

WALDEMAR ASPADAREC

Uniwersytet Szczeciński

PRZYSZŁOŚĆ FUNDUSZY HEDGE NA ŚWIECIE I W POLSCE

Streszczenie

W artykule przedstawiono rozważania nad jednym z głównych uczestników rynku finansowego – funduszy hedge. W pierwszej części zaprezentowano fundusze hedge na tle funduszy powierniczych za pomocą zasadniczych różnic między nimi. W kolejnej przeprowadzono analizę sektora funduszy hedge wraz z omówieniem wartości aktywów w zarządzaniu funduszami hedge w latach 1997–2012. W ostatniej, będącej główną częścią opracowania, przedstawiono uwagi dotyczące przyszłości instytucjonalnej tych funduszy, nawiązując w ten sposób do hipotezy o prawdopodobnej konwergencji między funduszami hedge i powierniczymi.

Słowa kluczowe: fundusze hedge, fundusze powiernicze, rynek finansowy

Wprowadzenie

Jedną z najistotniejszych zmian, jaka zaszła w ostatnich kilkunastu latach w samym rdzeniu systemu finansowego, jest znaczny wzrost znaczenia nowych finansowych graczy, którzy mają duży wpływ na funkcjonowanie rynków finansowych. Do tych zmian szczególnie przyczyniły się fundusze hedge, atrakcyjne zarówno dla inwestorów instytucjonalnych, jak i indywidualnych. Funduszom tym udało się zdominować obroty w wielu segmentach rynku finansowego. Są one odpowiedzialne za ponad połowę transakcji na giełdzie w Nowym Jorku¹,

¹ R.M. Stulz, *Hedge Funds: Past, Present, Future*, „Journal of Economic Perspectives” 2007, t. 21, nr 2.

przez co z jednej strony są źródłem zysków zarówno inwestorów, jak i banków komercyjnych. Z drugiej strony ze względu na generowanie spektakularnych zysków i strat znajdują się w centrum zainteresowania regulatorów rynku.

Fundusze hedge różnią się od pozostałych uczestników rynku, między innymi, szerokim wachlarzem strategii inwestycyjnych, instrumentami finansowymi i stosowaniem dźwigni finansowej. Najwięcej kontrowersji związanych jest jednak z systemem wynagradzania oraz nieprzejrzystością funduszy hedge dla osób z zewnątrz². To przesunięcie środka ciężkości w kierunku rynku finansowego oraz wzmożony handel na tym rynku sprawiły, że obecnie fundusze hedge traktowane są jako potencjalny „katalizator” zaburzeń w instytucjach finansowych, które mogą przełożyć się na szeroko pojętą gospodarkę³.

Celem artykułu jest przedstawienie wyników analizy przyszłych zmian na rynku funduszy hedge na świecie i w Polsce. Ukazano w nim istotę funduszy hedge na tle funduszy powierniczych oraz stan ich rynku na koniec czerwca 2012 roku. Podstawową hipotezą badawczą jest stwierdzenie o prawdopodobnej konwergencji między funduszami hedge oraz funduszami powierniczymi. Uzasadnieniem dla tak postawionej hipotezy są zapisy zawarte w inicjatywie ustawodawczej przedstawione w 2009 roku jako projekt ustawy odnoszący się do działalności funduszy hedge – *Hedge Fund Transparency Act*. Nie są one obowiązującym prawem, ale mają szansę stać się załącznikiem potencjalnych zmian regulacji sektora funduszy hedge. Większość zapisów w projekcie ustawy zmierza w kierunku wyeliminowania możliwości korzystania z wyłączeń i wyjątków pozwalających funduszom hedge na stosowanie ultraelastycznych, zróżnicowanych i nieograniczonych przepisami prawnymi strategii inwestycyjnych. O ile dla samych funduszy hedge jest to sprzyjająca okoliczność, o tyle pozostali uczestnicy rynku wyrażali sprzeciw i dążyli do uregulowania działalności funduszy hedge. Stwierdzić trzeba, że zmiany zaproponowane w przepisach *Hedge Fund Transparency Act* polegają na zlikwidowaniu możliwości funkcjonowania funduszy hedge w skrytości i obowiązku objęcia nadzorem większej ich liczby niż do tej pory.

² A. Ineichen, K. Silberstein, *AIMA's Roadmap to Hedge Funds*, Alternative Investment Management Association, London 2008, s. 10.

³ C. McCarthy, *Hedge Funds: What Should Be the Regulatory Response?*, www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/1207cm.shtml (15.07.2012).

1. Istota funduszy hedge i ich organizacja

Przed analizą kierunków rozwoju funduszy hedge należy przedstawić sposób ich organizacji. W tym celu ukazano różnice między funduszami hedge a funduszami powierniczymi⁴. Ekonomiczna funkcja funduszu hedge jest taka sama jak funduszu powierniczego. W obu przypadkach zarządzającym funduszami powierzane są pieniądze inwestorów z nadzieją, że w chwili wycofania środków inwestorzy otrzymają zainwestowany kapitał oraz godziwy zysk. Fundusze powiernicze można podzielić na dwie kategorie: mniejszą część stanowią fundusze indeksowe – pasywne, a większą – aktywnie zarządzane. W funduszach pasywnych zarządzający dążą do osiągnięcia wyników podążających za benchmarkiem, jakim jest indeks. Jak już sygnalizowano, większość funduszy powierniczych oraz wszystkie fundusze hedge są funduszami aktywnymi. Inwestorzy takich funduszy mają nadzieję, że zarządzający wykazuje zdolności, które przyczynią się do uzyskania znacznie lepszego wyniku niż w funduszu pasywnym bądź w funduszu aktywnym zarządzanym przez innego zarządzającego.

Nie ma jednej definicji funduszu hedge ze względu na wielość cech posiadanych przez te wehikuly inwestycyjne. Pierwotnie funduszem hedge nazywano strategię inwestycyjną, która była nastawiona na systematyczne redukcowanie ryzyka przez branie pod uwagę kierunku ruchu na rynku oraz tworzenie portfela z kompozycji pozycji krótkich i długich⁵. Współcześnie nazwa ta może wprowadzać w błąd, ponieważ nie wszystkie fundusze hedge są zabezpieczone w ten sposób. Przyjmując zatem najczęściej stosowaną definicję funduszu hedge, można stwierdzić, że jest to prywatna, luźno regulowana i profesjonalnie zarządzana pula kapitału, niedostępna szerokiej publiczności. Wielość strategii funduszy hedge z jednej strony znacznie je różnicuje, jednak z drugiej strony wszystkie mają cechy odróżniające je od pozostałych typów funduszy inwestycyjnych. Ze względu na ograniczone ramy artykułu skupiono się na najważniejszych różnicach między funduszami hedge a funduszami powierniczymi.

Pierwszą różnicą jest brak ograniczeń co do zakresu wykorzystywanych instrumentów i strategii inwestycyjnych. W funduszach hedge wolno stosować rozwiązania o asymetrycznych profilach wypłaty, takie jak instrumenty pochodne czy krótką sprzedaż. Można wykorzystywać bezpośrednio lub pośrednio przez

⁴ W pracy przez fundusz powierniczy (*mutual funds*) określa się fundusze inwestycyjne, którymi posługują się w USA.

⁵ F-S. Lhabitant, *Hedge Funds: quantitative insights*, John Wiley & Sons, London 2004, s. 4.

derywaty dźwignię finansową. Wynika to z faktu, że fundusze hedge nie są rejestrowane i tym samym wyłączone spod regulacji ze względu na ich zamkniętość. Fundusze hedge przeznaczone są tylko dla inwestorów kwalifikowanych oraz dużych instytucji⁶.

Stosowanie złożonych instrumentów finansowych z jednoczesnym wykorzystaniem dźwigni finansowej przez fundusze hedge to kolejna różnica, która czyni je unikatowymi wśród instytucji finansowych. Nie są one jednak jedynymi podmiotami stosującymi te instrumenty i strategię⁷. Wykorzystywanie transakcji krótkiej sprzedaży jest standardem wśród funduszy hedge⁸, natomiast możliwość jej stosowania przez fundusze powiernicze jest ograniczona. Krótka sprzedaż jest immanentną cechą dostępną również bankom komercyjnym i inwestycyjnym⁹.

Fundusze hedge, mimo że powszechnie są postrzegane jako mniej przejrzyste, to jednak nie są pod tym względem wyjątkowe. Brak przejrzystości odróżnia je wprawdzie od funduszy powierniczych, ale nie czyni je unikatowymi na tle banków. Do momentu, gdy fundusz hedge nie zdecyduje się na przeprowadzenie oferty publicznej, poufność wynika z niskiego poziomu regulacji i pozwala na stosowanie strategii tradingowej, której ujawnienie mogłoby być wykorzystane przez innych uczestników rynku przeciwko temu funduszowi. Zamożni inwestorzy, będąc tego świadomi, zgadzają się na ten brak transparentności niespotykany w funduszach powierniczych.

Struktura wynagrodzeń to kolejna różnica między analizowanymi funduszami. W szczególności zarządzający funduszem hedge jest zawsze wynagradzany na podstawie bezwzględnych stóp zwrotu, natomiast w klasycznych instytucjach zbiorowego inwestowania zarządzający otrzymują premię na podstawie osiągniętych wyników na tle benchmarku¹⁰. Zarządzający funduszami hedge są wynagradzani w sposób mieszany, ale najczęściej spotykanym modelem jest model „1-i-20”, w którym zarządzający otrzymują 1% wartości zarządzanych aktywów z przeznaczeniem na bieżące funkcjonowanie funduszu oraz 20% zysku przekraczającego określony benchmark. Nadmierne ryzyko wynikające z kombinacji nieprzejrzystej i złożonej struktury wynagrodzeń może skłaniać do podejmowania

⁶ Amerykański nadzór SEC skupia się na ochronie małych inwestorów detalicznych.

⁷ Inne tego typu instytucje to np. fundusze *private equity*.

⁸ F. Stefanini, *Investment Strategies of Hedge Funds*, John Wiley & Sons, London 2006, s. 77.

⁹ Banki komercyjne i inwestycyjne często mają działy tradingowe powielające strategię funduszy hedge.

¹⁰ S.A. McCrary, *Hedge Fund Course*, John Wiley & Sons, New York 2004, s. 56.

nadmiernego ryzyka. Warto zaznaczyć, że inwestorzy preferują fundusze hedge, w których zarządzający jest zaangażowany kapitałowo.

Fundusze hedge jako ponadprzeciętnie aktywne fundusze inwestycyjne są na ogół postrzegane jako dostarczyciele płynności na rynku kapitałowym, co pomaga tworzyć efektywność rynku. Jednak w ostatnim okresie przesuwają się w stronę mniej płynnych rynków, co w połączeniu z lewarowaniem wystawia je na znaczne ryzyko płynnościowe¹¹. Mechanizmem obronnym stosowanym przez fundusze hedge jest adaptacja dłuższych okresów zamknięcia¹². Krótsza możliwość wycofywania środków przez inwestorów daje zarządzającym większą elastyczność w radzeniu sobie z niestandardowymi sytuacjami na rynku. Zasadniczym problemem jest zatem odpowiedź na pytanie, czy fundusze hedge osiągają lepsze wyniki od funduszy powierniczych? Odpowiedź na nie znajduje się w dalszej części opracowania.

2. Rynek funduszy hedge

Według szacunków amerykańskiej firmy Barclay Hedge, na koniec czerwca 2012 roku fundusze hedge miały w zarządzaniu aktywa o wartości 1708,9 mld dolarów, z czego 560 mld USD (około 33%) zainwestowanych było w fundusze funduszy hedge (*funds of hedge funds*) – rysunek 1.

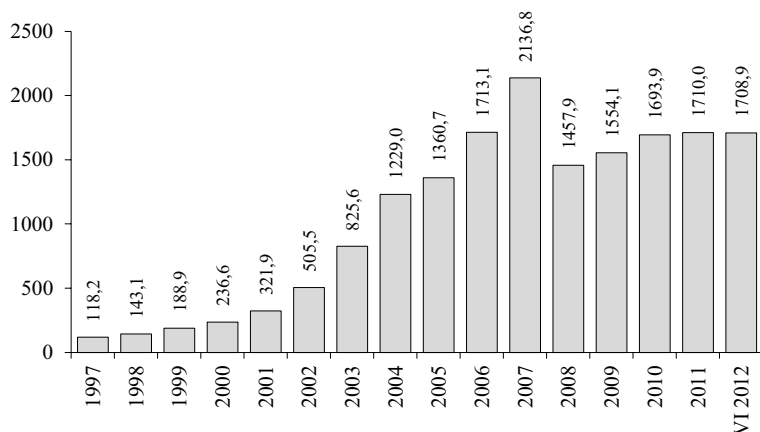
Należy przypomnieć, że wartość aktywów w zarządzaniu uzależniona jest od dwóch czynników:

- salda wpłat i umorzeń,
- wyników zarządzania aktywami.

Z danych na rysunku 1 wynika, że wartość aktywów rosła nieprzerwanie. Granica biliona USD została przekroczona w 2004 roku, do końca 2007 roku wyniosła 2,1 bln USD. W tym kontekście warto dodać, że ani pęknięcie bańki spekulacyjnej *dot-com*, ani zamachy z 11 września, ani skandale korporacyjne nie przerwały ciągłości wzrostu funduszy hedge. Niewielkie załamanie nastąpiło jednak w 2008 roku, a w kolejnych latach odbudowa ich wartości zatrzymała się na poziomie 2006 roku. Dowodzi to, że fundusze hedge są bardzo atrakcyjne i pożą-

¹¹ W. Aspadarec, *Systemic Risk Aspects in Context of Hedge Funds Activities*, „Trends in the World Economy” 2012, t. 4, s. 10.

¹² *2010 Key Trends in Global Hedge Funds*, Eurekahedge, August 2010, www.eurekahedge.com (15.12.2012).



Rysunek 1. Wartość aktywów w zarządzaniu funduszy hedge w latach 1997–2012 (mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.barclayhedge.com (20.08.2012).

dane przez inwestorów. Może wynikać to z faktu, że nie podlegają one obowiązkom rejestracji, ponieważ dane o wartości i liczbie tych funduszy są szacunkowe. Z raportów renomowanej bazy danych Barclay Hedge wynika, że w połowie 2012 roku istniało 23 644 funduszy i 9209 firm zarządzających, natomiast w bazie globalnej raportowało tej firmie 6100 funduszy i 2245 firm zarządzających. Oznacza to, że przeciętnie firma zarządzała dwoma lub trzema funduszami.

3. Przyszłość funduszy hedge

Zmiany, jakie dokonały się w ostatnich latach na rynku funduszy hedge, pozwalają określić główne kierunki ich rozwoju w przyszłości. Zdaniem autora, trzy z nich są najistotniejsze. Po pierwsze, rynek funduszy hedge stanie się bardziej zinstytucjonalizowany. Po drugie, fundusze hedge będą osiągały gorsze rezultaty w następnych latach w stosunku do ostatnich kilkunastu, i po trzecie, fundusze hedge będą w większym stopniu regulowane. Zmiany te najprawdopodobniej doprowadzą do konwergencji analizowanych funduszy, redukując lukę między funduszami powierniczymi a funduszami hedge, przez co staną się bardziej podobne do siebie niż obecnie. Proces ten nie obejmie jednak wszystkich funduszy hedge. Niektóre z nich w dalszym ciągu będą wybierały swoich

inwestorów oraz zmieniają sposób funkcjonowania, przez co będą mniej dotknięte rosnącą instytucjonalizacją i regulacją rynku.

3.1. Zmiana organizacji funduszy hedge

Zasadniczym czynnikiem, który wpływa na zmianę organizacji funduszy hedge i powierniczych, jest źródło pochodzenia kapitału zasilającego fundusze. Tendencja spadkowa udziału funduszy hedge tworzonych z kapitału osób prywatnych jest stała, a jednocześnie zwiększa się liczebność funduszy hedge zakładanych jako fundusze emerytalne. W latach 2000–2010 podwoiła się liczba funduszy hedge zakładanych ze środków osób prawnych. Dowodzi to, że fundusze hedge przestały być mniej lub bardziej jawnymi porozumieniami zarządzających oraz zamożnych klientów. W roku 2000 jeszcze 54% zainwestowanych w fundusze hedge środków pieniężnych pochodziła od inwestorów prywatnych, którzy powierzali zarządzanie nimi menedżerowi, natomiast w 2010 roku tylko 24% środków pieniężnych inwestowanych w fundusze hedge pochodziło od osób prywatnych¹³.

Ze względu na fakt, że coraz większy udział w aktywach funduszy hedge pochodzi od inwestorów instytucjonalnych, funduszy emerytalnych lub funduszy funduszy hedge, zasada ich działania również uległa zmianie¹⁴. Instytucjonalni inwestorzy posiadający własne zobowiązania nie są w stanie dać menedżerowi wolnej ręki. Inwestorzy ci muszą być zdolni do oceny inwestycji, których dokonują, oraz wyjaśnienia wyników tych inwestycji, dlatego są zainteresowani strategią zarządzania ryzykiem stosowaną w funduszach. Muszą obawiać się ryzyka, które podejmuje zarządzający, ponieważ skutki tego zarządzania mogą być inne, niż pierwotnie zakładano. Obawiając się znacznych strat na pojedynczych funduszach hedge, mogą być krytykowani za posiadanie takich funduszy w swoim portfelu inwestycyjnym. Zmusza to w rezultacie fundusze hedge do ujawniania większej ilości informacji inwestorom, jeżeli chcą, aby inwestowali w nich swoje środki. Niektóre fundusze funduszy hedge wymagają pełnej transparentności i są zdolne do uzyskania informacji od funduszu, w który inwestują. Oznacza to, że znają pozycje, w które inwestują te fundusze. Dostarczanie większej ilości informacji jest kosztowne, ponieważ wymaga zaangażowania większego perso-

¹³ *Ibidem*.

¹⁴ P. Niedziółka, *Fundusze hedgingowe a stabilność finansowa*, Difin, Warszawa 2009, s. 47.

nelu administracyjnego. Trzeba też mieć pewność, że największa strata kapitału (*drawdown*) jest do zaakceptowania przez inwestorów.

Inwestorzy indywidualni często szukają wysokich zysków w sensie absolutnym. Inwestorzy instytucjonalni prawie zawsze są bardziej skłonni do mierzenia wyników inwestycyjnych w stosunku do benchmarków, takich jak indeksy funduszy hedge. W takich warunkach benchmarki stają się ważniejsze i maleje „ premia” w funduszu hedge, wynikająca z przyjmowania ryzyka, które może prowadzić do wyników znacznie odbiegających od benchmarku. Dominacja instytucji wśród klientów funduszy hedge wymaga od nich wysokich standardów w zachowaniu. Spowoduje to, że wyniki funduszy hedge stosujących ten sam styl inwestycyjny będą bardziej zbliżone do siebie.

Ze względu na fakt, że rośnie znaczenie inwestorów instytucjonalnych, umiejętności zarządzającego będą miały coraz mniejsze znaczenie, ponieważ wzrasta znaczenie innych usług dostarczanych inwestorom, zwłaszcza raportowania, zarządzania ryzykiem, przejrzystości, płynności oraz zdolności do absorbowania nowych inwestycji o dużych rozmiarach. Co więcej, wiele z tych usług może być świadczonych przez same instytucje bez konieczności dodatkowego opłacania funduszu hedge. Istnieje coraz więcej badań, które dowodzą, że wyniki osiągnięte przez indeksy funduszy hedge mogą być replikowane przez komputery, dzięki czemu inwestorzy chcący osiągnąć wyniki równe benchmarkowi mogą to robić za pomocą narzędzi działających automatycznie, a nie przez zatrudnianie zarządzających funduszami hedge, których usługi są relatywnie drogie.

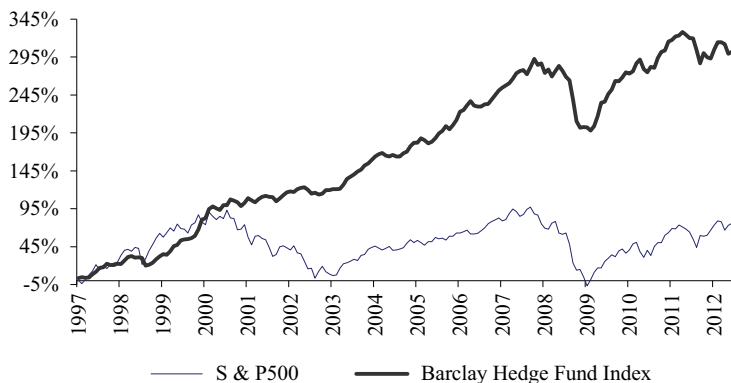
Często gdy fundusz hedge osiąga sukces, jego właściciele rozważają, czy należy przekształcić go w zdywersyfikowaną instytucję finansową. Aby lepiej zrozumieć tę presję, należy rozważyć przypadek wysoce uzdolnionego menedżera funduszu hedge wyspecjalizowanego w jednej strategii. Obecnie duża część środków tego zarządzającego jest zainwestowana w fundusz. Prowadzi on organizację mającą duże koszty stałe, dostęp do dużych inwestorów oraz dostarczającą usługi tym inwestorom. Chcąc zmaksymalizować wartość aktywów, reputacji, dostępności inwestorów oraz organizacji, zarządzający może rozbudować ją przez proces dywersyfikacji. Może uruchomić nowe produkty oparte na różnych strategiach, a także skorzystać ze swojej reputacji w celu sprzedaży produktów bardziej przypominających aktywnie zarządzane fundusze powiernicze. Wraz z procesem dywersyfikacji przez menedżera funduszu hedge firma zarządzająca nie tylko staje się bardziej wartościowa, ale również rozwija wartość niezależną od pierwotnej strategii funduszu hedge zastosowanej przez zarządzającego. Ewolu-

cja firmy zarządzającej takim funduszem oraz wprowadzanie nowych produktów spowoduje, że jej działalność będzie bardziej przypominała instytucje finansowe, a mniej zachowanie zarządzającego funduszem hedge, który korzystał z pojedynczej strategii. Fundusze powiernicze napotykać przeszkody w powielaniu strategii funduszy hedge, lecz mimo to mogą wdrażać niektóre strategie właściwe funduszom hedge. Wraz ze wzrostem ogólnej świadomości inwestorów dotyczącej tej strategii będzie rosła presja na fundusze powiernicze, aby zaoferowały produkty zawierające w sobie tę strategię. W rezultacie niektóre fundusze powiernicze będą bardziej przypominały fundusze hedge.

W ostatnich latach znacznie wzrosła liczba funduszy powierniczych implementujących „lekkie” strategie właściwe funduszom hedge. Wprawdzie fundusze te nie radzą sobie tak dobrze, jak fundusze hedge, jednak ich wyniki są bardziej podobne do wyników funduszy hedge niż do wyników funduszy powierniczych. Inwestorzy instytucjonalni branży funduszy powierniczych rozwiną większą liczbę strategii zawierających w sobie krótkie pozycje oraz użycie derywatów. Pozwoli to na wzrost konkurencji z funduszami hedge, a jednocześnie sprawi, że będą one tańsze. Zmaleje zatem popyt na „proste” fundusze hedge, ponieważ opłaty w funduszach powierniczych są znacznie niższe.

3.2. Zmiana wyników inwestycyjnych funduszy hedge

Pieniądze wpływające do branży funduszy hedge są inwestowane zarówno w istniejące strategie, jak i rozwój nowych strategii, które zazwyczaj nie mogą być tak dobre, jak już istniejące. Biorąc pod uwagę fakt, że fundusze hedge dostarczając płynność rynkowi, eliminują rozbieżności cenowe, czyli podnosi się ich efektywność, to więcej funduszy hedge próbujących zarabiać na braku efektywności oznacza, że rozbieżności te będą eliminowane jeszcze szybciej, przez co zyski funduszy hedge zarabiających w ten sposób będą mniejsze. Ponadto istnieje ograniczony popyt na płynność, z której korzystają fundusze hedge, przez co więcej środków inwestowanych w zapewnienie tej płynności może być wartościowe dla rynków kapitałowych, jednak nie da już poprzednich wyników, takich jak w pojedynczych funduszach hedge. Wynika z tego, że dodatkowe środki wpływające do funduszy hedge w przyszłości zazwyczaj nie będą generowały tak dużych stóp zwrotu, jak było w przeszłości. Wyniki inwestycyjne indeksu Barclay Hedge Fund Index na tle indeksu S & P 500 przedstawiono na rysunku 2. Z danych na nim wynika, że w latach 1997–2012 rezultat na portfelu funduszy hedge, mierzony indeksem Barclay Hedge Fund Index, wyniósł 301,8%, znacznie przewyż-



Rysunek 2. Indeks Barclay Hedge Fund Index na tle indeksu akcji S & P 500 w latach 1997–2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.barclayhedge.com i stooq.pl (marzec 2013).

szając stopę zwrotu funduszy powierniczych, które inwestują w indeks S & P 500. W badanym okresie indeks ten osiągnął wynik na poziomie 75,4%.

3.3. Zmiany w regulacjach i nadzorze funduszy hedge

Odnosząc się do głównych kierunków rozwoju funduszy hedge, stwierdzić można, że ich rynek będzie bardziej regulowany. Obawy dotyczące potencjalnego kreowania przez fundusze hedge ryzyka systemowego oraz ochrona inwestorów spowodowały w ostatnim okresie, że zarówno Stany Zjednoczone jak i Europa doświadczyły znacznej presji na zwiększenie regulacji do funduszy hedge¹⁵. Obecnie można stwierdzić, że klasyczne fundusze powiernicze są pod tym względem znacznie „upośledzone” w stosunku do funduszy hedge. Regulacje, którym podlegają, ograniczają ich działalność. Dodatkowo wraz ze wzrostem wielkości środków inwestowanych w fundusze hedge zarządzający muszą wypracować nowe strategie, z których część może prowadzić do wzrostu nacisków na ich regulację. Niektóre z funduszy hedge specjalizują się w pożyczaniu środków innym podmiotom. Władze regulacyjne także nie są skłonne do zezwolenia nieregulowanym funduszom hedge na podjęcie konkurencji z regulowanymi bankami. Ponieważ przedsiębiorstwa zarządzające funduszami hedge konkurują z innymi instytu-

¹⁵ S.L. Schwarcz, *Systemic Risk*, „The Georgetown Law Journal” 2008, Vol. 97, No. 193, s. 32.

cjami finansowymi, wydaje się, że pozostali uczestnicy rynku będą się obawiali różnicy w uprzywilejowaniu funduszy hedge.

4. Rynek funduszy hedge w Polsce

Trudno o wyniki badań funduszy hedge w Polsce, ponieważ nie występują one oficjalnie. Zgodnie z ustawodawstwem w Polsce nie mogą być tworzone¹⁶. Na koniec 2012 roku w Polsce nie zarejestrowano ani jednego funduszu hedge. Polscy inwestorzy mimo prawnego zakazu funkcjonowania tych funduszy, mają jednak dostęp do ich szerokiego spektrum w przyjaznych im jurysdykcjach w Europie (Wielkiej Brytanii, Luksemburgu, Szwajcarii i Irlandii). Według norm zawartych w polskiej ustawie, istniejące na świecie fundusze hedge nie kwalifikują ich do funduszy inwestycyjnych. Zarejestrowane poza granicami Polski fundusze nie mogą być uznane za fundusze inwestycyjne otwarte z wielu powodów. W artykule 82 tego aktu prawnego określono fundusze otwarte jako te, które „zbywają jednostki uczestnictwa i dokonują ich odkupu na żądanie uczestnika funduszu”. Ogromna większość nieregulowanych funduszy nie spełnia tego kryterium, dlatego nie mogą być uznane za fundusze inwestycyjne.

Kolejnym powodem, dla którego fundusze hedge nie spełniają wymogów ustawy, jest zapisany w niej wymóg zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa z częstotliwością określoną w statucie funduszu, ale nie rzadziej niż raz na siedem dni. Powstaje wobec tego pytanie, czy fundusze hedge zgodne są z definicją funduszy zagranicznych? W artykule drugim ustawy zdefiniowano je jako „fundusze inwestycyjne otwarte lub spółki inwestycyjne z siedzibą w państwie członkowskim prowadzące działalność zgodnie z prawem wspólnotowym regulującym zasady zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe”. Wyłącza to automatycznie fundusze hedge zlokalizowane poza terytorium Unii Europejskiej. W odniesieniu do funduszy zarejestrowanych na terytorium UE w ustawie zapisano, że muszą one prowadzić działalność zgodnie z prawem wspólnotowym regulującym zasady zbiorowego inwestowania. Fundusze hedge nie kwalifikują się do regulacji dotyczących Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities (UCITS), dlatego nie są uznawane za fundusze zagraniczne, tym samym polski nadzorca uznaje ich działalność za nielegalną i sprzeciwia się ich dystrybucji.

¹⁶ Ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, DzU 2004, nr 146, poz. 1546.

Od roku 2005 występują w Polsce fundusze zarządzane na przykład przez Investors TFI, Opera TFI, które w materiałach marketingowych w odniesieniu do nazw i opisu strategii używają bezpośrednio określenia hedge lub powiązanego z nim *absolute return*. Prawdą jest, że występują trudności z jednoznacznym definiowaniem funduszy hedge, o czym sygnalizowano, to jednak z całą pewnością można stwierdzić, iż mimo występowania pewnych elementów strategii funduszy hedge w działalności TFI, nie są funduszami hedge. Część polskich badaczy definiuje je jako *quasi-hedge*¹⁷. O nieprawidłowości takiego toku rozumowania świadczyć może mnogość różnic między funduszami hedge a funduszami inwestycyjnymi zamkniętymi (FIZ), które zgodnie z literą prawa są najbardziej elastyczne spośród wymienionych w ustawie. FIZ musi przestrzegać przepisów ustawy, które jednoznacznie odróżniają go od funduszu hedge. Różnice te są następujące:

- a) fundusz hedge nie ma obowiązku składania wniosku do KNF o zgodę na prowadzenie działalności na terenie UE, tak jak to jest w przypadku FIZ;
- b) fundusz hedge dąży do nieograniczonej stopy zwrotu, natomiast FIZ inwestuje pod kątem stopy zwrotu z benchmarku;
- c) polityka inwestycyjna funduszu hedge jest znacznie bardziej agresywna;
- d) fundusz hedge ma znacznie dłuższy horyzont inwestycyjny niż w FIZ;
- e) fundusz hedge nie jest zmuszony do przestrzegania limitów inwestycyjnych i określonych zasad dywersyfikacji lokat jak FIZ;
- f) fundusz hedge wykorzystuje w prowadzonej polityce inwestycyjnej szersze spektrum instrumentów, w tym instrumenty pochodne, krótką sprzedaż, zakup na kredyt;
- g) zarządzający w funduszu hedge angażuje własne środki, w przypadku FIZ prawie nigdy tak nie jest;
- h) fundusz hedge nie musi dokonywać codziennej wyceny portfela na wypadek jego upłynnienia ze względu na niską częstotliwość wypłat, w przypadku FIZ jest taka konieczność.

¹⁷ K. Perez, *Wyniki inwestycyjne funduszy hedge. Czynniki wpływające na ich interpretację*, „Bank i Kredyt” 2011, t. 42, nr 6, s. 106.

Podsumowanie

Elastyczność funduszy hedge determinująca ich wyniki inwestycyjne dostarcza dowodów na ich wyższość nad innymi formami inwestowania. Na tej podstawie można oczekiwać dalszego dynamicznego rozwoju funduszy hedge na świecie. Prawdopodobne jest, że fundusze hedge dotrą też do Polski. Od presji na ustawodawcę i KNF będzie zależeć, czy luka prawna w funkcjonowaniu funduszy hedge w Polsce zostanie zniwelowana przez dostosowanie prawa polskiego do rozwiązań przyjętych w Europie. Ustawodawca może jednak obwarować ich działalność przepisami, które ograniczą ich swobodę, co skutkować będzie małym wpływem sektora nieregulowanych funduszy na rozwój całego rynku finansowego.

Literatura

- Aspadarec W., *Systemic Risk Aspects in Context of Hedge Funds Activities*, „Trends in the World Economy” 2012, t. 4.
- 2010 Key Trends in Global Hedge Funds, EurekaHedge, August 2010, www.eurekaHedge.com.
- Ineichen A.M., Silberstein K., *AIMA's Roadmap to Hedge Funds*, Alternative Investment Management Association, London 2008.
- Lhabitant F.S., *Hedge Funds: Quantitative Insights*, John Wiley & Sons, London 2004.
- McCarthy C., *Hedge Funds: What Should Be the Regulatory Response?*, www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2006/1207cm.shtml.
- McCrary S.A., *Hedge Fund Course*, John Wiley & Sons, New York 2004.
- Niedziółka P., *Fundusze hedgingowe a stabilność finansowa*, Difin, Warszawa 2009.
- Perez K., *Fundusze hedge. Istota strategii, potencjał rynku*, C.H. Beck, Warszawa 2011.
- Schwarcz S.L., *Systemic Risk*, „The Georgetown Law Journal” 2008, Vol. 97, No. 193.
- Stefanini F., *Investment Strategies of Hedge Funds*, John Wiley & Sons, London 2006.
- Stulz R.M., *Hedge Funds: Past, Present, Future*, „Journal of Economic Perspectives” 2007, t. 21, nr 2.
- Ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, DzU 2004, nr 146, poz. 1546.

THE FUTURE OF HEDGE FUNDS IN THE WORLD AND IN POLAND**Summary**

In the article there are presented some considerations associated with the one of the financial market participants – hedge funds. The first part presents the hedge funds on the background of trust funds explaining main discrepancies between them. The next part contains the analysis of the hedge funds sector and the debriefing of assets value in managing hedge funds in 1997–2012. The last and main part accounts for some thoughts concerning institutional future of those objects when the probable convergence between hedge and mutual funds is concerned.

Keywords: hedge funds, mutual funds, financial market