

WALDEMAR ASPADAREC

Uniwersytet Szczeciński

## FUNDUSZE *HEDGE* A RYNEK TOWAROWY

### Wprowadzenie

Fundusze *hedge* operują na wielu rynkach, w tym także na rynkach surowców. Ich działalność wzbudza wiele kontrowersji. Ze względu na usługowy charakter swojej działalności, fundusze *hedge* na rynku surowcowym opierają się na takich instrumentach finansowych, jak kontrakty *futures*, opcje czy certyfikaty inwestycyjne (ETF-y). W ostatnich latach duże zmiany na wielu rynkach, wzrost oraz pęknięcie „banierek spekulacyjnych”, a także istotne zaburzenia płynności spowodowały, że wiele osób starało się znaleźć winnych wystąpienia tych sytuacji. W wypadku rynków surowcowych wydaje się to być niezwykle istotne ze względu na bezpośrednio i szybko występujące przełożenie cen surowców na życie codzienne każdego uczestnika życia gospodarczego, bez względu na lokalizację geograficzną. Praca niniejsza ma na celu przedstawienie powiązania funduszy *hedge* z rynkiem surowców oraz znalezienie odpowiedzi na – z pozoru oczywiste – pytanie o możliwość manipulacji realnym rynkiem (chodzi tu głównie o transakcje typu *spot* oraz *forward*) za pomocą spekulacji na rynku transakcji nierzeczywistych (głównie *futures*). W tekście zostaną poruszone inne zagadnienia związane z tym obszarem finansów, a mianowicie zjawisko krótkiej sprzedaży i stopień koncentracji pozycji na rynku. Zostaną również powzięte studia nad przypadkami nierównowagi rynkowej, które miały miejsce niegdyś oraz obecnie, ze szczególnym uwzględnieniem rynku srebra.

## 1. Fundusze *hedge* a *commodity pools, managed futures*

Na wstępie niezbędne jest rozróżnienie między funduszami *hedge* a *commodity pool* (dosłownie: pula surowcowa; w niniejszej pracy używa się nazwy anglojęzycznej). Każdy fundusz *hedge* stosujący kontrakty *futures* w swojej strategii musi zarejestrować się również jako *commodity pool*. W praktyce fundusz inwestujący znaczne środki w instrumenty rynku kasowego (czyli nie surowce lub kontrakty *futures*) jest uznawany za fundusz *hedge*, a nie *commodity pool*. Tak się go nazywa, jeśli praktycznie wszystkie jego środki są inwestowane w surowce, kontrakty *futures* oraz opcje opiewające na kontrakty *futures*. Fundusze *hedge* oraz *commodity pools* są podobne do siebie pod innymi względami. Podobieństwa te sprawiają, że trudno jest nakreślić wyraźną oddzielającą je linię.

*Commodity pools* są budowane z wykorzystaniem tych samych wehikułów inwestycyjnych, co fundusze *hedge*. Fundusze tworzone w Stanach Zjednoczonych przyjmują formę spółek partnerskich z ograniczoną odpowiedzialnością (*limited partnerships*) lub spółek z ograniczoną odpowiedzialnością (*limited liability corporations*). *Pools* tworzone w jurysdykcjach typu *offshore* są zakładane zazwyczaj w rajach podatkowych i przyjmują formy spółek handlowych (*corporations*). *Commodity pools* korzystają z tego samego rodzaju zwolnień od rejestracji, co fundusze *hedge*. Udziały w *commodity pools* mogą być sprzedawane osobom fizycznym o określonych dochodach, których wartość majątku spełnia wyznaczone kryteria. Te zaś są podobne do tych obowiązujących w wypadku funduszy *hedge*. Zazwyczaj *commodity pool* ogranicza wejście oraz wyjście do ściśle określonych terminów (koniec miesiąca lub kwartału). *Commodity pools* podlegają nieco łagodniejszym niż fundusze *hedge* wymogom, jeśli chodzi o zeznania podatkowe, jednak nie dopuszczają codziennego wchodzenia oraz wychodzenia z nich inwestorów (restrykcja ta ma na celu uproszczenie rachunkowości podatkowej). Niektóre *commodity pools* stosują okresy zamknięte. Rzadko jednak takie rozwiązanie ma miejsce w praktyce, gdyż aktywa utrzymywane przez *commodity pools* są zazwyczaj wysoce płynne – zarówno pod względem jakościowym (łatwość likwidacji pozycji), jak i ilościowym (wolumen transakcji). Mimo to wehikuły te stosują okresy zamknięte, o ile inwestorzy są w stanie zgodzić się na dłuższe utrzymywanie swoich inwestycji<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> S. McCrary, *Hedge fund course*, John Wiley & Sons 2005.

Klasa aktywów o nazwie *managed futures* (dosłownie: zarządzane kontrakty terminowe; w pracy będzie używana nazwa angielskojęzyczna) odnosi się do profesjonalnych zarządzających, zwanych *commodity trading advisors* (CTA – doradcy inwestycji towarowych; w tekście będzie używany skrót anglojęzyczny), inwestujących za pośrednictwem globalnych rynków *futures* oraz opcji. *Managed futures* są dostępnym obiektem inwestycji od 1948 roku – wtedy to rozpoczął działalność pierwszy publiczny fundusz *futures*. Branża nie rozwijała się jednak aż do późnych lat siedemdziesiątych XX wieku. Od tamtego czasu przeżywała dość silny rozwój, a jej wartość jest obecnie szacowana na 40, 45 miliardów dolarów aktywów w zarządzaniu. Co więcej, dane te nie obejmują miliardów dolarów w zarządzaniu dużych instytucji finansowych w ramach dodatkowych programów inwestycyjnych. W programach tych wykorzystuje się podobne strategie, jednak nie podaje się informacji o nich w tradycyjnych źródłach informacji. Wzrost popytu ze strony inwestorów na *managed futures* wskazuje, że inwestorzy doceniają potencjalne profity z tytułu *managed futures*, na przykład zmniejszone ryzyko portfela, potencjał większych zysków portfeli, zdolność do czerpania korzyści w rozmaitych środowiskach ekonomicznych oraz łatwość globalnej dywersyfikacji. Traderzy opcji oraz *futures* otrzymują inne specjalne korzyści w stosunku do tradycyjnych klas aktywów, na przykład niższe koszty transakcyjne, niższe koszty rynkowe, możliwość stosowania dźwigni finansowej oraz handlu na płynnych rynkach. Ponadto jasność reguł obowiązujących na danym rynku oraz bezpieczeństwo przeprowadzania transakcji na zorganizowanych rynkach instrumentów pochodnych dają więcej pewności, jeśli chodzi o przejrzystość transakcji oraz uwarunkowania regulacyjne<sup>2</sup>.

Istnieją trzy sposoby, za których pośrednictwem inwestorzy mogą dokonać inwestycji w *managed futures*:

1. Zakup jednostek uczestnictwa w publicznym funduszu surowców lub *futures* podobnie, jak jednostek w powierniczym funduszu akcyjnym lub obligacyjnym.
2. Prywatne powierzenie środków operatorowi *commodity pool* (*commodity pool operator* – CPO) zbierającemu środki inwestorów oraz zatrudniającemu jednego lub większą liczbę CTA do zarządzania tymi środkami.
3. Bezpośrednie powierzenie środków jednemu lub większej liczbie CTA w celu zarządzania nimi na indywidualnie ustalonych zasadach lub zatrud-

---

<sup>2</sup> *The handbook of alternative investments*, John Wiley & Sons 2002.

nienie zarządzającego zarządzającymi (*manager of managers* – MOM) w celu dokonania wyboru CTA od niego.

Minimalna wartość inwestycji wymagana przez fundusze *pools* i CTA może być bardzo zróżnicowana, przy czym w wypadku CTA inwestycje przeznaczone są jedynie dla inwestorów chcących dokonać znaczącej inwestycji. CTA naliczają zarówno opłaty za zarządzanie, jak i prowizje od wyników porównywalne z tymi stosowanymi przez fundusze *hedge* (na przykład powszechne 2% wartości aktywów tytułem zarządzania oraz 20% premii od zysków). Podobnie jak fundusze *hedge*, fundusze *managed futures* oraz *pools* pobierają opłatę dodatkową. Niegdyś CTA byli ograniczeni do handlu kontraktami *futures* na surowce (z tego zresztą wzięły się terminy *public commodity fund* – publiczny fundusz surowcowy, CTA oraz CPO).

Wraz z wprowadzeniem w latach osiemdziesiątych kontraktów terminowych na waluty, stopy procentowe, obligacje oraz indeksy rynków akcji, spektrum inwestycyjne uległo znaczącemu poszerzeniu. Współcześnie CTA handlują zarówno surowcami, jak i kontraktami *financial futures*. Wielu z nich stosuje silne techniczne i systemowe podejście do transakcji, inni wybierają bardziej fundamentalny styl. Niektórzy koncentrują się na danym rynku lub jego segmencie (na przykład surowce rolne, waluty lub metale), jednak większość dywersyfikuje swoje inwestycje na różnych rynkach.

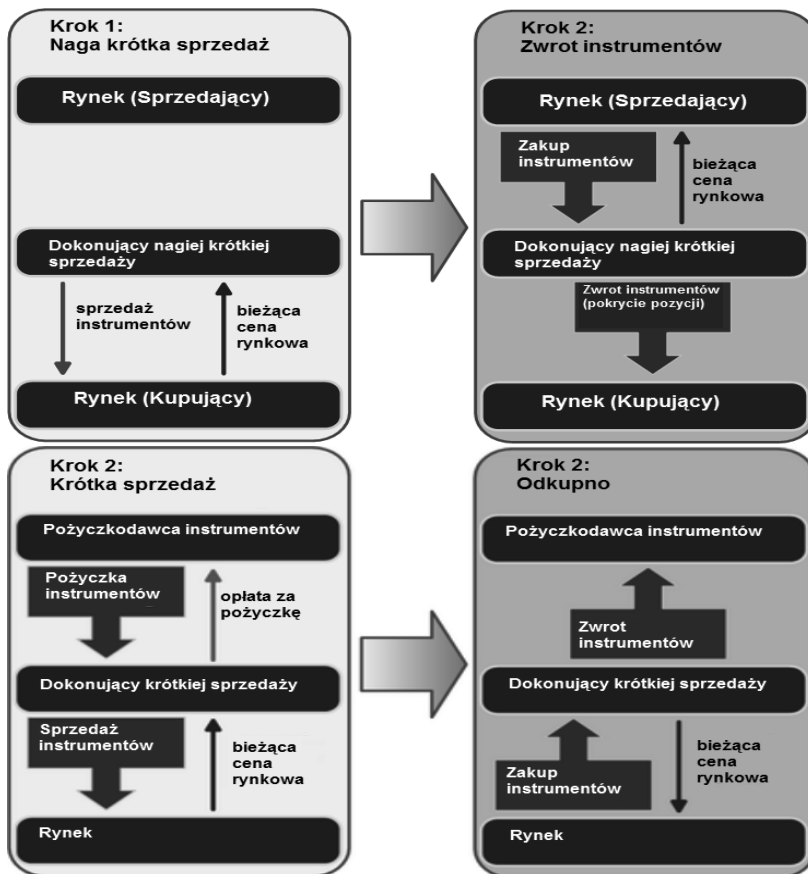
Uwzględnienie *managed futures* w portfelu inwestycyjnym może prowadzić do znacznego obniżenia ryzyka całościowego przy dość niewielkich kosztach (mierzonych oczekiwaną stopą zwrotu). Poza ich niższą stopą zwrotu, *managed futures* wydają się być bardziej efektywnym narzędziem dywersyfikacji od funduszy *hedge*. Dodanie *managed futures* do portfela akcji oraz obligacji obniży odchylenie standardowe portfela bardziej i „szybciej” niż fundusze *hedge* – ponadto uniknie się niepożądanych efektów. Można zmniejszyć ogólne odchylenie standardowe portfela jeszcze bardziej przez zestawienie w nim aktywów alternatywnych (funduszy *hedge* oraz *managed futures*) z tradycyjnymi (akcjami oraz obligacjami)<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> G.N. Gregoriou, V.N. Karavas, F.-S. Fabrice, *L'habitant*, w: F. Rouah, *Commodity trading advisors: risk, performance analysis and selection*, John Wiley & Sons 2004.

## 2. Zjawisko *short squeeze*

W celu lepszego zrozumienia studium przypadku oraz wyciągnięcia ewentualnych wniosków na przyszłość, należy opisać zjawisko zwane *short squeeze* (dosłownie: wyciskanie krótkich [pozycji z rynku]). Jest to sytuacja, w której kurs danego instrumentu finansowego gwałtownie rośnie na skutek znacznego zaburzenia równowagi między popytem (bardzo wysokim) a podażą (bardzo niską). Zjawisko to jest związane z sytuacją, w której posiadacze krótkich pozycji (grający na zniżkę) są zmuszeni do ich zamykania. Ma to miejsce, gdy cena danego



Rys. 1. Mechanizm krótkiej sprzedaży

Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.erlangerchartroom.com/squeezeplay.asp](http://www.erlangerchartroom.com/squeezeplay.asp) ([http://en.wikipedia.org/wiki/Short\\_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Short_(finance)) – tłumaczenie własne).

instrumentu osiąga poziom, w którym posiadacze pozycji krótkich są zmuszeni do ich zamykania (zazwyczaj ograniczając swoje straty; rzadszym i bardziej spekularnym zjawiskiem jest sytuacja, w której związane jest to z wyczerpaniem się depozytu zabezpieczającego). Może to być mechanizm samonapędzający się, jako że owocuje dalszą zwyżką cen. Przeciwnościem *short squeeze* jest *long squeeze* (opisany w studium przypadku braci Hunt; termin ten jest rzadko stosowany)<sup>4</sup>. Mechanizm dwóch rodzajów krótkiej sprzedaży (zwykłej oraz nagiej) przedstawiono na rysunku 1.

Najaktualniejszym i prawdopodobnie najszerzej opisanym przypadkiem *short squeeze* jest sytuacja, jaka miała miejsce 28 października roku 2008 na akcjach spółki Volkswagen AG (rzadko tak się dzieje, że akcje wysoce płynnej spółki o ogromnej kapitalizacji rosną o ponad 90% w trakcie jednego dnia). W jej wyniku kapitalizacja Volkswagena była przez pewien krótki czas wyższa niż spółki Exxon Mobile. Stało się tak na skutek próby przejęcia spółki przez koncern Porsche.



Rys. 2. Kurs akcji spółki Volkswagen AG

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://benbitrolff.blogspot.com/2008/10/volkswagen-short-squeeze-hedgies.html>; <http://ftalphaville.ft.com/blog/2009/05/12/55788/baaaaaaafin-porsche-nochmal/>.

<sup>4</sup> *What is squeeze play?*, <http://www.erlangerchartroom.com/squeezeplay.asp>.

Porsche miało około trzech czwartych opcji kupna Volkswagen. Wystawiający opcje (głównie fundusze *hedge*) dokonywali zabezpieczenia swoich pozycji (krótkich na opcjach kupna), dokonując zakupów akcji Volkswagen AG. Doprowadziło to do wymuszonej ucieczki spekulujących na zniżkę akcji spółki motoryzacyjnego przedsiębiorstwa<sup>5</sup>.

### 3. Surowce jako element portfela inwestycyjnego – studium przypadku rynku srebra

Szczególnie interesującym do obserwacji (oraz studiów nad wpływem instytucji finansowych na cenę) rynkiem surowcowym jest rynek srebra. Jest tak z kilku względów:

- Srebro można traktować zarówno jako metal szlachetny, jak i przemysłowy (jedynie około 5% wydobytego złota jest wykorzystywana do celów przemysłowych – w wypadku srebra proporcje są odwrotne)<sup>6</sup>.
- Zapasy srebra, które można opisać jako lokacyjne (monety, sztaby, biżuteria itp.) są ponad pięciokrotnie niższe niż złota (300 milionów uncji wobec 1,6 miliarda uncji)<sup>7</sup>.
- Wartość transakcji na rynku srebra jest wielokrotnie niższa od wartości transakcji na rynku złota<sup>8</sup>.
- Na rynku srebra mało aktywne są banki centralne, stąd też praktycznie nie zachodzi ryzyko istotnych interwencji.
- Rynek srebra w ciągu ostatnich 50 lat padł ofiarą znacznego ataku spekulacyjnego, co może wskazywać na jego podatność na przeprowadzanie kolejnych tego typu zabiegów.

Wspomniany w ostatnim podpunkcie atak spekulacyjny miał miejsce w 1979 roku. Nelson Bunker Hunt i Herbert Hunt, synowie teksańskiego miliardera Haroldsona Lafayettea Hunta Juniora, dokonali próby manipulacji rynku (termin ten nie jest jednoznaczny z *market cornering*, który dosłownie oznacza „zapędzenie rynku w kozi róg”). W roku 1979 cena srebra wzrosła z 6 do prawie 50

---

<sup>5</sup> <http://benbittrolff.blogspot.com/2008/10/volkswagen-short-squeeze-hedgies.html>.

<sup>6</sup> G. Grillot, *Value of silver vs. value of the dollar: what's rarer than gold?*, <http://dailyreckoning.com/value-of-silver-vs-value-of-the-dollar/>.

<sup>7</sup> *Ibidem*.

<sup>8</sup> *National Inflation Association "Meltup"*, <http://inflation.us/videos.html>.

dolarów za uncję. Szacowano, że bracia Hunt zgromadzili jedną trzecią światowej podaży kruszcu (nie licząc tej znajdującej się w posiadaniu rządów), przy czym należy pamiętać o intensywnym wykorzystaniu dźwigni finansowej i angażowaniu się braci Hunt w niefizyczne formy inwestycji w kruszec (przede wszystkim kontrakty *futures*)<sup>9</sup>. 7 stycznia 1980 roku w odpowiedzi na zaistniałą sytuację, giełda towarowa Comex wydała dyrektywę *Silver rule 7* znacznie utrudniającą wykorzystanie dźwigni finansowej przy zakupie surowców. Brak dostatecznego pokrycia finansowego zaowocował tym, że pozycje braci Hunt były w sposób nagły zamykane, co doprowadziło do paniki na rynku (kulminacją zdarzeń był tak zwany Srebrny Czwartek – 27 marca roku 1980, oraz późniejsze dni, gdy ceny spadły o 50% w trakcie czterech dni). W roku 1988 bracia Hunt zostali uznani przez sąd winnymi dokonania zмовy w celu manipulacji rynkiem srebra. Zostali zmuszeni do wypłaty odszkodowania w wysokości 134 milionów dolarów na rzecz peruwiańskiego przedsiębiorstwa mineralnego, które poniosło straty w wyniku ich działań<sup>10</sup>. Należy przeanalizować, czy analogiczne zjawisko nie ma szans zajść w odwrotnym kierunku, tym razem zagrażając spekulującym, których celem jest niższa cen srebra.

Na rysunku 3 przedstawiono kurs srebra od początku lat siedemdziesiątych XX wieku do sierpnia roku 2010. Na tej podstawie zostanie przeanalizowane, czy obecna struktura rynku może być gruntem do sytuacji, jaka zaszła na akcjach Volkswagen AG (*short squeeze* – po widocznym na początku lat osiemdziesiątych *long squeeze*).

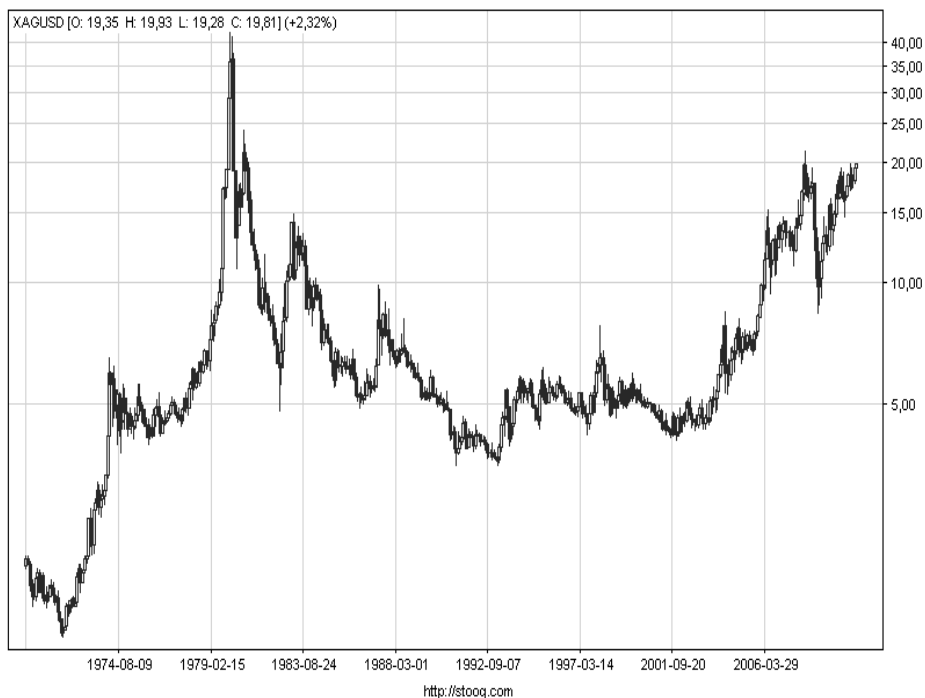
14 marca 2008 (upadek Bear Stearns) cena srebra wyniosła około 21 dolarów za uncję, była to wielkość najwyższa od wielu lat. Bear Stearns musiał liczyć się z koniecznością zamknięcia swojej krótkiej pozycji, co z łatwością mogło podnieść ceny kruszcu do 30, a nawet 40 dolarów. Zamiast tego jednak w ramach tak zwanego bailout, JP Morgan przejął całość aktywów Bear Stearns – odbyło się to pod auspicjami Banku Rezerwy Federalnej (FED). Według Gerarda Adamsa (szefa National Inflation Association) późniejszy spadek cen srebra do około 9 dolarów za uncję świadczy o manipulacji rynkiem przez JP Morgan – nowego posiadacza krótkich pozycji na srebro.

---

<sup>9</sup> *He has a passion for silver*, „Magazyn TIME” 7.04.1980, <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,921964-2,00.html>, 06.08.2009.

<sup>10</sup> *Billionaire bankrupts*, „Magazyn TIME” 3.10.1988, <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,968554,00.html>, 06.08.2009.





Rys. 3. Kurs srebra

Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.stooq.com](http://www.stooq.com).

Zgodnie z zeznaniami Billa Murphy’ego, reprezentującego Gold anti-Trust Action Committee (GATA – Komitet Działań Antytrustowych na Rynku Złota), złożonymi przed Commodity Futures Trading Commission (CFTC – Komisja [do spraw] Obrotu Surowcowymi Kontraktami Futures) 25 marca roku 2010<sup>11</sup>: „Własne raporty CFTC z listopada 2009 roku mówią, że tylko dwa banki posiadały 43% wartości komercyjnych pozycji krótkich netto na rynku złota i 68% na rynku srebra. W wypadku złota posiadały one 123 000 pozycji krótkich i 523 pozycji długich. Natomiast w wypadku srebra było to odpowiednio 41 000 i 1400 pozycji. Jak prawdopodobnym jest, że tak wielu inwestujących w tych bankach chciało grać na zniżkę?”<sup>12</sup>

<sup>11</sup> <http://www.gata.org/>.

<sup>12</sup> Gerard Adams – szef National Inflation Association. *National Inflation Association “Melt-up”...*

Wiosną 2010 roku JP Morgan miał ponad 30 tysięcy krótkich pozycji na kontraktach na srebro, opiewających na około 150 milionów uncji kruszcu. Jest to największa skupiona krótka pozycja w historii wszystkich surowców. Pozycja ta stanowi ponad 30% wolumenu wszystkich otwartych pozycji na giełdzie towarowej COMEX. Analogicznych pozycji ma siedem innych banków – 35 tysięcy. Oznacza to, że łącznie krótkie pozycje banków na giełdzie COMEX opiewają na 325 milionów uncji srebra wobec rocznej światowej produkcji na poziomie 40 milionów uncji oraz bieżących zapasów na poziomie miliarda uncji (siedem lat temu zapasy te wynosiły 10 miliardów uncji). Taki układ rynku może doprowadzić do najsilniejszego zjawiska *short squeeze* w historii rynków surowców oraz – przy żądaniu przez klientów wydania srebra w postaci fizycznej zamiast rozliczeń finansowych – będzie to oznaczało niewypłacalność (*default*) giełdy COMEX. Według opinii Gerarda Adamsa, JP Morgan prowadzi tak zwaną nagą krótką sprzedaż srebra; *vulgo*: sprzedaje swoim klientom nieistniejące srebro.

Inną poszlaką świadczącą o silnej nierównowadze na rynku metali szlachetnych może być przegrany w 2007 roku przez bank Morgan Stanley proces sądowy wytoczony przez klientów odprowadzających opłaty za przechowywanie nieistniejących kruszców. Pod koniec zimy i wiosną 2010 roku około 18,5 miliona uncji srebra zostało wycofanych z rynku przez umorzenie certyfikatów na ten kruszec (*exchange traded funds* – ETFs). Zbiegło się to w czasie z 20-procentowym wzrostem cen metalu oraz wpływaniem kruszcu do magazynów rynku COMEX, co może oznaczać, iż dealerzy desperacko walczą o każdą uncję tego kruszcu, aby móc go dostarczyć klientom.

## Podsumowanie

Przytoczone studium przypadku rynku srebra wskazuje, że zagadnienie towarów jako inwestycji musi być studiowane w kontekście istniejących oraz potencjalnych manipulacji na rynku. Bogactwo współczesnego świata finansów (jego instytucji, rozwiązań, przedmiotów inwestycji i tak dalej) skłania do wniosku, że w wypadku każdego z surowców standaryzowanych oraz stanowiących potencjalny przedmiot inwestycji należy dokonać osobnego szerokiego studium. Powinno ono dotyczyć nie tylko przeszłości (ze szczególnym zwróceniem uwagi na „sprężynę” – mechanizmy przyczynowo-skutkowe), ale i terażniejszej sytuacji na danym rynku (wskazania jego słabych stron czyniących go podatnym na dzia-

łania w złej wierze), a także przyszłości (prognozy działania oraz analizy zasadności działania danych rynków lub niektórych ich mechanizmów).

### Literatura

McCrary S., *Hedge fund course*, John Wiley & Sons 2005.

Gregoriou G.N., Karavas V.N., F.-S. Fabrice, *L'habitant*, w: F. Rouah, *Commodity trading advisors: risk, performance analysis and selection*, John Wiley & Sons 2004.

Grillot G., *Value of silver vs. value of the dollar: what's rarer than gold?*, <http://dailyreckoning.com/value-of-silver-vs-value-of-the-dollar/>.

## HEDGE FUNDS AND COMMODITY MARKET

### Summary

Hedge funds operations awake a huge amount of controversy. These funds trade on many markets – including the commodity markets. Due to industry characteristics, hedge funds trading in commodities trade in financial instruments such as financial futures contracts, options or ETFs. High volatility, booms and busts and major liquidity problems at many markets triggered a witch hunt. When it comes to commodity markets it is especially important due to facts that commodity prices affect everyone's life quickly and directly no matter where one lives. The following paper depicts some intersections of hedge funds with commodity markets and tries to answer a question which may appear to be easy to answer: can real (underlying) market (mainly spot and forwards transactions) be manipulated with speculation at derivatives market (mainly futures contracts). By this study some other interesting financial topics will be mentioned as well. Cases of historical and present market imbalances will be depicted too.

*Translated by Waldemar Aspadarec*

**Słowa kluczowe:** fundusze *hedge*, surowce

**Keywords:** hedge funds, commodity market