odniesienia w przypadku funduszy *hedge* jest zero, znaczenie ma zaś przede wszystkim obiektywny zysk, bez porównania do sztucznie stworzonych punktów odniesienia;
- wysokie minimalne wymagania kapitałowe stawiane inwestorom; często minimalny wkład pojedynczego inwestora w fundusz kształtuje się w granicach 100 000 USD lub nawet na wyższym poziomie;
- restrykcyjne zasady dotyczące przejrzystości działania, polegające na nieujawnianiu informacji dotyczących polityki inwestycyjnej funduszu.

Liczący w 2007 r. ponad 10 000 podmiotów rynek funduszy hedgingowych jest rynkiem bardzo niejednorodnym i nie wszystkie działające na nim podmioty cechują te same zaprezentowane rozwiązania. Są to cechy charakterystyczne dla całego sektora, niekoniecznie zaś dla pojedynczego funduszu.

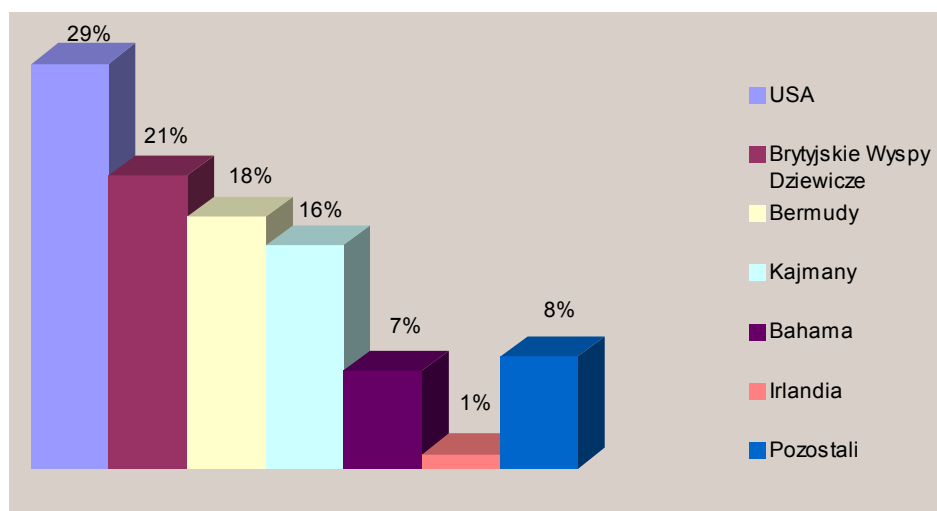
### Rozmieszczenie funduszy hedgingowych

W literaturze związanej z funduszami *hedge* stosowane są dwa określenia: fundusze *onshore* oraz fundusze *offshore*. Oba pojęcia są związane z miejscem rejestracji funduszu oraz z narodowością inwestorów funduszu. Chodzi tutaj o zbieżność (bądź jej brak) między miejscem pochodzenia funduszu oraz inwestora tego funduszu.

<sup>4</sup> G. Zalewski, *Fundusze hedgingowe – nowy rodzaj inwestycji*. „Parkiet” 2004, nr 60, s. 11.

<sup>5</sup> G. Zalewski, *Fundusze hedgingowe – nowy rodzaj inwestycji*. „Rynek Terminowy” 2004, nr 1, s. 40.

Pierwotnie funduszem *offshore* był każdy fundusz hedgingowy zlokalizowany poza granicami Stanów Zjednoczonych. Przykładowo, mógł być to fundusz zarejestrowany we Włoszech. Dla obywatela Włoch ten sam fundusz był jednak funduszem *onshore*. W XXI w. funduszami *offshore* nie są wyłącznie fundusze „nieamerykańskie”. Dla obywatela Japonii funduszem *offshore* jest każdy fundusz zlokalizowany poza granicami jego kraju, a więc także fundusz amerykański. Funduszem *onshore* dla tego obywatela jest każdy japoński fundusz hedgingowy. Można zatem stwierdzić, że dla danego inwestora fundusz hedgingowy jest funduszem *offshore*, jeśli miejsce rejestracji funduszu różni się od narodowości inwestora. Jeżeli fundusz zarejestrowany został w kraju narodowości inwestora, jest dla niego funduszem *onshore*.



Rys. 1. Lokalizacja funduszy hedgingowych według ich liczby w 2004 r.

Źródło: G. Zalewski, *Fundusze hedgingowe – nowy rodzaj inwestycji*. „Rynek Terminowy” 2004, nr 1, s. 40.

Wybór miejsca rejestracji funduszu zależy od:

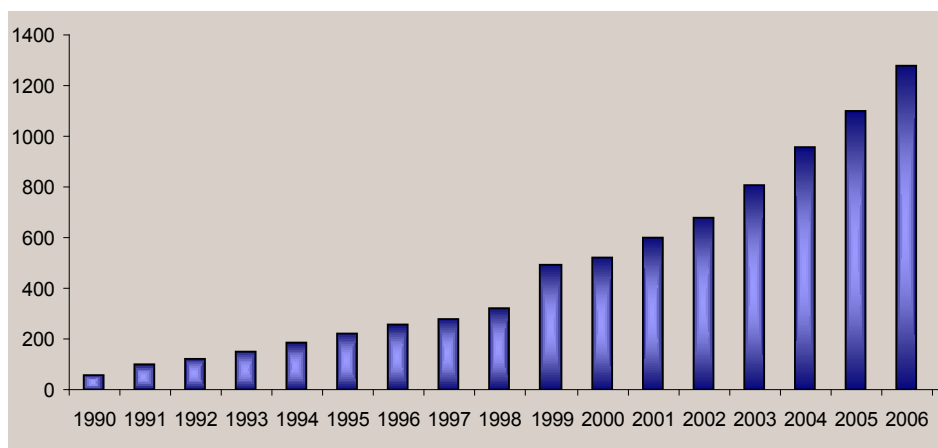
- potencjalnej liczby inwestorów zaangażowanych w funduszu,
- kosztów powołania funduszu w danym obszarze prawnym,
- charakteru docelowej grupy inwestorów, a zwłaszcza ich chęci do wprowadzenia funduszu na jedną z lokalnych giełd,
- stosowanej strategii inwestycyjnej (dopuszczalność dokonywania krótkiej sprzedaży przez fundusze, możliwość obrotu instrumentami pochodnymi),
- reputacji danego obszaru prawnego oraz odpowiedniej infrastruktury bankowej.

Regulacje prawne mają decydujące znaczenie przy wyborze lokalizacji funduszy. Najbardziej dynamicznie rozwija się rynek amerykański, którego normy prawne do roku 2003 pozwalały działać funduszom na podstawie szeregu libe-

ralnych zasad. Według danych zaprezentowanych na rysunku 1 na koniec 2004 r. w USA zarejestrowanych było aż 29% światowej liczby funduszy. Inną atrakcyjną lokalizacją są raje podatkowe, gdzie zarejestrowanych jest około 60% wszystkich funduszy. W Europie dotychczas najwięcej funduszy powstało w Irlandii (około 1% światowej liczby). Pozostałe kraje europejskie dopiero na początku XXI w. rozpoczęły wprowadzanie liberalnych przepisów pozwalających funduszom hedgingowym funkcjonować na ich terytorium.

## Diagnoza światowego rynku funduszy hedgingowych

Dynamiczne tempo przyrostu funduszy hedgingowych utrzymuje się od blisko dwóch dekad. Od 2001 do 2006 roku powstało około 3 000 nowych funduszy. W 2006 roku całkowita liczba funduszy na świecie przekroczyła 11 000. Według prognoz Van Hedge Fund Advisors International Inc. do końca 2010 roku na świecie będzie działało ponad 15 000 funduszy hedgingowych<sup>6</sup>. W pierwszych latach nowego tysiąclecia odnotować można rekordowe tempo przyrostu wartości aktywów będących we władaniu funduszy (rys. 2). Wartość tych aktywów przekroczyła na koniec 2006 r. 1,2 bln USD.



Rys. 2. Wartość aktywów funduszy hedgingowych (w mld USD) w okresie 1990–2006

Źródło: Van Hedge Fund Advisors International, Inc. <http://www.hedgefund.com/abouthfs/universe/universe.htm>

## Rodzaje funduszy hedgingowych

Fundusze hedgingowe, jako podmioty stosujące wszelkie dostępne na rynku instrumenty finansowe, charakteryzują się dużym zróżnicowaniem. Każdy fundusz reprezentuje odmienny styl inwestycyjny, na który składają się takie elementy, jak

<sup>6</sup> <http://www.hedgefund.com/abouthfs/universe/universe.htm>.

cel inwestycyjny, poziom ryzyka ponoszonego przez fundusz czy rodzaj strategii inwestycyjnej. Rynek funduszy hedgingowych składa się z funduszy inwestujących na rynku globalnym oraz specjalizujących się tylko w inwestycjach na rynkach lokalnych, wykorzystujących jednocześnie kilka różnych strategii oraz działających tylko w obrębie jednego lub kilku instrumentów finansowych, akceptujących zróżnicowany (aczkolwiek relatywnie wysoki) poziom ryzyka. Jest to zatem rynek bardzo niejednorodny, składający się z funduszy różnego rodzaju. Ich klasyfikacji dokonuje się najczęściej ze względu na rodzaj stosowanej strategii.

Wyróżniamy wówczas cztery podstawowe rodzaje funduszy *hedge*<sup>7</sup>:

- działające na rynkach akcji, stosujące zarówno pozycje długie, jak i krótkie (*long/short equity*),
- dokonujące tzw. „inwestycji taktycznych” opartych na analizach makroekonomicznych, często określane mianem funduszy oportunistycznych,
- bazujące na wydarzeniach pojawiających się na rynkach finansowych (*event-driven*),
- poszukujące na rynku różnic w cenach pomiędzy powiązаныmi instrumentami finansowymi (*relative value arbitrage*).

### Polskie regulacje prawne dotyczące funduszy hedgingowych

Rosnący popyt na fundusze zbiorowego inwestowania w powiązaniu z coraz większą świadomością korzyści płynących z funduszy *hedge* sprawił, że zarówno fundusze hedgingowe, jak i fundusze inwestycyjne oferujące produkty zbliżone do tych oferowanych przez fundusze *hedge* pojawiły się na polskim rynku finansowym. W naszym kraju nie zostały jednak wprowadzone przepisy regulujące działalność funduszy hedgingowych.

Działalność klasycznych funduszy inwestycyjnych regulowana jest przez uchwaloną 27 maja 2004 roku Ustawę o funduszach inwestycyjnych<sup>8</sup>. Zgodnie z zawartymi w niej normami większość istniejących na świecie funduszy hedgingowych nie kwalifikuje się jako fundusze inwestycyjne<sup>9</sup>. Fundusze *hedge* zarejestrowane poza granicami Polski nie mogą być uznane za otwarte fundusze inwestycyjne z kilku powodów. Po pierwsze artykuł 82 Ustawy definiuje fundusze otwarte jako te, które „zbywają jednostki uczestnictwa i dokonują ich odkupienia na żądanie uczestnika funduszu”. Ponieważ większość funduszy *hedge* nie umożliwia swoim inwestorom nabywania i zbywania udziałów na żądanie, nie mogą być uznane za fundusze inwestycyjne. Artykuł 84 Ustawy normuje: „fundusz inwestycyjny otwarty zbywa i odkupuje jednostki uczestnictwa z częstotliwością określoną w statucie, nie rzadziej jednak niż raz na 7 dni”. Ponieważ większość

---

<sup>7</sup> Zob. F. S. Lhabitant, *Hedge Funds: Quantitative Insights*. London 2004, s. 6.

<sup>8</sup> Dziennik Ustaw 2004, nr 146, poz. 1546 z późn. zm.

<sup>9</sup> M. Kolczak-Klimek, G. Zalewski, *Fundusze hedge w świetle polskiego prawa*. <http://www.aaii.pl/article.php>.

działających funduszy hedgingowych nie umożliwia zakupu swoich jednostek uczestnictwa oraz nie odkupuje ich z regularną częstotliwością, nie mogą być uznane za fundusze inwestycyjne otwarte.

Pojawia się zatem pytanie, czy fundusze hedgingowe można w świetle Ustawy uznać za fundusze zagraniczne. Według artykułu 2 są nimi „fundusze inwestycyjne otwarte lub spółki inwestycyjne z siedzibą w państwie członkowskim prowadzące działalność zgodnie z prawem wspólnotowym regulującym zasady zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe”. Za fundusze zagraniczne nie uznaje się zatem tych funduszy *hedge*, które są zlokalizowane poza terytorium Unii Europejskiej. Natomiast fundusze z krajów unijnych, aby w świetle Ustawy być uznanymi za zagraniczne, muszą prowadzić działalność zgodnie z prawem wspólnotowym regulującym zasady zbiorowego inwestowania (regulacje dotyczące UCITS – Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities). Fundusze *hedge* nie kwalifikują się ze względu na swój specyficzny charakter jako fundusze UCITS, dlatego też nie mogą być uznane za fundusze zagraniczne.

Ze względu na fakt, że zagraniczne fundusze hedgingowe nie są uznawane za fundusze UCITS, a zatem nie podlegają unijnym dyrektywom, polski regulator (Komisja Nadzoru Finansowego) uznaje ich działalność za nielegalną i sprzeciwia się dystrybucji udziałów takich funduszy w Polsce<sup>10</sup>, co uniemożliwia ich rejestrację na terenie naszego kraju. W tej sytuacji nie należy oczekiwać, iż Polska zdecyduje się na stworzenie specjalnych przepisów, które regulowałyby działalność funduszy *hedge*, a co za tym idzie – umożliwiłyby ich dynamiczny rozwój na terenie naszego kraju.

Doświadczenia rozwiniętych krajów europejskich, które stwarzają korzystne warunki do działalności funduszy hedgingowych, pokazują, iż dopuszczenie funduszy *hedge* nie musi wiązać się z wysokim ryzykiem, natomiast zwiększa płynność rynków finansowych.

### Pierwsze próby tworzenia rynku

Niedopuszczanie do polskiego rynku zagranicznych funduszy nie oznacza, iż polski regulator nie stwarza inwestorom możliwości korzystania z lokat przypominających fundusze hedgingowe. Ustawa o funduszach inwestycyjnych pozwala bowiem na uruchamianie w Polsce specjalistycznych funduszy inwestycyjnych, w tym również funduszy hedgingowych oraz funduszy zamkniętych, przewidujących w swoich strategiach inwestycje w pochodne instrumenty finansowe.

Komisja Nadzoru Finansowego wydała licencje na działalność funduszy inwestycyjnych zamkniętych (FIZ), które stosują rozwiązania organizacyjne oraz strategie charakterystyczne dla funduszy *hedge*. Są nimi Opera I FIZ (zarządzany przez Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Opera) oraz Investor FIZ (zarządzany przez Investors TFI).

<sup>10</sup> G. Zalewski, *Nielegalne, bo niezrozumiane*. <http://www.aif.pl/article.php?id=5697>.

## Opera I Fundusz Inwestycyjny Zamknięty

Fundusz inwestycyjny zamknięty Opera I FIZ jest pierwszym działającym na rynku polskim funduszem oferującym produkty zbliżone do funduszy hedgingowych, założonym przez Opera TFI<sup>11</sup>. Fundusz utworzony został na cztery lata od daty rejestracji, to jest od 29 czerwca 2005 roku. Swoją ofertę kieruje zarówno do osób fizycznych, jak i prawnych. Opera I FIZ charakteryzuje się innowacyjnymi rozwiązaniami typowymi dla funduszy hedgingowych niestosowanymi dotychczas w Polsce. Najważniejsze z tych rozwiązań to:

- znaczne wymagania kapitałowe; wartość jednego certyfikatu przekracza 100 000 PLN,
- zaangażowanie w Fundusz prywatnych oszczędności osób zarządzających<sup>12</sup>, co gwarantuje tożsamość interesów klientów i zarządzających,
- poza stałą opłatą za zarządzanie (w wysokości 1,75% w skali roku) pobieranie prowizji od wypracowanego zysku w wysokości 20%<sup>13</sup>,
- stosowanie polityki aktywnego zarządzania,
- niekorzystanie z benchmarków.

Fundusz może lokować aktywa w<sup>14</sup>:

- akcje notowane na GPW; zaangażowanie w akcje (w tym rynki zagraniczne) oraz instrumenty pochodne oparte na akcjach może stanowić łącznie do 200% wartości aktywów;
- zagraniczne rynki akcji obejmujące najważniejsze rynki światowe oraz rynki Europy Środkowo-Wschodniej (zaangażowanie do 200% wartości aktywów);
- akcje niepubliczne i udziały, które stwarzają szansę osiągnięcia wyższych stóp zwrotu niż w przypadku akcji spółek notowanych na giełdzie (zaangażowanie do 50% aktywów);
- waluty obce (zaangażowanie do 20% wartości aktywów w przypadku jednej waluty oraz do 100% wartości aktywów łącznie w walutach obcych);
- instrumenty pochodne oparte na akcjach, giełdowych indeksach akcji, walutach obcych, obligacjach, stopach procentowych oraz towarach giełdowych (limity inwestycyjne są takie same, jak dla instrumentów bazowych).

Strategia inwestycyjna Funduszu obejmuje wszelkie dostępne techniki inwestycyjne – od klasycznego zakupu pojedynczego instrumentu po strategię bardziej złożoną, opartą na derywatach. Fundusz może otwierać pozycje krótkie, co umożliwi dostosowanie się do sytuacji panującej na rynkach finansowych i osiąganie zysków również w trakcie spadków.

Na koniec lutego 2006 roku ponad jedna trzecia aktywów funduszu (36%) ulokowana była w obligacjach zagranicznych oraz walutach (rys. 3). 32% aktywów przypadło na akcje polskich spółek. Na akcje spółek zagranicznych przy-

---

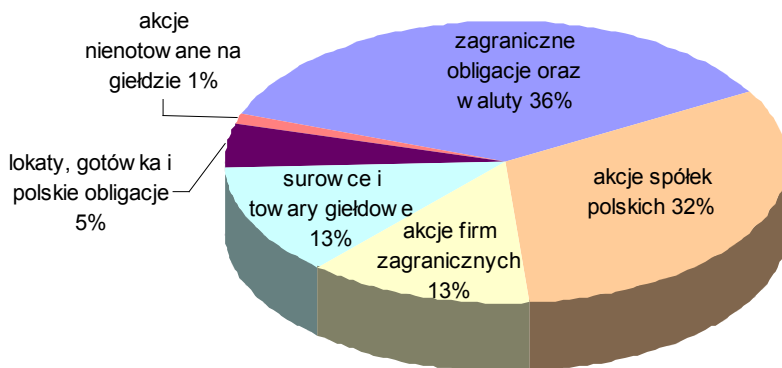
<sup>11</sup> Por. M. Węglewski, *Poszukiwacze zysków*. „Newsweek Polska” 2006, nr 15, s. 72.

<sup>12</sup> P. Karnaszewski, *Doradca inwestycyjny stworzył Operę*. „Forbes” 2005, nr 9, s. 34.

<sup>13</sup> <http://www.opera.pl/fundusz1/parametry.php>.

<sup>14</sup> <http://www.opera.pl/fundusz1/strategia.php>.





Rys. 3. Skład portfela funduszu Opera FIZ na koniec lutego 2006

Źródło: T. Miziołek, *Niepubliczny fundusz aktywów niepublicznych*. „Nasz Rynek Kapitałowy” 2006, nr 3, s. 72.

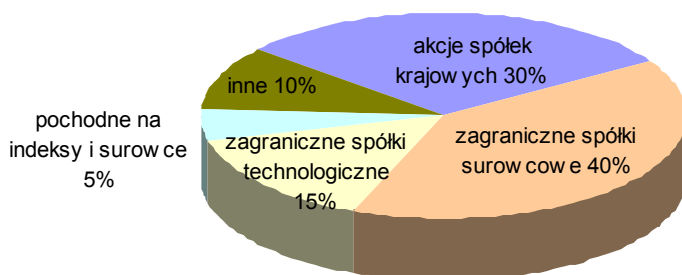
padało 13% całkowitej wartości portfela. Opera FIZ lokuje swoje środki również w surowcu i towary. Ich udział w portfelu na koniec stycznia 2006 wynosił 13%. Najmniejszy udział w portfelu miały lokaty, gotówka oraz polskie obligacje (około 5%) oraz akcje spółek pozagiełdowych (ok. 1%).

Opera I FIZ, dzięki opisanym powyżej rozwiązaniom organizacyjnym oraz prowadzonej polityce inwestycyjnej, może być uznany za fundusz quasi-hedgingowy. Wprowadzenie do strategii instrumentów pochodnych zapewnia inwestorom korzystanie z większych możliwości w porównaniu z klasycznymi polskimi funduszami inwestycyjnymi. Od momentu rozpoczęcia działalności Funduszu obserwować można jego dynamiczny rozwój. Certyfikaty „Opery” cieszą się bardzo dużym zainteresowaniem inwestorów. Analizując przebieg dotychczasowych emisji, należy sądzić, iż wysokie zainteresowanie ofertą Funduszu będzie się pogłębiać, a kolejne planowane emisje mają dużą szansę dojść do skutku.

### Investor Fundusz Inwestycyjny Zamknięty

Innym funduszem zbliżonym do hedgingowego, działającym na terenie Polski, jest fundusz zamknięty Investor, założony przez towarzystwo funduszy Investors TFI S.A. Investors TFI swoją konstrukcją zbliżone jest do Opera TFI<sup>15</sup>. Investor FIZ uznawany jest za fundusz quasi-hedgingowy przede wszystkim ze względu na udział osobistego kapitału właścicieli funduszu w strategii inwestycyjnej oraz wykorzystanie szerokiej gamy instrumentów finansowych. Inwestor FIZ, poza obligacjami oraz akcjami notowanymi na polskim rynku, wykorzystuje obligacje i akcje notowane na rynkach zagranicznych, a ponadto instrumenty pochodne na indeksy, waluty, towary i energię. Strategia inwestycyjna funduszu

<sup>15</sup> Por. S. Karpiński, *Szansa w specjalizacji*. „Rzeczpospolita” 2005, nr 174, s. 7.



Rys. 4. Struktura portfela inwestycyjnego Investor FIZ na dzień 28.04.2006

Źródło: <http://www.investors.pl/uploadedFiles/Publikacja2006.04.pdf>.

polega na kombinacji powyższych instrumentów oraz wykorzystaniu zarówno długich, jak i krótkich pozycji<sup>16</sup>.

Fundusz został zarejestrowany 21 września 2005 roku. Cena jednego certyfikatu w momencie emisji wynosiła 10 000 PLN. Jedynie około 30% wartości aktywów Funduszu zainwestowano na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (rys. 4).

Fundusz inwestuje przede wszystkim w zagraniczne spółki wydobywcze, takie jak notowane w Kanadzie Equinox Minerals czy European Minerals. Pierwsza posiada jedno z największych złóż miedzi na świecie, zlokalizowane w Zambii, druga posiada złoża złota w Kazachstanie<sup>17</sup>. Fundusz posiada w portfelu kilkanaście spółek wydobywczych (łącznie przypada na nie około 30% wartości aktywów). W skład portfela Investor FIZ wchodzi również azjatyckie spółki nowych technologii (15% wartości aktywów). Około 10% wartości aktywów przypada na pochodne instrumenty finansowe, na indeksy oraz surowce, głównie cynk i srebro.

### Superfund Fundusz Inwestycyjny Otwarty

Wysokie wyniki inwestycyjne wypracowane przez fundusze Opera I FIZ oraz Investor FIZ są gwarantem ich dalszego rozwoju. Zależać on będzie jednak w dużym stopniu również od zaufania inwestorów do właścicieli funduszu. Duże zainteresowanie ze strony polskich inwestorów wskazuje na to, iż istnieje wysoki popyt na produkty zbliżone do tych oferowanych przez fundusze hedgingowe poza granicami naszego kraju.

Kontrowersyjne stanowisko Komisji Nadzoru Finansowego w kwestii dystrybucji w Polsce zagranicznych funduszy hedgingowych sprawia, że jedyną możliwością ich udostępnienia polskim inwestorom jest utworzenie Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych oferującego fundusze hedgingowe<sup>18</sup>. Jako pierwsza

<sup>16</sup> <http://www.investors.pl/investorFIZ.php?f=strategia>.

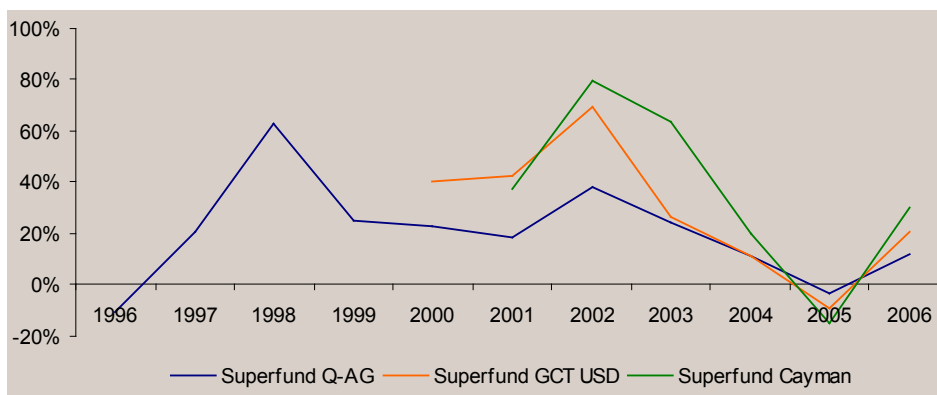
<sup>17</sup> *Investors TFI*, Bankier.pl, <http://www.investors.pl/uploadedFiles/Bankier27.02.2006.pdf>.

<sup>18</sup> *Pierwszy Fundusz hedgingowy*. „Parkiet” 2005, nr 242, s. 7.

zdecydowała się na to austriacka firma Superfund Asset Management założona w 1995 roku<sup>19</sup>. W październiku 2005 r. Komisja wydała zgodę na utworzenie TFI Superfund. 13 grudnia 2005 Towarzystwo uruchomiło fundusz Superfund SFIO, będący pierwszym funduszem hedgingowym w Polsce.

Superfund SFIO jest jednocześnie pierwszym funduszem parasolowym w Polsce, składającym się z trzech subfunduszy o zróżnicowanym poziomie ryzyka inwestycyjnego. Każdy z nich lokuje swoje środki w austriackie subfundusze Quadriga Superfund SICAV z siedzibą w Luksemburgu, zatem replikuje ich wyniki<sup>20</sup>. Superfund SFIO jest więc funduszem typu *fund of hedge funds* (fundusz funduszy hedgingowych), gdyż przedmiotem jego lokat są austriackie fundusze hedgingowe.

Inwestorzy zamierzający ulokować swoje środki w Superfund SFIO mają do wyboru trzy subfundusze zarządzane według trzech strategii inwestycyjnych (A, B i C), różniących się profilem ryzyka. Strategia tradycyjna, o najniższym poziomie ryzyka, reprezentowana jest przez Superfund A. Inwestuje on swoje środki w Superfund Q-AG (Quadriga AG) funkcjonujący w Austrii od 1996 r. Średnioroczna stopa zwrotu tego funduszu od momentu rozpoczęcia działalności wynosi 21%. W tym okresie fundusz tylko dwukrotnie poniósł straty: w pierwszym roku działalności (-10,3%) oraz w roku 2005 (-3,3%) (por. rys. 5).



Rys. 5. Roczne stopy zwrotu funduszy bazowych dla Subfunduszy A, B i C Superfund SFIO

Źródło:

<http://www.superfund.pl/db/AboutQuadriga.asp?Id=635&sid=1267&x=1&Menu=1>

Superfund B oferuje strategię bardziej dynamiczną od wyżej opisanej strategii tradycyjnej. Bazuje on na funkcjonującym od 2000 r. Superfund GCT USD. Przebiegająca stopa zwrotu tego funduszu od momentu rozpoczęcia działalności wynosi 29%. Roczne stopy zwrotu funduszu z reguły nie spadają poniżej 10%. Wyjątkiem jest rok 2005, w którym fundusz poniósł stratę 10%.

<sup>19</sup> Szerzej K. Siwek, *Pierwszy (super)fundusz hedgingowy*. „Parkiet” 2005, nr 169, s. 8.

<sup>20</sup> M. Kossowski, *Zyski w trakcie bessy*. „Gazeta Finansowa” 2006, nr 13, s. 4.

W ofercie Superfund SFIO występuje również Superfund C reprezentujący strategię agresywną. Podstawą tej strategii jest Superfund Cayman funkcjonujący od maja 2001 r. Przeciętna stopa zwrotu tego funduszu od początku działalności wyniosła 36%. Mimo istotnej straty poniesionej w roku 2005 (-15,2%) roczne stopy zwrotu są relatywnie wysokie (por. rys. 5).

Austriackie fundusze bazowe są funduszami opierającymi się na własnych komputerowych systemach analizy technicznej realizujących transakcje na kilkudziesięciu giełdach świata. Automatyczny system transakcyjny analizuje na bieżąco trendy rynkowe, wskazując najbardziej odpowiednie momenty do zawarcia transakcji<sup>21</sup>. Superfund SFIO jest funduszem otwartym skierowanym do szerokiej gamy odbiorców. Jednak minimalna wpłata początkowa wynosi 40 000 EURO, co sprawia, że klientami są głównie osoby zamożne oraz przedsiębiorstwa.

Wyceny jednostek uczestnictwa dokonuje się w każdą środę (z wyłączeniem dni wolnych od pracy). Nabycie jednostek Subfunduszy Superfund SFIO jest możliwe każdego dnia wyceny. Wysokość opłaty dystrybucyjnej wynosi 4,5%. Odkupienie jednostek uczestnictwa możliwe jest raz w miesiącu<sup>22</sup>.

### Próby tworzenia kolejnych podmiotów

Polska staje się coraz częściej obiektem zainteresowań zagranicznych podmiotów oferujących innowacyjne produkty finansowe. Zamiary oferowania funduszy hedgingowych polskim inwestorom miały takie podmioty, jak szwajcarski Hexus Capital Management S.A. oraz brytyjska grupa Man. Hexus Capital Management S.A. z siedzibą w Genewie jest niezależną spółką zarządzania aktywami. W Polsce utworzyła spółkę zależną Hexus Capital Management Polska S.A., z siedzibą w Warszawie, posiadającą licencję na dystrybucję jednostek uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych. Wejście spółki na rynek polski wiązało się z planami utworzenia funduszu inwestującego w zagraniczne fundusze *hedge*<sup>23</sup>. Obecnie (2007 r.) trwają prace nad utworzeniem TFI.

Natomiast największa na świecie publiczna spółka zajmująca się zarządzaniem funduszami hedgingowymi – brytyjski Man Investments – nie podjęła się ekspansji na polski rynek. Plany utworzenia TFI razem z polskim podmiotem Advanced Financial Services nie zostały zrealizowane. Na początku 2007 r. Man Investments zdecydował się jedynie na sprzedaż w Polsce zaawansowanych instrumentów finansowych – obligacji indeksowych Man MGS Acces nominowanych w USD i w EURO<sup>24</sup>.

---

<sup>21</sup> *Fund Fact Sheet*, [http://www.superfund.pl/downloads/sca\\_factsheet\\_PL\\_PL.pdf](http://www.superfund.pl/downloads/sca_factsheet_PL_PL.pdf).

<sup>22</sup> <http://www.superfund.pl/db/fondsSubDates.asp?Mask=4194304&sid=1281&x=1&Menu=1>.

<sup>23</sup> S. Antkiewicz, *Nie zawsze dokładna wycena*. „Hexus Review. Magazyn Hexus Capital Management Polska” 2005, nr 6, s. 3.

<sup>24</sup> *Gigant hedgingu w Polsce*. „Puls Biznesu” 2007, nr 37, s. 13.

## Podsumowanie

Dynamiczny rozwój funduszy oraz nieustanny wzrost wartości aktywów będących w ich władaniu zostały osiągnięte przede wszystkim dzięki innowacyjnym strategiom, na których opierają się dokonywane inwestycje. Fundusze nie ograniczają się bowiem tylko do inwestycji w akcje czy obligacje skarbowe. Stosują bardziej zaawansowane sposoby konstruowania portfeli inwestycyjnych, opierając się w dużym stopniu na arbitrażu, akceptując krótkoterminowe spadki wartości aktywów czy wreszcie wykorzystując światowe rynki derywatów.

Odpowiednie proporcje poszczególnych aktywów w portfelach funduszy hedgingowych sprawiają, że powstają strategie zarówno nisko, jak i średnio skorelowane z rynkiem akcji. Niska korelacja oznacza odporność funduszy na wahania rynku, czyli wyższą stabilność osiągniętych wyników. Z kolei średnia korelacja funduszy z rynkiem akcji oznacza wprawdzie podwyższony poziom ryzyka, wiąże się jednak ze zdecydowanie wyższymi okresowymi stopami zwrotu.

Korzyści płynące z innowacji inwestycyjnych stosowanych przez zarządzających funduszami *hedge* sprawiają, iż grono klientów tych funduszy z roku na rok się powiększa. Szczególnie dużym zainteresowaniem cieszą się fundusze funduszy hedgingowych, które elastycznie dostosowują swoją strategię inwestycyjną do sytuacji na rynkach finansowych. Analiza wyników funduszy pokazuje, że sektor ten wypada zdecydowanie korzystniej od tradycyjnego sektora akcyjnego. Inwestycję w fundusze hedgingowe należy jednak traktować przede wszystkim jako inwestycję o długim horyzoncie czasowym.

## Bibliografia

- Antkiewicz S., *Nie zawsze dokładna wycena*. „Hexus Review. Magazyn Hexus Capital Management Polska” 2005, nr 6.
- Betty T., *Hedge Funds May Have Bought a Little Peace of Mind*. „Sunday Times” 2000, nr 8.
- Eichengreen B., Mathieson D., *Hedge Funds. What Do We Really Know?* Washington: International Monetary Fund 2003.
- Fund Fact Sheet*. [http://www.superfund.pl/downloads/sca\\_factsheet\\_PL\\_PL.pdf](http://www.superfund.pl/downloads/sca_factsheet_PL_PL.pdf).
- Gigant hedgingu w Polsce*. „Puls Biznesu” 2007, nr 37.
- Investors TFI*, Bankier.pl, <http://www.investors.pl/uploadedFiles/Bankier27.02.2006.pdf>.
- Jeager R. A., *All About Hedge Funds, The Easy Way to Get Started*. London: McGraw-Hill Professional 2002.
- Karnaszewski P., *Doradca inwestycyjny stworzył Operę*. „Forbes” 2005, nr 9.
- Karpiński S., *Szansa w specjalizacji*. „Rzeczpospolita” 2005, nr 174.
- Kolczak-Klimek M., Zalewski G., *Fundusze hedge w świetle polskiego prawa*. <http://www.aai.pl>.
- Kossowski M., *Zyski w trakcie bessy*. „Gazeta Finansowa” 2006, nr 13.

Lhabitant F. S., *Hedge Funds: Quantitive Insights*. London: John Wiley & Sons, Inc. 2004.

Miziołek T., *Niepubliczny fundusz aktywów niepublicznych*. „Nasz Rynek Kapitałowy” 2006, nr 3.

*Pierwszy Fundusz hedgingowy*. „Parkiet” 2005, nr 242.

Siwek K., *Pierwszy (super)fundusz hedgingowy*. „Parkiet” 2005, nr 169.

Ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dziennik Ustaw 2004, nr 146, poz. 1546 z późn. zm.

Van Hedge Fund Advisors International, Inc. <http://www.hedgefund.com/aboutfs/universe.htm>.

Węglewski M., *Poszukiwacze zysków*. „Newsweek Polska” 2006, nr 15.

Zalewski G., *Nielegalne, bo niezrozumiane*. <http://www.ain.pl/article.php?id=5697>.

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

Zalewski Z., *Fundusze hedgingowe – nowy rodzaj inwestycji*. „Parkiet” 2004, nr 60.

<http://www.hedgefund.com/aboutfs/universe/universe.htm>

<http://www.investors.pl/investorFIZ.php?f=strategia>

<http://www.investors.pl/uploadedFiles/Publikacja2006.04.pdf>

<http://www.opera.pl/fundusz1/parametry.php>

<http://www.opera.pl/fundusz1/strategia.php>

<http://www.superfund.pl/db/AboutQuadriga.asp?Id=635&sid=1267&x=1&Menu=1>

<http://www.superfund.pl/db/fondsSubDates.asp?Mask=4194304&sid=1281&x=1&Menu=1>

## Summary

### Hedge funds as innovative investment funds for wealthy natural persons

Hedge funds have become one of the most important elements of the capital market. Flexibility of investment options provided by the funds has made more and more investors interested in such alternative investments. Since there is no universally accepted definition of the term „hedge fund”, a wide range of interpretations can be easily found. Capital market experts argue about the typical characteristic of a hedge fund and the reasons for implementing it on new markets. Specialists who characterize the activity of the funds focus on many different aspects which prove that hedge funds are innovative and unusual investment vehicles.

Hedge fund expansion has also come to Poland. Despite the unfavorable position of Polish regulatory KNF which firmly opposes to the distribution of off-shore funds in the Polish market, local funds have been established. Their offers faced great demand and became a huge success. As a result Poland has become the target of foreign companies which tend to set hedge funds in Poland so that they can offer hedge fund products to polish investors.

The popularity of hedge funds will definitely intensify. Their advantages over traditional mutual funds ensure that demand for their products will continue to grow which will cause huge growth of the industry in coming years. Moreover there is an immense chance that the vehicles will replace mutual funds in the future. That is why it is worth observing the evolving expansion of the hedge fund market.