

KATARZYNA PEREZ

## FUNDUSZE HEDGE A BEZPIECZEŃSTWO, SPÓJNOŚĆ I STABILNOŚĆ RYNKU FINANSOWEGO NA ŚWIECIE<sup>1</sup>

### I. WPROWADZENIE

Fundusze hedge, których geneza datuje się na koniec lat 40. XX w., są jednym z rodzajów *alternative investments* dla tradycyjnych funduszy inwestycyjnych. Ich zarządzający, wykorzystując swe umiejętności oraz różnorodne narzędzia i techniki inwestycyjne (w tym dźwignię finansową, krótką sprzedaż i derywaty), budują strategie inwestycyjne mające na celu osiągnięcie nieograniczonych stóp zwrotu (*absolute returns*), nieskorelowanych z tradycyjnymi instrumentami finansowymi. Fundusze hedge są oferowane głównie na rynku prywatnym, w związku z czym podlegają bardzo ograniczonym regulacjom prawnym.

Dla szerszej grupy uczestników rynku finansowego fundusze hedge stały się rozpoznawalne w latach 90. XX w. między innymi dzięki ich spektakularnym zyskom (np. fundusz Quantum George'a Sorosa 22 września 1992 r. zarobił 1 mld USD w wyniku zawarcia transakcji o wartości 10 mld USD na zniżkę funta brytyjskiego, co zmusiło Bank Anglii do wycofania waluty z mechanizmu ERM II), ale przede wszystkim dzięki ich ogromnym stratom, które ponieśli w 1998 r. zarządzający funduszem Long-Term Capital Management (LTCM). W trakcie kryzysu rosyjskiego wskutek błędnych decyzji inwestycyjnych stracili oni 4,6 mld USD, co stanowiło 90% zarządzanych aktywów, w wyniku czego fundusz utracił płynność. Bankructwo LTCM oznaczałoby ogromne straty dla wielu współpracujących z nim banków inwestycyjnych (głównie z USA, ale też z Wielkiej Brytanii, Włoch, Francji czy Japonii) sięgające łącznie od 3 do 5 mld USD<sup>2</sup>. Zdaniem Williama J. McDonougha, ówczesnego szefa Federal Reserve

---

<sup>1</sup> Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2008-2011 jako projekt badawczy nr N N112 056734 „Perspektywy rozwoju rynku funduszy hedgingowych w Polsce na tle rynków dojrzałych” oraz projekt badawczy nr N N113 200737 „Cechy polskich funduszy inwestycyjnych a ich stopy zwrotu”.

<sup>2</sup> Dane te, oszacowane przez sam fundusz, dotyczyły jego 17 najważniejszych partnerów, którzy posiadali znaczną ekspozycję na LTCM wynikającą z inwestycji w funduszu, niezabezpieczonych pożyczek, linii kredytowych, usług brokerskich oraz umów o współpracę. Każdy z amerykańskich banków inwestycyjnych zaangażowanych w LTCM mógł stracić od 300 do 500 mln USD, do czego – w razie upadku funduszu – dochodziłyby straty związane z chaosem na rynku i brakiem płynności; cyt. za: The U.S. President's Working Group on Financial Markets, *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*, kwiecień 1999 r., <http://www.ustreas.gov>, s. 17.

Bank w Nowym Jorku, nie tylko byłoby to rujnujące dla tych banków, ale również dla amerykańskiej gospodarki i rynku finansowego, gdyż pojawiłoby się ogromne ryzyko ich niestabilności<sup>3</sup>. W związku z poważnymi obawami co do wybuchu kryzysu finansowego, mając duże wsparcie W. J. McDonougha, kilkanaście instytucji finansowych zgodziło się zawrzeć z LTCM umowę o pomocy opiekującą na 3,625 mld USD. Ostatecznie pozwoliło to na uniknięcie załamania się koniunktury na rynku finansowym i zamknięcie w ciągu kilku miesięcy wszystkich pozycji funduszu z niewielkim zyskiem.

Pod wpływem upadku LTCM (a także w wyniku wahań koniunktury na globalnym rynku finansowym po pęknięciu tak zwanej *dot-com bubble*) wśród uczestników rynku finansowego rozgorzała dyskusja na temat roli funduszy hedge na światowym rynku finansowym. Nie brakowało stwierdzeń, że fundusze te charakteryzują się zbyt wysokim poziomem spekulacji, zbyt dużą dźwignią finansową oraz zbyt wysokim poziomem ryzyka (nie tylko inwestycyjnego, ale i ryzyka płynności, kredytowego czy operacyjnego). W dodatku są one nieprzejrzyste, więc działają na międzynarodowym rynku finansowym „w tajemnicy”. Uznano, że mogą stanowić zagrożenie bezpieczeństwa, spójności i stabilności globalnego systemu finansowego. Stąd należałoby je uregulować i poddać ścisłej kontroli organów nadzorczych. Jednym z głównych argumentów „za” było zbyt duże prawdopodobieństwo popadnięcia funduszy hedge w ruinę, co mogłoby spowodować pęknięcie fundamentów tradycyjnej części rynku finansowego (w tym przede wszystkim amerykańskiego). Z kolei głównym argumentem „przeciw” było to, że zwiększona ingerencja organów nadzoru rynkowego w fundusze hedge w krajach *onshore* nie zmieni istoty i zasięgu ich działania, a jedynie spowoduje, iż przeniosą one swoje siedziby do krajów *offshore*<sup>4</sup>.

Dyskusja na temat zagrożeń, jakie niesie ze sobą działalność funduszy hedge dla światowego rynku finansowego, ucichła w trakcie hossy panującej na globalnym rynku kapitałowym w latach 2003-2007. Jednakże w rezultacie wybuchu globalnego kryzysu finansowego, który przyczynił się do załamania gospodarki światowej w latach 2007-2008, a także wybuchu różnego rodzaju skandali finansowych (w tym tzw. sprawy Madoffa<sup>5</sup>), klimat wokół tematu ściślejszego uregulowania rynku funduszy hedge znacznie się zmienił. Zaczęto podkreślać, że jest ono konieczne, ponieważ – jak pokazują dotychczasowe doświadczenia – fundusze hedge mogą doprowadzić do ogromnych strat w kapitale inwestorów, a także negatywnie wpływać na wiodące gospodarki

<sup>3</sup> W. J. McDonough, *Statement before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, October 1, 1998*, „Federal Reserve Bulletin” 1998, nr 84 (grudzień), s. 1051.

<sup>4</sup> Opinię taką wyraził sam Alan Greenspan, por. idem, *Statement before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, October 1, 1998*, w: ibidem, , s. 1046-1050.

<sup>5</sup> Bernard Madoff, amerykański finansista i filantrop, założyciel i były przewodniczący NASDAQ, 18 grudnia 2008 r. został aresztowany, a 29 czerwca 2009 r. skazany na 150 lat więzienia za wielomiliardowe nadużycia (warte 65 mld USD), których dopuścił się w swojej działalności na rynku finansowym, tworząc piramidę finansową, zwaną piramidą Madoffa ([www.wikipedia.pl](http://www.wikipedia.pl)). B. Madoff działał poprzez kilka funduszy funduszy hedge (funds of hedge funds – FoHF), co spowodowało bardzo duży spadek reputacji FoHF i branży funduszy hedge jako całości; za: IFSL Research, *Hedge Funds 2009*, kwiecień 2009 r., [www.ifsl.uk](http://www.ifsl.uk), s. 3.

światowe (głównie gospodarkę amerykańską, gdzie są najbardziej aktywne) praktycznie bez żadnych konsekwencji<sup>6</sup>.

Celem niniejszego artykułu jest odpowiedź na pytanie, czy fundusze hedge, jako jedne z najbardziej aktywnych i nieprzejrzystych instytucji finansowych na świecie, stanowią zagrożenie dla światowego rynku finansowego i w związku z tym powinny podlegać bezpośrednim regulacjom prawnym, które zwiększą nad nimi kontrolę. Artykuł składa się z pięciu części. W sposób syntetyczny przedstawiono filary funkcjonowania rynku finansowego odpowiadające podstawowym celom tworzenia regulacji prawnych dotyczących tego rynku oraz filary nieuregulowanego rynku funduszy hedge. Następnie uwagę skupiono na zależnościach występujących między funduszami hedge a bezpieczeństwem, spójnością i stabilnością rynku finansowego na świecie jako celami tworzenia na nim regulacji prawnych. Dalej scharakteryzowano projekty ustaw o funduszach hedge zaproponowane w Stanach Zjednoczonych i Unii Europejskiej i wskazano na ich potencjalne znaczenie dla tych podmiotów. Artykuł kończy podsumowanie, w którym zweryfikowano postawioną we wprowadzeniu hipotezę, nakszając jednocześnie dalsze perspektywy rozwoju rynku funduszy hedge na świecie.

## II. FILARY FUNKCJONOWANIA RYNKU FINANSOWEGO I RYNKU FUNDUSZY HEDGE

Pierwsze regulacje prawne dotyczące rynku finansowego na świecie stworzono w Stanach Zjednoczonych w latach 30. XX w. w następstwie Wielkiej Depresji. Z jednej strony – obnażyła ona słabości ówczesnego systemu finansowego i czynniki zagrażające jego stabilności. Z drugiej – uzmysłowiła jego uczestnikom konieczność wprowadzenia zasad prawnych, które w sposób czytelny i dokładny wskazywałyby, jak powinni oni funkcjonować, aby w przyszłości uniknąć kryzysu finansowego tak niszczącego rynek finansowy i gospodarkę, jak w czasie Wielkiej Depresji.

Ustanowione wówczas regulacje skupiały się na trzech celach:

- ochronie inwestorów (szczególnie drobnych) i ich lokat przed nadużyciami i oszustwami finansowymi ze strony instytucji finansowych poprzez ich licencjonowanie, rejestrowanie, tworzenie wymogów minimalnych oraz zwiększoną przejrzystość, a także zapewnienie, że instytucje te świadczyć będą usługi na odpowiednim poziomie po konkurencyjnych cenach,

- zagwarantowaniu spójności systemu finansowego poprzez stworzenie wymogów dotyczących odpowiedniej wysokości kapitału i zabezpieczenia transakcji dokonywanych przez podmioty wchodzące w skład tego systemu<sup>7</sup>,

- stabilności i redukcji ryzyka systemowego poprzez monitorowanie ekspozycji rynkowych i wymaganie odpowiednich zachowań korygujących to ryzyko ze strony uczestników rynku finansowego<sup>8</sup>.

<sup>6</sup> P. Hastings, *Hedge Fund Transparency Act*, „Stay Current. A Client Alert from Paul Hastings” 2009, luty, [www.paulhasting.com](http://www.paulhasting.com), s. 1.

<sup>7</sup> F.-S. Lhabitant, *Handbook of Hedge Funds*, John Wiley&Sons, Hoboken, New Jersey 2006, s. 37.

<sup>8</sup> B. Eichengreen, *The Regulator's Dilemma: Hedge Funds in the International Financial Architecture*, „International Finance” 2, 1999, nr 3, s. 427 i 430.

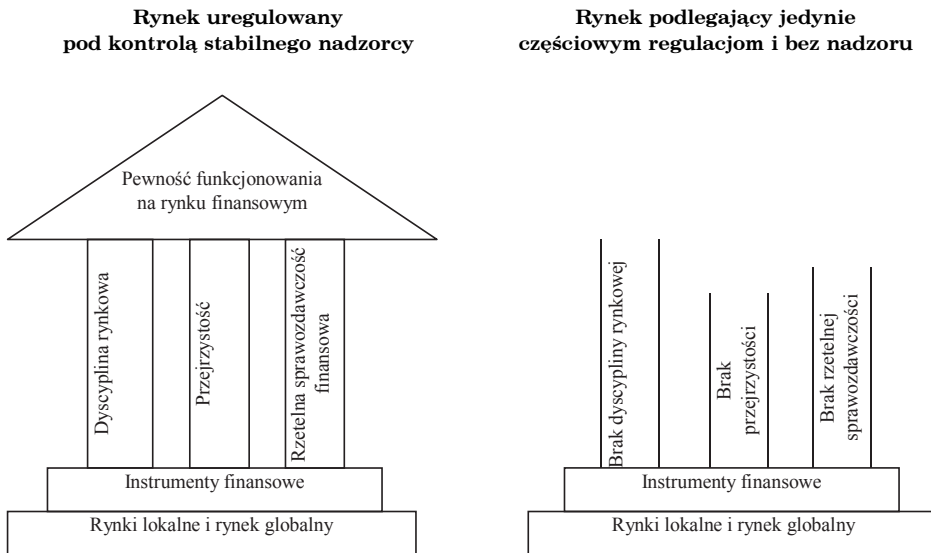
Cele te do dziś przyświecają ustawodawcy amerykańskiemu, są one również realizowane przez legislatorów wszystkich lokalnych rynków finansowych na świecie. Jednocześnie odpowiadają one trzem filarom rynku finansowego:

- dyscyplinie rynkowej,
- przejrzystości,
- rzetelnej sprawozdawczości finansowej,

które, pozwalając na osiągnięcie odpowiedniego poziomu jego uregulowania i zapewniając jego ciągłe monitorowanie przez odpowiednie organy nadzorcze, decydują o pewności prowadzenia działalności i inwestowania na rynku (por. lewą stronę schematu).

### Schemat

Filary uregulowanych i nieuregulowanych rynków finansowych



Źródło: D. N. Chorofias, *Alternative Investments and the Mismanagement of Risk*, Palgrave MacMillan, Hampshire-New York 2003, s. 229.

Jak sugeruje prawa strona schematu, rynek finansowy (lub jego część) działający w oparciu o ograniczone regulacje prawne i niepodlegający kontroli instytucji nadzorczych jest w „ruinie”, nie posiada bowiem silnych fundamentów pozwalających mu istnieć i się rozwijać. Sprawia to, że jego uczestnicy (występujący zarówno po stronie podaży, jak i popytu na kapitał), wiedząc, iż znajdują się na nim pułapki i wyboje, nie mają pewności co do funkcjonowania na nim<sup>9</sup>. Taka sytuacja nie może się zdarzyć na tradycyjnych rynkach finansowych, stąd na całym świecie występuje wysoki stopień ich uregulowania, który potencjalnie ma zwiększyć bezpieczeństwo ich działania.

<sup>9</sup> D. N. Chorofias, op. cit., s. 229-230.

Inna sytuacja występuje w wypadku rynku funduszy hedge, który stanowi alternatywną część rynku finansowego. Z jednej strony, można stwierdzić, że fundusze hedge są uregulowane w sposób pośredni – na co dzień działają bowiem na tradycyjnym rynku finansowym (współpracują z tradycyjnymi instytucjami finansowymi, takimi jak banki, domy maklerskie i brokerskie, a nawet fundusze emerytalne; poza tym zawierają transakcje na regulowanych rynkach akcji, obligacji czy instrumentów pochodnych). Pośrednio zatem stanowią część prawej strony schematu. Z drugiej jednak strony, fundusze hedge funkcjonują, opierając się na normach prawnych, które pozwalają im unikać konieczności utrzymywania przedstawionych wyżej filarów rynku finansowego<sup>10</sup>, w realizacji swoich strategii chcą mieć bowiem jak największą elastyczność. Ponieważ ta nie jest celem ustawodawców i nadzorców tego rynku, uważają oni, że fundusze hedge stanowią lewą stronę schematu. Może to być niebezpieczne dla uregulowanej części rynku, której fundamenty łatwo mogą zostać zachwiane przez ich ryzykowne działania.

### III. CELE REGULACJI PRAWNYCH DOTYCZĄCYCH RYNKU FINANSOWEGO A DZIAŁALNOŚĆ FUNDUSZY HEDGE

W pracach dotyczących badania zależności między poziomem regulacji prawnych a rozwojem rynku finansowego zauważa się, że im silniejsze są podstawy prawne rynku finansowego i instytucji finansowych, tym bardziej rozwinięty jest rynek finansowy<sup>11</sup>. Podkreśla się również<sup>12</sup>, że jego prawidłowe funkcjonowanie jest możliwe tylko dzięki przestrzeganiu wspomnianych wyżej celów jego regulacji prawnych. Cele te są ze sobą ściśle powiązane i w pewnym stopniu pokrywają się. Dla przykładu – niektóre regulacje dotyczące uczciwości, efektywności i przejrzystości rynku finansowego pomagają zmniejszyć ryzyko niestabilności systemu finansowego. Podobnie wskaźniki regulujące poziom stabilności systemu finansowego mogą być przydatne do określenia stopnia ochrony inwestorów<sup>13</sup>.

<sup>10</sup> Z punktu widzenia prawa, fundusze hedge mają postać przede wszystkim spółek komandytowych (*limited partnerships*) lub spółek z ograniczoną odpowiedzialnością (*limited liability companies*). Ponadto większość z nich ma siedzibę w krajach *offshore*, w których występują nie tylko udogodnienia podatkowe, ale i organizacyjne.

<sup>11</sup> Por. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, *Law and Finance*, „Journal of Political Economy” 106, 1998, nr 6, s. 1113-1155; iidem, *Legal Determinants of External Finance*, „Journal of Finance” 52, 1997, nr 3, s. 1131-1150; A. Khorana, H. Servaes, P. Tufano, *Explaining the Size of the Mutual Fund Industry around the World*, „Journal of Financial Economics” 78, 2005, nr 1, s. 145-185.

<sup>12</sup> Por. S. van Berkel, *Should Hedge Funds Be Regulated?*, „Journal of Banking Regulation” 9, 2008, nr 3, s. 202-207; E. Wymeersch, *The Structure of Financial Supervision in Europe: About Single Financial Supervisors, Twin Peaks and Multiple Financial Supervisors*, „European Business Organization Law Review” 8, 2007, s. 243-245; R. M. Stulz, *Hedge Funds: Past, Present and Future*, „Journal of Economic Perspectives” 21, 2007, nr 2, s. 187-190; P. Cartwright, *Banks, Consumers and Regulation*, Hart Publishing, Oxford-Portland, Oregon, 2004, s. 30-42; G. P. Gilligan, *Regulating the Financial Services Sector*, Wolters Kluwer, London-Hague-Boston 1999, s. 36-40; D. T. Llewellyn, *The Economic Rationale for Financial Regulation*, „FSA Occasional Paper Series” 1999, Occasional Paper nr 1, April, s. 8-9; P. Athanassiou *Hedge Fund Regulation in the European Union. Current Trends and Future Perspective*, Wolters Kluwer, Alphen aan den Rijn, The Netherlands 2009, s. 52.

<sup>13</sup> P. Athanassiou, op. cit., s. 52.

Poniżej zaprezentowano związek między funduszami hedge a ochroną inwestorów, spójnością i stabilnością rynków finansowych, jako celami przyswecającymi ich regulatorom i nadzorcom na świecie.

## 1. Ochrona inwestorów

Ochrona inwestorów (*investor protection*) jest celem regulowania rynku finansowego, któremu przypisuje się największe znaczenie. Polega ona na zapewnieniu inwestorom bezpieczeństwa alokacji kapitału i na ochronie przed załamaniem koniunktury na rynku lub niepożądanymi działaniami instytucji finansowych, w których przechowywane są środki inwestorów. Jest ona zagwarantowana dzięki rozbudowanym regulacjom prawnym, które oddziałują na poszczególne instytucje finansowe w sposób bezpośredni (przez ustawę o danej instytucji finansowej) lub pośredni (przez akty prawne dotyczące nadzoru i funkcjonowania lokalnych lub regionalnych rynków finansowych). Regulacje te zapewniają wysoki stopień przejrzystości instytucji finansowych, dzięki czemu inwestorzy mają większe zaufanie do rynku finansowego i wykazują znacznie większe nim zainteresowanie, co przyczynia się do jego rozwoju.

Jedną z podstawowych cech funduszy hedge jest ich ograniczona przejrzystość, która wynika z:

- funkcjonowania tych funduszy na podstawie form prawnych zwalniających je z obowiązków upubliczniania informacji na temat ich wyników inwestycyjnych czy alokacji ich aktywów<sup>14</sup>,
- „utajniania” szczegółów na temat realizowanych przez nie strategii inwestycyjnych<sup>15</sup>.

Nie mając dostatecznej wiedzy i informacji o zarządzających funduszami i ich strategiach (które często są niezrozumiałe), inwestorzy podejmują zbyt duże ryzyko inwestycyjne i narażają się na ewentualne wysokie straty. Ich wzrost powoduje najczęściej umorzenia udziałów w danym funduszu. Zbyt duża liczba umorzeń może zaś ostatecznie prowadzić do jego likwidacji, co ma negatywne konsekwencje dla inwestorów.

Jak wskazują statystyki, każdego roku z rynku znika około 10% funduszy hedge<sup>16</sup>. Aby chronić inwestorów przed utratą kapitału powstała w wyniku złego zarządzania menedżerów funduszy hedge, nadzorcy rynków finansowych, tacy jak amerykańska Securities and Exchange Commission (SEC) czy brytyjski Financial Services Authority (FSA), wprowadzili przepisy prawne pozwalające na większą przejrzystość tych podmiotów. Jednym z takich przepisów jest obowiązek rejestracji zarządzających funduszami hedge, z którym

<sup>14</sup> Warto dodać, że podawanie takich informacji do wiadomości publicznej mogłoby zostać odczytane przez władze nadzorcze danego rynku finansowego jako publiczny marketing, a jego stosowanie przez te fundusze, jako instytucje działające na rynku prywatnym, jest zabronione (np. w Stanach Zjednoczonych).

<sup>15</sup> Szczegóły dotyczące strategii inwestycyjnych są w funduszach hedge bardzo często trzymane w tajemnicy. Mogłyby bowiem zostać bardzo szybko skopiowane, co na pewno stanowiłoby zagrożenie ich dodatknych wyników inwestycyjnych. Ich „utajnienie” ma zatem bardzo istotne znaczenie ze względu na potencjalny sukces zarządzających funduszami hedge.

<sup>16</sup> R. M. Stulz, op. cit., s. 188.

wiąże się konieczność przekazania nadzorcy sprawozdania z prowadzonej działalności. Dotyczy ona jednak tylko części funduszy hedge:

– w USA rejestracji w SEC podlegają wszyscy zarządzający aktywami o wysokości minimum 30 mln USD. Fundusze mniejsze, które notabene stanowią ponad 50% tego rynku, nie muszą tego robić;

– w Wielkiej Brytanii menedżerowie funduszy hedge muszą zostać autoryzowani przez FSA, jednakże oznacza to tylko przekazanie nadzorcy podstawowych informacji założycielskich. Znaczna większość zarządzanych przez nich funduszy to fundusze *offshore*, rozpoznawane, ale nie kontrolowane przez FSA.

W związku z tym w ostatnim czasie regulatorzy rynków amerykańskiego i europejskiego chcą wprowadzić w życie ustawy o funduszach hedge (o czym w dalszej części artykułu). Ich zdaniem, pozwoli to na znaczne zwiększenie ochrony inwestorów i bezpieczeństwa obrotu na rynku finansowym.

Jakkolwiek intencje nadzorców są zrozumiałe, to jednak w literaturze podkreśla się, że ochrona inwestorów nie powinna być argumentem za wprowadzaniem rygorystycznych przepisów prawnych dotyczących funduszy hedge. Po pierwsze – podmioty te nie są dostępne dla drobnych inwestorów, a to ich bezpieczeństwo (a nie podmiotów bogatych) leży w gestii organów nadzorczych. Oczywiście można argumentować, że nie jest to do końca prawda, w Europie występują bowiem fundusze funduszy hedge (FoHF), które są oferowane niezamożnym inwestorom. Należy jednak pamiętać, że fundusze te często działają zgodnie z dyrektywą UCITS (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities) i w związku z tym są przejrzyste. Po drugie – ani w teorii, ani w praktyce nie ma dowodów na to, że straty funduszy hedge, choć bolesne dla ich inwestorów (którzy notabene powinni zdawać sobie sprawę z ryzyka inwestowania w alternatywne instrumenty finansowe), powodują jakiegokolwiek koszty społeczne. Inwestorzy zamożni bynajmniej nie muszą inwestować w fundusze hedge, a jeśli to robią, mają możliwość przedsięwzięcia kroków prawnych w sytuacji oszustwa<sup>17</sup>. Po trzecie – ścisłe uregulowanie funduszy hedge na pewno nie zwiększy na nie popytu (bynajmniej nie staną się one dzięki temu szeroko dostępne dla drobnych inwestorów indywidualnych) i nie spowoduje, że słabi zarządzający przestaną wypracowywać straty. Nie jest ono zatem potrzebne. Nie przyczyni się do istotnego zwiększenia ochrony interesów inwestorów, a może być poważną barierą w dalszym rozwoju tego rynku.

## 2. Spójność rynku finansowego

Kolejnym celem tworzenia regulacji prawnych dotyczących rynku finansowego jest jego spójność (*market integrity*), rozumiana jako konieczność i możliwość bezpiecznego realizowania transakcji przez inwestorów na

<sup>17</sup> Ciekawe przypadki pozwów sądowych wytoczone przez HNWI funduszom hedge opisuje H. Parry, *Hedge Funds, Hot Makers and the High Net Worth Investors: A Case for Great Her Protection?*, „Northwestern Journal of International Law & Business” 2001, nr 21, s. 703-721; R. M. Stulz, op. cit., s. 189.

przejrzystym, uczciwym i niedyskryminującym nikogo rynku finansowym, który jest wolny od manipulacji, oszustw, spisków i innych form nadużycia.

Pogwałceniem spójności i uczciwości rynku finansowego są przede wszystkim *insider trading*<sup>18</sup>, *front running*<sup>19</sup>, nieprawdziwa wycena złożonych instrumentów finansowych lub przywileje przyznane przez brokerów niektórym funduszom. Działania te powodują zmniejszenie pewności i zaufania uczciwych inwestorów do rynku, pozbywając ich kapitału i powodując wzrost jego kosztu. To z kolei ma negatywny wpływ na ich aktywność rynkową (zmniejszony obrót kapitałem), a w następstwie – na efektywność rynku finansowego<sup>20</sup>.

Ponieważ nieuczciwość i brak spójności rynku finansowego ma poważne konsekwencje ekonomiczne, jego regulatorzy uchwalili i wprowadzili w życie przepisy koncentrujące się na zakazie *insider trading* i manipulowania rynkiem oraz na odpowiedzialności pośredników finansowych za zarządzanie kapitałem i powiernictwo. Zasady dotyczące uczciwości rynku finansowego są również przedmiotem uwagi ze strony rynków regulowanych<sup>21</sup>.

W ostatnim dziesięcioleciu spójność rynku finansowego stała się najważniejszym argumentem za ścisłym uregulowaniem funduszy hedge. Do głównych tego przyczyn zalicza się dużą liczbę kryzysów walutowych z lat 90. XX w., w których fundusze hedge mogły odegrać ważną rolę<sup>22</sup>, istotny wzrost oszustw i upadków tych funduszy oraz spraw w sądach amerykańskich, w których były

<sup>18</sup> *Insider trading* jest praktyką stosowaną przez maklerów i brokerów giełdowych, polegającą na wykorzystywaniu poufnych informacji dotyczących przedsiębiorstw, których akcjami handlują, do zawierania przynoszących im zyski transakcji spekulacyjnych i kierunkowych. Od połowy lat 80. XX w. *insider trading* jest uważany za nielegalny i podlega karze więzienia.

<sup>19</sup> *Front running* to nieetyczna i nieuczciwa praktyka stanowiąca specyficzny przypadek nadużycia konfliktu interesu. W wypadku funduszy hedge polega na tym, że zarządzający planujący kupno pewnej liczby akcji spółki do portfela funduszu hedge (co poprzez zwiększenie popytu na te akcje spowoduje wzrost ich ceny), może najpierw nabyć akcje tej spółki jako osoba prywatna. Następnie może sprzedać z zyskiem akcje tej spółki pochodzące z jego prywatnego portfela i ostatecznie pozbyć się akcji tej spółki z portfela funduszu albo z zyskiem, albo ze stratą. Tym samym zarządzający może nielegalnie wykorzystać środki pieniężne inwestorów w celu osiągnięcia własnych korzyści finansowych – za: L. Jaeger (red.), *The New Generation of Risk Management for Hedge Funds and Private Equity Investment*, Institutional Investor Books, London 2003, s. 8. Warto dodać, że działania typu *front running* nie są obce polskiej praktyce rynku finansowego. Do końca 2009 r. Komisja Nadzoru Finansowego odebrała licencje dwóm maklerom giełdowym stosującym tego rodzaju nieuczciwą praktykę, poza tym rozpatrywała kilkanaście innych postępowań dotyczących *front running*. Por. N. Chudzyńska, *Front-running, czyli jak nieuczciwi mogą być polscy maklerzy*, „Parkiet” z 7 marca 2009 r., [www.parkiet.com](http://www.parkiet.com).

<sup>20</sup> C. Comerton-Forde, J. Rydge, *Market Integrity and Surveillance Effort*, „Journal of Financial Services Research” 29, 2006, nr 2, s. 150.

<sup>21</sup> P. Athanassiou, op. cit., s. 59.

<sup>22</sup> Kryzysy te to: 1992 r. – wycofanie funta z ERM II; 1993 r. – załamanie się kursu franka francuskiego; 1994 r. – kryzys meksykański, a w 1997 r. – kryzys „tygrysów azjatyckich”, który swym zasięgiem objął m.in. waluty Malezji, Singapuru, Australii i Hongkongu. Choć według niektórych autorów fundusze hedge nie odegrały ważnej roli w kryzysach walutowych krajów rozwijających się (por. The U.S. President’s Working Group on Financial Markets, *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*, kwiecień 1999 r., <http://www.ustreas.gov>, s. A7-A8; B. Eichengreen, D. Mathieson, B. Chadha, A. Jansen, L. Kodres, S. Sharma, *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, „International Monetary Fund Occasional Paper” 1998, May, nr 166; S. J. Brown, W. N. Goetzmann, J. M. Park, *Hedge Funds and the Asian Currency Crisis of 1997*, „NBER Working Paper” 1998, February, nr 6427), to jednak uczestnicy Financial Stability Forum byli odmiennego zdania (por. Financial Stability Forum, *Report of Working Group on Highly Leveraged Institutions*, Basel, 5 April 2000, § 58-60), za: P. Athanassiou, op. cit., s. 60.



one stroną<sup>23</sup>. Nierzadko wśród motywów sprzyjających oszustwom lub złemu zarządzaniu funduszami hedge wymienia się ich strukturę prawną, która powoduje brak przejrzystości<sup>24</sup>, oraz strukturę kosztów – mogą być one istotnym czynnikiem ryzyka inwestycyjnego<sup>25</sup>.

Jakkolwiek obawy ustawodawców związane z powtarzaniem się w przyszłości sytuacji zdominowania lub manipulowania lokalnych rynków finansowych przez fundusze hedge są zrozumiałe, to jednak nie powinny być one zmniejszane w drodze szczegółowej regulacji tego rynku. Należy pamiętać, że fundusze hedge nie są jedyną grupą instytucji finansowych, której dotyczy problem nieuczciwości. Nielegalne wykorzystywanie informacji niejawnych, kreatywna księgowość, w tym „koloryzowanie” wielkości zysków lub strat, czy przedstawianie niekompletnych danych na temat transakcji zawieranych na rynku finansowym są działaniami praktykowanymi także w bankach, domach maklerskich czy tradycyjnych funduszach inwestycyjnych, mimo że ich działalność jest obwarowana bardzo wieloma przepisami prawnymi. E. J. Greupner dowodzi wręcz, że przypadki *insider trading* i manipulacji rynkiem są nawet częstsze w funduszach tradycyjnych niż w funduszach hedge<sup>26</sup>.

Ponadto znaczna większość funduszy hedge jest zbyt mała, aby zagrozić ogólnemu wizerunkowi uczciwości rynku finansowego i manipulować cenami instrumentów finansowych. Nie można też zakładać, że zarządzający funduszami o dużej wartości aktywów będą nieuczciwi. Po pierwsze – ponieważ nie mają ku temu więcej możliwości niż inni profesjonalści działający na rynku finansowym. Po drugie – ponieważ zostaliby oni bardzo szybko pozbawieni dobrej reputacji, co byłoby druzgocące dla ich dalszej kariery, znacznie bardziej niż w wypadku osób zatrudnionych w instytucjach podlegających regulacjom prawnym. Warto też pamiętać, że fundusze hedge i ich zarządzający, tak jak inni uczestnicy rynku finansowego, podlegają już przepisom prawnym dotyczącym *insider trading* czy przeciwdziałaniu przestępstwom i nadużyciom. Nie ma zatem potrzeby tworzenia odrębnych przepisów tylko dla tych podmiotów<sup>27</sup>.

### 3. Stabilność systemu finansowego

Ostatnim celem mogącym wpłynąć na zakres regulacji dotyczących funduszy hedge jest stabilność systemu finansowego (*systemic stability*). Jego realizacja skupia się na minimalizacji ryzyka niestabilności (*systemic risk*),

---

<sup>23</sup> W latach 2000-2005 SEC skierowała do sądu pozwy o oszustwo przeciw 52 funduszom hedge, które naraziły inwestorów na łączną stratę ok. 1,5 mld USD; por. M. Jickling, H. D. Negley, *Hedge Fund Failures*, „Congressional Research Service” 2008, CRS Report for Congress No. RL33746-update, 30 September, s. 1-15.

<sup>24</sup> T. W. Mungovan, J. Sablone, *The Inevitability of Hedge Fund Regulation in the US*, „Butterworths Journal of International Banking and Financial Law” 22, 2007, nr 2, s. 88.

<sup>25</sup> P. Athanassiou, op. cit., s. 61.

<sup>26</sup> E. J. Greupner, *Hedge Funds are Headed Down-Market*, „San Diego Law Review” 40, 2003, s. 1555-1594.

<sup>27</sup> P. Athanassiou, op. cit., s. 62-63.

które oznacza prawdopodobieństwo wystąpienia tzw. zdarzeń systemowych (*systemic event*). Zdarzenia te to szoki w jednej części systemu finansowego prowadzące do szoków w innych jego częściach<sup>28</sup>, co powoduje serię skorelowanych ze sobą zakłóceń we współdziałaniu instytucji finansowych i negatywnie wpływa na funkcjonowanie rynku finansowego jako systemu, wywołując kryzys finansowy. Ostatecznie opóźnienia w realizacji płatności, niezdolność rynku finansowego do panowania nad porządkiem obrotu instrumentami finansowymi oraz brak podaży kredytu wywołują deflację i recesję<sup>29</sup> i prowadzą do uszkodzenia gospodarki realnej<sup>30</sup>.

Kryzysy finansowe, które pojawiły się na świecie w ostatnich dwóch dekadach, sprawiły, że znaczenie stabilności systemu finansowego, jako zagadnienia rozpatrywanego przez regulatorów lokalnych rynków finansowych, istotnie wzrosło. Tym bardziej że – jak dowodzą badania – stabilność systemu finansowego zależy w ogromnym stopniu od poziomu ryzyka niestabilności występującego w sektorze bankowym<sup>31</sup> (siłę i konsekwencje ziszczenia się tego ryzyka mogliśmy poznać podczas ostatniego kryzysu z lat 2007-2008).

W porównaniu z bankami fundusze hedge stanowią nieliczną grupę instytucji finansowych. Jednakże ze względu na obszar i zasięg działalności są one uznawane przez ustawodawców za podmioty, które mogą przyczynić się do nagłego zwiększenia ryzyka niestabilności systemu finansowego:

- w sposób bezpośredni: poprzez upadek stosującego wysoką dźwignię finansową funduszu giganta, takiego jak LTCM, który może spowodować likwidację nie tylko jego partnerów do transakcji, ale i innych niezależnych od tego funduszu instytucji finansowych, takich jak banki lub domy maklerskie;
- w sposób pośredni: poprzez wymuszoną stratami likwidację funduszu hedge, która spowoduje zwiększenie zmienności rynku i zmniejszenie płynności w kluczowych segmentach danego rynku (szczególnie w tych, w których likwidowany fundusz był głównym dostawcą płynności)<sup>32</sup>.

W literaturze zwraca się uwagę na co najmniej dwa argumenty, które są istotne z punktu widzenia stabilności rynku finansowego i ewentualnego uregulowania pod tym kątem funduszy hedge. Pierwszy z nich to powtarzające się od 1998 r. upadki dużych funduszy hedge, których skutki mogą przenosić się na różne części świata. Drugi to poziom podejmowanego przez nie ryzyka, w szczególności ryzyka kredytowego i ryzyka płynności, co przyczynia się do zwiększenia ryzyka systematycznego rynków finansowych (w tym banków), a to

<sup>28</sup> M. D. Bordo, A. J. Schwartz, B. Mizrach, *Real Versus Pseudo-International Systemic Risk: Some Lessons from History*, „Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies” 1, 1998, nr 1, s. 31.

<sup>29</sup> J. Danielsson, A. Taylor, J.-P. Zigrand, *Highwaymen or Heroes: Should Hedge Funds Be Regulated? A Survey*, „Journal of Financial Stability” 1, 2005, s. 538-539.

<sup>30</sup> O. DeBrand, P. Hartman, *Systemic Risk: A Survey*, w: C. Goodhart, G. Illing (red.), *Financial Crisis, Contagion and the Lender of Last Resort: A Book of Readings*, Oxford University Press, Oxford-New York 2002, s. 11.

<sup>31</sup> P. Hartmann, S. Straetmans, C. de Vries, *Banking Stability: A Cross-Atlantic Perspective*, w: M. Carey, R. M. Stulz (red.), *The Risks of Financial Institutions*, University of Chicago Press, Chicago 2006, s. 133.

<sup>32</sup> M. R. King, P. Maier, *Hedge Funds and Financial Stability: The State of the Deate*, „Bank of Canada Discussion Paper” 2007, nr 9, September, s. 6.

z kolei powoduje ich destabilizację rozprzestrzeniającą się od poziomu lokalnego, przez regionalny, aż do poziomu globalnego.

Występowanie na rynku finansowym szoków cenowych sprawia, że ryzyko kredytowe i płynności podejmowane przez inwestorów stosujących wysoką dźwignię finansową (czyli przez fundusze hedge) wraca na rynek finansowy, zwiększając tym samym i tak duże ryzyko systematyczne. Bezpośrednią tego konsekwencją są straty w kapitale funduszy i innych kredytobiorców oraz ich partnerów w transakcjach. Pośrednio wpływa to również na innych uczestników rynku, których dotyczy spadek cen instrumentów finansowych. Z punktu widzenia ryzyka systematycznego rynku finansowego potencjalnie groźniejszy jest efekt bezpośredni. Zmienność i nagłe spadki cen aktywów mogą przyczynić się do wzrostu niepewności co do ryzyka kredytowego i wstrzymać pośredniczenie w kredytowaniu. To z kolei, jeśli nie zostanie opanowane, może spowodować zmniejszenie się płynności i ostatecznie doprowadzić do zahamowania wzrostu gospodarczego. Sytuacja taka wystąpiła w przypadku LTCM, a także kryzysu finansowego z lat 2007-2008<sup>33</sup>.

Do listy potencjalnych zagrożeń stabilności rynku finansowego występujących ze strony funduszy hedge dodaje się również:

- ryzyko zwiększania przez fundusze hedge zmienności rynków poprzez stosowanie bardzo ryzykownych strategii inwestycyjnych,
- ryzyko obniżenia standardów zarządzania ryzykiem w odniesieniu do funduszy hedge przez głównych brokerów, co ma związek ze zwiększoną konkurencją na rynku głównych brokerów,
- obawy o niewychwycenie niektórych rodzajów ryzyka związanych z działalnością funduszy hedge, co jest spowodowane ograniczonym dostępem do danych ilościowych na ich temat,
- ryzyko wywołania nadmiernych fluktuacji cenowych na nie płynnych rynkach<sup>34</sup>.

Należy pokreślić, że po upadku LTCM stopień i rodzaje podejmowanego przez fundusze hedge ryzyka, a także poziom ich dźwigni finansowej stały się przedmiotem bieżącego zarządzania i kontroli zarówno w samych funduszach hedge, jak i w instytucjach z nimi współpracujących. Dzięki temu, mimo że w trakcie kryzysu z lat 2007-2008 fundusze hedge straciły znaczny kapitał, to nie były jego przyczyną.

Okresy, w których fundusze hedge przyczyniają się do destabilizacji globalnego rynku finansowego, występują znacznie rzadziej niż okresy, w których przyczyniają się do jego stabilizacji. Pozytywny wpływ funduszy hedge na rynek finansowy widoczny jest przede wszystkim na nie płynnych jego segmentach. Szukając zysku, fundusze hedge bardzo często inwestują na niestandardowych i nierozwiniętych (a zatem nie płynnych) segmentach rynku finansowego. Lokując w nich kapitał, przyczyniają się do zwiększenia płynności notowanych na nich instrumentów oraz zmniejszenia nieefektywności ich wyceny. To

<sup>33</sup> A. M. Ineichen, K. Silberstein, *AIMA's Roadmap to Hedge Funds*, Alternative Investment Management Association, 2008, [www.aima.org](http://www.aima.org), s. 33.

<sup>34</sup> Bank of Japan, *Recent Development in Hedge Funds. Report*, Tokyo, 13 czerwca 2006 r., s. 5.

w konsekwencji przyciąga innych inwestorów i pozwala na rozwój w danych segmentach rynku finansowego.

Poza tym działalność funduszy hedge jest korzystna dla rynku finansowego, jako że są one bardzo dobrym instrumentem dywersyfikacji tradycyjnych portfeli inwestycyjnych. W przeciwieństwie do tradycyjnych instrumentów finansowych, fundusze hedge są podmiotami, które bez ograniczeń mogą wykorzystywać w swych strategiach derywaty, dźwignię finansową czy krótką sprzedaż. Dzięki temu mogą osiągać stopy zwrotu nieograniczone koniunkturą na rynku kapitałowym. W praktyce oznacza to, że fundusze te są nisko lub ujemnie skorelowane z tradycyjnymi instrumentami finansowymi. Cecha ta czyni z nich doskonały instrument dywersyfikacji portfela, co potwierdzają liczne badania naukowe<sup>35</sup>. Wskazuje się w nich, że dodanie funduszy hedge do portfela w istotny sposób poprawia relację ryzyko inwestycyjne – stopa zwrotu portfela: powoduje obniżenie jego ryzyka całkowitego bez negatywnego wpływu na jego stopę zwrotu<sup>36</sup>. Zdaniem naukowców, najlepsze rezultaty z dywersyfikacji można osiągnąć przy zaangażowaniu funduszy hedge w portfelu wynoszącym 10-20%.

Mimo zalet funduszy hedge, z których korzysta rzesza inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, w Stanach Zjednoczonych i w Unii Europejskiej (czyli obszarach o największej aktywności tych funduszy) podjęto kroki w celu ich bezpośredniego uregulowania. Poniżej przedstawiono najważniejsze założenia projektów ustaw o funduszach hedge w USA i UE, które w największym stopniu mogą wpłynąć na ich działalność.

#### IV. PROJEKTY USTAW O FUNDUSZACH HEDGE W STANACH ZJEDNOCZONYCH I UNII EUROPEJSKIEJ

##### 1. Stany Zjednoczone

Fundusze hedge, które w Stanach Zjednoczonych funkcjonują od ponad 60 lat, mają możliwość korzystania z wielu wyłączeń zawartych w ustawodawstwie federalnym, pozwalających im na stosowanie wysoce elastycznych, zróżnico-

---

<sup>35</sup> Por. T. Henker, G. Martin, *Naïve and Optimal Diversification for Managed Futures*, „Journal of Alternative Investments” 1998, s. 25-39; W. Fung, D. A. Hsieh, *A Primer on Hedge Funds*, „Journal of Empirical Finance” 6, 1999, s. 309-331; W. Fung, D. A. Hsieh, *Is Mean-Variance Analysis Applicable to Hedge Funds?*, „Economics Letters” 62, 1999, s. 53-58; T. Schneeweis, R. Spurgin, *Multifactor Analysis of Hedge Fund, Managed Futures and Mutual Fund Return and Risk Characteristics*, „Journal of Alternative Investments” 1998, nr 1, s. 1-24; N. Amenc, L. Martellini, *Portfolio Optimization and Hedge Fund Style Allocation Decisions*, „Journal of Alternative Investments” 2002, s. 7-20; D. Capocci, G. Hübner, *An Analysis of Hedge Funds Performance*, „Journal of Empirical Finance” 11, 2004, s. 55-89; M. Kooli, *The Diversification Benefits of Hedge Funds and Funds of Hedge Funds*, „Derivatives Use, Trading & Regulation” 12, 2007, nr 4, s. 290-300.

<sup>36</sup> Por. G. S. Amin, H. M. Kat, *Hedge Fund Performance 1990-2000: Do the »Money Machines« really Add Value?*, „Journal of Financial & Quantitative Analysis” 38, 2003, nr 2, s. 251-274; J. Cvitanic, A. Lazrak, L. Martellini, F. Zapatero, *Optimal Allocation to Hedge Funds: An Empirical Analysis*, „Quantitative Finance” 3, 2003, s. 28-39.

wanych i niemal nieograniczonych żądnymi przepisami prawnymi strategii inwestycyjnych. Sytuacja ta, bardzo pożądana w samej branży funduszy hedge, zaczęła spotykać się – szczególnie w ostatnich latach – z coraz mniejszą akceptacją ze strony innych podmiotów funkcjonujących na rynku kapitałowym, w tym nadzorcy i regulatora rynku. W związku z tym 29 stycznia 2009 r. w Kongresie Stanów Zjednoczonych zaprezentowano projekt ustawy dotyczącej działalności funduszy hedge: Hedge Fund Transparency Act (HFTA)<sup>37</sup>.

Projekt ustawy HFTA zakłada zastąpienie obecnie obowiązujących sekcji 3(c)(1) oraz 3(c)(7) ustawy o spółkach inwestycyjnych z 1940 r. (ICA) – które przewidują wyłączenia z definicji spółki inwestycyjnej<sup>38</sup> i tym samym zwalniają z rejestracji w SEC większość funduszy hedge – nowymi, choć identycznymi pod względem treści sekcjami 6(a)(6) i 6(a)(7). Dzięki temu wyłączenia z definicji spółki inwestycyjnej zamieniłyby się w wyjątki od niektórych wymogów ustawy ICA. Oznaczałoby to, że:

- fundusze prywatne, w tym fundusze hedge, zostałyby objęte definicją spółki inwestycyjnej<sup>39</sup>,
- fundusze prywatne opierające swoją działalność na tych wyjątkach mogłyby nadal unikać wielu uciążliwych obowiązków, którym podlegają zarejestrowane spółki inwestycyjne (np. fundusze inwestycyjne otwarte), ale zamiana ta wyraźnie wskazywałaby, że SEC ma prawo ich kontrolowania i nadzorowania<sup>40</sup>.

W projekcie ustawy HFTA zaproponowano dodanie do ustawy ICA nowej sekcji 6(g), zgodnie z którą fundusze prywatne zarządzające aktywami o wartości minimum 50 mln USD i chcące korzystać z wyłączeń sekcji 6(a)(6) i 6(a)(7) muszą spełnić następujące warunki:

- zarejestrować się w SEC,
- wypełnić elektroniczny formularz informacyjny (*information form*), który byłby uaktualniany co najmniej raz w roku i upubliczniany przez SEC w formie elektronicznej. Formularz ten powinien zawierać między innymi informacje o minimalnym zaangażowaniu inwestycyjnym wymaganym od partnerów, członków lub innych inwestorów funduszu, łącznej liczbie partnerów, członków i innych inwestorów funduszu oraz bieżącą wartość aktywów funduszu i aktywów, którymi on zarządza,
- prowadzić księgi i raporty zgodnie z wymogami SEC,
- współpracować z SEC w zakresie dostępu do informacji i kontroli działalności funduszy<sup>41</sup>.

<sup>37</sup> Por. Hedge Fund Transparency Act of 2009.

<sup>38</sup> Dla wyjaśnienia: pierwsza z sekcji wskazuje, że spółką inwestycyjną nie jest fundusz, którego nieuregulowane (czyli niepubliczne) długoterminowe papiery wartościowe znajdują się w posiadaniu mniej niż 100 udziałowców; druga zaś, że papiery te znajdują się wyłącznie w posiadaniu tzw. kwalifikowanych nabywców, czyli osób fizycznych, firm rodzinnych i trustów posiadających minimum 5 mln USD aktywów lub osób prawnych o aktywach minimum 25 mln USD.

<sup>39</sup> A. K. Krug, *The Hedge Fund Transparency Act of 2009*, Berkeley Center for Law, Business and Economy, luty 2009 r., [www.berkeley.edu](http://www.berkeley.edu), s. 2.

<sup>40</sup> *Hedge Fund Transparency Act of 2009: Congress Considers Expansion of Investment Fund Regulation*, February 2009, [www.jonesday.com](http://www.jonesday.com), s. 1-2.

<sup>41</sup> Ibidem, s. 2.

Tuż po opublikowaniu projektu ustawy w środowisku funduszy hedge rozgorzała dyskusja na temat jej ewentualnego wpływu na dalszy rozwój tego rynku w Stanach Zjednoczonych. W wątpliwość podano nie tylko samo włączenie funduszy hedge do definicji spółki inwestycyjnej i konieczność ich rejestracji w SEC, lecz także upublicznianie formularza informacyjnego. Uchwalenie ustawy w proponowanej postaci na pewno oznaczałoby dla funduszy hedge wysokie koszty, mogłyby też przyczynić się do kopiowania ich strategii, a nawet do utraty przez potencjalnych klientów, którzy ze względu na zasobność swoich portfeli chcą pozostać anonimowi<sup>42</sup>.

Tymczasem, w dwa lata po wstępnym czytaniu projektu ustawy HFTA, wciąż znajduje się on na pierwszym etapie procesu legislacyjnego i jest przedmiotem prac różnych komisji (w tym Senackiej Komisji Bankowości), których celem jest zbadanie jego treści i argumentów. Dopiero po zakończeniu prac tych komisji ustawa będzie mogła zostać przedstawiona do ogólnej dyskusji<sup>43</sup>. Trudno powiedzieć, czy w ogóle, a jeśli tak, to jak szybko to nastąpi.

## 2. Unia Europejska

W następstwie kryzysu finansowego z lat 2007-2008 Komisja Europejska stworzyła program, którego celem jest objęcie regulacjami i nadzorem wszystkich podmiotów i każdy typ działalności, który wiąże się ze znacznym ryzykiem inwestycyjnym<sup>44</sup>. W związku z tym 30 kwietnia 2009 r. Komisja przedstawiła projekt dyrektywy w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (dyrektywa ZAFI<sup>45</sup>).

Alternatywne fundusze inwestycyjne (AFI) to wszystkie fundusze wspólnego inwestowania niepodlegające dyrektywie UCITS, w tym fundusze hedge, fundusze funduszy hedge, fundusze *private equity* i *venture capital*, fundusze surowcowe czy fundusze nieruchomości. Jak wskazano w uzasadnieniu do projektu, choć ich zarządzający (ZAFI) nie wywołali kryzysu finansowego, to jednak ze względu na transgraniczny wymiar ewentualnych zagrożeń związanych z ich działalnością niezbędne jest stworzenie na poziomie unijnym bezpiecznych i spójnych ram regulacyjnych, które:

- pozwolą na monitorowanie i nadzorowanie ryzyka podejmowanego przez zarządzających funduszami alternatywnymi,
- umożliwią zarządzającym AFI, którzy spełnią określone wymogi prawne, świadczenie usług i wprowadzanie ich funduszy do obrotu na obszarze całego rynku wewnętrznego UE<sup>46</sup>.

<sup>42</sup> P. Hastings, op. cit., s. 3.

<sup>43</sup> Dziennik Senatu Stanów Zjednoczonych Ameryki Północnej, [www.senate.gov/newsroom.cfm](http://www.senate.gov/newsroom.cfm).

<sup>44</sup> 136 Por. komunikat Komisji na wiosenne posiedzenie Rady Europejskiej, marzec 2009 r., <http://europa.eu>, za: *Uzasadnienie wniosku dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmieniającej dyrektywy 2004/39/WE i 2009/65/WE*, Bruksela, 30 kwietnia 2009 r., nr 2009/0064 (COD), s. 1-12.

<sup>45</sup> Wniosek dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmieniającej dyrektywy 2004/39/WE i 2009/65/WE, Bruksela, 30 kwietnia 2009 r., nr 2009/0064 (COD).

<sup>46</sup> *Uzasadnienie wniosku...*, s. 3.

Wniosek, który opiera się na zasadach spójności oraz wysokich standardach przejrzystości i nadzoru regulacyjnego, zakłada między innymi:

1) wprowadzenie prawnie wiążącego systemu wydawania zezwoleń i nadzoru w odniesieniu do wszystkich zarządzających AFI w Unii Europejskiej, niezależnie od usytuowania siedziby prawnej zarządzanego AFI. Zgodnie z zasadą proporcjonalności, dyrektywa nie będzie miała zastosowania między innymi do zarządzających funduszami hedge o aktywach mniejszych niż 100 mln euro<sup>47</sup>;

2) obowiązek uzyskania zezwolenia właściwego organu w macierzystym państwie członkowskim na prowadzenie działalności dla wszystkich zarządzających ZAFI, którzy chcą prowadzić działalność w Unii Europejskiej. Zarządzający będą musieli udowodnić, że mają odpowiednie kwalifikacje do świadczenia usług zarządzania AFI i będą mieli obowiązek przedstawić szczegółowe informacje na temat planowanej działalności i zarządzanego AFI, w tym jego charakterystykę, politykę inwestycyjną, sposób wyceny, system sprawozdawczości czy system zarządzania ryzykiem;

3) obowiązek przedstawiania inwestorom rzetelnego i pełnego opisu polityki inwestycyjnej zarządzanego AFI (w tym opisu typu aktywów, sposobu korzystania z dźwigni finansowej, polityki umarzania w normalnych warunkach i nadzwyczajnych sytuacjach, sposobu wyceny, zarządzania ryzykiem czy opłat związanych z inwestycją), a także raportów rocznych składających się z bilansu, rachunku zysków i strat oraz raportu na temat działalności AFI w ciągu danego roku podatkowego;

4) obowiązek regularnego przekazywania właściwemu organowi informacji między innymi na temat:

– zarządzanego AFI, czyli jego nazwę, główne rynki i instrumenty, w które on inwestuje, jego główne ekspozycje czy dane na temat jego wyników inwestycyjnych i koncentracji ryzyka,

– tożsamości inwestorów posiadających minimum 10% udziału w funduszu,

– prawo do oferowania własnych AFI inwestorom profesjonalnym na terytorium każdego państwa członkowskiego (czyli w obrocie transgranicznym), zgodnie z zasadą jednolitego paszportu.

Dyrektywa nie przewiduje regulacji dotyczących dystrybucji AFI wśród inwestorów indywidualnych<sup>48</sup>. Państwa członkowskie mogą na to zezwolić i mogą w tym celu wprowadzać dodatkowe zabezpieczenia regulacyjne.

Warto podkreślić, że projekt dyrektywy ZAFI jest w zaawansowanym stadium procesu legislacyjnego. W maju 2010 r. druga wersja jego tekstu została poddana pod tak zwany trialog, czyli dyskusję między Parlamentem,

---

<sup>47</sup> Zgodnie z szacunkami Komisji Europejskiej, próg 100 mln euro oznacza, że dyrektywa obejmie swym zasięgiem ok. 30% menedżerów funduszy hedge, którzy zarządzają niemal 90% aktywów funduszy hedge mających siedzibę w UE. W związku z tym istnieje małe prawdopodobieństwo, aby zarządzanie mniejszymi funduszami mogło być źródłem znaczącego ryzyka dla stabilności finansowej i skutecznego działania rynku finansowego. Zastosowanie wymogów regulacyjnych wobec zarządzających niewielkimi funduszami wiązałoby się z kosztami i obciążeniami administracyjnymi, które byłyby niewspółmierne do uzyskanych korzyści, stąd ustalenie takiego progu; za: *Uzasadnienie wniosku...*, s. 6.

<sup>48</sup> Dotyczy to np. otwartych FoHF oraz otwartych funduszy nieruchomości.

Komisją Europejską i Radą. Nadal występują w nim pewne niejasności i sprzeczności, które są poprawiane i wyjaśniane. Wciąż pojawiają się opinie krytyczne wskazujące, że projekt jest albo za bardzo, albo nie dość szczegółowy. Nie ma w związku z tym wątpliwości, że jeszcze przez jakiś czas będzie on przeredagowywany i udoskonalany<sup>49</sup>, jednakże istnieje bardzo duże prawdopodobieństwo, że już niedługo prace nad dyrektywą zostaną zakończone i rynek funduszy hedge w Unii Europejskiej czeka istotna zmiana. Najwcześniej, jak ustalono w trakcie debaty nad dyrektywą, nastąpi ona w lipcu 2012 r.

## V. PODSUMOWANIE

Fundusze hedge nie funkcjonowałyby bez rozwiniętych lokalnych rynków finansowych, a w szczególności ich segmentów, takich jak rynki akcji, obligacji czy derywatów. Te z kolei nie byłyby rozwinięte, gdyby nie stworzenie przez regulatorów zasad standaryzacji i obrotu instrumentami finansowymi oraz zasad funkcjonowania instytucji finansowych. Moim zdaniem, z punktu widzenia działalności funduszy hedge są one zadowalające i choć oddziałują na nie w sposób pośredni, to są wystarczające, aby chronić ich inwestorów oraz zapewnić uczciwość i stabilność rynku finansowego i gospodarki. Jak wskazano w niniejszym artykule, fundusze hedge nie zagrażają stabilności współczesnego rynku finansowego (nie powodują kryzysów finansowych), wręcz przeciwnie – poprawiają one płynność instrumentów finansowych, zwiększają efektywność ich wyceny, a także są cennym uzupełnieniem tradycyjnego portfela inwestycyjnego. Ich działalność wpływa stymulująco na innych uczestników rynku finansowego, wymusza innowacje i konkurencję, wzmacniając tym samym stabilność rynku finansowego.

W związku z powyższym fundusze hedgingowe nie powinny być objęte nadzorem i takimi regulacjami, jakim podlegają tradycyjni pośrednicy finansowi (np. *mutual funds*). Są one bowiem dostępne jedynie dla wąskiej grupy inwestorów, która ma możliwość ich szczegółowego zbadania (*due dilligence*) i wyłonienia menedżerów, którzy spełnią ich oczekiwania co do efektywności ich inwestycji.

Poza tym kryzys finansowy i gospodarczy z lat 2007-2009 pokazał, że to banki oraz instytucje ubezpieczeniowe, a zatem podmioty uregulowane, nadzorowane i przejrzyste (a nie nieuregulowane, nienadzorowane i nieprzejrzyste, takie jak fundusze hedge), kierują się w swych działaniach wysokim stopniem spekulacji w celu osiągnięcia jak największych zysków, nie zważając na ewentualne negatywne konsekwencje swoich działań dla globalnego rynku finansowego i globalnej gospodarki. Potwierdził to Raport de Larosièrè'a na temat przyczyn i skutków tego kryzysu finansowego<sup>50</sup>.

<sup>49</sup> *EU Proposes Directive on Alternative Investment Fund Managers*, BINGHAM Company, May 6, 2009, [www.bingham.com](http://www.bingham.com), s. 4 (15.02.2011).

<sup>50</sup> *The High-Level Group on Financial Supervision in the UE*, chaired by J. Larosièrè, European Union, Brussels, 25 lutego 2009 r., <http://ec.europa.eu>.



Wskazał on jasno, że fundusze hedge i fundusze *private equity* odegrały w jego powstaniu bardzo małą rolę. Jest to kolejny argument za oszczędzeniem funduszom hedge ścisłego uregulowania ich rynku.

Mimo to podczas szczytu G20 w kwietniu 2009 r. uzgodniono, że rynki finansowe nie mogą istnieć bez odpowiednich regulacji i nadzoru i wezwano do bardziej rygorystycznych regulacji działalności funduszy hedge<sup>51</sup>. Rozczarowania takim stwierdzeniem i związanymi z tym planami wprowadzenia w życie zaprezentowanych projektów nie kryją szczególnie uczestnicy europejskiego rynku alternatywnych funduszy inwestycyjnych<sup>52</sup>. Uchwalenie projektu dyrektywy ZAFI spowoduje, że w niedalekiej przyszłości wszystkie fundusze hedge i ich zarządzający działający na rynku europejskim będą podlegali rejestracji w instytucjach nadzorczych. Moim zdaniem, nie zmniejszy to ryzyka potencjalnych strat, porażek czy defraudacji środków pieniężnych przez fundusze hedge. Na pewno też nie poprawi ich rentowności<sup>53</sup> ani nie zwiększy konkurencji w stosunku do rynku amerykańskiego. Może zaś stanowić istotną barierę dla dalszego ich rozwoju i przeniesienia się wielu funduszy hedge na bardziej przyjazne pod względem prawnym rynki, na przykład w Azji. Część europejskich zarządzających już teraz zadeklarowało zmianę siedziby na jeden z krajów *offshore*<sup>54</sup>.

Czy tak będzie, trudno w tej chwili powiedzieć. Ostateczny kształt ewentualnego ustawodawstwa dotyczącego funduszy hedge będzie zależał od postawy nadzorców i regulatorów lokalnych europejskich rynków finansowych oraz od samych funduszy hedge, które muszą ich przekonać, że hipotezy o ich zagrożeniu dla bezpieczeństwa, spójności i stabilności rynku finansowego na świecie to mit, a nie rzeczywistość.

dr Katarzyna Perez  
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu  
k.perez@ue.poznan.pl

---

<sup>51</sup> *Opinion: Why did G20 Focus on Hedge Funds?*, „International Financial Law Review” 28, 2009, nr 5.

<sup>52</sup> *EU Proposes...*, s. 4.

<sup>53</sup> D. Ornstill i inni dowiedli, że dochodowość funduszy hedge nie poprawia się po dokonaniu rejestracji w instytucji nadzorczej. Badacze zauważyli również, że ponadprzeciętne wyniki inwestycyjne osiągnięte przez fundusze zarejestrowane w porównaniu z funduszami niezarejestrowanymi nie były spowodowane faktem rejestracji; zob. D. Ornstill, H. A. Shawky, D. M. Smith, *Is the SEC Registration Status of Hedge Fund Advisers Associated with Superior Performance?*, „The Journal of Alternative Investments” 2006, s. 55-61.

<sup>54</sup> Por. J. Wardell, *New UK Aligns with UE on Hedge Funds*, „Bloomberg Businessweek” 2010, May 14, [www.businessweek.com](http://www.businessweek.com); M. Lindsay, *FSA Concerned with Excessive EU Rules and Pushes Proportionate Response on Hedge Fund Pay*, „Hedge Funds Review” 2010, 24 September, [www.hedgefundsreview.com](http://www.hedgefundsreview.com).

## HEDGE FUNDS AND THE PROTECTION, INTEGRITY AND STABILITY OF FINANCIAL MARKETS

### Summary

The main purpose of the paper is verification of the hypothesis that hedge funds, being one of the most active and untransparent financial institutions in the world, are a serious threat to the investor protection, financial market integrity and systemic stability. The main conclusions of the paper are as follows: 1. hedge funds are not a threat to the stability of contemporary financial market (they are not the main cause of the financial crisis) on the contrary, they stimulate other market participants (they improve liquidity of illiquid financial instruments and the efficiency of their pricing, are an important element of diversified portfolio and force innovation and competition among financial institutions); 2. hedge funds should not be supervised or regulated in the same manner as traditional financial intermediaries (e.g. mutual funds) are because they are available only to a narrow group of investors, who have the possibility and tools to conduct their due diligence and choose the fund managers who are skilled and efficient; 3. it is highly probable that direct regulations of hedge fund market will be damaging to the development of this market (especially in the European Union).