Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
2013, t. 47, nr 2

**Waldemar Aspadarec**

Uniwersytet Szczeciński

# Pofragmentowane środowisko regulacyjne funduszy hedge a ryzyko systemowe

***Streszczenie.*** *W artykule zaprezentowano analizę przyczyn, powiązań i skutków wpływu funduszy hedge na system finansowy i realną gospodarkę. Na podstawie przeprowadzonych badań stwierdzono, że ustanowienie zasad i konsekwentne ich przestrzeganie w procesie zarządzania ryzykiem kredytowym przeciwnej strony transakcji – CCRM, na najwyższych szczeblach instytucji regulowanych, jakimi są banki, jest skutecznym sposobem ograniczenia wpływu funduszy hedge na ryzyko systemowe i tym samym na realną gospodarkę. W podsumowaniu zwrócono m.in. uwagę, że za wybuch globalnego kryzysu finansowego odpowiadają podlegające silnym regulacjom banki i firmy ubezpieczeniowe, a nie nieregulowane fundusze hedge.*

***Słowa kluczowe:*** *fundusz hedge, ryzyko systemowe, globalny kryzys finansowy*

## 1. Wprowadzenie

Historycznie rzecz biorąc, twórcy regulacji oraz ekonomiści koncentrowali się na bankach jako potencjalnych kanałach powstawania ryzyka systemowego. Charakterystyka banków była najważniejszym powodem regulowania ich polityki. W ostatniej dekadzie staliśmy się świadkami nowej konfiguracji inwestorów w systemie finansowym, do powstania której w szczególny sposób przyczyniły się fundusze hedge. Celem artykułu jest analiza wpływu funduszy hedge na możliwość kreacji ryzyka systemowego. Aktywna rola czynnika pieniężnego w wyznaczaniu kierunków i tempa zmian była dostrzegana i akcentowana w literaturze od dawna, ale zjawiska notowane od końca ubiegłego stulecia odznaczają

się nowymi jakościowo cechami. Wiążą się one ze specyfiką ekspansji sektora finansowego w sferze funkcjonowania realnej gospodarki[1], czego efektem jest „rosnąca rola motywacji finansowych, rynków finansowych, instrumentów finansowych i instytucji finansowych w funkcjonowaniu krajowych i międzynarodowych gospodarek"[2]. Doświadczenia te uwypukliły znaczenie badań nad problemem braku stabilności finansowej i przyczyn wpływających na jej powstanie. W ostatniej dekadzie bardzo wyraźnie wzrósł rozmiar sektora finansowego w stosunku do gospodarki realnej, w dodatku występują silne sprzężenia zwrotne działające wewnątrz systemu oraz między systemem finansowym a gospodarką. W konsekwencji zasadniczą przyczyną finansowej niestabilności było, jest i zapewne będzie nieumiarkowanie w podejmowaniu ryzyka. Tym samym wyzwaniem jest projektowanie i zaproponowanie systemowej odpowiedzi ewidentnie zakotwiczonej w najistotniejszych cechach finansowej niestabilności[3].

## 2. Istota i „swoboda" działania funduszy hedge

Stuart McCrary w *Hedge Fund Course* wskazuje, że definiowanie funduszu hedge stwarza trudności, jako że niełatwe jest opisanie istoty funduszu hedge bez wpadania w kolizję z definicjami funduszy, które nie zaliczają się do kategorii funduszy hedge[4]. Nie ma jednej ogólnie przyjętej definicji funduszu hedge. W publikacji *AIMA's Roadmap to Hedge Funds* Amerykańskiego Stowarzyszenia Zarządzających Inwestycjami Alternatywnymi fundusz hedge definiuje się jako program inwestycyjny, w którym zarządzający lub wspólnicy dążą do osiągnięcia dodatnich bezwzględnych stóp zwrotu przez wykorzystanie okazji inwestycyjnych i ochronę wniesionego kapitału przed potencjalnymi stratami[5]. Miejscem powstania i najważniejszym rynkiem funduszy hedge są Stany Zjednoczone, co uzasadnia przedstawienie aktów prawnych związanych z funkcjonowaniem amerykańskiego rynku kapitałowego. Warto więc nadmienić, że na świecie funkcjonują dwa typy nadzorowania rynku. Jeden typ to skonsolidowany nadzór nad rynkiem finansowym, w którym odpowiedzialność przypisana jest jednej instytucji

---

[1] J. Dudziński, *Finansyzacja międzynarodowych rynków surowców i żywności a ich ceny w handlu międzynarodowym*, „Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego" 2010, nr 28.

[2] K. Jajuga, *Czy banki będą lepiej zarządzać ryzykiem?*, www.obserwatorfinansowy.pl [25.01.2010].

[3] C.E.V. Borio, *Change and constancy in the financial system: implications for financial distress and policy*, „BIS Working Papers" 2007, nr 237, s. 9.

[4] S.A. McCrary, *Hedge Fund Course*, John Wiley & Sons, Nowy Jork 2004, s. 1.

[5] A.M. Ineichen, K. Silberstein, *AIMA's Roadmap to Hedge Funds*, Alternative Investment Management Association, London 2008, s. 9.

nadzorczej[6]. Drugi typ nadzoru to rozwiązanie, w którym danemu segmentowi rynku finansowego przypisana jest oddzielna instytucja. Taka konstrukcja nadzoru dotyczy Stanów Zjednoczonych, gdzie w gestii kilku organów, utworzonych na poziomie federalnym, leży przestrzeganie regulacji prawnych odnoszących się do rynku finansowego. Dla funduszy hedge największe znaczenie ma *Securities and Exchange Commission* (SEC), którego głównym zadaniem jest ochrona inwestorów, utrzymywanie sprawiedliwego i uporządkowanego efektywnego rynku papierów wartościowych oraz ułatwienie tworzenia kapitału[7]. „Konstytucja" amerykańskiego rynku papierów wartościowych oparta jest na czterech fundamentalnych ustawach:

- The Securities Act of 1933,
- The Securities Exchange Act of 1934,
- The Investment Company Act of 1940,
- The Investment Advisers Act of 1940.

Fundusze hedge, by działać zgodnie z prawem, korzystają z różnego rodzaju wyłączeń lub kruczków prawnych. Dotychczas na tym polu radzą sobie znakomicie, co wynika głównie z charakteru klientów – bardzo zamożnych osób fizycznych lub prawnych, które zgodnie z założeniami prawa mogą funkcjonować na rynku finansowym w Stanach Zjednoczonych bez wsparcia SEC[8]. Fundusze powiernicze są zobowiązane do ujawniania inwestorom wielu informacji. Muszą one informować SEC o swoim stanie posiadania oraz dokonywać audytu swoich raportów finansowych. Żadna regulacja nie określa, jakie informacje fundusze hedge mają obowiązek przekazywać swoim inwestorom[9]. Fundusze hedge mogą podjąć zobowiązanie ujawniania pewnego rodzaju informacji oraz dostarczać zaudytowane sprawozdania finansowe, jeśli okaże się, że może to być pomocne w pozyskiwaniu inwestorów. Z jednej strony tajność pomaga zarządzającym funduszami hedge w ukrywaniu swoich strategii przed potencjalnymi kopiującymi je osobami, jednak z drugiej strony tajność ta sprawia, że trudniejsze jest oszacowanie ryzyka funduszu.

Fundusze hedge, z definicji, chcą podlegać jak najbardziej ograniczonym regulacjom prawnym i podatkowym. Z punktu widzenia prawa fundusze hedge mają postać *limited partnerships* lub *limited liability companies*[10]. Podobieństwo

---

[6] U. Ziarko-Siwek, *Giełdy kapitałowe w Europie*, CeDeWu, Warszawa 2008.

[7] K. Perez, *Fundusze hedge. Istota, strategie potencjał rynku*, C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 204.

[8] F-S. Lhabitant, *Handbook of Hedge Funds*, Hoboken, London 2007, s. 39.

[9] Od 1978 r. wszystkie instytucje posiadające ponad 100 milionów dolarów są zobowiązane do informowania o swoim stanie posiadania, który przekracza 200 tysięcy dolarów lub więcej niż 10 tysięcy akcji. Fundusze hedge nie są wyłączone ze spełnienia tego wymogu. Wymogu tego nie stosuje się do derywatów oraz krótkich pozycji. Ponadto instytucje mogą występować z wnioskiem o utajnienie swoich pozycji na okres jednego roku – fundusze hedge korzystały z tej możliwości.

[10] S.A. McCrary, op. cit., s. 73.

obu rozwiązań związane jest z tym, że obie struktury są odrębnymi osobami prawnymi, oferującymi jednocześnie stopień ograniczenia odpowiedzialności inwestorów za zobowiązania funduszu. Optymalizacja podatkowa zysków wypracowanych przez fundusze hedge powoduje, że nie obciążają one samych funduszy hedge, lecz są bezpośrednio przeznaczone dla inwestorów. Fundusze hedge są jedynie zobowiązane do ich raportowania. Działania te mają stworzyć unikatową strukturę prawną „uszytą na miarę" dla uczestników tego przedsięwzięcia.

Podsumowując, można stwierdzić, że korzystanie z wielu wyłączeń funkcjonujących w ustawodawstwie federalnym w odniesieniu do funduszy hedge, których konsekwencją jest możliwość stosowania zróżnicowanych, elastycznych i prawie nieograniczonych żadnymi przepisami prawnymi strategii inwestycyjnych, jest dla funduszy hedge niezwykle atrakcyjne. Ich znaczenie jest jednak tak duże, że wzrasta presja na ściślejsze lub bezpośrednie próby uregulowania ich działalności.

## 3. Definiowanie ryzyka systemowego. Ryzyko kreowane przez fundusze hedge

Na wstępie należy podjąć próbę precyzyjnego zdefiniowania ryzyka systemowego. Grupa ds. Zarządzania Ryzykiem Kredytowym Przeciwnej Strony Transakcji (Counterparty Risk Management Policy Group – CRMPG) w sposób zwięzły definiuje wstrząs finansowy z konsekwencjami systemowymi jako „duże upośledzenie systemu finansowego oraz realnej gospodarki"[11]. De Bandt i Hartmann definiują w swoim artykule „kryzys systemowy" jako sytuację, w której wstrząs dotyka „w sposób istotny znaczną liczbę instytucji lub rynków finansowych oraz skutkuje znacznym osłabieniem sprawności działania systemu finansowego jako całości. Sprawnym działaniem jest tu transformowanie oszczędności w rzeczywiste inwestycje dające najwyższe stopy zwrotu"[12]. Bordo określa zdarzenie systemowe jako sytuację, w której „wstrząsy – szoki w jednej części systemu finansowego prowadzą do szoków w innych częściach, w konsekwencji wywierając wpływ na stabilność realnej gospodarki"[13].

[11] The Report of the Counterparty Risk Management Policy Group II 2005, *Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective*, http://www.crmpolicygroup.org/, s. 5 [11.10.2012].

[12] O. De Bandt, P. Hartman, *Systemic Risk: A Survey*, w: *Financial Crisis, Contagion and the Lender of Last Resort: A Book of Readings*, red. Ch.A.E. Goodhard, G. Illing, January, London, UK: Oxford University Press, 2002.

[13] M.D. Bordo, B. Mizrach, A.J. Schwartz, *Real Versus Pseudo-International Systemic Risk: Some Lessons from History*, „Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies" 1998, nr 1(1), s. 31.

Klasycznym przykładem takiego zdarzenia jest redukcja inwestycji z powodu niższej dostępności kredytu lub destabilizacji działalności gospodarczej, czyli przełożenie na gospodarkę realną wstrząsów finansowych, które determinują kryzys systemowy i odróżniają go od zdarzenia czysto finansowego. Zdarzenia, które prowadzą tylko do spadku cen aktywów i strat majątkowych bez ujemnego przełożenia na gospodarkę, cytowany wcześniej Bordo definiuje jako „ryzyko pseudosystemowe".

Podział na „zakłócenia" oraz finansowe „wstrząsy", przedstawiony w dokumentach CRMPG, jasno pokazuje, że tylko „wstrząsy" poważnie wpływają na realną gospodarkę. Zgodnie z tym, realne efekty mają szansę objawić się w wyniku zakłóceń w podaży kredytów przez wstrząsy na rynku kapitałowym, wywołujące wstrząsy w sektorze bankowym. Definicję ryzyka systemowego najlepiej oddającą sedno sprawy odnaleźć można w monografii *Ryzyko systemowe* S.L. Schwarcza. Ryzyko systemowe opisane jest tam jako ryzyko powodowane ekonomicznym szokiem (takim jak załamanie rynku czy instytucji lub załamanie łańcucha firm i rynków bądź łańcuch strat instytucji finansowych) skutkującym wzrostem kosztu kapitału i spadkiem jego dostępności. Taka sytuacja często objawia się znaczną finansową ulotnością ceny rynkowej[14].

Globalny kryzys finansowy pokazał, że w obszarze stabilności finansowej problem może prowadzić do bezpośrednich, istotnych zaburzeń nie tylko na rynkach czy w działalności instytucji finansowych, ale i pośrednio – w sferze gospodarki realnej. Odpowiedzi na pytanie, czy fundusze hedge stwarzają istotne ryzyko dla gospodarki, można udzielić po zdefiniowaniu ryzyka stwarzanego przez fundusze hedge. Stulz wymienia cztery rodzaje ryzyka: dla instytucji finansowych, płynności, dodatkowego ryzyka zmienności i ochrony inwestora[15]. Jak zatem poważne są te cztery typy ryzyka kreowane przez fundusze hedge? Fundusze hedge mogą kreować ryzyko dla instytucji finansowych; z powodu stosowania dźwigni finansowej fundusz hedge może mieć problemy, jeśli dochodzi do znacznego obniżenia wartości jego aktywów, a ich rynek jest mało płynny. W takiej sytuacji fundusz może nie być w stanie zamknąć swoich pozycji. Jeśli fundusz hedge jest dostatecznie duży, jego upadek może mieć daleko idące implikacje, potencjalnie prowadząc do reakcji łańcuchowej bankructw w systemie finansowym. W 1998 r. Bank Rezerwy Federalnej Nowego Jorku zorganizował akcje pomocy bankom prywatnym w celu uniknięcia potencjalnego rozprzestrzenienia się strat oraz potencjalnej przebiegającej gwałtownie likwidacji lub bankructwa funduszu wskutek strat wynoszących ponad 4 mld USD. Dopóki znaczenie

---

[14] S.L. Schwarcz, S.A. Star, *Systemic Risk*, Duke Law School, March Durham, USA 2008, s. 204.

[15] R.M. Stulz, *Hedge funds: past, present, future*, „Journal of Economic Perspectives" 2007, t. 21, nr 2, s. 194.

funduszy hedge nie było tak duże, dopóty obecny niski stopień ich regulacji był poddawany krytyce, ale tolerowany. Upadek LTCM i straty Amaranth doprowadziły do wezwań z wielu stron rynku o regulowanie branży funduszy hedge[16]. Skutkiem tego były inicjatywy ustawodawcze w odniesieniu do branży funduszy hedge. Pierwszy raz w 2007 r., a później w 2009 r. Kongresowi przedstawiono projekt ustawy odnoszącej się do działalności funduszy hedge – *Hedge Fund Transparency Act*.

Napływ kapitału i wzmożona konkurencja spowodowały, że fundusze hedge koncentrują swoją uwagę na mniej płynnych rynkach. Kombinacja krótkoterminowego finansowania połączona z lewarowaniem relatywnie niepłynnych aktywów powoduje, że część funduszy hedge wystawia się na potencjalne znaczne ryzyko płynności. Zarówno kontrahenci, jak i same fundusze hedge dokonują tego przesunięcia na mniej płynne rynki w pełni świadomie. W konsekwencji wydłużają okresy zamknięcia, czyli skracają możliwość wycofywania środków przez inwestorów z funduszu. Ten wydłużony okres „zamrożenia" środków daje zarządzającym dodatkową elastyczność w radzeniu sobie z zaburzeniami rynkowymi. W celu redukcji ryzyka płynności funduszy hedge i zwiększenia przejrzystości odnoszącej się do pozycji funduszu, częściej niż we wcześniejszych latach wykorzystywany jest mechanizm użycia okresów zawiadamiania i realizacji umorzeń oraz kontaktów z dystrybutorami. W teorii płynność rynkowa jest to zdolność do przeprowadzania transakcji bez wpływania na ceny rynkowe. Płynność finansową definiuje się jako zdolność do pozyskiwania funduszy. Między wymienionymi wyżej rodzajami płynności zachodzą interakcje na różnych płaszczyznach. Słaba płynność finansowania odznacza się wysoką zmiennością i prowadzi do znacznych wahań depozytów oraz wezwań do jego uzupełnienia, przyczyniając się jeszcze bardziej do zmniejszenia płynności finansowania. Gdy zapewniona jest wysoka płynność finansowania, inwestorzy są w stanie finansować swoje pozycje i handlować na większą skalę, co zwiększa dodatkowo płynność rynku. Interakcja między wyróżnionymi rodzajami płynności kreuje potencjał niestabilności rynku. Jeśli wynikłe ze wstrząsu cenowego straty na transakcjach są dostatecznie wysokie, aby znacznie ograniczyć kapitał, limity transakcyjne mogą zmusić fundusz do ograniczenia transakcji w wyniku dostosowania w procesie zarządzania ryzykiem, co skutkuje spadkiem płynności rynku. Równocześnie zwyczajowo towarzysząca spadkom cen zwiększona płynność może prowadzić do wystąpienia częstszych wezwań do uzupełnienia depozytów, co skutkuje zwiększeniem kosztów utrzymania pozycji i redukuje płynność finansowania. Fundusz hedge zmuszony jest do sprzedaży aktywów, wymuszając dalszą zniżkę cen na i tak już załamanym rynku. Jeśli więc wstrząs jest dostatecznie duży, może też skutkować przeniesieniem szoku cenowego na inne rynki

[16] F-S. Lhabitant, op. cit., s. 37.

ze względu na powodowane brakiem gotówki zamykanie pozycji również na nich. Kombinacja tych działań powoduje załamywanie się cen, co dodatkowo negatywnie wpływa na posiadane otwarte pozycje. Kolejna wyprzedaż prowadzi do spirali obniżającej ceny aktywów. Należy uznać za szczególnie ważne, że banki i pośrednicy finansowi w ostatnich latach poprawili w sposób istotny systemy szacowania ich ekspozycji na ryzyko ze strony funduszy hedge[17].

Fundusze hedge są postrzegane jako dostarczyciele płynności, pojawia się więc pytanie: Jakie mechanizmy rynkowe bądź regulacyjne mogą zatrzymać lub odwrócić zniżkującą spiralę płynności lub też umożliwić wyjście z niepłynnego stanu rynku? Jeżeli fundusze hedge są same osłabione z powodu strat spowodowanych przez szoki rynkowe o ekstremalnej i nieczęsto spotykanej skali, to kim są inwestorzy, którzy zaczną kupować w czasie kryzysu, stając się wybawieniem dla rynku? Jest to fundamentalne pytanie o granice arbitrażu oraz wyeksponowanie efektów ubocznych towarzyszących rosnącej roli funduszy hedge na rynkach finansowych. Ryzyko płynności jest istotnym problemem, ponieważ niekorzystne wstrząsy, szoki rynku mogą prowadzić do trudności w funduszach hedge, uzależnionych od możliwości natychmiastowego zamknięcia transakcji, gdy obracają się one przeciwko nim samym. Jeżeli zbyt wiele funduszy przeprowadzi takie same transakcje, mogą one nie być w stanie zamknąć swoich pozycji jednocześnie, co skutkuje negatywnymi konsekwencjami. Po pierwsze, ceny mogą reagować zbyt mocno, gdyż inwestorzy będą skłonni do otwierania pozycji przeciwnych do tych, jakie mają fundusze hedge. Po drugie, może wystąpić nagły spadek płynności rynkowej, przy której fundusze hedge przeprowadzają transakcje w sposób natychmiastowy w celu kontrolowania swojego ryzyka i w takiej sytuacji nie będą one w stanie tego zrobić. Fundusze mogą dlatego stać się bardziej ryzykowne, co rodzi zagrożenie dla instytucji finansowych oraz może doprowadzić do reakcji łańcuchowej na cenach, jeśli instytucje finansowe również będą zmuszone do redukowania swoich pozycji. Ponadto fundusze hedge wykorzystujące dźwignię finansową zmuszone są do zredukowania swoich ekspozycji w celu sprostania wymogom banków, w których zaciągnęły pożyczki. W rezultacie może to spowodować, że niekorzystne szoki cenowe mogą prowadzić do wyprzedaży papierów wartościowych oraz upłynniania swoich aktywów w niekorzystnej sytuacji, co może ją jeszcze pogłębić.

Nie ma jednoznacznych danych dotyczących sposobów monitorowania przez banki ryzyka koncentracji na pozycjach posiadanych przez fundusze hedge, a ze strony regulatorów rynku pojawiają się sugestie do częstszego dokonywania tych czynności. Hipoteza, że fundusze hedge powodują dodatkowy wzrost zmienności cen, stwarza istotną obawę, jednak co do tego badacze nie prezentują zgodnego

---

[17] W. Aspadarec, *Systemic Risk Aspects in Context of Hedge Funds Activities*, „Trends on the World Economy" 2012, t. 4, s. 11.

stanowiska. Fundusze hedge mogą przesunąć istotnie cenę, w wyniku przesadnej reakcji, przez dokonywanie transakcji, które odchylają cenę rynkową od *fair value* oraz kreować ryzyko nadpłynności. Niekorzystny wpływ funduszy hedge na zmienność rynku jest niejednoznaczny, podczas gdy profity – są bezdyskusyjne.

Fundusze hedge są oskarżane o kreowanie nadpłynności, ponieważ wraz z rozwojem technologii informatycznych skróceniu ulegał czas potrzebny do przeprowadzenia transakcji. Kiedyś od złożenia zlecenia do jego wykonania mijało parę minut. W 2005 r. było to 10,1 sekundy, a cztery lata później wynik ten obniżył się do 1 milisekundy. Specyficzną formą handlu, wynikającą z rozwoju technologii, stał się *high frequency trading* – HFT, którego istotą jest ogromne natężenie realizacji zleceń, co powinno skutkować uzyskaniem niewielkiego, ale bardzo prawdopodobnego zysku[18]. Pozytywna rola funduszy hedge przy dostarczaniu płynności na rynek i eliminowaniu nieefektywności rynkowych sprawia, że argumenty tych, którzy chcą ograniczyć ich działalność, powinny być bezdyskusyjnie dowiedzione, że potencjalny niekorzystny ich wpływ na zmienność rynków jest ważniejszy niż pozytywne skutki działalności funduszy hedge na tych rynkach. Nie należy jednak przeceniać stopnia, w jakim czynią one rynki efektywnymi. Fundusze hedge sprawdzają się dobrze w eliminowaniu małych różnic w cenach podlegających arbitrażowi. Płynność dostarczana przez nie może również gwałtownie zniknąć w momencie wystąpienia wstrząsu systemowego, a ponadto spadek płynności z tego wynikający może pogorszyć ten stan. W opinii wielu badaczy, gdy cena aktywów oderwie się w sposób długotrwały od ich wartości fundamentalnej, to nie ma jednoznacznych dowodów, że fundusze hedge sprowadzą cenę rynkową do poziomu odpowiadającego tej wartości.

Ochrona inwestorów także nie może być motywacją do regulowania prywatnych funduszy przez nadzór, gdyż klientami funduszy hedge nie są mali inwestorzy, lecz inwestorzy akredytowani. Zarówno propozycje SEC, jak i proponowane wymuszenie w nieuchwalonej ustawie o funduszach hedge zmierzają w kierunku rejestracji zarządzających funduszami hedge. Znaczne straty dla ich inwestorów, wynikające z bankructwa funduszy hedge, wskazują na potrzebę większej ochrony inwestorów. Odsetek przeżywalności funduszy waha się między 85% a 95%, tym samym każdego roku około 5-15% funduszy hedge „umiera", ponieważ inwestorzy wycofują swoje środki z powodu dużych strat. Innym czynnikiem zamknięcia funduszu hedge jest defraudacja lub złe raportowanie[19]. Badania pokazują, że około 30% nieregulowanych funduszy prywatnych nie funkcjonuje dłużej niż 3 lata,

[18] T. Zieliński, *Technologia informacyjna a kryzys finansów*, w: *Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania – rynki finansowe*, red. J. Harasim, J. Cichy, Wyd. UE w Katowicach, Katowice 2012, s. 28.

[19] Zagregowane straty spowodowane defraudacjami w funduszach hedge w opinii SEC są relatywnie małe, średniorocznie jest 10 przypadków defraudacji w funduszach hedge na kwotę 200 mln USD.

natomiast aż 40% kończy działalność przed piątym rokiem od powstania. Inwestorzy kwalifikowani, z definicji bogaci i świadomi, nie potrzebują „prowadzenia za rękę". Mogą oni zarówno nie inwestować w dany fundusz, jak też podjąć kroki prawne w sytuacji wystąpienia defraudacji. W literaturze wymieniane są różne przyczyny sprzyjające oszustwom, ale często kładzie się w nich nacisk na strukturę prawną funduszy hedge, powodującą brak przejrzystości[20]. Innym czynnikiem wpływającym na wzrost nieprawidłowości w funduszach hedge jest struktura kosztów, które mogą być ważnym czynnikiem ryzyka inwestycyjnego[21]. Jeśli przyjmie się, że fundusze hedge przyczyniają się do zwiększania efektywności, wtedy tworzenie barier do inwestowania w nie mogłoby obniżyć efektywność.

Zarówno tworzący regulacje, jak i badacze powszechnie uznają, że to banki komercyjne mogą być kanałami przekazywania trudności systemowych przez obniżenie podaży kredytu, wynikające z wielu potencjalnych przyczyn. Szczególną rolę do odegrania, z perspektywy stabilności finansowej, mają organy nadzoru, które powinny kontrolować, czy poszczególne instytucje finansowe nie podejmują zbyt dużego ryzyka. Trzeba pamiętać, że instytucje finansowe podejmując działania redukujące uciążliwość regulacji ostrożnościowych, tym samym próbują je omijać, stosując np. innowacje finansowe. Fundusze hedge, mimo że pełnią te same funkcje gospodarcze co fundusze inwestycyjne, to jednak w znacznej mierze różnią się od innych uczestników rynku. Innowacyjność, szeroki wachlarz strategii inwestycyjnych i instrumentów inwestowania, stosowanie dźwigni finansowej i znaczne braki w transparentności oraz system wynagrodzeń czyni je, w opinii wielu badaczy, potencjalnie nowymi kreatorami ryzyka systemowego. Mimo niewielu badań i dowodów, w literaturze uważa się, że fundusze hedge mogą być odpowiedzialne za tworzenie tego ryzyka. Teoretycznie można wskazywać fundusze hedge jako potencjalnie nowe podmioty, będące w stanie wykreować ryzyko systemowe, ale ze względu na koncepcyjność natury wyżej wymienionych mechanizmów, istnieje poważna niepewność co do faktycznego ich działania, ponieważ w praktyce sytuacja taka nigdy nie miała miejsca na rynku.

## 4. Fundusze hedge a CCRM

Tradycyjnym środkiem obronnym przeciwko wstrząsom na rynku, z potencjalnymi konsekwencjami systemowymi, jest ustanowienie reguł zarządzania

[20] T.W. Mungovan, J. Sablone, *The inevitability of hedge fund regulation in the US*, „Butterworths Journal of International Banking and Financial Law" 2007, t. 22, nr 2, s. 88.

[21] P. Athanassiou, *Hedge Fund Regulation in the European Union. Current Trends and Future Perspective*, Alphen aan den Rijn, The Netherlands 2009, s. 61.

ryzykiem kredytowym przeciwnej strony transakcji (*counterparty credit risk managament* – CCRM). Fundusze hedge czynią trudniejszym zastosowanie CCRM, ponieważ mogą tworzyć problemy rynkowe w powiązaniu z innymi trudnościami[22]. Wchodzą one w wielopłaszczyznowe relacje z wieloma instytucjami na rynku. Regulowane instytucje oferują na rzecz funduszy hedge usługi takie, jak: przeprowadzanie i wykonywanie transakcji, pożyczanie papierów wartościowych, rozliczanie i powiernictwo, rozwiązania techniczne i finansowe oraz umowy odkupu. Najważniejszą częścią tej relacji, z punktu widzenia ryzyka systemowego, jest udzielanie pożyczek funduszom hedge, co eksponuje instytucję finansową na ryzyko kredytowe. Banki ustalają limity, wdrażają infrastrukturę raportowania o ryzyku oraz wyznaczają politykę odnoszącą się do dyskont, zabezpieczeń oraz depozytów zabezpieczających. Działania te mają służyć ocenie ryzyka kredytowego, a tym samym ograniczyć ekspozycję na ryzyko strony przeciwnej. W praktyce CCRM jest niezbędne dla obu stron, jednak ze względu na istotne różnice w działaniu i konstrukcji funduszy hedge stanowią one znaczne wyzwanie dla efektywnego stosowania CCRM. Instytucje nadzorcze dysponują także innymi narzędziami, takimi jak bezpośrednie regulacje oraz wymogi jawności, które zmniejszają potencjał zaburzeń rynkowych, ale wydaje się, że zarówno dla pojedynczej firmy, jak i instytucji zaangażowanej w tworzenie polityki regulacyjnej CCRM pozostanie punktem wyjścia dla ograniczania potencjału funduszy hedge w przyczynianiu się do nieprawidłowości systemowych. Tradycyjne systemy zarządzania ryzykiem kredytowym CCRM stanowią pierwszą linię obrony między nieregulowanymi instytucjami, jakimi są fundusze hedge, a regulowanymi instytucjami finansowymi. Zaprojektowana w celu redukcji ryzyka kredytowego przy transakcjach lewarowanych polityka zabezpieczeniowa stanowi bufor przeciw nadmiernej ekspozycji na ryzyko dostarczającego finansowanie. Zredukowanie w transakcjach lewarowanych ryzyka rozliczeniowego zwiększa obustronne zaufanie stron, przyczyniając się do aktywnego finansowania tych transakcji. Pozostałe formy tradycyjnego CCRM zawierają wachlarz narzędzi mierzenia ryzyka, wśród których można wyróżnić: ratingi wewnętrzne, ciągłe monitorowanie oraz szacowanie ekspozycji, takie jak: testy trudnych warunków, ograniczenia niektórych transakcji, *due dilligence* w celu poznania strategii i historii strony przeciwnej. Narzędzia te mają pomóc w kontroli ekspozycji, zmniejszając ryzyko instytucji finansowej, mającej do czynienia ze stroną przeciwną funduszu hedge. Dotychczas przedstawione zalecenia odnośnie do CCRM występowały w relacji instytucji finansowej z funduszem hedge. Inwestorzy funduszu hedge oczywiście także odgrywają rolę w redukowaniu podejmowania nadmiernego ryzyka przez

[22] J.M. Lacker, *How Should Regulators Respond to Financial Innovation?*, Speech presented at The Piladelphia Fed Policy Forum, December 1 2006, www.philadelphiafed.org/econ/conf/forum2006/papers/lacker_speech.pdf [10.10.2012].

fundusz. Można więc postawić hipotezę, że to nie regulacje dotyczące funduszy hedge, lecz CCRM jest optymalnym sposobem kontroli tych funduszy i ograniczania podatności systemowych[23]. Pozwala to na konstatację, że mimo wielu zapowiedzi zmierzających w kierunku regulowania działalności funduszy hedge, dyscyplina rynkowa najefektywniej odnosi się do ryzyka systemowego generowanego przez prywatne pule kapitału. CCRM nie zawsze są skuteczne, konieczne jest zbadanie potencjalnych uchybień rynkowych w dziedzinie alokacji kredytu[24]. Nieścisłości te obejmują problemy agencyjne, wpływ na świat zewnętrzny, problemy darmowych lunchów, moralny hazard oraz błędy w koordynacji[25]. Wymienione wyżej obawy dotyczą nie tylko sektora funduszu hedge, ale też wielu form zaopatrzenia w kredyt. Ekspozycja branży funduszy hedge idealnie pasuje do wymienionych uchybień, co czyni ją szczególnie podatną na erozję CCRM[26].

Konkludując, należy uznać za szczególnie ważne, że ustanowienie zasad i konsekwentne ich przestrzeganie w zarządzaniu ryzykiem kredytowym przeciwnej strony transakcji – CCRM – na najwyższych szczeblach instytucji regulowanych, jakimi są banki, jest skutecznym sposobem ograniczenia ryzyka negatywnego wpływu funduszy hedge na system finansowy i realną gospodarkę.

## 5. Podsumowanie

Fundusze hedge są ponadprzeciętnie aktywnymi i działającymi niejawnie wehikułami, są także idealnym kandydatem na kreatora zaburzeń rynkowych. Nie wolno zapominać, że fundusze hedge działają w otoczeniu rynkowym, dla którego wspólną miarą jest pieniądz, którego ilość, z punktu widzenia największych banków centralnych świata, takich jak FED czy EBC, wydaje się nieograniczona[27]. Wybuch kryzysu finansowego w latach 2007-2008 sprawia, że dorobek badawczy jest relatywnie niewielki, ponieważ zagadnienie jest nowe i złożone, dlatego uzasadnione jest przytoczenie interesujących wniosków z badań Komisji Europejskiej. Komisja Europejska winą za jego wybuch obarczyła silnie regulowane banki i firmy ubezpieczeniowe, które podejmowały ryzykowne spekulacje,

---

[23] W. Aspadarec, *Wielowymiarowe aspekty rozwoju rynku funduszy hedge*, Wyd. US, Szczecin 2013, s. 116.

[24] W podręcznikowym sensie odchyleń od idealnie konkurencyjnej, w pełni poinformowanej gospodarki efektywnie alokującej zasoby.

[25] J. Kambhu, T. Schuermann, K.J. Stiroh, *Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, „Staff Report" 2007, nr 291, s. 16.

[26] J.M. Lacker, op. cit.

[27] Q1, Q2, Q3-FED, LTRO, OMT-ECB.

nie zważając na ewentualne negatywne skutki swoich działań dla stabilności globalnego rynku finansowego i całej gospodarki, jednocześnie podkreśliła brak udziału w wywołaniu kryzysu prywatnych nieregulowanych funduszy hedge[28]. W kwestii regulacji prawnych, którym miałyby podlegać fundusze hedge, pojawia się istotny problem dla regulatora, który obecnie nie ma rzeczywiście pełni wiedzy o poczynaniach funduszy hedge na rynku, ale potencjalne ścisłe regulacje mogą wywołać efekt odwrotny od zamierzonego i całkowicie pozbawić nadzorcę rynku wiedzy o działaniach funduszy alternatywnych. Dla funduszy *onshore*, z punktu widzenia amerykańskiego, efektem ścisłych regulacji będzie przeniesienie ich siedziby do krajów *offshore*. Jedynym skutecznym rozwiązaniem z punktu widzenia regulatora i wdrażanych przez niego regulacji byłoby ustalenie regulacji w skali międzynarodowej na całym świecie, co nie jest oczywiście możliwe.

## Literatura

Athanassiou P., *Hedge Fund Regulation in the European Union. Current Trends and Future Perspective*, Alphen aan den Rijn, The Netherlands 2009.

Aspadarec W., *Systemic Risk Aspects In Context Of Hedge Funds Activities*, „Trends on the World Economy" 2012, t. 4.

Aspadarec W., *Wielowymiarowe aspekty rozwoju rynku funduszy hedge*, Wyd. US, Szczecin 2013.

Bordo M.D., Mizrach B., Schwartz A.J., *Real Versus Pseudo-International Systemic Risk: Some Lessons from History*, „Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies" 1998, nr 1(1).

Borio C.E.V., *Change and constancy in the financial system: implications for financial distress and policy*, „BIS Working Papers" 2007, nr 237.

De Bandt O., Hartman P., *Systemic Risk: A Survey*, w: *Financial Crisis, Contagion and the Lender of Last Resort: A Book of Readings*, red. Ch.A.E. Goodhard, G. Illing, January, London, UK: Oxford University Press, 2002.

Dudziński J., *Finansyzacja międzynarodowych rynków surowców i żywności a ich ceny w handlu międzynarodowym*, „Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego" 2010, nr 28.

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

Jajuga K., *Czy banki będą lepiej zarządzać ryzykiem?*, www.obserwatorfinansowy.pl [25.01.2010].

Kambhu J., Schuermann T., Stiroh K.J., *Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, „Staff Report" 2007, nr 291.

Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmieniająca dyrektywy 2004/39/WE i 2009/65/WE. Uzasadnienie wniosku, Bruksela, 30 kwietnia 2009, nr 2009/0064 (COD).

Lacker J.M., *How Should Regulators Respond to Financial Innovation?*, Speech presented at The Piladelphia Fed Policy Forum, December 1 2006, www.philadelphiafed.org/econ/conf/forum2006/papers/lacker_speech.pdf [10.10.2012].

[28] Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmieniająca dyrektywy 2004/39/WE i 2009/65/WE. Uzasadnienie wniosku, Bruksela, 30 kwietnia 2009, nr 2009/0064 (COD).

Lhabitant F-S., *Handbook of Hedge Funds*, Hoboken, London 2007.
McCrary S.A., *Hedge Fund Course*, Nowy Jork 2004.
Mungovan T.W., Sablone J., *The inevitability of hedge fund regulation in the US*, „Butterworths Journal of International Banking and Financial Law" 2007, t. 22, nr 2.
Perez K., *Fundusze hedge. Istota, strategie, potencjał rynku*, C.H. Beck, Warszawa 2011.
Schwarcz S.L., Star S.A., *Systemic Risk*, Duke Law School, March Durham, USA 2008.
Stulz R.M., *Hedge funds: past, present, future*, „Journal of Economic Perspectives" 2007, t. 21, nr 2.
The Report of the Counterparty Risk Management Policy Group II. 2005. Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective, www.crmpolicygroup.org/ [11.10.2012].
Ziarko-Siwek U., *Giełdy kapitałowe w Europie*, CeDeWu, Warszawa 2008.
Zieliński T., *Technologia informacyjna a kryzys finansów*, w: *Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania – rynki finansowe*, red. J. Harasim, J. Cichy, Wyd. UE w Katowicach, Katowice 2012.

## Fragmented Regulatory Environment of Hedge Funds versus Systemic Risk

***Abstract.*** *This article presents the analysis of causes, relationships, and after-effects of the influence of a hedge fund on a financial system and effective economy. Based on past research, it can be stated that setting up the rules and abiding by them in the process of counterparty credit risk management, among the highest steppingstones of regulated institutions such as banks, there is an efficient way to limit the influence of hedge funds on the systemic risk, and thereby, on the effective economy. The conclusion highlights that the reason for the outbreak of the global financial crisis, due to strong regulations, is the result of banks and insurance companies, not the unregulated hedge funds.*

***Keywords:*** *hedge fund, systemic risk, global financial crisis*