

GDY LEKARSTWO ZACZYNA SZKODZIĆ

JAROSŁAW JEZERSKI

Kryzys finansowy, jaki dotknął globalną gospodarkę, a ostatnio szczególnie dotkliwie kraje strefy euro, wystawił na ciężką próbę wszystkie dotychczasowe mechanizmy regulujące rynki finansowe, a także poddał weryfikacji obecne na nim instrumenty.

To, co sprawdzało się w czasach hossy, niekoniecznie przeszło próbę nowych czasów. To, co pomagało w czasach dobrobytu, okazało się groźne w czasach kryzysu. Dobrym przykładem takiego zjawiska są fundusze alternatywne, a w szczególności fundusze hedgingowe, które znalazły się ostatnio pod lupą państw grupy G-20 oraz wielu instytucji, w tym unijnych.

Sukces i upadek funduszy hedgingowych

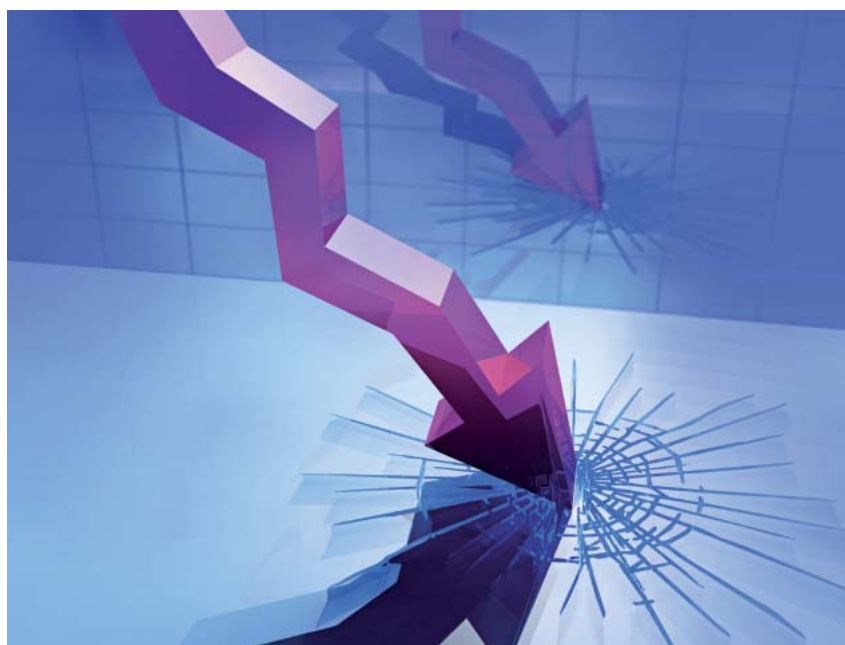
Pierwsze fundusze hedgingowe (z ang. *hedge funds*) powstały pod koniec lat 40. ub. wieku. Skąd nazwa *hedge fund* (ang. zabezpieczać)? Inwestor mógł się zabezpieczyć przed spadkami na giełdzie – zarabiać w trakcie bessy. Jest to możliwe dzięki krótkiej sprzedaży akcji pożyczanych od instytucji finansowych i późniejszym ich zwrocie, po wykupieniu ich na rynku już po spadkach, a więc po niższej cenie. Inwestor gra w tym przypadku na niższą kursów. Strategia taka daje inwestorom często pokaźne zyski, niestety obciążona jest większym ryzykiem. Z czasem fundusze zaczęły wykorzystywać w swoich strategiach dźwignię finansową, ale przede wszystkim zaangażowały się w instrumenty pochodne, nieruchomości i surowce. Mimo zwiększonego ryzyka inwestowania w fundusze hedgingowe, stały się one bardzo popularne. Jak podaje Hedge Found Research istnieje około 10 tys. funduszy hedgingowych i charakteryzuje je wysoki wzrost akty-

wów. W roku 1990 – 39,9 mld USD, w 2006 – 1,2 bln USD, w 2008 – 2 bln USD, w 2009 – spadek aktywów do 1 bln USD. Do pewnego momentu fundusze były więc lekarstwem na spadki na giełdzie. Niestety, wieloletnia hossa, przerwana pęknięciem bańki internetowej, nie umożliwiała im osiągnięcia tak pokaźnych oczekiwanych stóp zwrotu. Najlepsze wyniki osiągają one bowiem podczas bessy. Dlatego też są po części obwiniane, ze względu na swoją spekulacyjną taktykę inwestowania, o przyczynienie się do kryzysu finansowego – *bessa* gwarantowała im bowiem krociowe zyski. Obarcza się je także winą za niekontrolowany wzrost cen ropy nafto-

wej do poziomu 147 dolarów za baryłkę w listopadzie 2008 r.

Pierwsze próby regulacji – konflikt między Europą kontynentalną a Wielką Brytanią

Aby przeciwdziałać rozszerzającemu się kryzysowi w strefie euro, pod koniec maja br., kanclerz Niemiec Angela Merkel wprowadziła tymczasowy zakaz tzw. nagiej sprzedaży, a więc gry – nie inwestowania – na spadek aktywów (gdzie oczekuje się spadku cen papierów wartościowych), bardziej spekulacyjnej niż zwykła krótka sprzedaż, ponieważ odbywa się bez pożyczania papierów wartościowych.



Fot. www.fotolia.com

Gracz, nie inwestor, oferuje papiery wartościowe, nie posiadając ich, ani też nie pożyczając. Nie posiada więc żadnych aktywów, które wymagałyby zabezpieczenia. Zakaz ten dotyczy obligacji skarbowych strefy euro oraz 10 największych niemieckich instytucji finansowych i ma obowiązywać do końca marca 2011 r. Podobnego zdania co kanclerz Niemiec jest prezydent Francji Nicolas Sarkozy. W liście wysłanym do szefa Komisji Europejskiej, Jose Manuela Barroso, domagają się oni walki ze spekulacją na rynkach finansowych. Idąc dalej, oboje przywódcy chcieliby rozszerzenia zakazu nagiej krótkiej sprzedaży niektórych akcji i obligacji. Propozycjom tym sprzeciwia się jednak otwarcie Londyn. Nowy premier Wielkiej Brytanii, David Cameron argumentuje, że to nie fundusze hedgingowe były przyczyną problemów na rynkach finansowych i w gospodarkach europejskich, ale nadmierne deficyty państw. Intencje Camerona są jednak czytelne. Broni on bowiem londyńskiego City, będącego europejską, a według niektórych, światową stolicą finansów. Premier Cameron, mówiąc, że nikt nie będzie decydował o tym, na co Wielka Brytania wydaje pieniądze, dał do zrozumienia, że sprawa regulacji rynków finansowych w Londynie nie będzie zależeć od Brukseli i ma leżeć w kompetencji brytyjskiego Urzędu Regulacji Rynków Finansowych (Financial Service Authority).

Remedium Brukseli

Wszystko wskazuje jednak na to, że Unia wybierze rozwiązanie „kontynentalne”. Słabość odporności na ryzyko, jaką wykazały fundusze alternatywne w trakcie obecnego kryzysu finansowego spowodowała, że stały się one jednym z obszarów, który poddany ma zostać gruntownej rewizji. Co więcej, zaistniała sytuacja dała impuls do tworzenia nowego wspólnego rynku wewnętrznego UE. Już 30 kwietnia 2009 r. Komisja Europejska przedstawiła propozycję nowej dyrektywy regulującej rynek alternatywnych funduszy inwestycyjnych (rozszerzającej postanowienia dyrektywy z 23 września 2008 r.), a więc zarówno funduszy hedgingowych, jak i funduszy *private equity*, funduszy inwestujących na rynku nieruchomości lub surowców, a także funduszy inwestycji infrastrukturalnych. Dyrektywa ta wciąż jest przedmiotem prac Parlamentu Europejskiego. Niezależnie jednak od tego, jaki osta-



Fot. www.fotolia.com

tecznie kształt przybierze nowe prawo, ma ono kilka podstawowych filarów. Pierwszym krokiem do zwiększenia regulacji tego rynku ma być autoryzacja, a więc **pozwolenie na działalność** dla wszystkich zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI). Aby móc działać na terenie Unii Europejskiej ZAFI będą musieli uzyskać pozwolenie z odpowiedniej instytucji autoryzującej na terenie swojego kraju członkowskiego. Takie zezwolenie uzyskane jednorazowo będzie obowiązywało na terenie całej Unii. Drugim ważnym punktem projektu dyrektywy ma być **zarządzanie ryzykiem i nadzór ostrożnościowy**. ZAFI będą musieli przekonać urząd autoryzacyjny o solidności swoich wewnętrznych uregulowań w odniesieniu do zarządzania ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty płynności. Będą więc zobowiązani do ujawnienia swoich głównych rynków i instrumentów, którymi handlują, a także koncentracji ryzyka. Specjalnym wymogom będą podlegać także **informacje przekazywane inwestorom**. ZAFI będą zobowiązani do jasnego prezentowania swojej polityki inwestycyjnej, w tym rodzaju aktywów oraz przekazywania informacji o zastosowaniu dźwigni finansowej. Szczególne wymagania określone zostały w stosunku do funduszy lewarowanych. Kompetentne instytucje będą mogły określać limity dźwigni finansowej, aby zapewnić stabilność systemu finansowego, a ZAFI wykorzystujące dźwignię systemowo, będą musiały ujawnić zagregowaną wartość dźwigni oraz jej źródła. W przy-

padku ZAFI przejmujących **pakiet kontrolny w przedsiębiorstwach** projekt dyrektywy przewiduje zapis dotyczący ujawniania informacji innym udziałowcom oraz przedstawicielom pracowników, z wyłączeniem jednak małych i średnich przedsiębiorstw. Projekt dyrektywy reguluje także **współpracę z krajami trzecimi**. ZAFI zarejestrowani na terenie Unii Europejskiej będą mogli obracać funduszami ulokowanymi w krajach trzecich, pod warunkiem spełnienia pewnych (nie wszystkich) wymogów dyrektywy oraz zezwolenia danego państwa członkowskiego. Zarządzający spoza Unii będą także mogli dokonywać obrotu funduszami założonymi w krajach trzecich, na terenie państwa członkowskiego UE, pod warunkiem dostarczenia wystarczających informacji dla inwestorów i odpowiednich władz oraz jeśli istnieć będzie odpowiednie porozumienie o współpracy pomiędzy instytucjami wydającymi zezwolenia na terenie Unii a tymi, którym podlega zarządzający z kraju trzeciego. Na wyłączenia z tego systemu mogą natomiast liczyć **małe firmy zarządzające**. Zaliczą się do nich fundusze zarządzające aktywami poniżej 100 mln euro, jeśli wykorzystują dźwignię finansową oraz 500 mln euro, jeśli z dźwigni nie korzystają. Będą one jednak podlegały minimalnym wymogom rejestracyjnym i sprawozdawczym. Wprowadzenie tych środków ma zapewnić skuteczną ochronę przed ryzykiem systemowym i zagwarantować bezpieczeństwo inwestorom oraz europejskim i światowym rynkom w przyszłości. ■