

Jakub Małecki*

SZANSE I ZAGROŻENIA ZWIĄZANE Z ROZWOJEM
FUNDUSZY HEDGINGOWYCH W POLSCE

Wstęp

W poszukiwaniu atrakcyjnych stóp zwrotu, inwestorzy na świecie i w Polsce są coraz bardziej zainteresowani nowymi, alternatywnymi formami inwestowania. Ogromną popularność, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, zdobyły w ciągu ostatnich kilkunastu lat fundusze hedgingowe. Rynek tego typu funduszy w ostatnim czasie rozwijał się bardzo dynamicznie, jednak w Polsce o funduszach typu hedge można było usłyszeć dopiero od niedawna a polscy inwestorzy nie mają zbyt wielu możliwości lokowania w nich własnego kapitału. Celem artykułu jest udzielenie odpowiedzi na pytanie o to, jakie szanse i zagrożenia, jakie wiążą się z rozwojem rynku funduszy hedgingowych w Polsce.

Aby podjąć próbę odpowiedzi na to pytanie, należy najpierw przedstawić istotę funduszy hedgingowych oraz strategie, jakie wykorzystują ich zarządzający w celu osiągnięcia jak najwyższych stóp zwrotu oraz krótką historię tego dynamicznie rozwijającego się sektora usług finansowych za granicą. W tym celu wyjaśniony zostanie najpierw termin hedging, od którego wywodzi się nazwa tego typu alternatywnych form inwestycji.

Słowo hedging pochodzi od angielskiego czasownika *to hedge*, który oznacza w tym języku odgradzanie się czy zabezpieczanie¹. W świecie finansów hedging to nowoczesna metoda ograniczania ryzyka przy użyciu transakcji terminowych, których przedmiotem są instrumenty pochodne². W zależności od awersji danego podmiotu do ryzyka, hed-

1* Autor przygotowuje rozprawę doktorską w Katedrze Pracy i Polityki Społecznej pod kierunkiem prof. dra hab. Jana Szambelańczyka.

T. Szelaąg, *Hedging w teorii i praktyce. Przykład światowego rynku miedzi*, Przecinek, Wrocław 2003.

2 *Hedging i nowoczesne usługi finansowe*, red. M. Biegański, A. Janc, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001, s. 15.

ging może przybierać różną postać – począwszy od „hedgowania” tylko niektórych transakcji po bardzo szczegółowe strategie zabezpieczające³. Hedging wykorzystywany jest przez przedsiębiorców, chroniących się przed niekorzystnym wpływem zmian kursów walutowych, stóp procentowych czy cen akcji, przez indywidualnych inwestorów i spekulantów maksymalizujących swoje zyski na rynku akcji a także przez fundusze, które dzięki hedgingowi usiłują zminimalizować ryzyko spadku wartości certyfikatów inwestycyjnych i jednostek uczestnictwa.

Strategie hedgingowe są coraz bardziej popularnymi metodami ograniczania ryzyka, nie tylko wśród funduszy stricte hedgingowych, ale też niektórych tradycyjnych funduszy inwestycyjnych. Samo rozróżnienie funduszu hedge od funduszu tradycyjnego jest więc niekiedy dość problematyczne z uwagi na to, że granice pomiędzy tymi dwoma formami pomnażania kapitału są bardzo elastyczne. Dlatego też w pierwszym podrozdziale przedstawione zostaną cechy, które wyróżniają fundusze hedgingowe spośród wielu innych zarówno nowoczesnych, jak i tradycyjnych form inwestycji.

1. Definicja funduszu hedgingowego

Od początku istnienia rynków finansowych na świecie, najpopularniejszą formą bezpiecznego inwestowania kapitału były lokaty bankowe, gwarantujące określoną stopę zwrotu. Z czasem jednak, równocześnie ze stabilizacją polityk monetarnych i obniżaniem stóp procentowych na świecie, rola lokat zaczęła powoli się zmniejszać. Ich miejsce zaczęły zajmować fundusze inwestycyjne, które kosztem zwiększonego ryzyka i braku gwarancji określonej stopy zwrotu umożliwiają osiąganie dużo wyższych zysków. Fundusze inwestycyjne są jednak w dużej mierze zależne od koniunktury giełdowej i w okresach bessy nie są w stanie wypracować atrakcyjnych wyników. Dlatego kolejnym ogniwem w łańcuchu ewolucji form inwestowania stały się tak zwane inwestycje alternatywne.

Rodzajów tego typu inwestycji jest wiele, natomiast wciąż powstają nowe, ponieważ nie ma sztywnej definicji terminu „inwestycja alternatywna”. Po pojęciem tym kryją się wszystkie możliwe sposoby inwestowania, które są w jakiś sposób niezależne od giełdowej koniunktury.

³ D. Meniów, G. Ochędzan, Z. Wilimowska, *Instrumenty zabezpieczające w transakcjach walutowych*, Biblioteka Menedżera i Służby Pracowniczej, Bydgoszcz 2003, s. 151.

ry. Wśród inwestycji alternatywnych wyróżnia się między innymi: fundusze nieruchomości, zarządzanie aktywami klienta na zlecenie (tzw. *asset management*), inwestycje w udziały spółek na niepublicznym rynku kapitałowym (*private equity*) lub w udziały spółek w fazie uruchamiania ich działalności (*venture capital*), produkty strukturyzowane, inwestycje w surowce czy metale szlachetne, fundusze działające na rynkach wschodzących (*emerging markets funds*), programy walutowe inwestujące na rynku FOREX oraz fundusze hedgingowe i fundusze funduszy hedgingowych.

W literaturze spotkać można różne definicje funduszu hedgingowego, jedne z nich mniej, inne bardziej szczegółowe. Definicji tych jest tak wiele a różnice pomiędzy nimi tak duże, że najodpowiedniejszym sposobem określenia funduszy hedge wydaje się być zdefiniowanie najważniejszych jego cech. Są to między innymi:

- ograniczona regulacja prawna⁴,
- zorganizowany przeważnie przez osobę prywatną, administrowany przez profesjonalnych doradców inwestycyjnych⁵,
- dostępność wąskiej grupie inwestorów⁶,
- stosowanie bardzo szerokiego wachlarza strategii inwestycyjnych⁷, w którym znaczącą rolę odgrywają instrumenty pochodne⁸,
- dążenie do osiągania ponadprzeciętnych stóp zwrotu, szczególnie w warunkach dekoniunktury giełdowej⁹, przez co zyski funduszy hedgingowych są nisko skorelowane z zyska-

4 S. A. McCrary, *Hedge Fund Course*, John Wiley & Sons, 2005, s. 1, www.thehfa.org

5 B.J. Eichengreen, D. Mathieson, B. Chadha, A. Jansen, L. Kodres, S. Sharma, *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, International Monetary Fund, Washington DC, May 1998, s. 2.

6 T. Garbaravicius, F. Derick, *Hedge funds and their implications for financial stability*, European Central Bank Occasional Papers, nr 34, s. 6, 7, www.ecb.int.

7 *Fundusze hedgingowe: rozwój i implikacje prawne*, Artykuły z Biuletynu Miesięcznego, Europejski Bank Centralny, styczeń 2006, www.nbp.pl, s. 64.

8 M. Banasiak, W. Gudaszewski, *Charakterystyka funduszy hedgingowych*, Rynek Terminowy, nr 1/2005, s. 35-41.

9 N. Amenc, L. Martellini, *Portfolio optimization and hedge fund style allocation decisions*, Department of Finance and Business Economics Working Paper Series, nr 02-4, March 2002, USC Marshall School of Business, s. 2, http://www.marshall.usc.edu/web/FBE.cfm?doc_id=1491.

mi

z akcji i obligacji¹⁰,

- wynagrodzenie zarządzających jako ułamek wypracowanego przez nich zysku (tzw. *incentive fee*)¹¹,
- rejestrowanie siedzib wielu funduszy ze względów podatkowych poza granicami kraju (spółki rejestrowane są przede wszystkim w krajach „rajów podatkowych”)¹².

Na podstawie tych cech można dokonać krótkiej charakterystyki branży funduszy hedgingowych. Można generalnie stwierdzić, że podstawową zasadą, jaką kierują się ich zarządzający jest inwestowanie we wszystko, co przynosi zysk. Za ten wypracowany przez siebie – często bardzo wysoki – zysk, menedżerowie zostają wynagradzani w postaci prowizji. Taka elastyczność, spowodowana z jednej strony bardzo szerokim wachlarzem możliwości inwestycyjnych, z drugiej – brakiem ścisłych ograniczeń prawnych, powoduje niestety, że niektóre fundusze hedgingowe są bardzo ryzykowną formą inwestycji. Dlatego zarządzający wprowadzają wysokie limity minimalnych wpłat dla inwestorów chcących ulokować u nich własny kapitał, aby uchronić „mniejszych” graczy przed ewentualną utratą części swoich oszczędności. Fundusze hedgingowe są więc przeznaczone dla osób z dużym kapitałem, które – podejmując większe niż w przypadku funduszy tradycyjnych ryzyko – oczekują ponadprzeciętnych zysków wypracowywanych niezależnie od koniunktury.

Aby podjąć próbę odpowiedzi na pytanie o szanse i zagrożenia związane z potencjalnym rozwojem rynku funduszy hedge w Polsce, warto przedtem przyjrzeć się ich historii na świecie.

2. Historia funduszy hedge na świecie

Samo pojęcie „funduszy hedgingowych” po raz pierwszy użyte zostało w roku 1966, kiedy to w magazynie „Fortune” C. J. Loomis opisała fundusz założony przez A. W. Jonesa¹³. Spółkę Jonesa utworzoną w 1949

10 S.A. McCrary, op. cit., s. 1.

11 R. A. Jaeger, *All about hedge funds. The easy way to get started*. The McGraw Hill Company, 2003, s. 10, www.thehfa.org.

12 B. J. Eichengreen, op. cit., s. 2.

13 K. Łabowski, *Fundusze hedgingowe jako alternatywna forma inwestowania na podstawie doświadczeń z rozwiniętych rynków finansowych*, w: *Indywidualni inwestorzy na rynku finansowym*, red. Danuta Dziawgo, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Ko-

roku uważa się powszechnie za pierwszy fundusz typu hedge na świecie¹⁴.

A. W. Jones studiował socjologię na uniwersytecie Columbia w późnych latach trzydziestych dwudziestego wieku¹⁵. Rynkami finansowymi zainteresował się pracując jako pisarz dla magazynu „Fortune”. Strategią Jonesa było inwestowanie w akcje, zajmując zarówno pozycje długie (gra na wzrost ceny akcji) jak i krótkie (gra na spadek ceny akcji), dzięki czemu portfel inwestycyjny funduszu mógł przyjmować długą pozycję netto (przewaga pozycji długich w wartości portfela), krótką pozycję netto (przewaga pozycji krótkich) lub neutralną pozycję netto (równa wartość pozycji długich i krótkich)¹⁶.

Większość źródeł wskazuje Jonesa jako pioniera funduszy hedgingowych, jednak możliwe jest, że już wcześniej istniały spółki inwestycyjne wykorzystujące hedging w swoich transakcjach, które jednak nie zostały zauważone i opisane w literaturze. Wiadomo na przykład, że w roku 1926 B. Graham założył fundusz inwestycyjny, który skupiał się głównie na długoterminowym inwestowaniu w niedowartościowane akcje spółek giełdowych, jednak możliwe jest, że zawierał oprócz tego pozycje krótkie¹⁷. Podobnie mogło funkcjonować wiele innych, mniej znanych funduszy zakładanych przez ówczesnych inwestorów, którzy stosowali rozmaite metody hedgingu dla własnych potrzeb. Niektóre strategie opierały się na arbitrażu i polegały na przykład na zakupie złota w Nowym Jorku po określonej cenie i jego sprzedaży niemal w tym samym momencie w Londynie po wyższej cenie¹⁸. Z drugiej strony, rozwijały się metody bardziej spekulacyjne, które można uznać za pierwowzór tak zwanej strategii „dyskretnego handlu” (ang. *insider trading*), a które polegały na wykorzystywaniu poufnych informacji niedostępnych szerzej publiczności¹⁹.

Abstrahując od rozważań, czy A. Jones był założycielem pierwszego na świecie funduszu hedgingowego czy też nie, z pewnością jemu należy przypisać wprowadzenie dwóch bardzo ważnych zasad w funk-

pernika, Toruń 2004, s. 427.

14 S. A. McCrary, op. cit., s. 1.

15 R. A. Jaeger, *All about hedge funds. The easy way to get started*. The McGraw Hill Company, 2003, s. 27, www.thehfa.org.

16 Ibidem, s. 28.

17 Ibidem.

18 R. A. Jaeger, op. cit., s. 28.

19 Ibidem.

cjonowaniu tych funduszy. Po pierwsze, wprowadził wynagrodzenie dla zarządzających jako pewną określoną procentowo część wypracowanego przez nich zysku, po drugie – inwestując w założony przez siebie fundusz własny kapitał, zainicjował zwyczaj, że menedżerowie poszczególnych funduszy na równi ze swoimi klientami ryzykują własnymi środkami²⁰. Inwestowanie własnego kapitału menedżerów stało się cechą typową dla funduszy typu hedge – z reguły inwestycje własne stanowią około 10% kapitału spółki²¹.

Po sukcesie strategii Jonesa i jemu podobnych, wielu inwestorów zaczęło go naśladować. Szacuje się, że w roku 1970 istniało już około 150 funduszy hedgingowych, które dysponowały aktywami mniej więcej 1 miliarda dolarów. Na tym rozwijającym się rynku pojawiła się między innymi spółka Buffet Partnership, Ltd., założona w roku 1950 przez W. Buffeta, która istniała przez dziesięć lat wypracowując średnioroczny zysk na poziomie 24%, unikając jednocześnie straty w każdym roku²².

Szacuje się, że w roku 1970 istniało już około 150 funduszy hedgingowych, które dysponowały aktywami mniej więcej 1 miliarda dolarów. Ich liczba z roku na rok zwiększała się, a momentem przełomowym okazały się późne lata siedemdziesiąte i wczesne osiemdziesiąte, kiedy to prężnie zaczął rozwijać się rynek instrumentów pochodnych. Wtedy też zaczęły powstawać fundusze, które zamiast w akcje i obligacje, inwestowały w transakcje typu *futures*²³. Od tego momentu każdego roku liczba funduszy hedge zwiększała się o około 12%. Równocześnie ze wzrostem liczby funduszy, bardzo dużą dynamikę można było zauważyć w rozmiarach aktywów, znajdujących się pod ich zarządzaniem – wielkość ta rosła przeciętnie o 20%²⁴. Liczbę funduszy hedge szacuje się na około 10 000²⁵, natomiast aktywa w ich zarządzaniu na ponad bilion dolarów²⁶. Z obydwu powyższych wykresów można odczytać ciekawą zależność – mimo, że wartość aktywów pozostających w posiadaniu funduszy hedgingowych wzrosła w badanym okresie 43-krotnie, aktywa na jeden fundusz zwiększyły się zaledwie 6-krotnie.

20 B. J. Eichengreen, op. cit. 5.

21 D. Kadarauch, *Jak inwestują fundusze hedgingowe*, Parkiet, 7.12.2005.

22 R. A. Jaeger, op. cit., s. 29.

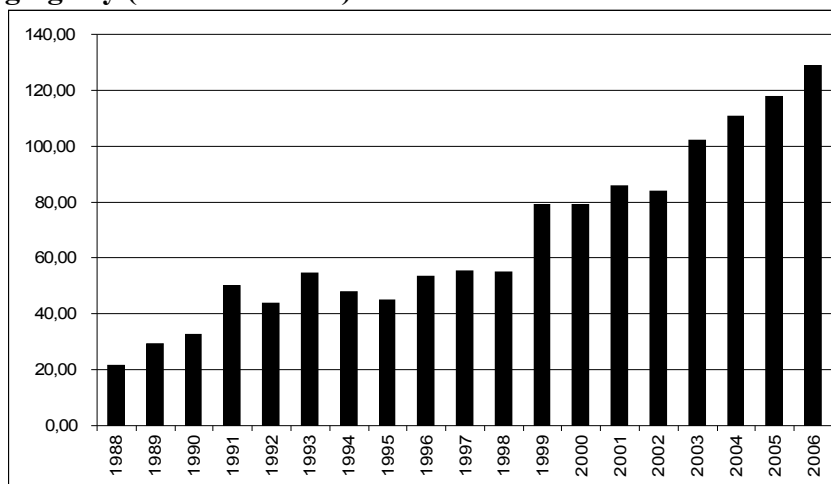
23 Ibidem, s. 30.

24 M. Banasiak, W. Gudaszewski, *Charakterystyka funduszy hedgingowych*, Rynek Terminowy, nr 1/2005, s. 35-41.

25 G. Zalewski, *Inwestycyjny Olimp*, Forbes, nr 7/2006, s. 96.

26 E. Kupiecka, *Regulować czy nie regulować*, Parkiet, 19.05.2005.

Wykres 1. Szacowana średnia wielkość aktywów na jeden fundusz hedgingowy (w mln dolarów)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Financial Advisors: Their Need for Hedge Funds Accelerates. The Solution*, The Van Companies, Van Hedge Fund Advisors, LLC, 2002-2004, http://trustsandestates.com/news/estate_financial_advisors_stop.

Widoczny na wykresie 1 stosunkowo niski wzrost średniej wartości aktywów na fundusz w latach 1988-2006 tłumaczyć można awersją zarządzających do operowania bardzo dużymi aktywami w ramach jednego funduszu. M. Girardin, doktor ekonomii Uniwersytetu w Lozannie uważa, że zarządzanie mniejszym kapitałem pozwala menedżerom na poszukiwanie najbardziej atrakcyjnych okazji inwestycyjnych na rynku²⁷.

3. Strategie inwestycyjne stosowane przez fundusze hedgingowe

Fundusze hedgingowe nie podlegając ścisłym regulacjom prawnym, stosują bardzo różnorodne techniki inwestycyjne i każdy z nich jest zarządzany w nieco inny sposób, toteż niezwykle trudno jest sklasyfikować wszystkie 10 000 spółek i stworzyć jednolity, sztywny ich podział. Niektóre fundusze mogłyby pasować do kilku czy nawet kilkunastu odrębnych kategorii, a inne nie dałyby się zaliczyć do żadnej z nich. Mimo to, zarówno zarządzający funduszami jak i teoretycy przedmiotu starają się polegać na pewnym dość elastycznym podziale całego sektora funduszy hedgingowych. Klasyfikacja taka powstała między innymi po to, aby inwestor poszukujący odpowiedniego dla siebie sposobu zainwestowania

²⁷ P. Pietkun, *Stabilne i alternatywne*, Gazeta Bankowa, 9-15.05.2005, s. 45.

kapitału, mógł dobrać określoną strategię do własnych potrzeb, biorąc pod uwagę oczekiwane przez siebie zyski oraz nastawienie do ryzyka i dopiero w ramach konkretnej strategii zdecydować się na dany fundusz. Jest to dużo prostsze i mniej ryzykowne dla pojedynczego inwestora niż porównywanie wszystkich dostępnych na rynku funduszy, ich strategii i ryzyka. Ponadto, w ramach poszczególnych strategii można mówić już o pewnych benchmarkach dotyczących zarówno ryzyka jak i oczekiwanej stopy zwrotu²⁸, dzięki czemu zarządzający poszczególnymi funduszami mają dodatkową motywację do wypracowywania jak najwyższych zysków, aby znaleźć się powyżej takiego benchmarku.

Zarówno w literaturze jak i w poszczególnych ośrodkach badawczych, zajmujących się zbieraniem danych dotyczących sektora funduszy hedgingowych, można znaleźć niezliczoną ilość różniących się między sobą klasyfikacji. Jedni podają istnienie tylko dwóch grup funduszy²⁹, kolejni wyróżniają 4-7 podstawowych kategorii³⁰, jeszcze inni wyróżniają kilkanaście odrębnych rodzajów, nie grupując ich w większe zbiory pod względem podobieństwa stosowanych strategii.³¹ Właściwym wydaje się jednak wyróżnienie kilku podstawowych grup, w ramach których można by dalej rozważać wszystkie pojedyncze strategie.

Jedną ze strategii wykorzystywanych przez fundusze hedgingowe jest tak zwana strategia *market neutral*, która polega na odseparowaniu zysków funduszu od bieżącej sytuacji na rynku³². Kolejną grupą strategii to *directional trading*, która przewiduje inwestowanie na podstawie analizy trendów rynkowych, poprzez przewidywanie zmian cen akcji, obligacji, surowców, kursów walut i stóp procentowych³³. W porównaniu z grupą *market neutral*, tego typu strategii mogą być bardziej skorelowane z rynkiem a stopy zwrotu teoretycznie podlegają większym waha-

28 S. A. McCrary, op. cit., s. 19.

29 B. J. Eichengreen, op. cit., s. 42.

30 *Financial Advisors: Their Need for Hedge Funds Accelerates. The Solution.*, The Van Companies, Van Hedge Fund Advisors, LLC, 2002-2004, http://trustsandestates.com/news/estate_financial_advisors_stop/, s. 19, M. K. Brunnermeier, S. Nagel, *Arbitrage at its Limits: Hedge Funds and the Technology Bubble*, 2002; <http://facultyresearch.london.edu/docs/hf-008.pdf>.

31 S. A. McCrary, op. cit., s. 23, R. A. Jaeger, op. cit., s. 207.

32 Miernikiem korelacji pomiędzy portfelem danego funduszu a rynkiem jest współczynnik β , określający, w jakiej relacji pozostaje stopa zwrotu danego funduszu ze wskaźnikami giełdowymi.

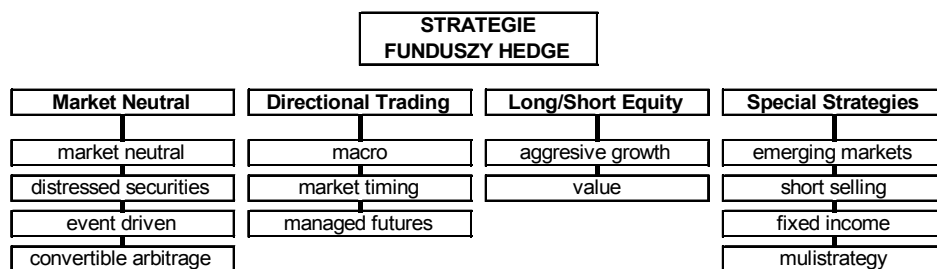
33 M. K. Brunnermeier, op. cit., s. 29.

niom, ponieważ założenie działania niezależnie od rynku jest w ich wypadku uchylone.

Inny model wykorzystywany przez fundusze hedgingowe to grupa *long/short equity*. W odróżnieniu od strategii *directional trading*, posługującej się metodami typu *top-down*, strategii *long/short equity* wykorzystują tak zwane systemy *bottom-up*. Inwestowanie z wykorzystaniem tej metody opiera się na szukaniu spółek o dużych możliwościach i prawdopodobieństwach wzrostu, a więc polega bardziej na analizie fundamentalnej niż samym obserwowaniu trendu.

Oprócz przedstawionych trzech grup strategii, którymi posługują się fundusze hedgingowe zarządzając zgromadzonym kapitałem, należałoby stworzyć czwartą kategorię – pozostałych funduszy, które ze względu na unikalność metod inwestycyjnych nie dają się sklasyfikować do żadnej z przedstawionych strategii.

Schemat 1. Podział strategii funduszy hedgingowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Financial Advisors: Their Need for Hedge Funds Accelerates. The Solution.*, The Van Companies, Van Hedge Fund Advisors, LLC, 2002-2004, http://trustsandestates.com/news/estate_financial_advisors_stop/, S. A. McCrary, *Hedge Fund Course*, John Wiley & Sons, 2005, www.thehfa.org, B. J. Eichengreen, D. Mathieson, B. Chadha, A. Jansen, L. Kodres, S. Sharma, *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, International Monetary Fund, Washington DC, May 1998 i M.K. Brunnermeier, S. Nagel, *Arbitrage at its Limits: Hedge Funds and the Technology Bubble*, 2002 oraz T. Garbaravicius, F. Derick, *Hedge funds and their implications for financial stability*, European Central Bank Occasional Papers, nr 34, www.ecb.int.

Opisując poszczególne strategie należy zwrócić uwagę na jeszcze jedną możliwość lokowania kapitału w fundusze typu hedge – inwestowanie w fundusze funduszy hedgingowych. Największą zaletą inwestowania w fundusz lokujący swoje aktywa w wiele innych funduszy hed-

gingowych, jest ograniczenie ryzyka poprzez dywersyfikację kapitału. Pojedynczy inwestor może mieć na przykład część środków ulokowanych w fundusz działający na rynkach wschodzących, część w pozycjach krótkich a część w strategii *event driven*. Dzięki temu ryzyko jego portfela jest niższe, a stopa zwrotu będzie podlegać mniejszym wahaniom niż w przypadku wyboru jednego funduszu.

5. Szanse związane z rozwojem funduszy hedgingowych w Polsce

Mimo, że w gospodarkach rozwiniętych około 10-15% portfela inwestorów jest ulokowane w fundusze działające na zasadach hedgingu³⁴, jak dotąd w Polsce inwestorzy nie mają zbyt wielu możliwości skorzystania z tego typu usług.

Nowe możliwości inwestowania pojawiły się w Polsce dopiero po wprowadzeniu ustawy o funduszach inwestycyjnych 27 maja 2004 roku, w której przyjęto podział funduszy na trzy grupy: otwarte, specjalistyczne otwarte i zamknięte³⁵. Od tamtej pory powstało wiele funduszy inwestujących w specjalne spółki, sektory czy obszary – wśród nich można wskazać na przykład DWS Top 25 Małych Spółek, który inwestuje tylko w akcje niewielkich firm, cztery fundusze, których środki zarządzający przeznaczają niemal wyłącznie na zakup nieruchomości (Arka, BPH, Skarbiec i Index Nieruchomości) czy koncentrujący się na rynkach zagranicznych Uniglobal³⁶. Oprócz tego powstaje coraz więcej produktów strukturyzowanych, opartych na kursach walut, indeksach giełdowych (np. Lokata Europrofit Banku BPH oparta na indeksie Dow Jones Eurostoxx 50) i cenach surowców, czy też bardziej wyrafinowane, jak trzyletnie obligacje Deutsche Banku, których dyskonto lokowane jest w instrumenty pochodne.

Polska jak dotychczas nie mogła poszczycić się natomiast funduszami hedgingowymi oferującymi swoje usługi na krajowym rynku. Pierwszym funduszem, który posiadał pewne cechy hedgingu, był Pioneer Arbitrażowy Fundusz Inwestycyjny Zamknięty wprowadzony przez Pioneer Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A., którego

34 A. Witkowska, *Fundusze hedgingowe alternatywą dla bessy*, Gazeta Bankowa, 12.06.2006.

35 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, DzU z dnia 28 czerwca 2004 r. nr146 poz. 154, art. 11.1.

36 *Fundusze hedge w Polsce. Inwestowanie alternatywne.*, http://www.cxo.pl/artykuly/51850_2.html.

certyfikaty można było kupić w dniach od 29 stycznia do 12 marca 2002 roku. Fundusz inwestował w kraju i za granicą, w papiery wartościowe, waluty, wierzytelności oraz transakcje terminowe i instrumenty pochodne. Cechami właściwymi funduszom hedgingowym, które posiadał FIZ Arbitrażowy Pioneer było właśnie wykorzystywanie instrumentów pochodnych, a oprócz tego stosowanie arbitrażu oraz sposób wynagradzania zarządzających. Za prowadzenie funduszu klienci płacili 3,5% aktywów rocznie oraz 25% nadwyżki zysku ponad poziom 175% początkowych aktywów³⁷.

Porównując wyniki FIZ Pioniera Arbitrażowego z zachowywaniem się indeksów giełdowych WIG i WIG 20 w tym samym okresie, okazuje się, że zysk w wysokości 17.05% przez trzy lata w obliczu wzrostu WIGu o prawie 70% nie jest niczym szczególnym i być może dlatego Pioneer Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A jak dotąd nie wprowadziło kolejnych edycji tego typu funduszy.

Poza zlikwidowanym FIZ Pioneer Arbitrażowym, na polskim rynku można wskazać trzy fundusze, które posiadają niektóre cechy funduszy hedgingowych. Jednym z nich jest Grupa Superfund, założona w roku 1995 przez C. Baha i C. Halpera, posiadająca 20 oddziałów na całym świecie, a która w Polsce jest obecna od roku 2005, kiedy to potworzeniu Superfund Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych uruchomiono Superfund Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty. SFIO Superfund inwestuje częściowo w rynek towarowy – między innymi w energię, zboża, metale i produkty rolne oraz rynek finansowy: indeksy giełdowe, waluty i obligacje.

SFIO Superfund jest „funduszem parasolowym” – jego subfundusze inwestują w luksemburskie fundusze SICAV³⁸, działające na zasadach *managed futures*, czyli inwestujących w kontrakty terminowe nie tylko na rynku finansowym, ale także towarowym³⁹. W swojej strategii wykorzystuje w pełni zautomatyzowaną analizę techniczną, która pozwala maklerom z Chicago dokonywać transakcji na wszystkich rynkach dzięki sygnałom kupna/sprzedaży wygenerowanym przez system komputerowy. Jak dotąd tylko raz – w 1996 roku –

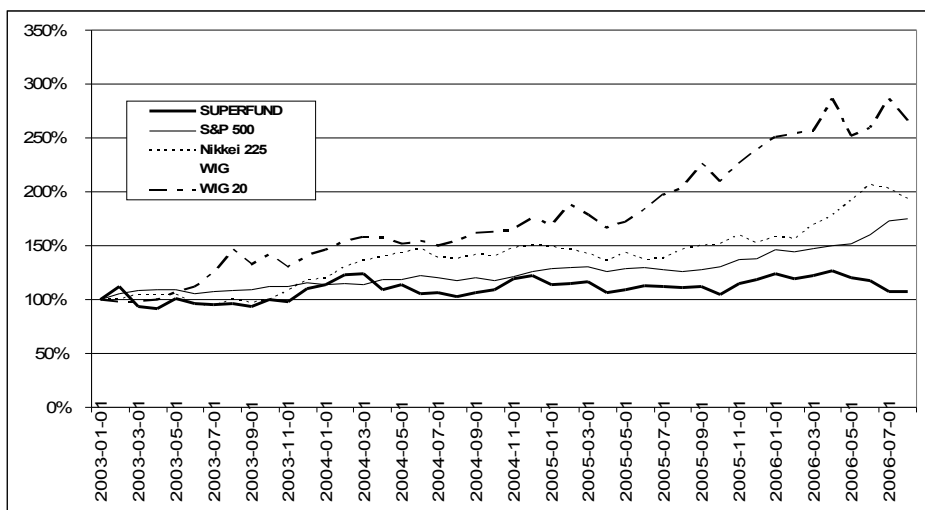
37 Nowy specjalistyczny fundusz inwestycyjny zamknięty – Pioneer Arbitrażowy, http://www.bankier.pl/wiadomosci/print.html?article_id=231905.

38 *Ryzyko pod kontrolą*, Kurier Szczeciński, maj 2006.

39 *Superfund rozpoczyna działalność w Polsce*, Rzeczpospolita, 01.12.2005.

Superfund osiągnął stratę za cały rok⁴⁰, natomiast wyniki w okresie ostatnich trzech lat przedstawia wykres 2.

Wykres 2. Superfund a polskie i zagraniczne indeksy giełdowe



Źródło: opracowanie własne na podstawie www.superfund.pl, www.money.pl, www.vanhedge.com/indices.html.

Analizując wykres 2, zauważalne jest, że w porównaniu z indeksami giełdowymi, a w szczególności warszawskim WIG i WIG-20, Superfund wypada co najmniej słabo, jednak oceniając jego wyniki na tle wyników giełd, należy pamiętać jaka jest nadrzędna cecha funduszy typu hedge, a więc wypracowywanie zysków niezależnie od koniunktury giełdowej. Warto dodać, że obecnie Superfund zarządza aktywami o wartości 1,5 mld euro⁴¹ i ma 55 000 klientów⁴².

Drugim funduszem, który nie ze względu na swoją formę, lecz na strategię, jaką wykorzystuje zarządzając aktywami swoich klientów, można zaliczyć do funduszy typu hedge, jest TFI Opera. Dotychczas Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Opera wprowadziło na rynek cztery fundusze (w tym dwa niepubliczne fundusze zamknięte), których cechą wyróżniającą jest unikalna niebenchmarkowa strategia inwestycyjna oraz adresowanie funduszy do wybranych grup inwe-

40 Pierwszy fundusz hedgingowy, Parkiet, 01.12.2005.

41 Nowy fundusz proponuje kontrakty, Forbes, styczeń 2006.

42 M. Kossowski, Zyski w trakcie bessy, Gazeta Finansowa, 30.03.2006.

storów⁴³. TFI Opera zostało założone przez doradcę inwestycyjnego z licencją nr 1 w Polsce – M. Kwiatkowskiego - i wystartowało na rynku w czerwcu 2005 roku. Już samo nazwisko prezesa, które – jak mówi R. Eggnik, członek Rady Nadzorczej Orlenu i doradca inwestycyjny z licencją nr 28 – jest już rodzajem *brandu* na polskim rynku finansowym, przyciągnęło klientów, którzy zainwestowali do tej pory w TFI Opera około 170 mln złotych⁴⁴. Podobnie jak A.W. Jones, w funduszu, którym zarządza, Kwiatkowski zainwestował oszczędności własne, a co więcej – wielu swoich znajomych⁴⁵. Trudno zatem o większą motywację do osiągania ponadprzeciętnych zysków, a to – jak mówią statystyki – Kwiatkowskiemu udaje się znakomicie.

TFI Opera ma w swojej ofercie cztery fundusze: dwa otwarte dla Fundacji Nauki Polskiej i dla organizacji samorządowych oraz dwa zamknięte dla prywatnych inwestorów. Zgodnie z ideą funduszy hedgingowych, TFI pobiera dwie opłaty:

- za zarządzanie w wysokości 1,75% rocznie,
- od zysku (*performance fee*) w wysokości 20% wypracowanego zysku.

TFI Opera to pierwszy w Polsce fundusz, którego udziałowcami są osoby fizyczne – towarzystwo nie jest więc zależne od żadnych instytucji finansowych, co pozwala zachowywać wysoką elastyczność na rynkach finansowych. W marcowym numerze *Naszego Rynku Kapitałowego*⁴⁶ podano niezwykle interesujący skład portfela funduszu z początku roku⁴⁷.

Na koniec stycznia, aktywa funduszu ulokowane były w obligacjach zagranicznych i na rynku forex (36%), akcjach firm zagranicznych (13%), surowcach i towarach giełdowych (13%), gotówce, lokatach i polskich obligacjach (6%) oraz akcjach spółek nienotowanych na giełdzie. Portfel był więc zdywersyfikowany zarówno pod względem geograficznym jak i stosowanego instrumentarium. Co cie-

43 T. Miziołek, *Niepubliczny fundusz aktywów niepublicznych*, *Nasz Rynek Kapitałowy*, marzec 2006, s. 71.

44 P. Karnaszewski, *Doradca inwestycyjny stworzył Operę*, *Forbes*, wrzesień 2005, s. 34.

45 M. Węglewski, *Poszukiwacze zysków*, *Newsweek*, 17.04.2006, s. 72.

46 *Dynamiczna Opera*, *Nasz Rynek Kapitałowy*, nr 183/2006.

47 Interesujący przede wszystkim z tego względu, że zarządzający funduszami hedgingowymi niechętnie podają do publicznej wiadomości szczegółowy skład portfela funduszu.

kawe, pozytywne wzmianki na temat funduszu znalazły się też w dzienniku Financial Times (20.02.2006).

Trzecim towarzystwem funduszy inwestycyjnych, które można zaliczyć do funduszy typu hedge jest TFI Investors, które wystartowało we wrześniu 2005. Założone zostało przez M. Wiśniewskiego, M. Słysza i J. Siatkowskiego, w radzie nadzorczej zasiadają między innymi: profesor Szkoły Głównej Handlowej M. Puławski, profesor Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu M.Łyszczak i inni – wszyscy związani od lat z rynkiem finansowym. Jak mówi prezes Wiśniewski, ponadprzeciętne zyski wypracowane przez jego TFI wynikają z unikalnej strategii przyjętej przez zarządzających, opartej w 80% na obligacjach i akcjach notowanych na giełdach, a w 20% na instrumentach pochodnych na indeksy giełdowe, papiery wartościowe, metale, energię, i waluty. Podobnie jak TFI Opera, TFI Investors oferuje swoje fundusze niewielkiej grupie inwestorów – pierwsza emisja skierowana była do niecałych stu osób wskazanych imiennie⁴⁸.

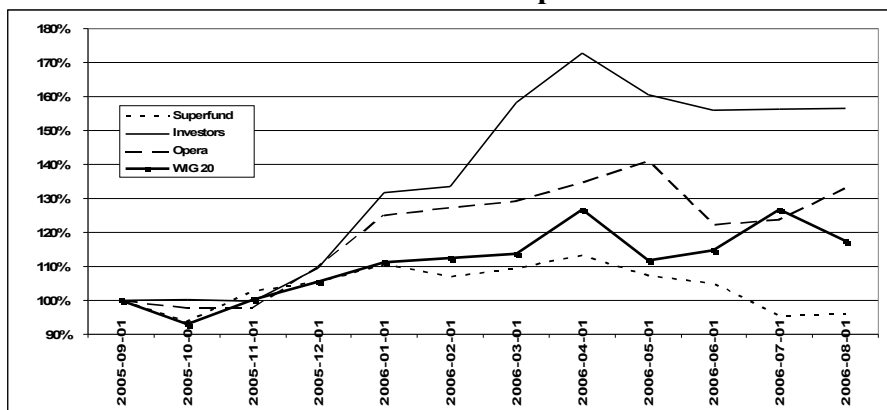
W definicjach funduszu hedgingowego zaznacza się często niestandardowe i nowatorskie ukształtowanie portfela inwestycyjnego. W przypadku funduszu FIZ Investor, odmienność przejawia się zarówno w nietypowych instrumentach wykorzystywanych w swojej strategii, jak i w geograficznym miejscu lokowania aktywów. Obok tradycyjnych inwestycji w polskie akcje i obligacje, które stanowią około 20-30% portfela, FIZ Investor wykorzystuje walory notowane za granicą, takie jak notowana w Kanadzie European Minerale, zajmująca się wydobywaniem złota, czy Equinox Minerale, wydobywająca miedź. Jak mówi prezes M. Wiśniewski, „Inwestycje w akcje kilkudziesięciu spółek wydobywczych stanowią około 30-40% aktywów funduszu. Poza tym lokujemy także w azjatyckie spółki nowych technologii”. Oprócz tego, fundusz wykorzystuje kontrakty terminowe na srebro i cynk oraz działa na rynku instrumentów pochodnych, zabezpieczając swoje zagraniczne pozycje⁴⁹.

Omawiając szanse rozwoju funduszy inwestycyjnych w Polsce, warto – mimo bardzo krótkiego „stażu” tych funduszy w naszym kraju – spojrzeć na dotychczasowe ich wyniki. Na wykresie 3 wyniki te zostały przyrównane do indeksu giełdowego WIG-20, który jest swym istym benchmarkiem, jeśli chodzi o stopy zwrotu polskich funduszy.

48 J. Mazurek, *Inwestowanie alternatywne*, Forbes, wrzesień 2006, s. 88.

49 *Fundusze hedge w Polsce. Inwestowanie alternatywne.*, http://www.cxo.pl/artykuly/51850_2.html.

Wykres 3. Wyniki funduszy stosujących strategię hedgingowe w Polsce w okresie wrzesień 2005 – sierpień 2006



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze stron internetowych: www.opera.pl, www.investors.pl, www.superfund.pl i www.money.pl.

Analizując wyniki wszystkich trzech funduszy, na pierwszy rzut oka widać, że najsłabiej w ostatnim roku radził sobie hedgingowy SFIO Superfund, który od września 2005 do sierpnia 2006 wykazał ujemną stopę zwrotu. Taki rezultat mógł być spowodowany przede wszystkim masowym wycofywaniem środków ze wszystkich funduszy w Polsce przez klientów zrażonych dość „głęboką” majową korektą na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Wtedy to fundusz musiał wypłacać klientom ich kapitał, a co za tym idzie – zamykać pozycje w niekorzystnych często dla siebie momentach, obniżając tym samym wartość jednostek uczestnictwa. Inną próbą wytłumaczenia niezbyt dobrego wyniku grupy Superfund jest spojrzenie raz jeszcze na samą definicję funduszu hedgingowego – transakcje przy użyciu instrumentów pochodnych oraz używanie dźwigni finansowej samo w sobie oznacza bardzo duże ryzyko zgromadzonych środków. Mimo, że strategię przyjmowane przez zarządzających są bardzo zaawansowane i maksymalnie ograniczają ryzyko, przy tego typu transakcjach zawsze należy mieć świadomość dużego ryzyka, a co za tym idzie – możliwości poniesienia straty. To właśnie dlatego kwotą minimalnej inwestycji w TFI Superfund jest 40 000.00 euro – ograniczenie takie zabezpiecza osoby z mniejszym kapitałem przed próbą wystawienia swoich oszczędności na zbyt duże ryzyko.

Przyglądając się wykresowi 10, warto zwrócić uwagę na krzywą obrazującą wyniki TFI Opera, która na początku istnienia funduszu moc-

no pięła się do góry, aby w obliczu majowych spadków na giełdzie drastycznie skierować się ku dołowi. Może to oznaczać tylko jedno – mimo, że zarządzający funduszem starają się wykorzystywać różne nowoczesne techniki inwestycyjne i próbują dokonywać transakcji poza rynkiem giełdowym, ograniczenia stojące przed rodzimymi funduszami inwestycyjnymi nie pozwalają na zbyt dużą swobodę. Restrykcje Komisji Papierów Wartościowych i Giełd powodują, że Kwiatkowski mimo całej swojej charyzmy i „inwestorskiego zmysłu”, nie uchronił swojego funduszu przed giełdową korektą – było to niemożliwe z uwagi na to, że spora część jego kapitału była w maju najprawdopodobniej ulokowana w polskie papiery wartościowe.

Przed spadkiem nie uciekli również menedżerowie TFI Investors, chociaż wypracowane przed majem potężne zyski zniwelowały stratę poniesioną w obliczu korekty na WGPW. Po tym jak w kwietniu wartość certyfikatu inwestycyjnego osiągnęła poziom ponad 170% jego ceny emisyjnej, majowe spadki nie wpłynęły na nią tak znacząco jak miało to miejsce w przypadku TFI Opera.

7. Zagrożenia związane z funkcjonowaniem funduszy hedgingowych na świecie i w Polsce w świetle regulacji prawnych

Fundusze hedgingowe mają bezpośredni wpływ na stabilność rynku finansowego z uwagi na rolę, jaką odgrywają w jego dywersyfikacji oraz kompletności⁵⁰. Niekontrolowane tempo wzrostu branży funduszy hedge w Stanach Zjednoczonych i na całym świecie, brak obowiązku rejestracji i ścisłej kontroli sprawiły jednak, że zaczęto żywo dyskutować nad koniecznością wprowadzenia regulacji w tym sektorze.

Mimo, że już w latach czterdziestych powstały pewne ograniczenia w funkcjonowaniu funduszy typu hedge, nie zapobiegło to ogromnemu kryzysowi jednego z nich w roku 1998. Spółka *Long Term Capital Management* utworzona w 1994 roku przez J. Meriwethera, stosowała między innymi strategię arbitrażu, wykorzystywała wysoką dźwignię finansową⁵¹ i osiągała bardzo dobre wyniki (w roku 1995 było to 42,8% netto). Po podwyższeniu dźwigni finansowej spowodowanym świetnymi wynikami, w ciągu jednego miesiąca – kwietnia 1998 roku – firma

50 B. J. Eichengreen, op. cit., s. 4.

51 Dźwignia finansowa wykorzystywana przez fundusz LTCM dochodziła do poziomu 26:1 w 1997 roku, 46:1 w 1998, i 130:1 w 1999.

LCTM osiągnęła stratę w wysokości 44%. Kolejne miesiące przynosiły następne ogromne straty, prowadząc w końcu firmę na skraj bankructwa. 24 września 1998 roku 15 potężnych instytucji finansowych zaangażowało własny kapitał w LCTM, ratując spółkę od nieuchronnego upadku. Gdyby nie to, fundusz bez wątpienia zbankrutowałby pociągając za sobą wiele innych spółek i instytucji, a nawet – jak w swoim przemówieniu określił to prezes rezerwy federalnej A. Greenspan, – „pogorszyć sytuację gospodarczą wielu krajów”.

Funkcjonujące w Polsce towarzystwa funduszy inwestycyjnych mają obowiązek uzyskania przed rozpoczęciem działalności odpowiedniego pozwolenia wydawanego przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd. Z jednej strony regulacja ta minimalizuje ryzyko inwestorów korzystających z usług polskich funduszy, z drugiej zaś, zawęża wachlarz możliwości inwestycyjnych, jakie fundusze te mogłyby stosować, dążąc do jak największych stóp zwrotu. Jako, że nie funkcjonuje w Polsce jeszcze żaden krajowy fundusz o profilu stricte hedgingowym, nie ma możliwości oceny ryzyka tego typu funduszy w naszym kraju. W najbliższych kilku latach należy jednak spodziewać się dynamicznego rozwoju tej branży w Europie, więc wysoce prawdopodobne jest, że fundusze hedge dotrą też do Polski. Wtedy, komisje nadzoru będą miały twarde orzechy do zgryzienia – czy pozwolić funduszom na aktywizację i wsparcie rozwoju rynku finansowego w Polsce, czy też obwarować ich działalność przepisami z jednej strony ograniczającymi ich swobodę, ale z drugiej – tłumiącej korzystny wpływ sektora funduszy hedge na cały rynek.

Biorąc pod uwagę wydarzenia ze Stanów Zjednoczonych z roku 1998, należy twierdzić, że regulacja na rynku funduszy hedgingowych jest niezbędna. Wszelkie ograniczenia powinny jednak funkcjonować w takim zakresie, aby maksymalnie ograniczyć niekorzystny ich wpływ na rozwój całego rynku finansowego w Polsce.

Podsumowanie

Wszystkie formy inwestycji alternatywnych są doskonałą formą dywersyfikacji portfela zarówno inwestorów prywatnych jak i instytucjonalnych. Dzięki inwestowaniu części kapitału w fundusze hedgingowe można zyskać nie tylko szansę wyższego zysku, ale także uniknięcia nadmiernych spadków podczas giełdowych korekt. Z drugiej strony, rozwój branży funduszy hedgingowych przy odpowiednim stopniu regulacji prawnych może stać się bodźcem dla wzrostu gospodarczego a także za-

pobiec zbyt dużym wahaniom rynku spowodowanym spadkami cen akcji na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

Trudno przewidywać, jak wyniki funduszy TFI Opera, TFI Inwestors i TFI Superfund będą przedstawiać się w przyszłości, natomiast pewne jest to, że funduszy tego typu przybędzie. Oprócz tych trzech towarzystw, których fundusze posiadają wiele cech funduszy hedgingowych, na polski rynek próbują wejść kolejne firmy. Jedną z nich jest spółka Hexus Capital Management S.A. z siedzibą w Genewie, koncentrująca obecnie swoje wysiłki na tworzeniu Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych. Prowadzenie działalności przez Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Hexus będzie uzależnione od uzyskania zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Polskiemu rynkowi przygląda się także brytyjska grupa Man – największa na świecie spółka publiczna zarządzająca funduszami typu hedge.

Doświadczenia innych państw pokazują, że następnym ogniwem „ewolucji” form inwestowania po tradycyjnych funduszach inwestycyjnych są fundusze hedgingowe, więc w Polsce również należałoby spodziewać się dynamicznego rozwoju tej branży w przyszłości. W obliczu niepewności i niskiej stabilności dochodów opartych na inwestowaniu tylko i wyłącznie w polskie papiery wartościowe, wydaje się, że scenariusz taki jest jak najbardziej korzystny zarówno dla inwestorów, jak i całego systemu finansowego.

Chances and threats connected with the development of hedging funds in Poland

Summary

Hedge funds are modern eclectic investment pools, organized as private partnerships and often resident offshore for tax and regulatory purposes. Their legal status place few restrictions on their portfolios and their managers are paid on a fee-performance basis.

The main problem of this article was to present characteristic of the hedge fund industry and it's possible impact on domestic financial market. In purpose of better understanding the topic, the first part of the article was dedicated to the definition and short history of hedge fund sector in the world - mainly in United States. In the third unit, large attention was paid to the different hedge fund strategies, which allows investors to gain high returns in all markets, pursue more or less riskier operations and allows diversification of their portfolios.

The level of development of the hedge fund industry varies significant between Poland and, for example, United States, so after theoretical fragment based on foreign bibliography, the article shows actual situation of hedge fund market in Poland. Further-

more, the paper presents legal structures and main regulations of hedge funds activity in United States and Poland and description of spectacular crisis of Long-Term Capital Management Fund in 1998. With that background, the author tried to answer the questions about chances and dangers connected with development of hedge fund industry in Poland.

Bibliografia

Amenc N., Martellini L., *Portfolio optimization and hedge fund style allocation decisions*, Department of Finance and Business Economics Working Paper Series, No. 02-4, March 2002, USC Marshall School of Business, http://www.marshall.usc.edu/web/FBE.cfm?doc_id=1491.

Banasiak M., Gudaszewski W., *Charakterystyka funduszy hedgingowych*, Rynek Terminowy, nr 1/2005.

Brunnermeier M. K., Nagel S., *Arbitrage at its Limits: Hedge Funds and the Technology Bubble*, 2002, <http://facultyresearch.london.edu/docs/hf-008.pdf>.

Dynamiczna Opera, Nasz Rynek Kapitałowy, nr 183/2006.

Eichengreen B. J., Mathieson D., Chadha B., Jansen A., Kodres L., Sharma S., *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, International Monetary Fund, Washington DC, May 1998.

Financial Advisors: Their Need for Hedge Funds Accelerates. The Solution., The Van Companies, Van Hedge Fund Advisors, LLC, 2002-2004, http://trustsandestates.com/news/estate_financial_advisors_stop/.

Fundusze hedgingowe: rozwój i implikacje prawne, Biuletyn Miesięczny, Europejski Bank Centralny, styczeń 2006, www.nbp.pl.

Garbaravicius T., Derick F., *Hedge funds and their implications for financial stability*, European Central Bank Occasional Papers No 34, www.ecb.int.

Hedging i nowoczesne usługi finansowe, red. M. Biegański, A. Janc, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001.

Jaeger R. A., *All about hedge funds. The easy way to get started*. The McGraw Hill Company, 2003, www.thehfa.org.

Kadarauch D., *Jak inwestują fundusze hedgingowe*, Parkiet, 7.12.2005.

Karnaszewski P., *Doradca inwestycyjny stworzył Operę*, Forbes, wrzesień 2005.

Kossowski M., *Zyski w trakcie bessy*, Gazeta Finansowa, 30.03.2006.

Kupiecka E., *Regulować czy nie regulować*, Parkiet, 19.05.2005.

Łabowski K., *Fundusze hedgingowe jako alternatywna forma inwestowania na podstawie doświadczeń z rozwiniętych rynków finansowych*, w: *Indywidualni inwestorzy na rynku finansowym*, red. Danuta Dziawgo, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń, 2004.

- Mazurek J., *Inwestowanie alternatywne*, Forbes, wrzesień 2006.
- McCrary S. A., *Hedge Fund Course*, John Wiley & Sons, 2005, www.thehfa.org.
- Meniów D., Ochędzan G., Wilimowska Z., *Instrumenty zabezpieczające w transakcjach walutowych*, Biblioteka Menedżera i Służby Pracowniczej, Bydgoszcz 2003.
- Miziołek T., *Niepubliczny fundusz aktywów niepublicznych*, Nasz Rynek Kapitałowy, marzec 2006.
- Nowy fundusz proponuje kontrakty*, Forbes, styczeń 2006.
- Pierwszy fundusz hedgingowy*, Parkiet, 01.12.2005.
- Pietkun P., *Stabilne i alternatywne*, Gazeta Bankowa, 9-15.05.2005.
- Rzyko pod kontrolą*, Kurier Szczeciński, maj 2006.
- Superfund rozpoczyna działalność w Polsce*, Rzeczpospolita, 01.12.2005.
- Szeląg T., *Hedging w teorii i praktyce. Przykład światowego rynku miedzi*, Przecinek, Wrocław 2003.
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U. z dnia 28 czerwca 2004 r. nr146 poz. 154.
- Węglewski M., *Poszukiwacze zysków*, Newsweek, 17.04.2006.
- Witkowska A., *Fundusze hedgingowe alternatywą dla bessy*, Gazeta Bankowa, 12.06.2006.
- Zalewski G., *Inwestycyjny Olimp*, Forbes, nr 7/2006.
- Zuckerman G., Johnson K., *Fundusze inwestują w gwiazdy futbolu*, Rzeczpospolita, 17.07.2006, przedruk z „The Wall Streer Journal Europe”.