

URSZULA GIERAŁTOWSKA

Uniwersytet Szczeciński

INWESTYCJA W FUNDUSZ HEDGINGOWY JAKO PRZYKŁAD INSTRUMENTU ALTERNATYWNEGO

DOŚWIADCZENIA POLSKIE

Streszczenie

Fundusze hedgingowe to obecnie jedna z najbardziej znanych form inwestycji alternatywnych na świecie, a jednocześnie stosunkowo nowe rozwiązanie. Fundusze hedgingowe różnią się znacznie pod względem zwrotu z inwestycji oraz ryzyka.

W artykule przedstawiono rys historyczny funduszy hedgingowych z uwzględnieniem obecnej sytuacji funduszy na świecie, jak również podstawy prawne funkcjonowania funduszy tego typu w Polsce. Badania na polskim rynku kapitałowym zostały przeprowadzone w okresie od czerwca 2007 do czerwca 2012 roku. Z przeprowadzonych badań wynika, że konieczna jest dywersyfikacja ryzyka inwestycyjnego na podstawie aktywów alternatywnych, ponieważ są one słabo skorelowane z tradycyjnymi aktywami (indeksy giełdowe i waluty – euro, dolar), ale ogólnie fundusze hedgingowe nie są dobrą inwestycją dla polskiego inwestora.

Słowa kluczowe: fundusz hedgingowy, instrumenty alternatywne, stopa zwrotu, ryzyko

Wprowadzenie

W okresach niestabilności rynku finansowego lokowanie nadwyżek środków w instrumenty klasyczne często jest rozwiązaniem, które nie daje inwestorowi gwarancji osiągnięcia sukcesu finansowego. Pomimo dużej płynności tych instrumentów nie zawsze jest możliwe szybkie reagowanie na nadchodzące zmiany na rynku. Lekarstwem może być inwestowanie przy wykorzystaniu instrumentów

alternatywnych, które pozwalają osiągać zyski nawet w okresie bessy, ponieważ w odróżnieniu od klasycznych form inwestowania stosuje się w nich nonkonformistyczne rozwiązania (często mało zrozumiałe dla inwestora indywidualnego); są bardziej elastyczne, ale jednocześnie bardziej dyskusyjne ze względu na brak wyraźnych regulacji prawnych i „tajemniczość” stosowanych strategii. Główne korzyści związane z inwestycjami alternatywnymi to przede wszystkim ochrona przed niebezpieczeństwami wahań koniunktury, zmniejszenie zmienności wahań portfela, skuteczniejsza dywersyfikacja oraz wykorzystanie niskiej korelacji (często ujemnej) z tradycyjnymi klasami aktywów. Należy jednak pamiętać, że instrumenty alternatywne mimo bogatego wachlarza zróżnicowanych, nowoczesnych, a często nowatorskich i niszowych instrumentów mogą jedynie stanowić uzupełnienie portfela inwestycyjnego, a nie jego podstawę.

W literaturze [Pruchnicka-Grabias 2008: 13–14] do inwestycji alternatywnych zalicza się: fundusze hedgingowe (fundusze hedge), fundusze aktywów niepublicznych, nieruchomości, waluty, surowce energetyczne, metale szlachetne, inwestycje emocjonalne, produkty strukturyzowane. W środowisku finansowym uważa się, że m.in. działalność funduszy hedgingowych przyczyniła się do powstania kryzysu finansowego, dlatego same fundusze mają swoich zwolenników i przeciwników.

Zasadniczym celem niniejszej pracy jest przegląd funduszy hedgingowych działających na polskim rynku kapitałowym i ocena ich wyników na tle wybranych klasycznych i alternatywnych instrumentów, a także próba określenia perspektyw rozwoju tego rynku w Polsce.

1. Geneza, istota i strategię funduszy hedgingowych

Fundusze hedgingowe¹ to obecnie jedna z najbardziej znanych form inwestycji alternatywnych, a jednocześnie stosunkowo nowe rozwiązanie. Jeden z pierwszych funduszy hedgingowych został założony przez Alfreda Winsłowa Jonesa w 1949 roku w Stanach Zjednoczonych². Stworzony wówczas fundusz stosował bardzo aktywną strategię inwestycyjną – m.in. dawał możliwość zarabiania na

¹ Często używa się zamiennie sformułowań: złożone inwestycje alternatywne, lewarowane fundusze inwestycyjne lub instytucje o wysokiej dźwigni.

² W 1926 r. Benjamin Graham założył fundusz inwestycyjny o cechach zbliżonych do funduszu hedgingowego. Istniały też firmy brokerskie i tradingowe, które stosowały podobne strategię.

spadkach dzięki tzw. krótkiej sprzedaży, wykorzystywał dźwignię finansową oraz prowizję uzależnioną od osiągniętego zysku. Jednak dopiero w 1966 roku na rynkach finansowych zaistniała nazwa „fundusz *hedge*” (po publikacji w magazynie „Fortune”). Po okresie zawirowań w latach sześćdziesiątych i siedemdziesiątych, kiedy wiele z prowadzących działalność spekulacyjną funduszy upadło, ponowny rozkwit nastąpił dopiero w latach dziewięćdziesiątych. Z czasem fundusze te wykorzystywały coraz nowsze i innowacyjne strategie inwestycyjne poszerzone o całą gamę nowych i nietypowych, często hybrydowych instrumentów [Antkiewicz, Kalinowski 2008]. Podstawowe cechy funduszy *hedge* to: aktywne zarządzanie, nieograniczone stopy zwrotu, elastyczność, zróżnicowana polityka inwestycyjna, nietypowe formy prawne, ograniczona pojemność, rozbudowana struktura opłat, ograniczona płynność i przejrzystość [Perez 2011]. W ostatnich latach nazwa fundusz hedgingowy nie zawsze kojarzy się z bezpiecznymi inwestycjami [Antkiewicz 2007: 116–129]. Według najnowszych badań specjalistów z Yale University to właśnie fundusze *hedge* oraz inni aktywni traderzy przyczynili się do wywołania fali recesji.

Liczba funduszy hedgingowych na świecie jest uzależniona przede wszystkim od kondycji rynku kapitałowego – na przełomie ostatnich piętnastu lat liczba funduszy wzrosła ponad sześciokrotnie i ocenia się, że na rynku funkcjonuje obecnie ok. 9,8 tys. funduszy (stan na koniec 2011). Jednak należy podkreślić, że ich liczba od 2008 roku systematycznie spada (fundusze nie mogą działać już tak elastycznie, ponieważ działają w bardziej kontrolowanym i uregulowanym otoczeniu). Szacuje się, że na koniec 2011 roku aktywa w zarządzaniu oscylowały w okolicach 1902 mld USD (obserwuje się nieznaczny odpływ kapitału, ponieważ wyniki funduszy nie odzwierciedlają istoty ich funkcjonowania). Na światowym rynku przeważają fundusze, które zarządzają aktywami nieprzekraczającymi 50 mln USD.

Istotą funkcjonowania funduszy hedgingowych jest osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu, przy czym kreowanie zysku opiera się nie tylko na wzrostach, lecz także na spadkach, zatem następuje ukierunkowanie na generowanie zysku w każdych warunkach, a nie osiągnięcie wyników zbliżonych do benchmarków. Duże kontrowersje wzbudza również zbyt skomplikowana konstrukcja prawna i problem niskiej transparentności funkcjonowania funduszy. Fundusze hedgingowe, mimo że w większości przypadków są zlokalizowane w krajach typu *offshore* o korzystnym otoczeniu prawnym-organizacyjno-podatkowym – Kajmany (36%), USA (24% – głównie stan Delaware), Luksemburg (10%), Irlandia (7%),

Wyspy Dziewicze (6%), Bermudy (3%) – najczęściej są zarządzane z renomowanych centrów finansowych (około 70% aktywów zarządzanych jest w USA, a ponad 20% w Europie, z czego ponad 80% w Londynie).

Dynamiczny rozwój funduszy i ich międzynarodowy charakter przy braku odrębnych i wyraźnych uregulowań prawnych stanowi poważne wyzwanie dla instytucji nadzorujących rynki finansowe. Na większości uregulowanych rynków finansowych nie ma typowej ustawy regulującej działanie funduszy hedgingowych. Przez wiele lat fundusze hedge cieszyły się całkowitą anonimowością, jednak w obliczu kryzysu z lat 2007–2008 zaproponowano pierwsze propozycje regulacji rynku funduszy hedgingowych. W USA pojawiły się zmiany prawne – Securities and Exchange Commission (nadzór nad rynkiem kapitałowym) wprowadził regulacje nakładające obowiązek rejestracji osób zarządzających funduszami hedgingowymi. Osoby te podlegają przepisom *Investment Advisers Act* na równi ze wszystkimi zarządzającymi aktywami w USA. Wielu analityków uważa, że konieczne jest wprowadzenie wyraźnych regulacji prawnych dotyczących funkcjonowania funduszy hedgingowych ze względu na ich globalny charakter. Jedną z takich prób był projekt ustawy *Hedge Fund Transparency Act* z 2009 roku. Ustawa ta miała na celu przede wszystkim ograniczenie nadużyć finansowych, zapewnienie przejrzystości działania funduszy, wzmocnienie świadomości i ochronę inwestorów.

W Unii Europejskiej typowe fundusze inwestycyjne funkcjonują na podstawie przepisów UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives), choć nie ma odrębnych regulacji dla funduszy hedgingowych (UCIST III i obowiązujące od lipca 2011 UCIST IV – dopuszczają większy udział instrumentów pochodnych i lewarowania, poszerzają ochronę klienta, ułatwiają proces konsolidacji na poziomie paneuropejskim). Parlament Europejski ogłosił w lipcu 2011 (przyjął 11 listopada 2010) nową dyrektywę – The Alternative Investment Fund Managers Directive – zwiększającą bezpieczeństwo inwestycji, nakładającą obowiązek informacyjny, większe wymogi kapitałowe i dodatkowe obowiązki w zakresie zarządzania ryzykiem. Niektóre kraje (Luksemburg, Niemcy, Francja, Włochy, Irlandia i Hiszpania) wprowadziły własne przepisy dotyczące funkcjonowania funduszy hedgingowych.

Teoretycznie kluczem do sukcesu funduszy hedgingowych jest stosowanie różnorodnych strategii będących całkowitym przeciwieństwem polityki inwestycyjnej klasycznych funduszy inwestycyjnych. W strategiach inwestycyjnych funduszy hedgingowych, zarządzający stosują szeroki zakres instrumentów i technik

opartych na krótkiej sprzedaży, lewarowaniu, arbitrażu, instrumentach pochodnych, wykorzystywaniu zdarzeń nadzwyczajnych (fuzje, przejęcia, wykup akcji, zyski lub straty nadzwyczajne, bankructwa), inwestowaniu w spółki z problemami finansowymi, inwestowaniu w trudne wierzycelności, analizie globalnych trendów ekonomicznych, wykorzystywaniu potencjału rynków wschodzących³. Inwestycje te najczęściej charakteryzują się wysokim ryzykiem, ponieważ wymieniane strategie mają często charakter wysoce spekulacyjny. Oprócz tradycyjnego ryzyka należy zwrócić szczególną uwagę na ryzyko luki i ryzyko płynności, ryzyko czynnika ludzkiego (umiejętności i doświadczenie osoby zarządzającej), ryzyko zmiany strategii, ryzyko wyceny wartości aktywów czy ryzyko wielkości funduszu. Najczęściej są stosowane strategie opierające się na zajmowaniu długich i krótkich pozycji na rynku akcji oraz strategie ukierunkowane głównie na kontrakty terminowe. Jednak jak wynika z tabeli 1, sytuacja zmienia się bardzo dynamicznie, a wyniki funduszy hedgingowych nie są tak spektakularne, jak mogłoby to wynikać z istoty ich funkcjonowania.

Tabela 1

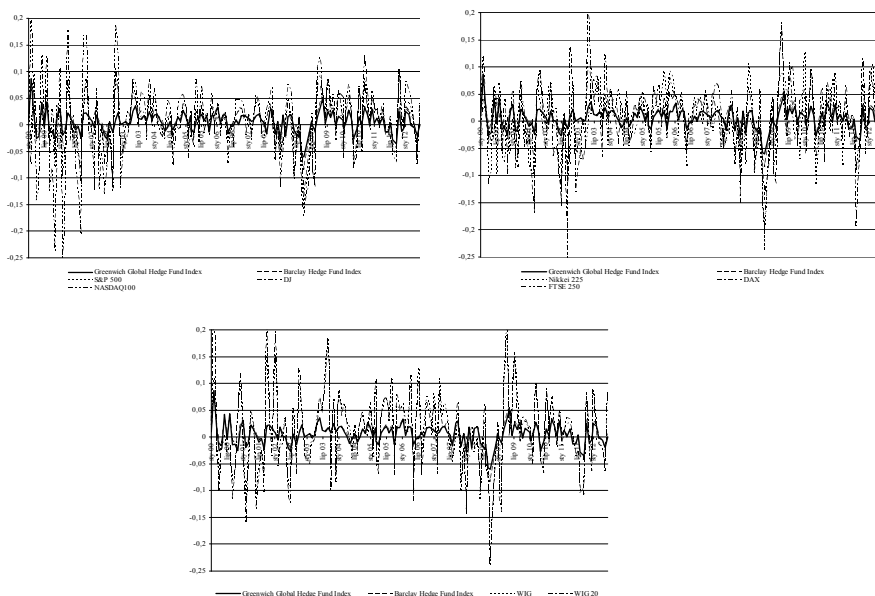
Stopy zwrotu funduszy hedgingowych według stosowanych strategii inwestycyjnych (%)

Strategie inwestycyjne	Lipiec 2012	Roczna	Trzyletnia	Pięcioletnia
1	2	3	4	5
Greenwich Global Hedge Fund Index	0,9	-2,8	4,9	2,3
I. Market Neutral Group	1,0	0,3	5,8	3,0
A. Equity Market Neutral	0,3	-2,0	0,5	0,2
B. Event-Driven	1,1	-1,7	8,2	3,7
Distressed Securities	1,2	-1,9	9,5	2,0
Merger Arbitrage	0,3	3,9	5,9	4,2
Diversified Event-Driven	1,4	-3,1	7,8	4,4
C. Arbitrage	1,5	5,3	7,6	4,5
Convertible Arbitrage	0,5	4,8	9,6	2,1
Other Arbitrage	0,7	5,7	2,6	3,0
Fixed Income Arbitrage	1,5	5,6	9,7	5,7
II. Long-Short Equity Group	0,2	-7,5	3,9	0,5
Growth	0,2	-9,9	4,6	-0,2
Opportunistic	-0,5	-9,3	1,2	0,1
Short-Biased	3,5	-6,6	-7,7	-0,6
Value	0,4	-5,5	4,6	3,6
III. Directional Trading Group	2,1	-0,1	3,7	5,3

³ Zarządzający funduszami i inwestorzy opierają się na klasyfikacji strategii ustanowionej przez Greenwich Alternative Investments.

	1	2	3	4	5
Futures		2,3	-1,0	3,4	6,5
Macro		1,5	1,3	3,8	3,8
IV. Specialty Strategies Group		1,2	1,4	7,5	2,8
Long-Short Credit		1,2	4,9	10,5	6,2
Multi-Strategy		1,2	-0,9	4,4	2,9

Źródło: opracowanie na podstawie informacji publikowanych przez Greenwich Alternative Investments.



Rysunek 1. Miesięczne stopy zwrotu w okresie styczeń 2000 – czerwiec 2012 dla Greenwich Global Hedge Fund Index i Barclay Hedge Fund Index oraz wybranych indeksów światowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji publikowanych przez GAI oraz www.stooq.com.

Czerwiec 2012 roku przyniósł lekkie ożywienie na światowym rynku kapitałowym. Zwykowały indeksy giełdowe – na tle rynków światowych bardzo korzystnie wypadł polski rynek kapitałowy: WIG wzrósł o 7,9%, a WIG20 o 8,5%. Indeksy światowego rynku funduszy hedgingowych – Greenwich Global Hedge Fund Index oraz Barclay Hedge Fund Index zanotowały bardzo nieznaczny wzrost. Biorąc pod uwagę miniony rok (czerwiec 2011 – czerwiec 2012) rynek

funduszy hedgingowych zanotował niewielki spadek o około 4%. W tym czasie koniunktura na giełdach papierów wartościowych była dość zmienna: NASDAQ 100 wzrósł o 12,5%, S&P500 – o 3,1%, Dow Jones – o 3,8%. Inwestycje w akcje na rynku europejskim i azjatyckim przyniosły straty – londyński FTSE100 stracił 8,4%, niemiecki DAX – -13%, tokijski Nikkei 225 – -8,2%. Równie niekorzystna sytuacja dotyczyła inwestorów polskich – WIG spadł o 15,7%, a WIG20 o 18,8%.

2. Rynek funduszy hedgingowych w Polsce

Polski rynek funduszy hedgingowych jest niezwykle młody i nieukształtowany. Z jednej strony brak jest bezpośrednich regulacji prawnych dotyczących jego funkcjonowania⁴. Z drugiej zaś rynek instrumentów pochodnych na akcje polskich spółek jest słabo rozwinięty.

Komisja Nadzoru Finansowego wydała zgodę na utworzenie funduszy inwestycyjnych, które stosują rozwiązania i strategie charakterystyczne dla funduszy hedgingowych, lecz mimo możliwości inwestowania na rynkach finansowych i towarowych w Polsce i na świecie są zobowiązane do przestrzegania limitów zaangażowania i poziomów lewarowania określonych przez ustawodawcę [Antkiewicz, Kalinowski 2008: 30–31]. Klienci na polskim rynku mają jedynie dostęp do tzw. funduszy pseudohedgingowych (parahedgingowych), których działalność jest zbliżona do działalności funduszy typu hedge (nowatorskie podejście do zarządzania portfelem i elementy stosowanych strategii), lecz oscyluje w ramach obowiązujących przepisów. Należą do nich fundusze zamknięte oferowane przez SuperFund TFI, Investors TFI oraz Opera TFI⁵. Uzupełnieniem oferty są również

⁴ Pośrednio reguluje to Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 r. (DzU 2004, nr 146, poz. 1546 z późn. zm.), jednak w myśl litery prawa większość istniejących na świecie funduszy hedgingowych nie spełnia norm, jakie się stawia polskim funduszom inwestycyjnym. Z drugiej strony ustawa daje jednak możliwości wykorzystywania niektórych instrumentów finansowych stosowanych zazwyczaj przez fundusze hedgingowe, jakimi są kredyty, kontrakty terminowe czy opcje.

⁵ Ze względu na ograniczenia ilościowe w pracy nie zostanie omówiona specyfika funduszy i ich strategii. Informacje te są dostępne na stronach: www.opera.pl, www.tfi.investors.pl, www.superfund.pl.

fundusze absolutnej stopy zwrotu⁶, jak np. Ipopema TFI, Quercus TFI czy Altus TFI, ale ich udział w rynku jest marginalny.

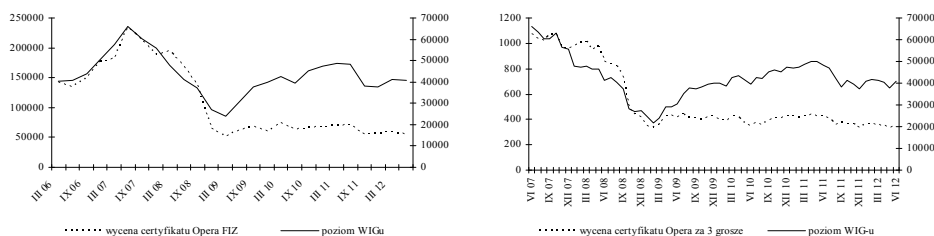
Opera TFI SA – zostało utworzone w grudniu 2004 roku przez zespół specjalistów w dziedzinie zarządzania aktywami z najdłuższym na polskim rynku doświadczeniem, potwierdzonym ponadprzeciętnymi wynikami inwestycyjnymi. Oferta Towarzystwa jest skierowana przede wszystkim do zamożnych osób fizycznych oraz instytucji, które poszukują alternatywy wobec istniejącego rynku zarządzania aktywami oraz akceptują podwyższone ryzyko inwestycyjne. Na chwilę obecną zarządza 24 funduszami inwestycyjnymi, z których dwa można zaliczyć do funduszy pseudo-hedgingowych⁷: Opera FIZ i Opera za 3 Grosze FIZ.

Fundusz Opera FIZ funkcjonuje od 29 czerwca 2005 roku i przeprowadził do tej pory 25 emisji certyfikatów. Aktywa netto według stanu na koniec I półrocza 2012 wynosiły 123 468 tys. zł. i w porównaniu z końcem 2011 roku spadły o 7,68%, ale w porównaniu z końcem I półrocza 2011 nastąpił spadek o 30,3%. Niekorzystna sytuacja na rynku kapitałowym, jak również błędy w strategii inwestycyjnej spowodowały, że od początku działalności fundusz stracił 45,3%. Zawiódł przede wszystkim hedging, czyli zabezpieczanie pozycji, który w efekcie zwiększał straty zamiast je kompensować. Wynika z tego, że zarabianie bez względu na koniunkturę jest zadaniem zbyt trudnym dla krajowych funduszy.

Bardzo podobna sytuacja jest w przypadku funduszu Opera za 3 Grosze FIZ (powstał 11 maja 2007), który wykorzystuje strategię funduszu Opera FIZ, ale jest dostępny szerszemu gronu inwestorów, ponieważ jest notowany na warszawskiej giełdzie. Według stanu na koniec I półrocza 2012 wartość aktywów wynosiła 11,53 mln zł (32 380 zarejestrowanych certyfikatów). Mimo że w porównaniu do poprzedniej wyceny wartość certyfikatu nieznacznie wzrosła (o 5,59%), od początku działalności fundusz stracił 64,4%, a w ciągu ostatniego roku 16,3%.

⁶ Według stanu na koniec czerwca 2012 r. w Polsce funkcjonowało 31 funduszy absolutnej stopy zwrotu (mają pewne cechy funduszy hedge), z czego jedynie dziesięć istniało dłużej niż trzy lata. Uzupełnieniem polskiej oferty są fundusze oferowane przez spółki inwestycyjne z siedzibą na terenie Unii Europejskiej, które działają na podstawie jednolitego paszportu europejskiego.

⁷ Zarządzający określają te fundusze mianem funduszy oportunistycznych nastawionych na absolutną stopę zwrotu.



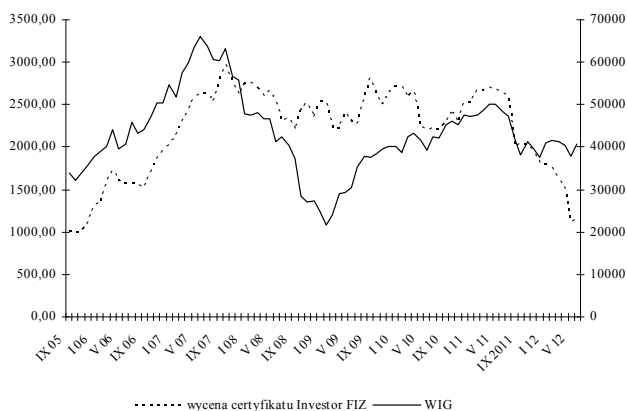
Rysunek 2. Wycena certyfikatu funduszu OPERA FIZ (po lewej, w ujęciu kwartalnym, marzec 2006 – czerwiec 2012) i funduszu OPERA za 3 Grosze (po prawej, w ujęciu miesięcznym, czerwiec 2007 – czerwiec 2012) na tle indeksu WIG

Źródło: opracowanie własne.

Według literatury – dzięki temu, że fundusze wykorzystują krótką sprzedaż, instrumenty pochodne, arbitraż, różne poziomy lewarowania oraz szeroką gamę aktywów – ich wyniki są nieskorelowane z rynkiem akcji i obligacji. Niestety, jak widać na przykładzie omawianych funduszy, takie prawidłowości nie zachodzą w przypadku rynku polskiego. Stopy zwrotu (w ujęciu miesięcznym/kwartalnym) są silnie skorelowane z podstawowymi indeksami giełdowymi, które są wyznacznikami tego, co się dzieje na rynku kapitałowym. Współczynnik korelacji liniowej Pearsona pomiędzy stopami zwrotu z funduszu Opera i indeksu WIG (dane kwartalne) wynosi 0,82, a dla Opery za 3 Grosze (dane miesięczne) – 0,783.

Inwestor FIZ został założony przez towarzystwo funduszy Investors TFI SA, a zarejestrowany 21 września 2005 roku. Przez analityków często był przedstawiany jako sztandarowy przykład funduszu, który daje możliwość inwestowania na wielu rynkach w różne klasy instrumentów finansowych, przynosi zyski niezależnie od koniunktury na poszczególnych rynkach i jest odporny na zmiany koniunktury na rynku globalnym (fundusz w znacznym stopniu obronił pieniądze inwestorów przed negatywnym wpływem bessy). Mimo że od początku działalności wartość certyfikatów wzrosła o 13,9%, w ostatnim okresie miało miejsce kilka negatywnie odbieranych przez inwestorów sytuacji. Od kwietnia 2011 roku wycena funduszu gwałtownie spada – według stanu na koniec czerwca 2012 roku wartość certyfikatu spadła już o 57,89%. Pomimo że stopy zwrotu z funduszu Inwestor FIZ (w ujęciu miesięcznym) są słabo skorelowane z indeksami giełdowymi (wsp. korelacji 0,223) i mógłby być alternatywą nie tylko dla akcji, lecz także lokat bankowych i obligacji, nie jest on atrakcyjny w oczach inwestorów. Fundusz traci już od wielu miesięcy, bez względu na to, w jakiej

kondycji znajdują się rynki. Mając tak szerokie możliwości inwestycyjne, na skutek błędów zarządzających, aktywa znajdujące się w portfelu inwestycyjnym funduszu są zbyt mało płynne, co przyczyna się do potężnych strat inwestorów. Skutkiem takiej polityki jest podjęcie przez zarządzających decyzji o znacznej przebudowie i zamknięciu części pozycji funduszu ze stratą.



Rysunek 3. Wycena certyfikatu funduszu Inwestor FIZ (w ujęciu miesięcznym) na tle indeksu WIG (wrzesień 2005 – czerwiec 2012)

Źródło: opracowanie własne.

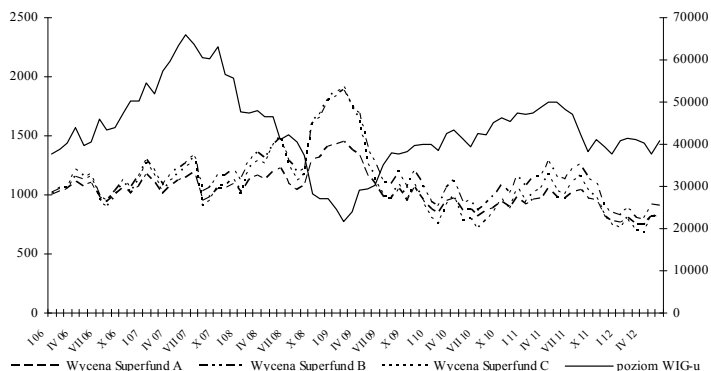
Jak widać, również w przypadku tego funduszu uwidocznia się brak pomysłu na strategię inwestycyjną. Potwierdza to przekonanie, że w Polsce brakuje wykwalifikowanej kadry zarządzającej, co przekłada się na jakość zarządzania. Zbyt ubogie doświadczenie polskich zarządzających, niewłaściwe wykorzystywanych strategii z wykorzystaniem instrumentów pochodnych, zbyt mała dywersyfikacja to jedynie wierzchołek problemów polskich funduszy parahedgingowych, których koszty ponoszą klienci funduszy. Problemem są również inwestorzy, którzy bardzo szybko odwracają się od funduszy w okresie gorszych notowań, choćby były one w naturalny sposób powiązane z wykorzystywaną strategią.

Superfund TFI to pierwsze w Polsce towarzystwo funduszy inwestycyjnych oferujące fundusze hedgingowe typu *managed futures*⁸. Superfund TFI rozpoczęło działalność w 2005 roku. Jedynym akcjonariuszem Towarzystwa jest

⁸ Fundusze te są szczególnym przypadkiem funduszy hedgingowych. Zarządzanie aktywami jest związane z zajmowaniem pozycji na kontraktach futures na wszystkich możliwych klasach aktywów, począwszy od kontraktów na indeksy akcji przez rynki towarowe, pieniężne oraz walutowe.

austriacka firma Superfund Asset Management GmbH. 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.

Trzy podstawowe subfundusze: Superfund A, Superfund B i Superfund C są zarządzane według trzech strategii inwestycyjnych, różniących się profilem ryzyka i oczekiwaną stopą zwrotu – strategia tradycyjna A, strategia dynamiczna B i strategia agresywna C. Według stanu na koniec I półrocza 2012 aktywa Superfund A wynosiły 3438 tys. zł (wzrost o 1,21% w porównaniu z końcem 2011), Superfund B – 15 127 tys. zł (spadek o 8,29%) i Superfund C – 12 175 tys. zł (wzrost o 22,71%).



Rysunek 4. Wycena certyfikatów funduszy Superfund SFIO (w ujęciu miesięcznym) stycznia 2006 – czerwiec 2012) na tle indeksu WIG

Źródło: opracowanie własne.

Z punktu widzenia dywersyfikacji ryzyka, dodanie tego typu funduszy do klasycznego portfela inwestycyjnego może być racjonalnym rozwiązaniem z uwagi na ujemne skorelowany z indeksem giełdowym WIG (subfundusz A – -0,0986, B – -0,0967, C – -0,0993). Jednak z punktu widzenia osiąganych stóp zwrotu – nie są to fundusze nastawione na ponadprzeciętną stopę zwrotu. Od początku działa-

ności subfundusze A zanotował stratę w wysokości 18,72%, wycena subfunduszu B wzrosła o 8,95%, a subfunduszu C o 18,55%. Superfund najlepiej wypadł na początku 2009 roku, ale później każdy z trzech subfunduszy typu *absolute return* zanotował przynajmniej 40% stratę (od 42% do 56%)⁹.

Wymienionym funduszom inwestycyjnym merytorycznie najbliżej do funduszy hedgingowych, choć samo sformułowanie fundusz hedgingowy w odniesieniu do rynku polskiego wydaje się mylne, ponieważ raczej nie mamy do czynienia z wykorzystaniem klasycznych strategii inwestycyjnych typowych dla funduszy hedge. Do kategorii funduszy parahedgingowych można przyporządkować również większość podmiotów wspomnianych wcześniej, a klasyfikowanych jako fundusze absolutnej stopy zwrotu (np. ING Selektywny, Alior Selektywny, Copernicus FIZ) czy mieszane (np. Skarbiec Alternatywny), które z założenia powinny zapewniać zyski niezależnie od koniunktury, jednak tylko od zarządzających zależy, czy fundusze uzyskają absolutną stopę wzrostu. Dotychczasowe wyniki polskich funduszy hedgingowych nie wskazują na to, że mają przewagę nad klasycznymi funduszami.

Nie można również potwierdzić hipotezy, że wykorzystanie instrumentów alternatywnych takich jak właśnie fundusze hedgingowe pozwala na osiągnięcie zysków w każdych warunkach, dzięki wykorzystaniu niskiej korelacji z tradycyjnymi aktywami (tabela 2). Jak łatwo zauważyć, stopy zwrotów są słabo skorelowane z większością stóp zwrotów podstawowych indeksów giełdowych, a w przypadku innych instrumentów alternatywnych, czego przykładem mogą być np. metale szlachetne (złoto, srebro), współczynnik korelacji oscylował wokół zera.

W sytuacjach kryzysowych, kiedy na rynku giełdowym pojawiają się zawirowania, inwestorzy zaniepokojeni sytuacją na rynku akcyjnym wykorzystują instrumenty mniej ryzykowne (inwestując bezpośrednio w obligacje lub fundusze papierów dłużnych) i masowo poszukują nisz na rynku. Obserwując współczynniki korelacji stóp zwrotu funduszy parahedgingowych ze stopami zwrotu wybranych klasycznych funduszy inwestycyjnych (fundusze akcyjne, fundusze obligacji, fundusze rynku pieniężnego), można stwierdzić, że stanowią one instrumenty, które mogą zdywersyfikować portfel inwestora, jednak biorąc pod uwagę

⁹ Wycena jednostek subfunduszy została zawieszona na początku listopada 2011 r. Pośrednią przyczyną problemów funduszy było bankructwo amerykańskiego brokera MF Global. Superfund TFI zapewniało wówczas, że spowodowane niewypłacalnością MF Global spadki stóp zwrotu funduszy nie powinny przekroczyć 2 punktów procentowych, lecz jak się okazało po wznowieniu wyceny pod koniec 2011 r., przeceny sięgały 20%.

Tabela 2

Zależności pomiędzy stopami zwrotów wybranych polskich funduszy parahedgingowych¹⁰ a wybranymi instrumentami klasycznymi w okresie czerwiec 2007 – czerwiec 2012

	Wybrane światowe indeksy giełdowe					
	DAX	NASDAQ100	DJ	FTSE 250	S&P 500	Nikkei 225
Opera za 3 Grosze	0,3031	0,3157	0,3308	0,3208	0,3376	0,3816
Inwestor FIZ	0,2094	0,1864	0,1918	0,1662	0,1879	0,2115
	Polskie indeksy giełdowe		Waluty (kurs)		Metale szlachetne	
	WIG	WIG 20	dolar	euro	złoto	srebro
Opera za 3 Grosze	0,4870	0,4517	-0,3496	-0,3186	0,0463	0,0199
Inwestor FIZ	0,2043	0,1697	-0,1173	-0,0145	0,0385	0,0200
	Wybrane klasyczne fundusze inwestycyjne					
	Pionier Pie- niężny FIO	Unikorona Akcje FIO	ING FIO akcji	Unikorona Obligacje FIO	PZU FIO Papierów dłużnych	
Opera za 3 Grosze	0,1246	0,3763	0,4761	0,1713	0,0891	
Inwestor FIZ	0,0135	0,1716	0,2362	0,0087	-0,0378	

Źródło: opracowanie własne.

wcześniejsze rozważania, należy pamiętać, że fundusze hedgingowe powinny stanowić jedynie niewielką część aktywów w portfelu inwestora, przede wszystkim ze względu na częste błędy w zarządzaniu aktywami funduszy, których koszt przenoszony jest bezpośrednio na inwestorów.

3. Perspektywy rozwoju rynku hedge w Polsce

Rynek klasycznych i alternatywnych funduszy inwestycyjnych w Polsce rozwija się dość dynamicznie, a polscy inwestorzy mają coraz więcej możliwości skorzystania z nowych instrumentów, które pojawiają się na rynku. Dzieje się to za sprawą dość dużej konkurencji wśród instytucji finansowych, które chcą

¹⁰ W analizie pominięto fundusze Superfund, ponieważ dopiero od 11 czerwca 2012 r. częstotliwość wycen aktywów zmieniono z tygodniowej na codzienną. Dodatkowo należy pamiętać, że ich wycena była czasowo zawieszona, o czym również wspomniano w artykule. Współczynniki korelacji zostały wyznaczone na podstawie tygodniowych rolowanych stóp zwrotu z aktywów.

sprostać rosnącym wymaganiom inwestorów, poszukują niszowych instrumentów pozwalających przy niestabilnym rynku finansowym na osiągnięcie zysku.

Liberalizacja polskiego rynku finansowego jest jednym z czynników, który przyczynił się do powstania i rozwoju rynku funduszy alternatywnych, w tym rynku funduszy hedge. Świadczy to o innowacyjności i konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego. Jednak niekontrolowane tempo wzrostu rynku funduszy hedge na całym świecie, brak obowiązku rejestracji i ścisłej kontroli sprawiły, że w obliczu licznych kontrowersji, które narosły wokół funduszy hedge, podjęto prace nad wprowadzeniem regulacji w tym sektorze. Jak wspomniano wcześniej, nie ma wyraźnych dokumentów, które jednoznacznie regulują ten wysoko spekulacyjny rynek.

Konkurencja na rynku funduszy hedge jest niewielka, a czynnikiem, który hamuje rozwój tego obszaru inwestycyjnego, jest niewątpliwie brak na polskim rynku wysoko wykwalifikowanych i doświadczonych menedżerów, którzy trafnie czytają informacje płynące z rynku i potrafią dobrać strategię do sytuacji na rynku. Biorąc jednak pod uwagę sytuację ogólnoeconomiczną, nawet najlepszym trudno jest osiągnąć stabilne i ponadprzeciętne stopy zwrotu w długim horyzoncie czasowym, o czym świadczą prezentowane wcześniej wyniki funduszy. Czynnikiem hamującym jest również bardzo niski poziom edukacji finansowej inwestorów. Dzięki globalizacji, postępowi techniczno-technologicznemu, łatwemu dostępowi do informacji oraz integracji rynków finansowych inwestorzy mają dostęp do coraz szerszego wachlarza instrumentów inwestycyjnych. Brak dostatecznej wiedzy na ich temat skutkuje jednak podejmowaniem nieprzemysłanych decyzji finansowych, których efektem są ponoszone straty.

Ważnym czynnikiem, który może sprzyjać rozwojowi rynku funduszy alternatywnych w Polsce, jest istnienie potencjału inwestycyjnego polskich inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych. Jednak biorąc pod uwagę sytuację makroekonomiczną, należy zwrócić uwagę na fakt, że wielu drobnych inwestorów indywidualnych charakteryzuje się wyraźną awersją do ryzyka, co oznacza, że ich portfel jest budowany na podstawie tradycyjnych instrumentów inwestycyjnych, a inwestowanie ma charakter krótkookresowy. Często barierę stanowi zaporowa kwota wejścia, ponieważ z założenia fundusze hedge tworzy się z myślą o zamożnych inwestorach, stąd popyt na tego rodzaju instrumenty jest ograniczony. Duży popyt na inwestycje alternatywne jest zgłaszany przez dużych inwestorów indywidualnych (liczba milionerów w Polsce systematycznie wzrasta – w 2011 roku osiągnęła poziom ponad 13,5 tys. osób, co nieznacznie przewyższyło już poziom

z 2008 roku, a w porównaniu do roku poprzedniego nastąpił wzrost o 13,1%), jednak wielu najbogatszych Polaków ma rezydencję podatkową za granicą i tam lokują swoje środki. Należy przy tym pamiętać, że polski rynek finansowy jest otwarty dla inwestorów zagranicznych, ma silne fundamenty, charakteryzuje się dużą płynnością i jest mniej ryzykowny niż rynki krajów rozwijających się, zatem może się to przyczynić do powstawania nowych funduszy hedge.

Podsumowanie

Jak wcześniej zauważono, głównym celem funduszy hedgingowych jest ograniczanie ryzyka wahań wartości udziałów w funduszu, zabezpieczenie przed wahaniami koniunktury, czyli zarabianie zarówno w okresie hossy, jak i bessy (przynajmniej w teorii). W odniesieniu do polskiego rynku kapitałowego trudno mówić o istnieniu rynku funduszy tego typu, ponieważ choć rynek funduszy inwestycyjnych istnieje już blisko dwadzieścia lat, dominują na nim przede wszystkim proste w konstrukcji fundusze inwestujące w akcje i obligacje oraz zdobywające coraz większą popularność fundusze surowcowe. Mimo że pojawiają się fundusze grające na spadki cen akcji, stanowią one niewielki odsetek. Udział funduszy typu hedge na polskim rynku wynosi raptem 1,5%, gdy średnia dla Unii Europejskiej wynosi ponad 5%.

Podmioty parahedgingowe, z którymi mamy do czynienia na naszym rynku, nie mają długiej historii. Ich kiepskie wyniki finansowe wynikają głównie ze zbyt ubogiego doświadczenia polskich zarządzających, którzy często nie mają pomysłu na strategię inwestycyjną. Jednak przy odpowiednio aktywnej polityce inwestycyjnej, wykorzystując potencjał niszowych segmentów polskiego rynku finansowego, można zbudować strategię inwestycyjną, które w krótkim okresie będą dawały wysokie stopy zwrotu. W Polsce istnieją przesłanki do tworzenia funduszy *sensu stricto* hedgingowych, jednak na to potrzeba czasu, sprzyjającej koniunktury gospodarczej oraz regulacji prawnych.

Literatura

Antkiewicz S. [2007], *Fundusze hedgingowe jako innowacyjne fundusze inwestycyjne dla zamożnych osób fizycznych*, „Studia Gdańskie. Wizje i rzeczywistość”, t. 4, GHSH, Gdańsk.

Antkiewicz A., Kalinowski M. (red.) [2008], *Innowacje finansowe*, CeDeWu, Warszawa.

Perez K. [2011], *Fundusze hedge. Istota, strategie, potencjał rynku*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.

Pruchnicka-Grabias I. (red.) [2008], *Inwestycje alternatywne*, CeDeWu, Warszawa.

Źródła internetowe

www.opera.pl

www.tfi.investors.pl

www.superfund.pl

www.stooq.pl

www.greenwichai.com

THE HEDGE FUND AS THE EXAMPLE OF THE ALTERNATIVE INVESTMENT

THE POLISH EXPERIENCE

Summary

Hedge funds have become one of important element of the capital market. The primary aim of most hedge funds is to reduce volatility and risk while attempting to preserve capital and deliver positive returns under all market conditions. Hedge funds vary enormously in terms of investment returns, volatility and risk.

Despite the unfavorable position of the polish regulatory KNF which firmly opposes the distribution of offshore funds in the polish market, local funds have been established. Poland has become too 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 research in the polish capital market was carried in the period June 2007 – June 2012. The conducted study implies that diversification of investment risk based on alternative assets is necessary, because they are weakly correlated with traditional assets (stock index and currencies – euro, dolar) and another alternative assets (gold, silver), but generally the hedge funds are not a good investment for the polish investor.

Keywords: the hedge fund, alternative instruments, rate of return, risk

Translated by Urszula Gieraltowska