

*Waldemar Aspadarec**

TRANSPARENTNOŚĆ FUNDUSZY HEDGINGOWYCH A RYZYKO SYSTEMOWE

WSTĘP

Trwający kryzys finansowy pokazał, że problem w obszarze stabilności finansowej może prowadzić do istotnych zaburzeń nie tylko na rynkach czy działalności instytucji finansowych, ale również w sferze gospodarki realnej. 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, zjawisko to w literaturze określa się mianem finansyzacji. Sugeruje to, że stabilność systemu finansowego stała się ważniejsza dla gospodarki realnej. Pierwsza dekada obecnego stulecia to okres, w którym fundusze hedgingowe zdominowały obroty na wielu rynkach, stając się głównym kreatorem cen na rynku. Celem niniejszego artykułu jest udzielenie odpowiedzi na pytanie: czy fundusze hedgingowe są bezpośrednim kreatorem ryzyka systemowego?

W pierwszej części opracowania przedstawiono kwestie odnoszące się do regulacji prawnych funduszy hedgingowych i definicje ryzyka systemowego. W dwóch kolejnych, stanowiących integralną część pracy, ukazano fundusze hedgingowe w aspekcie ryzyka systemowego.

* Waldemar Aspadarec jest adiunktem w Katedrze Finansów Uniwersytetu Szczecińskiego.

1. REGULACJE PRAWNE FUNDUSZY HEDGINGOWYCH

Dopóki znaczenie funduszy hedgingowych nie było tak duże, dopóty obecny niski stopień regulacji był poddawany krytyce, to jednak był on tolerowany. Spektakularne bankructwo Long-Term Capital Management (LTCM) stało się katalizatorem dyskusji nad ścisłym, bezpośrednim uregulowaniem funduszy hedgingowych¹. Wezwania z wielu stron rynku o regulowanie branży funduszy hedgingowych doprowadziły do inicjatyw ustawodawczych w odniesieniu do branży funduszy hedgingowych. Po raz pierwszy pojawiła się ona w 2007 r. Po raz drugi w 2009 r. Kongresowi przedstawiony został projekt ustawy odnoszącej się do działalności funduszy hedgingowych – Hedge Fund Transparency Act. W powszechnej opinii stwierdza się, że fundusze hedgingowe są podmiotami nieregulowanymi. Wydaje się, że takie twierdzenie nie jest właściwe. Rzeczywiście nie ma ustawy o funduszach hedgingowych na żadnym z rynków na świecie, co nie czyni prawdziwą jednak tezę, że są one nieregulowanymi instytucjami. Fundusze hedgingowe funkcjonują na klasycznym rynku finansowym podobnie jak wiele innych instytucji finansowych, jak fundusze emerytalne, biura maklerskie, banki inwestycyjne, podlegając regulacjom rynków, na których zawierają transakcje notowanymi tam instrumentami finansowymi. W literaturze panuje powszechna zgoda, że ponadprzeciętna elastyczność tego typu funduszy opiera się na rozwiązaniach prawnych, które pozwalają im na pozostawanie wyjątkowo elastycznymi wehikulami inwestycyjnymi. Zwolennicy regulacji twierdzą, że rynek finansowy funkcjonujący na podstawie ograniczonych regulacji prawnych i dodatkowo nie podlegający kontroli instytucji nadzorczych jest w „ruinie”. Nie ma on więc silnych fundamentów pozwalających mu istnieć i rozwijać się, tym samym naraża jego uczestników na wiele pułapek i wybojów funkcjonujących na rynku². Taki stan rzeczy nie może mieć miejsca na tradycyjnym rynku finansowym, dlatego wszędzie na świecie giełdy są w wysokim stopniu regulowane, co potencjalnie ma zwiększać bezpieczeństwo ich funkcjonowania³. Powstawanie i zaostrenie regulacji najczęściej jest odpowiedzią na zaistniały kryzys. Lata 30. zeszłego stulecia to czas Wielkiego Kryzysu i ustanawiania regulacji, które miały wyeliminować czynniki zagrażające stabilności systemu finansowego w przyszłości. Główne płaszczyzny regulacji uchwalone w tamtym okresie odnosiły się, po pierwsze, do ochrony inwestorów przed nadużyciami instytucji finansowych. Działania na tym polu podjęte, polegały na rejestrowaniu, licencjonowaniu, zwiększeniu transparentności i konkurencyjności rynku. Po drugie, miały służyć zagwarantowaniu spójności systemu finansowego przez stworzenie regulacji odnoszących się do

¹ F.-S. Lhabitant, *Handbook of Hedge Funds*, Hoboken 2007, s. 37.

² D.N. Chorafas, *Alternative Investments and the Mismanagement of Risk*, Hampshire/Nowy Jork 2003, s. 230.

³ K. Perez, *Fundusze Hedge. Istota, strategie, potencjał rynku*, C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 202.

wysokości kapitału i zabezpieczenia transakcji dokonywanych przez te podmioty wchodzące w skład tego systemu⁴. Po trzecie, stabilności i redukcji ryzyka systemowego. Miało być to osiągnięte przez monitorowanie ekspozycji rynkowych i wymóg zachowań korygujących ryzyko ze strony uczestników rynku finansowego⁵. Cele te, tworzące filar regulacji rynku finansowego, zapisane i wdrażane przez wszystkich ustawodawców na świecie, nie zapobiegły występowaniu kolejnych kryzysów i ich konsekwencji. Mimo wielu istniejących regulacji i tworzenia nowych, przykładowo w pierwszej połowie 2012 r. miały miejsca trzy skandale z udziałem wielkich instytucji finansowych⁶. W odniesieniu do funduszy hedgingowych, które realizują swoje strategie przy zachowaniu maksymalnej elastyczności, powstaje dysonans między możliwością jej zachowania przez te fundusze a celem ustawodawcy i regulatora nadzorującego rynek.

W kwestii regulacji prawnych, którym miały podlegać fundusze hedgingowe, pojawia się istotny problem dla regulatora. Obecnie nie ma on rzeczywiście pełni wiedzy o poczynaniach funduszy hedgingowych na rynku, ale potencjalne ścisłe regulacje mogą osiągnąć efekt odwrotny od zamierzonego i całkowicie pozbawić nadzorcę rynku wiedzy o działaniach funduszy hedgingowych. 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. Hipotezę tą potwierdza stanowisko byłego wieloletniego szefa FED. Alan Greenspan był przeciwko zwiększaniu kontroli nad funduszami hedgowymi ze strony nadzoru. Uważał on bowiem, że spowoduje to przeniesienie się zarejestrowanych w Stanach Zjednoczonych funduszy hedgingowych do krajów offshore, na czym straci jedynie amerykański fiskus⁷.

Ekonomicznie funkcja, zarówno funduszu hedgowego, jak i funduszu inwestycyjnego otwartego jest taka sama. Jeśli fundusze hedgingowe i otwarte fundusze inwestycyjne pełnią tę samą rolę gospodarczą, to dlaczego uwaga uczestników rynku, jak i regulatorów w odniesieniu do kreacji ryzyka systemowego przypisana jest tylko tym pierwszym? Historycznie rzecz biorąc, tworzący regulacje oraz ekonomiści koncentrowali się na bankach jako potencjalnych kanałach powstawania trudności systemowych⁸. To właśnie charakterystyka banków była najważ-

⁴ F.-S. Lhabitant, *Handbook of Hedge...*, op. cit., Hoboken 2007, s. 37.

⁵ B. Eichengreen, *The regulator's dilemma: hedge funds in the international financial architecture*, "International Finance", t. 2, nr 3, 1999, s. 409.

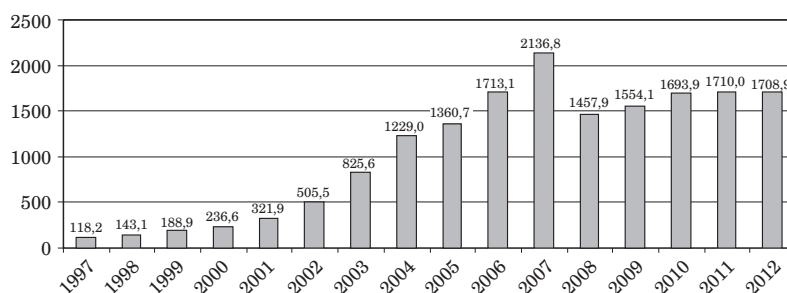
⁶ MF Global, The London Whale i manipulacje stopą LIBOR przez Barclays.

⁷ A. Greenspan, *Statement before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives*, October 1, 1999, "Federal Reserve Bulletin", nr 84, grudzień 1998 r.

⁸ Na przykład run na banki skutkujące obniżeniem podaży kredytu.

niejszym powodem dla polityki ich regulowania. W ostatniej dekadzie staliśmy się świadkami nowej konfiguracji graczy w systemie finansowym. Szczególna uwaga została poświęcona funduszom hedgingowym, atrakcyjnym zarówno dla inwestorów instytucjonalnych, jak i detalicznych (por. rysunek 1).

Rysunek 1. Wartość aktywów netto funduszy hedgingowych na świecie w latach 1997–2012 (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.barclayhedge.com

Fundusze hedgingowe są znaczącymi inwestorami na rynkach kapitałowych, ale różnią się od pozostałych uczestników rynku między innymi szerokim wachlarzem strategii inwestycyjnych, instrumentów inwestowania i stosowaniem dźwigni finansowej. Najwięcej kontrowersji związanych jest z systemem wynagradzania oraz nieprzejrzystością funduszy hedgingowych dla osób z zewnątrz⁹. To przesunięcie środka ciężkości w kierunku rynku finansowego oraz wzmożony handel na tym rynku sprawiły, że uwaga została skierowana na fundusze hedgingowe jako katalizatora potencjalnego wpływu zaburzeń w instytucjach finansowych, które mogą przełożyć się na szeroko pojętą gospodarkę.

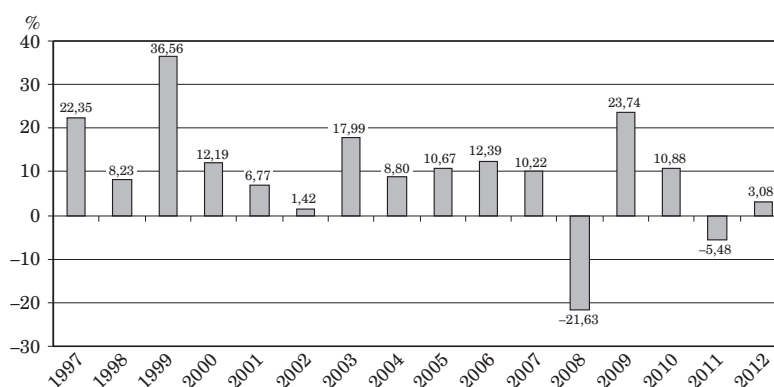
W ciągu ostatniej dekady fundusze hedgingowe ściągnęły na siebie ogromnie dużo uwagi. Myśl ta może być uznana za prowokacyjną, ale większość tejże jest niezasłużona. W związku z tym, że fundusze hedgingowe nie tylko stały się rodzajem celebrytów świata finansów, ale także zostały postawione na pierwszym miejscu listy winowajców wszelkich problemów pojawiających się na rynkach. Termin „problem” może być nieco nieprecyzyjny, można go zdefiniować jako dowolną sytuację rynkową uznawaną za negatywną przez jakąś część jego uczestników lub obserwatorów¹⁰. Definicja ta jest pojemna, ale wynika z faktu tworzenia negatywnego

⁹ A. Ineichen, K. Silberstein, *AIMA's Roadmap To Hedge Funds*, Alternative Investment Management Association Limited, London November 2008, s. 10.

¹⁰ W. Aspadarec, *Systemic Risk Aspects In Context Of Hedge Funds*, Activities Trends in the World Economy, New Challenges in the Contemporary World Economy, Vol. 4, Szczecin 2012, s. 7.

klimatu wokół funduszy hedgingowych przez praktycznie każdą grupę związaną ze spekulacją i inwestowaniem. Zarzutem najłatwiejszym do oddalenia jest tworzenie przez fundusze hedgingowe ruchów cenowych krzywdzących ten czy inny podmiot na rynku. Jest to o tyle łatwe ze względu na to, że każdy obecny na rynku wpływa na te ceny w większym czy mniejszym stopniu, oczywiście z uwzględnieniem wartości posiadanych aktywów. Oddalenie tego zarzutu ma dwa aspekty. Pierwszy ma naturę bardzo ogólną. Ruchy cenowe są esencją rynków, o ile rynki te mają być efektywne i odzwierciedlać zmienne otoczenie. Ruchy te będą krzywdzące dla posiadających „złe” pozycje. Drugi aspekt jest bardziej psychologiczny. Ponoszący straty spekulanci i inwestorzy chcą odnaleźć podmioty zdadne do obwinienia za to. Ponieważ fundusze hedgingowe są chwalone za swoje wyniki, będą one także pierwszymi do obwinienia za straty innych (por. rysunek 2).

Rysunek 2. Stopy zwrotu funduszy hedgingowych w latach 1997–2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie www.barclayhedge.com

Przykładowymi zarzutami są manipulacje cenowe, wykorzystywanie informacji poufnych czy doprowadzanie do braku płynności na rynku. Problemem jest tu jednak to, że fundusze hedgingowe są podmiotami obwinianymi o prowadzenie tych czynności, jednak nie są jedynymi je stosującymi. Nawet sama idea manipulacji rynkowych jest w „najlepszym” razie nie „potomkiem” funduszy hedgingowych, ale raczej ich przysposobionym dzieckiem. Dzieckiem, nad którym opiekę fundusze hedgingowe pełnią razem z innymi członkami finansowej rodziny. Postulowane ograniczenia w stosunku do funduszy hedgingowych lub nawet wykorzenienie ich, czyli ich delegalizacja, postulowana przez najbardziej radykalnych aktywistów świata finansów, nie przysporzy dobra rynkom, jako że rodzaj podmiotu podejmującego negatywne zachowania nie ma znaczenia dla ostatecznej sytuacji rynków lub ich uczestników.

2. DEFINIOWANIE RYZYKA SYSTEMOWEGO

Szczególnym rodzajem problemu związanym z funduszami hedgowymi jest ryzyko systemowe. Jest to wyjątkowo problematyczne zagadnienie, ponieważ fundusze hedgingowe nie muszą mieć intencji w jego tworzeniu. Dotyka je ono w sposób bezpośredni i negatywny. Fundusze hedgingowe współtworzą to ryzyko, jednak nie są one jego przyczyną *per se*.

Pojęcie „ryzyko systemowe” i „instytucje ryzyka systemowego”, mimo że po upadku LTCM powszechnie stosowane, wprowadzono do prawnej nomenklatury dopiero po załamaniu rynkowym z 2007 r. W Stanach Zjednoczonych dokonano się to w wyniku przyjęcia ustawy Dodd-Franka¹¹. Według tego dokumentu ryzyko systemowe to „ryzyko negatywnie oddziałujące na gospodarkę”. Ważność systemowa obejmuje takie obszary działalności, jak usługi finansowe, płatnicze, *clearingowe* oraz rozliczeniowe, w przypadku których problemy mogą zagrozić instytucjom finansowym, rynkom, a tym samym stabilności systemu finansowego USA¹².

Strukturalne zmiany zachodzące w systemie finansowym w ostatnich dekadach wywarły wpływ na dynamikę trudności finansowych oraz na politykę wobec tej branży. Zmiany te mają związek z niedoskonałością poinformowania uczestników transakcji finansowych, błędną percepcją ryzyka i niewłaściwymi zachowaniami. Dodatkowo występują silne sprzężenia zwrotne działające wewnątrz systemu, jak i między systemem finansowym a gospodarką w skali makro. 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 niestabilności¹³. Jednocześnie musi nastąpić dopasowanie jej do zmieniającego się wciąż systemu finansowego. Dla ustalających regulacje w sektorze finansowym wraz z globalnym jego rozwojem oraz wprowadzaniem nań innowacji zapewnienie stabilności oraz panowanie nad ryzykiem systemowym stały się głównym celem. Wiele banków centralnych, np. EBC, Bank Anglii, Bank Japonii, Narodowy Bank Szwajcarii, czy też instytucje międzynarodowe, jak: Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Forum Stabilności Finansowej,

¹¹ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 111th Congress (2009–2010), H.R. 4173.ENR, podpisana przez Prezydenta USA 21 lipca 2010 r.

¹² Podmioty ważne systemowo podlegają nadzorowi FED. Nowo utworzona Rada ds. Monitorowania Ryzyka Systemowego (Financial Stability Oversight Council – FSOC) odpowiada za identyfikację obszarów ryzyka, mogących wpłynąć na stabilność finansową USA i promowanie dyscypliny finansowej.

¹³ C.E.V. Borio, *Change and constancy in the financial system: implications for financial distress and policy*, BIS Working Papers No. 237, Monetary and Economic Department, October 2007, s. 9.

publikują raporty o globalnej stabilności finansowej. Aktywna rola czynnika pieniężnego w wyznaczaniu kierunków i tempa zmian w handlu międzynarodowym była dostrzegana i akcentowana w literaturze od dawna. Zjawiska notowane od końca ubiegłego stulecia odznaczają się nowymi jakościowo cechami. Wiążą się one ze specyfiką ekspansji sektora finansowego w sferze funkcjonowania realnej gospodarki¹⁴. Efektem jej jest „rosnąca rola motywacji finansowych, rynków finansowych i instrumentów finansowych i instytucji finansowych w funkcjonowaniu krajowych i międzynarodowych gospodarek”¹⁵. 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, nie ma tu znaczenia, czy relacja ta mierzona jest w szerszym ujęciu stosunkiem aktywów brutto do PKB, czy węższym stosunkiem wartości dodanej wytworzonej w sektorze finansowym do PKB¹⁶.

Raport McKinsey Global Institute podaje, że w ciągu pierwszych ośmiu dekad XX w. stopa wzrostu aktywów finansowych była w przybliżeniu równa stopie wzrostu ogólnego PKB. Przełom dokonał się w latach 80. w rezultacie wzrostu zainteresowania finansowaniem przez rynki kapitałowe. Na koniec 2007 r. wartość aktywów finansowych w ekonomii globalnej osiągnęła 194 biliony dolarów, co stanowiło najwyższy poziom w historii, odpowiadający 343% światowego PKB. Wartość ta spadła do 178 bilionów dolarów, odpowiadających 293% światowego PKB na koniec następnego roku¹⁷.

„Główną cechą kryzysów finansowych ostatnich lat, a zwłaszcza obecnego, jest to, że podstawowym rodzajem ryzyka, jakie w nich występuje, jest ryzyko systemowe”¹⁸. Na wstępie należy podjąć próbę precyzyjnego zdefiniowania ryzyka systemowego. Grupa do Spraw Zarządzania Ryzykiem Kredytowym Przeciwej 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”¹⁹. DeBandt i Hartmann opisują w swojej monografii „kryzys systemowy” jako sytuację, w której wstrząs dotyka: „...w sposób istotny znaczną liczbę instytucji lub rynków finansowych oraz skutkujący znacznym osłabieniem sprawności działania systemu finansowego jako całości. Sprawnym działaniem jest tu transformowanie oszczędności w rzeczywiste

¹⁴ J. Dudziński, *Finansyzacja międzynarodowych rynków surowców i żywności a ich ceny w handlu międzynarodowym*, Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego nr 28/2010.

¹⁵ K. Jajuga, *Czy banki będą lepiej zarządzać ryzykiem?*, www.obserwatorfinansowy.pl (dostęp: 25.01.2010).

¹⁶ C.E.V. Borio, *Change and constancy...*, *op. cit.*, s. 11.

¹⁷ *Global Capital Markets. Entering a New Era*, McKinsey Global Institute, September 2009.

¹⁸ K. Jajuga, *Czy banki będą lepiej zarządzać...*, *op. cit.*

¹⁹ *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.

inwestycje dające najwyższe stopy zwrotu”²⁰. Bordo oferuje zbliżony opis zdarzenia systemowego jako sytuacji, w której²¹: „wstrząsy – szoki w jednej części systemu finansowego prowadzą do szoków w innych częściach, w konsekwencji wywierając wpływ na stabilność realnej gospodarki”. Wydaje się właściwym pojmowanie ryzyka systemowego w ścisłym związku zmian zachodzących w sektorze finansowym, prowadzących do znacznych niekorzystnych efektów w realnej gospodarce. Klasycznym przykładem takiego zdarzenia jest redukcja inwestycji z powodu niższej dostępności kredytu lub destabilizacji działalności gospodarczej. Związek ten, czyli przełożenie na gospodarkę realną wstrząsów finansowych, jest czynnikiem determinującym kryzys systemowy i odróżnia go od zdarzenia czysto finansowego. Cytowany wcześniej Bordo zdarzenia, które prowadzą tylko do spadku cen aktywów i strat majątkowych bez ujemnego przełożenia na gospodarkę, definiuje jako „ryzyko pseudosystemowe”.

Podział na „zakłócenia” oraz finansowe „wstrząsy”, przedstawiony w dokumentach Grupy do Spraw Zarządzania Ryzykiem Kredytowym Przeciwnej Strony Transakcji, jasno określa, że tylko „wstrząsy” wywierają szeroki efekt na realną gospodarkę. Zgodnie z powyższym opisem, realne efekty mają szansę objawić się z powodu zakłóceń w podaży kredytów przez wstrząsy na rynku kapitałowym wywołujące wstrząsy w sektorze bankowym.

Kluczowym pytaniem jest, czy optymalny poziom ryzyka systemowego jest różny od zera? Nadzorca ma możliwość i jest w stanie teoretycznie wyeliminować wszystkie czynniki ryzyka systemowego przez nałożenie ekstremalnie surowych ograniczeń na obszary takie jak lewarowanie lub przez implementację surowych restrykcji w działalności najważniejszych uczestników rynku. Efektem tego byłoby zapewne znaczne ograniczenie efektywności funkcjonowania sektora finansowego wywołujące niepożądane efekty z punktu widzenia ogólnospołecznego. W sytuacji, w której zdefiniowany poziom ryzyka systemowego, założony jako efektywny społecznie, zostanie przekroczony przez „niewydajny” poziom ryzyka systemowego wiąże się z trudnościami rynku w dziedzinie zarządzania ryzykiem kredytowym strony przeciwnej.

Przed próbą wyjaśnienia, w jaki sposób fundusze hedgingowe są potencjalnym źródłem zdefiniowanego wcześniej ryzyka systemowego, wydaje się niezbędne precyzyjne spojrzenie na powiązania sektora finansowego w ogóle z realną gospodarką. Tradycyjnym wyjaśnieniem wyjątkowej roli odgrywanej przez banki w zaopatrywaniu rynków w kredyt jest fakt, że mają one unikatowe zdolności umożliwiające im

²⁰ O. DeBandt, P. Hartman, *Systemic Risk: A Survey*, [w:] Ch.A.E. Goodhard and G. Illing (red.), *Financial Crisis, Contagion and the Lender of Last Resort: A Book of Readings*, January, London, UK: Oxford University Press.

²¹ 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*, 1(1), 1998, s. 31.

efektywnie rozpoznać możliwości pożyczkowe ryzykownych podmiotów. Zarówno *ex ante* przed dokonaniem inwestycji, jak i *ex post* w trakcie monitorowania pożyczkobiorcy. W literaturze zachowanie takie banku definiowane jest jako bycie „delegowanym obserwatorem” kanalizującym istotne informacje w sposób ułatwiający im efektywną alokację kredytów, a wynika to z faktu nieefektywności sytuacji, w której oszczędzający robi to sam. Produktywne społecznie więzi mogą być zagrożone w przypadku jeśli aktywność pożyczkowa banku ulegnie zaburzeniom wskutek wstrząsu na rynku kapitałowym. Konsekwencją tego może być odcięcie niektórych przedsięwzięć od finansowania skutkujące zmniejszeniem aktywności ekonomicznej. Bezdyskusyjnie aktywność pożyczkowa banków ma wpływ na realną gospodarkę.

3. FUNDUSZE HEDGINGOWE A RYZYKO SYSTEMOWE

Zatem, w jaki sposób fundusze hedgingowe mogą stać się katalizatorem i w konsekwencji generować ryzyko systemowe? Zgodnie z przedstawioną definicją ryzyka systemowego fundusze hedgingowe mogą teoretycznie być twórcą ryzyka systemowego przez istotne zakłócenie zdolności banków do efektywnego dostarczania kredytów realnej gospodarce. Przykładem tego może być likwidacja wysoko lewarowanego funduszu hedgingowego LTCM w 1998 r., powodująca wzrost zmienności oraz spadek cen aktywów, co skutkowało zwiększeniem niepewności co do ryzyka kredytowego oraz stóp procentowych i jednocześnie zaburzało pośrednictwo kredytowe, zwiększając ryzyko poważnych wstrząsów w realnej aktywności gospodarczej²². Podejście takie zastosowane przy interwencji podczas bankructwa LTCM znajduje odzwierciedlenie w słowach Prezesa Banku Rezerwy Federalnej Nowego Jorku. McDonough, w swoim stanowisku, przedstawionym w Kongresie po upadku LTCM, stwierdził: „istniała możliwość ekstremalnych ruchów cen na rynkach kredytowych oraz rynkach stóp procentowych oraz zawieszenia działania przez te rynki na okres jednego czy kilku dni lub być może dłużej. Co najważniejsze, mogłoby to doprowadzić do dalszych wzrostów kosztu kapitału dla amerykańskich przedsiębiorstw. Wzrost kosztu kapitału zapewne doprowadziłby do ograniczenia podaży kredytu, a co za tym idzie do wywołania skutków ujemnych w realnej działalności²³”. Z treści wystąpienia McDonougha można wnioskować, że straty finansowe związane ze spadkiem cen aktywów lub złymi strategiami tradingowymi nie były wystarczającym motywem do interwencji. Motywem tym były obawy o innych

²² S. Jones, *Meriwether's JWN Partners winds down flagship fund*, "Financial Times", 8 lipca 2009 r., www.ft.com

²³ W.J. McDonough, *Statement before Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives*, October 1, 1998.

uczestników rynku nie związanych z LTCM. Wpływ ten, przez bezpośrednią ekspozycję uczestników rynku, w szczególności banków o szerokim zakresie, jest fundamentalny dla określenia ryzyka systemowego jako czynnika zewnętrznego, uzasadniającego interwencję rządową. Biorąc pod uwagę, że odzwierciedla to zagadnienie zaufania inwestorów, a nie fundamenty, istnieje tu pole do interwencji systemowej w celu zmiany równowagi uczestników rynku ze „złej” na „dobrą”. Bankructwo LTCM jest klasycznym przykładem powiązania funduszu hedgingowego z realną gospodarką, przez bezpośrednią ekspozycję banków na wysoko lewarowany fundusz hedgingowy, utrudniający dystrybucję bądź alokację kredytów lub przez efekty niebezpośrednie, jak trudności na rynku finansowym wywołane przez dotknięte nimi banki. Fundusze hedgingowe połączone są z firmami działającymi w branży papierów wartościowych i bankami przez ekspozycje ich na ryzyko drugiej strony transakcji, np. przez krótkoterminowe finansowanie pozycji lewarowanych, działalność jako *prime brokera* oraz ryzyko na rynku OTC²⁴. Znaczna ekspozycja banku na ryzyko może zmniejszyć jego zdolność lub skłonność do zwiększenia rozmiaru akcji kredytowej na rzecz zdrowych pożyczkobiorców, w sytuacji gdy bank posiada znaczną ekspozycję na bankrutujący fundusz hedgingowy lub działający na rynkach o szybko spadających cenach. Przedstawiony przez Bernankego model „akceleratora finansowego”, w którym spadek cen aktywów skutkuje zmniejszeniem wartości zabezpieczeń i co za tym idzie zdolności firm do zaciągania pożyczek, wzmacnia początkowy chaos wynikający z gwałtownego spadku cen aktywów zapoczątkowany zamykaniem pozycji przez wysoko lewarowany fundusz hedgingowy, co prowadzi najczęściej do obniżenia wartości zabezpieczeń. Sytuacja taka może wygenerować ryzyko płynności oraz dalszy spadek cen z powodu zamykania pozycji przez innych inwestorów na skutek wezwań do uzupełniania depozytów. Zdarzenie takie, jeśli będzie dostatecznie mocne, może podać w wątpliwość standardowe warunki brzegowe zastosowane w czasie testów wytrzymałości – *stress testów*. Nadzwyczajne sytuacje, podające w wątpliwość system zarządzania ryzykiem, mogą doprowadzić do dodatkowego wzrostu awersji do ryzyka u dealerów podczas podejmowania decyzji dotyczących udzielania kredytów. Do chwili, aż nie zostaną nawiązane nowe zdrowe relacje, pożyczkobiorcy zależni od banków nie będą mieli dostępu do alternatywnych źródeł finansowania, a tym samym aktywność inwestycyjna oraz gospodarcza będzie zmniejszona. Ten mechanizm jest omówieniem zjawiska lat 2007–2008, gdy istniało przypuszczenie, że kombinacja strat banków w sektorze pożyczek na zakup nieruchomości komercyjnych w powiązaniu z koniecznością zebrania kapitałów doprowadziły do krachu kredytowego i recesji w Ameryce. Rozważania nad pośrednią łącznością przez system bankowy między funduszami hedgingowymi a realną gospodarką stały się w ostatnich latach częstym i modnym tematem. Immanentna cecha funduszu hedgingowego, czyli brak transparentno-

²⁴ S.A. McCrary, *Hedge Fund Course*, Hoboken, New Jersey USA 2005, s. 15.

ści, powoduje, że wielkość ekspozycji na sektor pozostaje nieznaną. Bank for International Settlements zakłada, że ekspozycja banków komercyjnych na ryzyko ze strony funduszy hedgingowych proporcjonalnie zmienia się do zmian wielkości sektora funduszy hedgingowych i w większości zabezpieczona jest aktywami.

Innym mechanizmem jest sytuacja, w której trudności w funduszach hedgingowych zakłócają szeroko pojętą aktywność rynku finansowego, utrudniają efektywne funkcjonowanie rynków finansowych oraz ograniczają szersze zaopatrzenie w kredyt, co zostało przedstawione wcześniej na przykładzie bankructwa LTCM. W opinii krytyków nieregulowanych funduszy hedgingowych potencjał do kreowania zakłóceń rynku wynika z samej definicji tego typu instytucji. Brak transparentności, wypukła struktura opłat motywacyjnych oraz stosowanie dźwigni finansowej zwiększają prawdopodobieństwo zaburzeń ze względu na angażowanie się zarządzających funduszami w stronę strategii wysokiego ryzyka o istotnym odchyleniu skrajnych wartości wyników. Dodatkowo złożoność oraz heterogeniczność instrumentów utrudnia zamykanie pozycji, co implikuje dłuższymi w czasie oraz trudniejszymi dla rynków skutkami. Kolejny mechanizm systemowy oddziałuje nie bezpośrednio przez system bankowy. Duże banki dostarczają płynności funduszom w formie absorbowania ekspozycji na ryzyko strony przeciwnej. Ryzyko to wynika z otwartych pozycji, finansowania pokrytego aktywami, dostarczania w pieniądzu oraz udziałach linii kredytowych. Wstrząs dla banku stworzony przez fundusz może doprowadzić do ograniczenia płynności dostarczanej innym funduszom hedgingowym przez ten lub nawet inne banki, przez co dochodzi do zaburzenia rynków finansowych oraz nowych trudności zaopatrzenia w kredyt²⁵.

4. ZARZĄDZANIE RYZYKIEM DRUGIEJ STRONY TRANSAKCJI (*COUNTERPARTY CREDIT RISK MANAGMENT – CCRM*)

Wypracowano wiele metod na zredukowanie ekspozycji na ryzyko oraz amortyzację szoków na rynku finansowym. Tradycyjnym środkiem obronnym przeciwko tym wstrząsom na rynku z potencjalnymi konsekwencjami systemowymi jest ustanowienie reguł zarządzania ryzykiem kredytowym przeciwnej strony transakcji – CCRM. Fundusze hedgingowe charakteryzujące się odmiennymi cechami od pozostałych uczestników rynku czynią trudniejszym zastosowanie CCRM, ponieważ mogą tworzyć problemy rynkowe w powiązaniu z innymi trudnościami. Fundusze hedgingowe wchodzą w zróżnicowane relacje z wieloma instytucjami na rynku. Te regulowane instytucje oferują na rzecz funduszy hedgingowych usługi, jak przeprowadzanie i wykonywanie transakcji, pożyczanie papierów wartościowych, rozliczanie i powiernictwo, rozwiązania techniczne i finansowe oraz umowy

²⁵ W. Aspadarec, *Systemic Risk Aspects...*, *op. cit.*, s. 7.

odkupu. Z punktu widzenia ryzyka systemowego najważniejszą częścią tej relacji jest udzielanie pożyczek funduszom hedgingowym, co ekspozuje instytucję finansową na ryzyko kredytowe. Pierwszą linią obrony są więc systemy zarządzania ryzykiem kredytowym strony przeciwnej – CCRM²⁶. Banki ustalają limity, wdrażają infrastrukturę raportowania o ryzyku oraz wyznaczają polityki odnoszące się do dyskont, zabezpieczeń oraz depozytów zabezpieczających. Wszystkie te działania mają służyć ocenie ryzyka kredytowego, a tym samym ograniczyć ekspozycje na ryzyko strony przeciwnej. W praktyce CCRM są niezbędne dla obu stron, jednakże ze względu na istotne różnice w działaniu i konstrukcji funduszy hedgingowych stanowią one znaczne wyzwanie dla efektywnego stosowania CCRM. Oczywiście CCRM nie są jedynym instrumentarium jakie posiadają instytucje nadzorcze, inne narzędzia, jak bezpośrednie regulacje oraz wymogi jawności, zmniejszają potencjał zaburzeń rynkowych, ale wydaje się, że zarówno dla pojedynczej firmy, jak i instytucji zaangażowanej w tworzenie polityki regulacyjnej CCRM pozostaną punktem wyjścia dla ograniczania potencjału funduszy hedgingowych w przyczynianiu się do nieprawidłowości systemowych. W rezultacie tradycyjne systemy zarządzania ryzykiem kredytowym CCRM stanowią pierwszą linię obrony między nieregulowanymi instytucjami, jakimi są fundusze hedgingowe, a regulowanymi instytucjami finansowymi. Zaprojektowana w celu redukcji ryzyka kredytowego przy transakcjach lewarowanych polityka zabezpieczeniowa daje bufor przeciw nadmiernej ekspozycji na ryzyko dostarczającego finansowania. Instytucja finansowa może zwiększyć rozmiar lewarowania funduszu hedgingowego zamiast wymagania wniesienia zabezpieczenia o wartości nie niższej niż ekspozycja. Zredukowanie w transakcjach lewarowanych ryzyka rozliczeniowego zwiększa obustronne zaufanie stron, przyczyniając się do aktywnego finansowania tych transakcji. Polityka zabezpieczeń na rynkach OTC, gdzie warunki zawierania transakcji są bardziej elastyczne niż na zorganizowanych rynkach, może być bardziej wrażliwa na poziom zmienności, jak i warunki rynkowe. Nie zmienia to jednak faktu, że na rynkach pozagiełdowych w celu nadania większej przewidywalności wymogom odnoszącym się do zabezpieczeń wdrażane są mechanizmy stałego ustalania depozytów. Pozostałe formy tradycyjnego CCRM zawierają w sobie szeroki wachlarz narzędzi mierzenia ryzyka. Wyróżnić tu można ratingi wewnętrzne, ciągłe monitorowanie oraz szacowanie ekspozycji, jak testy trudnych warunków, ograniczenia niektórych transakcji, *due diligence* 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 hedgingowego. Dotychczas przedstawione zalecenie odnośnie do CCRM występowało w relacji instytucji finansowej z funduszem hedgingowym. Inwestorzy funduszu hedgingowego oczywiście także odgrywają rolę w redukowaniu podejmowania nadmiernego ryzyka przez fundusz.

²⁶ P. Niedziółka, *Fundusze hedgingowe a stabilność finansowa*, Difin 2009, s. 75.

Na postawione na początku pytanie, czy zarządzanie ryzykiem drugiej strony transakcji jest dobrym narzędziem ograniczania ryzyka funduszy hedgingowych, w szczególności przez banki oraz firmy działające w branży papierów wartościowych oraz czy ogranicza ono ryzyko systemowe do społecznie akceptowalnych rozmiarów? – można teraz udzielić odpowiedzi.

Większość badaczy stoi na stanowisku, że to nie regulacje dotyczące funduszy hedgingowych, a CCRM są optymalnym sposobem kontroli tych funduszy i ograniczania podatności systemowych. Można więc postawić tezę, że mimo wielu zapowiedzi zmierzających w kierunku regulowania działalności funduszy hedgingowych wciąż właściwe jest stanowisko, że dyscyplina rynkowa najefektywniej odnosi się do ryzyk systemowych generowanych przez prywatne pule kapitału. CCRM nie zawsze jest skuteczne, konieczne jest zbadanie potencjalnych uchybień rynkowych w dziedzinie alokacji kredytu²⁷. Nieścisłości te zawierają w sobie²⁸:

- ❖ moralny hazard,
- ❖ wpływ na świat zewnętrzny,
- ❖ problemy agencyjne,
- ❖ problemy darmowych lunchów,
- ❖ błędy koordynacji.

Wymienione wyżej obawy nie dotyczą tylko sektora funduszy hedgingowych, ale stosują się do wielu form zaopatrzenia w kredyt. Ekspozycja branży funduszy hedgingowych idealnie pasuje do wymienionych uchybień, co czyni ją szczególnie podatną na erozję CCRM²⁹.

W teorii **hazard moralny** związany jest ze zmianami w zachowaniu w odpowiedzi na redystrybucję ryzyka. W gospodarce realnej przykładem tego może być sytuacja, w której ubezpieczenie może wzbudzić zachowania ryzykowne, jeśli ubezpieczony nie ponosi pełnych konsekwencji złych rezultatów. Na rynku finansowym istnieje problem hazardu moralnego rodzącego się z domniemanymi gwarancjami rządowymi³⁰. W powiązaniu z nieformalną akceptacją doktryny „zbyt duży, by upaść” (*too big to fail* – TBTF), prowadzi to jedynie do kumulowania negatywnych konsekwencji. Mimo zapewnień o równym traktowaniu podmiotów powszechna jest niepisana obietnica ratunku dla niektórych kredytodawców bankowych – banków uznanych za ważne

²⁷ W podręcznikowym sensie odchylił od idealnie konkurencyjnej, w pełni poinformowanej gospodarki efektywnie alokującej zasoby.

²⁸ J. Kambhu, T. Schuermann, K.J. Stiroh, *Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report No. 291, July 2007, s. 16.

²⁹ J.M. Lacker, *How Should Regulators Respond to Financial Innovation?*, Speech presented at The Philadelphia Fed Policy Forum, 1 December 2006, http://www.philadelphiafed.org/econ/conf/forum2006/papers/lacker_speech.pdf

³⁰ Zagadnienie hazardu moralnego dla dużych uczestników rynków finansowych jest istotne w ich wszystkich decyzjach dotyczących zarządzania ryzykiem, nie tylko w funduszach hedgingowych. Co więcej, istotna wartość franczyzowa dużych instytucji finansowych powinna w jakiś sposób pomóc zminimalizować problem hazardu moralnego.

systemowo. Obietnica ratunku „przy pomocy” nie odnosi się do funduszy hedgingowych. Jakiegokolwiek zmiany regulacyjne wobec branży funduszy hedgingowych nigdy nie wspominały o możliwości zastosowania polityki teraz już powszechnie stosowanej do banków komercyjnych „zbyt duży, by upaść”³¹. Hazard moralny w odniesieniu do regulowanych największych uczestników rynku wynika z ich centralnej roli w systemie finansowym, co stawia pytanie, w jakim stopniu wielkie straty kredytowe wpłyną na decyzje regulacyjne wobec danego uczestnika rynku? Konsekwencją tego jest sytuacja, w której banki mają niższą motywację do kontrolowania, monitorowania i redukcji ryzyka oraz ograniczania ekspozycji na polach, w których obecne i przyszłe profity są atrakcyjne dla nich. Obszarem takim są z pewnością ponadprzeciętnie aktywni uczestnicy rynku, jakim są fundusze hedgingowe.

Interesujących informacji dostarcza analiza listy największych funduszy funduszy hedgingowych według wartości aktywów w zarządzaniu w mld USD, przedstawionych w tabeli 1.

Tabela 1. 10 największych funduszy hedgingowych według wartości aktywów w zarządzaniu w miliardach dolarów (stan na koniec czerwca 2010 r.)

	Nazwa funduszu hedgingowego	Wartość w mld USD	Lokalizacja, adres internetowy
1	UBS Alternative Investments	27,6	Zurich, Switzerland, www.ubs.com
2	Credit Suisse Funds	26,4	Zurich, Switzerland, www.credit-suisse.com
3	GAM	23,2	Dublin, Ireland, www.gam.com
4	Blackstone Group	22,4	New York, NY, www.blackstone.com
5	Man Investments	22,1	London, UK, www.mangroupplc.com
6	BlackRock	21,0	New York, NY, www.blackrock.com
7	Grosvenor Capital Management	20,4	Chicago, IL, www.grosvenorcapitalmanagement.com
8	Permal Asset Management	20,2	New York, NY, www.permal.com
9	HSBC Alternative Investments	19,2	London, UK, www.hsbc.com
10	Goldman Sachs Hedge Fund Strategies	19,1	New York, NY, www.goldmansachs.com

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: www.hedgefundblogman.blogspot.com, za www.hedgelists.com

³¹ Rozwiązaniem kryzysu LTCF było przeprowadzenie nieformalnej procedury upadłościowej, w której duża część interesariuszy LTCFu została zmieciona w procesie rekapitalizacji oraz ostatecznej likwidacji funduszu przez jego kontrahentów dealerskich.

Na liście tej można dostrzec bardzo wiele znanych banków, dość wymienić Union Bank of Switzerland, Credit Suisse, HSBC czy Goldman Sachs.

Rozwiązanie takie, tzn. inwestowanie w fundusze hedgingowe zamiast tworzenia własnych, w przypadku banków wydaje się być bardzo celowe ze względu na następujące czynniki:

- ❖ dążenie do możliwie szerokiej dywersyfikacji ryzyka;
- ❖ dążenie do zaprezentowania klientowi możliwie uproszczonych portfeli inwestycyjnych zamiast schodzenia do poziomu poszczególnych aktywów czy klas aktywów;
- ❖ dążenie do odciążenia *back-office* banku;
- ❖ unikanie negatywnych z punktu widzenia *public relations* banku sytuacji, w których fundusz sygnowany marką banku bankrutuje. W wypadku szerokiej dywersyfikacji i inwestowania bezpośredniego, a nie za pośrednictwem funduszu funduszy, tego typu sytuacje byłyby nieuniknione;
- ❖ chęć podjęcia współpracy z największymi „gwiazdami” funduszy hedgingowych bez konieczności ich transferowania do banku;
- ❖ korzyści skali dzięki „hurtowym” inwestycjom w fundusze hedgingowe ze strony funduszu funduszy.

Wpływ na świat zewnętrzny definiuje się jako wpływ działania danego podmiotu na strony trzecie nie zaangażowane bezpośrednio w transakcję. W odniesieniu do sektora funduszy hedgingowych **ekspozycja** kredytowa na te wehikuly wywiera wpływ na kilka sposobów zarówno w systemie bankowym, jak i na rynkach finansowych. Duże zawirowanie w sektorze funduszy hedgingowych potencjalnie może osłabić banki, a tym samym obniżyć ich zdolność do dostarczania płynności systemowi finansowemu, a w skrajnych przypadkach do ograniczenia kredytu dla pożyczkobiorców. Sytuacja taka może wystąpić, jeśli potencjalna ekspozycja stanowi istotny udział w kapitałach banków. Jest to typowy przykład wpływu na świat zewnętrzny, a dokładnie na oddziaływanie na strony trzecie, ponieważ wpływ ten jest odczuwalny przez uczestników rynku, którzy nie są bezpośrednio stroną transakcji. Przykładem tego jest sytuacja, w której na skutek strat banku obniża on limity swoim klientom korporacyjnym. Innym przykładem wpływu na świat zewnętrzny, w którym ekspozycja związana z funduszem hedgingowym wpływa na strony trzecie, jest standardowa ekspozycja na rynkowe czynniki ryzyka między dealerami a funduszem hedgingowym. Po zaburzeniach w portfelu funduszu hedgingowego dalej może on mieć negatywny wpływ na ceny, a tym samym na pozycje dealerów. Siła tego wpływu determinowana jest w sposób istotny, zależnie od profilu ryzyka funduszu hedgingowego oraz dealerów. Mogą one być odmienne lub też mogą się pokrywać. W tym drugim przypadku zaburzenia tego typu wzmacniają wpływ mający miejsce poza bezpośrednią ekspozycją banku na fundusz hedgingowy. Oczywiście rozmiar ekspozycji w stosunku do kapitałów banków, a tym samym jej wpływu na dostarczanie płynności i zaopatrywanie w kredyt determinuje, czy

jest to problem pojedynczej instytucji, czy tak naprawdę nosi znamiona ryzyka systemowego. W przypadku największych banków prowadzących zdywersyfikowaną politykę ryzyko transakcji będzie niewielkie w stosunku do ryzyka kredytowego w ich księgach pożyczkowych oraz względnie małe w stosunku do ich bieżących poziomów kapitałowych.

Znaczne podobieństwo strategii największych banków i funduszy hedgingowych, a tym samym wpływu na świat zewnętrzny można zaobserwować analizując strategie zarobkowe dużych banków, wnikając w ich strukturę aktywów, co przedstawia tabela 2.

Wybranie tych właśnie podmiotów do badania wynika z faktu, że są to banki o sumie zobowiązań przekraczających wartość PKB kraju macierzystego³², więc z całą pewnością zaliczane są do banków ważnych systemowo funkcjonujących „z przyzwoleniem” doktryny „zbyt duży, by upaść”. Zaangażowanie w derywaty i papiery wartościowe w roku 2008 przybrało największą skalę, po części uzasadniając późniejszy ogromny spadek ceny rynkowej tych banków³³.

Tabela 2. Udział derywatów i papierów wartościowych w aktywach wybranych banków ważnych systemowo w latach 2005–2010 (w %)

Nazwa banku (grupy kapitałowej)	Udział w aktywach:		2005	2006	2007	2008	2009	2010
	1. Derywatów	2. Papierów wartościowych						
UBS AG	1.		16,2	12,5	18,8	42,4	31,5	30,5
	2.		32,3	38,1	34,9	16,4	24,3	23,8
ING Groep NV	1.		3,3	2,6	2,8	6,7	4,6	0,9
	2.		28,2	30,1	36,1	27,0	25,0	29,7
Credit Suisse Group	1.		4,1	4,6	7,2	9,0	5,3	4,6
	2.		38,3	34,6	35,0	23,6	30,0	29,0
Danske Bank A/S	1.		6,1	5,5	6,7	16,2	10,1	10,4
	2.		13,4	13,5	13,9	12,1	13,8	13,3
Dexia	1.		6,0	4,3	4,8	9,1	7,7	9,0
	2.		39,2	33,2	42,8	21,8	20,0	17,1
HSBC Holdinds Plc	1.		4,9	5,6	8,0	19,6	10,6	10,6
	2.		30,0	30,9	33,8	31,0	36,3	34,2

³² A. Demirguc-Kunt, H. Huizinga, *Are Bank too Big to Fail or too Big to Save?* International Evidence from Equity Prices and CDS Spreads, The World Bank. Policy Research Working Paper 5360, July 2010, s. 7–8.

³³ M. Zwolankowski, *Właściwości banków ważnych...*, op. cit., s. 222.

Nazwa banku (grupy kapitałowej)	Udział w aktywach: 1. Derywatów 2. Papierów wartościowych	2005	2006	2007	2008	2009	2010
		Barclays Plc	1. 2.	14,8 24,1	13,9 26,3	20,2 23,9	48,0 14,9
Royal Bank of Scotland Plc	1. 2.	12,3 17,5	13,4 16,8	17,8 18,3	41,3 12,2	26,0 16,9	29,4 16,5
BNP Paribas	1. 2.	15,4 49,3	11,4 48,5	14,1 48,7	27,5 37,2	17,9 34,3	17,7 36,2
KBC Group	1. 2.	5,8 39,7	5,1 38,0	6,2 32,3	11,0 27,4	6,6 33,6	5,1 31,0

Źródło: Zwolankowski M., *Właściwości banków ważnych systemowo*, Finanse w niestabilnym otoczeniu – Dylematy i wyzwania, Katowice 2012, s. 221.

Uwzględniając specyfikę funduszy hedgingowych, Forum Stabilności Finansowej, biorąc pod uwagę ekspozycje kredytowe na te fundusze, stwierdza, że ewentualne ryzyko drugiej strony transakcji firm będących trzonem dla funduszy hedgingowych wynosi od 3 do 9% poziomu kapitałowego Tier 1³⁴.

Na pytanie, czy skoordynowane w czasie zaburzenia w funduszach hedgingowych i firmach inwestycyjnych są istotnym problemem w stosunku do kapitałów bankowych, odpowiedzi udzielić może przeprowadzenie zintegrowanego testu wytrzymałości zarówno ekspozycji na drugą stronę transakcji, jak i ekspozycji transakcyjnych u dealerów. Problemem w przeprowadzaniu takiego testu jest wybór czynników ryzyka, na których ekspozycje chcemy oszacować. Wiele funduszy hedgingowych i banków nie przeprowadza prostych transakcji bezpośrednich, mających ekspozycje na okoliczność, w których jest mierzone ryzyko. Transakcje te często mają charakter arbitrażowy między powiązаныmi papierami wartościowymi i ekspozycje te nie będą widoczne, o ile nie będą przeprowadzone testy wytrzymałości o wysokim poziomie dokładności na obszarach reprezentowania pozycji oraz czynników ryzyka.

Problem agencyjny w teorii występuje w sytuacji, gdy uczestnicy mają inne cele oraz gdy problemy informacyjne powstrzymują jedną stronę – pryncypała od idealnej obserwacji oraz kontrolowania działań drugiej strony – agenta³⁵. W takiej

³⁴ *Financial Stability Forum 2007*, Update on the FSF Report on Highly Leverage Institutions. 19 May 2007.

³⁵ Jest to szczególny rodzaj hazardu moralnego, sytuacji, w której maksymalizacja zysków jednostek odbywa się kosztem innych. Może to nastąpić w sytuacji, gdy nie ponoszą one konsekwencji swoich działań na przykład na skutek ubezpieczenia lub sytuacji, w których na skutek asymetrii

sytuacji agent może działać w interesie swoim w sposób szkodliwy dla pryncypała. W odniesieniu do funduszy hedgingowych mogą one wystąpić na płaszczyznach, np.: między traderem a zarządzającym ryzykiem, wewnątrz instytucji dealerskiej/banku, wewnątrz funduszu hedgingowego między zarządzającym a inwestorem oraz na płaszczyźnie między bankiem kredytującym a funduszem hedgingowym. Problem ten ma szansę zaistnieć wewnątrz instytucji dealerskiej lub banku jako niezdrowa konkurencja między przeprowadzającymi transakcje a tymi, którzy nie są, jak na przykład zarządzający ryzykiem właścicielami lub zewnętrznymi kredytodawcami³⁶. Wewnętrzna asymetria informacyjna oraz inne czynniki motywacyjne w instytucji dealerskiej dla tradera lub osoby dystrybuującej może w krótszym horyzoncie czasowym objawiać się mniejszą awersją do ryzyka niż dla kierownictwa firmy, ze względu na to, że jego udział w zyskach krótkookresowych jest wyższy niż w stratach³⁷. Brak transparentności kontrahentów funduszy może spotęgować te trudności, ponieważ trudniejsza jest ocena ryzyka strony przeciwnej. Opłaty są pobierane w pierwszej kolejności, podczas gdy ewentualne straty występują w przyszłości. Konsekwencją tego może być podejmowanie zbyt dużego ryzyka przez przeprowadzających transakcje, co jest możliwe w sytuacjach, gdy asymetria informacyjna nie pozwala np. właścicielom na idealną obserwację, zrozumienie oraz kontrolowanie działań przeprowadzających transakcje.

Drugi typ problemu agencyjnego związany jest ze strukturą wynagrodzeń zarządzających opierająca się na zyskach przez nich wypracowanych i zachodzi między inwestorami a zarządzającymi funduszem hedgingowym. Standardem w branży finansowej, w odniesieniu do wynagrodzeń jest sytuacja, w której wynagrodzenia rosną silnie wraz z dobrymi wynikami, jednak spadają jedynie łagodnie, gdy wyniki są słabe. Ta wypukłość jest ważnym czynnikiem motywującym do angażowania się w ryzykowne transakcje, a ze względu na niższą przejrzystość łatwiejsze jest ukrywanie tych ryzyk przed zarówno inwestorami, jak i kontrahentami. Wypukła struktura wypłat w funduszu hedgingowym zwiększa skłonność do podejmowania ryzyka oraz przyczynia się do powstawania problemów agencyjnych.

Obawa o ryzyko systemowe może być rozpatrywana przez postrzeganie stabilności rynku jako „**dobra publicznego**”, generującego problemy „darmowych obiadów” w powiązaniu z CCRM. W teorii, dobro publiczne jest niekonkurencyjne w sensie konieczności uzyskania oraz niewyłączne w sensie dostępności dla wszystkich. Ma to związek z wpływem na strony trzecie, ponieważ zaopatrzenie jednej

informacyjnych dochodzi do niepełnego kontraktowania na przykład w wypadku pracowników nie pracujących wydajnie w czasie nieobecności zwierzchnika.

³⁶ S. Allen, *Financial Risk Management: A Practitioner's Guide to Managing Market and Credit Risk*, Hoboken 2003, NJ.

³⁷ Nick Leeson z banku Barings, John Rusnack z Allied Irish Bank oraz Jerome Kerviel z banku Société Générale – ich nieautoryzowane transakcje były ukrywane przed zarządzającymi ryzykiem.

osoby jest korzystne dla innych. W odniesieniu do branży funduszy hedgingowych, sytuacja taka występuje wtedy, gdy fundusz hedgingowy, na który wyeksponowanych jest wiele banków, z którego dobrej kondycji generują one wszystkie profity. W przypadku każdego z tych banków pojawia się chęć skorzystania z „darmowego obiadu”, w efekcie redukcji swojego ryzyka drugiej strony transakcji, w wyniku czego byłby beneficjentem stosowania właściwej polityki przez pozostałe wyeksponowane na ten fundusz hedgingowy banki. W literaturze określa się to jako przykład „tragedii mas”, podczas której rynki prywatne mogą w niewystarczający sposób zaopatrywać w dobro publiczne. Sytuacja taka często staje się katalizatorem dla interwencji władz publicznych. Dodatkowo troska o dobro publiczne zwiększona być może przez ryzyko płynności, a sytuacja taka ma miejsce gdy ekstremalnie duże pozycje rynkowe są diametralnie odmienne od pozycji małych. Rodzi to oczywiście znaczny problem płynności w momencie likwidacji pozycji. Obawa może być spotęgowana przez zdolność pojedynczego funduszu hedgingowego do zwiększenia swojej dźwigni finansowej przez powiązania z wieloma dealerami. Brak transparentności profilu ryzyka funduszu hedgingowego oznacza, że mimo iż w interesie każdego z dealerów jest monitorowanie i kontrola jego ekspozycji, to żaden z nich nie ma zdolności kontroli całkowitego poziomu dźwigni finansowej funduszu hedgingowego, a tym samym jego ekspozycji na ryzyko. Zrozumienie położenia nadzorców i regulatorów wobec złożoności wpływu globalnych instytucji finansowych pozwala przyjąć następujące przesłanki tworzenia nowoczesnego systemu regulowania dużych instytucji finansowych, które powinno opierać się na dwóch założeniach:

- ❖ odbudowa równowagi między „siecią bezpieczeństwa”, która ma zapewnić stabilność i zaufanie publiczne, a jasno i wiarygodnie nakreślonymi ograniczeniami uruchamiania systemu, bez negatywnego wpływu na warunki konkurowania;
- ❖ zaufanie publiczne, płynność rynków i stabilność finansowa uznana musi być za dobro publiczne, a reżim regulacyjny musi łączyć nadzór makroostrożnościowy ze wsparciem dyscypliny rynkowej.

Finałnym problemem związanym z właściwym stosowaniu CCRM jest fakt, że znaczne zyski wypracowywane w branży funduszy hedgingowych stymulują działania skutkujące osłabieniem praktyki zmniejszenia ryzyka kredytowego. Ogromna konkurencja w obszarze funkcjonowania funduszy hedgingowych może prowadzić do degradacji CCRM przez stosowanie niższych różnego rodzaju opłat, spreadów³⁸. Inne przykłady erozji, to nieadekwatna kontrola ryzyka, jak obniżone poziomy depozytów czy limity ekspozycji. Kryzys na rynku *subprime* był najjaskrawszym przykładem niewłaściwego zarządzania ryzykiem drugiej strony transakcji. Problemy te wynikają najczęściej z krótkowzroczności pożyczkodawców, jak i sposobu

³⁸ B.S. Bernanke, *Hedge Funds and Systemic Risk*, Comments presented at Federal Reserve Bank of Atlanta's 2006 Financial Market Conference, 16 May 2006.

wynagradzania. Takie twierdzenie, wzmagające konkurencyjność przez obniżenie standardów z jednej strony, jest niewłaściwe, a z drugiej strony jest czynnikiem komplikującym, ponieważ konkurencja oraz oczekiwane zyski najczęściej wzmagają efektywność oraz obniżają koszty przez zachęcenie do wejścia na rynek. Ten typ konkurencji może być wydajny społecznie, jeśli wcześniejsze prowizje były nadmiernie wysokie i ograniczały działalność³⁹.

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

PODSUMOWANIE

Działalność funduszy hedgingowych generalnie pomaga tworzyć efektywność rynku, ponieważ są one postrzegane jako dostarczyciele płynności na rynkach kapitałowych. W szczególności fundusze hedgingowe uprawiają aktywny trading i przyczyniają się do wzrostu efektywności i płynności przez częste zawieranie transakcji oraz zdolność do wykorzystywania możliwości arbitrażowych. Aktywność ta generalnie oddziałuje stabilizująco oraz dostarcza znacznych profitów w sensie większej płynności rynku, mniejszej zmienności oraz stabilniejszych relacji w cenach aktywów finansowych. Powinno to przyczynić się do wydajnej alokacji kapitału oraz wpłynąć pozytywnie na efekty realne. Banki i pośrednicy finansowi w ostatnich latach poprawili w sposób istotny swoje systemy szacujące ich ekspozycje na ryzyko ze strony funduszy hedgingowych. Derywaty na okoliczność bankructwa projektowane są znacznie lepiej niż było to w przeszłości. Dodatkowo banki zaciągające zbyt duże ryzyko przez fundusz hedgingowy mogą pozyskać takie ryzyko przez departament korzystający ze strategii odpowiednich dla funduszy hedgingowych, a nawet swojego pojedynczego pracownika. Ryzyko tworzone dla instytucji finansowych jest rzeczywiste, a w obu przypadkach problem ten nie jest zagadnieniem dotyczącym tylko funduszy hedgingowych, lecz raczej zawiera w sobie regulowanie takich instytucji finansowych jak banki.

Zarówno tworzący regulacje, jak i w literaturze, powszechnie uznają, że to banki komercyjne mogą być kanałami przekazywania trudności systemowych poprzez obniżenie podaży kredytu wynikających z wielu potencjalnych przyczyn. Szczególną rolę do odegrania z perspektywy stabilności finansowej mają organy nadzoru, które powinny kontrolować, czy poszczególne instytucje finansowe nie podejmują

³⁹ J. Kambhu, T. Schuermann, K.J. Stiroh, *Hedge Funds...*, op. cit., s. 21.

zbyt dużego ryzyka. Trzeba pamiętać, że instytucje finansowe podejmując działania redukujące uciążliwość regulacji ostrożnościowych tym samym próbują je omijać, stosując np. innowacje finansowe. Teoretycznie można wskazywać fundusze hedgingowe jako potencjalnie nowe podmioty będące w stanie wykreować ryzyko systemowe, ale ze względu na koncepcyjność natury wyżej wymienionych mechanizmów, istnieje poważna niepewność co do praktyki ich działania, ponieważ w praktyce sytuacja taka nigdy nie zaistniała.

Abstract

The last decade was presented with a new configuration of players in the financial system, to which hedge funds have contributed profoundly. Structural changes occurring in the financial system during that period had an impact on the dynamics of financial difficulties. People historically involved in introducing regulations and economists paid attention to banks as potential channels giving rise to systemic risk. The characteristics of banks was the main reason behind formulating policy to regulate their functioning.

The article analyzes the relationship and consequences following from the effect of hedge funds on the financial system and the real economy. The first part of the paper refers to legal regulations regarding hedge funds. The next section introduces and discusses the notion of systemic risk. The subsequent two parts, and at the same time the body of the article, are dedicated to the analysis of the potential impact that hedge funds may have on creating systemic risk. Furthermore, the author discusses methods for reducing exposure to risk and cushioning shocks on the market under consideration. The analysis enables to draw a conclusion about the rules and their consistent observation as part of counterparty credit risk management (CCRM). At the highest level of institutions subject to regulation, i.e. banks, these rules are effective tools for reducing the effect of hedge funds on systemic risk and thereby the real economy. The conclusion emphasizes that hedge funds, whose characteristics differ from the remaining market players, may hinder adopting CCRM. Such a state of affairs stems from the fact that these funds can generate certain market problems and other challenges.

Keywords: systemic risk, hedge fund, global financial crisis

Bibliografia

Allen S., *Financial Risk Management: A Practitioner's Guide to Managing Market and Credit Risk*, Hoboken 2003, NJ.

- Aspadarec W., *Systemic Risk Aspects In Context Of Hedge Funds*, Activities Trends on the World Economy 2012, Vol. 4, Szczecin 2012.
- Bernanke B.S., *Hedge Funds and Systemic Risk*, Comments presented at Federal Reserve Bank of Atlanta's 2006 Financial Market Conference, 16 May 2006.
- 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, 1(1), 1998.
- Borio C.E.V., *Change and constancy in the financial system: implications for financial distress and policy*, BIS Working Papers No. 237, Monetary and Economic Department, October 2007.
- Chorafas D.N., *Alternative Investment and the Mismanagement of Risk*, Hampshire/Nowy Jork 2003.
- Counterparty Risk Management Policy Group II. 2005. Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective, available at <http://www.crmpolicygroup.org/>
- DeBandt O., Hartman P., *Systemic Risk: A Survey*. In eds. Charles A. E. Goodhard and G. Illing, *Financial Crisis, Contagion and the Lender of Last Resort: A Book of Readings*, January, London, UK: Oxford University Press.
- Demircug-Kunt A., Huizinga H., *Are Bank too Big to Fail or too Big to Save?* International Evidence from Equity Prices and CDS Spreads, The World Bank. Policy Research Working Paper 5360, July 2010.
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 111th Congress (2009–2010), H.R. 4173.ENR, podpisana przez Prezydenta USA 21 lipca 2010 r.
- Dudziński J., *Finansyzacja międzynarodowych rynków surowców i żywności a ich ceny w handlu międzynarodowym*. Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego nr28/2010.
- Eichengreen B., *The regulator's dilemma: hedge funds in the international financial architecture*, „International Finance”, t. 2, nr 3, 1999.
- Financial Stability Forum 2007*, Update on the FSF Report on Highly Leverage Institutions. 19 May 2007.
- Global Capital Markets. Entering a New Era*, McKinsey Global Institute, September 2009.
- Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems, Bank for International Settlements, Basel, December 2010.
- Greenspan A., *Statement before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives*, October 1, 1999, “Federal Reserve Bulletin”, nr 84, grudzień 1998 r.
- Ineichen A., Silberstein K., *AIMA's Roadmap To Hedge Funds*, Alternative Investment Management Association Limited, London November 2008.
- Jajuga K., *Czy banki będą lepiej zarządzać ryzykiem?*, [www.obserwator finansowy.pl](http://www.obserwatorfinansowy.pl) 25.01.2010.
- Jones S., *Meriwether's JWN Partners winds down flagship fund*, “Financial Times”, 8 lipca 2009 r., www.ft.com

- Kambhu J., Schuermann T., Stiroh K.J., *Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report no. 291, July 2007.
- Lacker J.M., *How Should Regulators Respond to Financial Innovation?*, Speech presented at The Philadelphia Fed Policy Forum, 2006 December 1. http://www.philadelphiafed.org/econ/conf/forum2006/papers/lacker_speech.pdf
- Lhabitant F.-S., *Handbook of Hedge Funds*, Hoboken 2007.
- McCrary S.A., *Hedge Fund Course*, Hoboken, New Jersey USA 2005.
- McDonough W.J., *Statement before Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives*, October 1, 1998.
- Niedziółka P., *Fundusze hedgingowe a stabilność finansowa*, Difin 2009.
- Perez K., *Fundusze Hedge. Istota, strategie, potencjał rynku*, C.H. Beck, Warszawa 2011.
- The Report of the Counterparty Risk Management Policy Group II. Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective 2005.*, <http://www.crmpolicygroup.org/>
- Zwolankowski M., *Właściwości banków ważnych systemowo*, Finanse w niestabilnym otoczeniu – Dylematy i wyzwania, Katowice 2012.