

Andrzej Dąbkowski  
Akademia Finansów i Biznesu Vistula – Warszawa

## NOWE ŹRÓDŁA KAPITAŁU DLA MSP – FUNDUSZE MEZZANINE I FUNDUSZE HEDGINGOWE

### Streszczenie

Publikacja poświęcona jest prezentacji dwóch ważnych instrumentów inżynierii finansowej, które jako interesujące narzędzia hybrydowe mogą zainteresować Czytelników. Fundusze mezzanine posiadają wyraźnie zalety w porównaniu np. z kredytem bankowym i mogą stanowić znakomite uzupełnienie kapitału własnego i kredytu bankowego. Fundusze te mogą być użyteczne dla samorządów terytorialnych i MSP, zwłaszcza w sytuacji, w której struktury te będą zabiegać o fundusze Unii Europejskiej, mimo braku zdolności kredytowej i wymaganych przez banki zabezpieczeń na aktywach przedsiębiorstwa i samorządu. W sytuacji kryzysu oraz braku kapitału własnego na tzw. udział własny, fundusze mezzanine są znakomitym rozwiązaniem, choć rzeczywiście mało znanym. Kapitał mezzanine jest hybrydową formą finansowania, która łączy cechy kapitału własnego i obcego. Jest to więc forma długotrwałej pożyczki, która w przeciwieństwie do kredytu bankowego jest spłacana jednorazowo w całości po spłacie kredytu terminu kredytowania. W praktyce dawca kapitału w okresie spłacania kredytu inwestycyjnego otrzymuje jedynie odsetki. Za nieco inne źródło kapitału uznaje się fundusze hedgingowe, które należy rozumieć jako instytucje zbiorowego inwestowania. Uznaje się je jednak głównie za wyrafinowane wehikuly finansowe, stosujące nowoczesne strategie inwestycyjne. W praktyce fundusze hedgingowe stosowane są przez przedsiębiorstwa w fazie rozwoju, dotyczyć jednak mogą osób fizycznych, które pragną pomnożyć swoje kapitały za pomocą zarządzających funduszem hedgingowym. Cechą funduszy hedgingowych jest możliwość osiągania zysków bez względu na bieżącą koniunkturę na rynkach finansowych, a także aktualną sytuację gospodarczą. W rzeczywistości fundusze te, dzięki swojej strategii inwestycyjnej, przeprowadzają transakcje arbitrażowe gwarantujące zysk bez ryzyka lub z niewielkim ryzykiem, który wynika z różnicy cen danego instrumentu finansowego na różnych rynkach. Oczywiście w publikacji zaprezentowano podstawy korzystania z różnych i wyszukanych instrumentów pochodnych, gry na rynku kontraktów terminowych, sprzedaży i kupna surowców i towarów, ekspansji na globalnym rynku (w tym także na rynkach wschodzących), uczestniczenie w fuzjach i przejęciach, stosowanie krótkiej sprzedaży itd. Zaprezentowano Czytelnikom również krótką historię zastosowań funduszy mezzanine i funduszy hedgingowych, bowiem instrumenty te liczą sobie niewiele ponad 45 lat, w tym w Polsce około 35 lat.

**Słowa kluczowe:** fundusze mezzanine, fundusze hedgingowe, instrumenty pochodne.

**Kody JEL:** F3

## Wstęp

Jedną z form pomocy przedsiębiorstwom w zwiększaniu posiadanych środków finansowych i pozyskiwaniu dodatkowego kapitału, zarówno dla płynności finansowej, jak i podejmowania inwestycji rozwojowych są fundusze mezzanine oraz fundusze hedgingowe. Pierwszy rodzaj funduszy jest formą alternatywną dla kredytów i pożyczek wymagających odpowiedniego zabezpieczenia. Natomiast fundusze hedgingowe rozumieć należy jako fundusze bardzo agresywnych strategii, które wykorzystują dość skomplikowane instrumenty finansowe, takie jak kontrakty terminowe, kontrakty *forward* i opcje oraz warranty. Ich głównym walorem jest możliwość osiągnięcia zysków bez względu na bieżącą koniunkturę na rynkach finansowych i w gospodarce. Fundusze te są w stanie zarabiać zarówno na wzroście, jak i spadku, np. wartości indeksów, towarów czy walut. Innymi słowy, fundusze mezzanine są konstrukcją zorientowaną na uzupełnianie potrzebnego kapitału w przypadku realizacji przez MSP inwestycji, natomiast fundusze hedgingowe pozwalają niejako w sposób ciągły, acz wyważony, realizować strategie wzrostowe na bazie różnych instrumentów finansowych. Jak z tego wynika, bazą strategii inwestycyjnych funduszy hedgingowych są transakcje arbitrażowe.

## Fundusze mezzanine

W Polsce fundusze mezzanine pojawiły się dość późno i działają podobnie jak fundusze *venture capital* i sekurytyzacja. Wprawdzie te źródła kapitału określane są jako fundusze wysokiego ryzyka, jednak są one znakomitym uzupełnieniem rynkowego systemu finansowego, a ich funkcjonowanie opiera się na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych. Fundusze mezzanine są funduszami zamkniętymi, oferującymi finansowanie pomostowe. Jest to mianowicie fundusz pomiędzy kredytem udzielanym przez bank a środkami finansowania wnoszonym przez inwestorów kapitałowych. Wyobraźmy sobie sytuację, w której czterech bogatych w doświadczenia, ale nie w środki finansowe kardiologów chce zbudować klinikę kardiologiczną. Koszt jej budowy wynosi 35 mln euro. Bank zastanawiający się nad udzieleniem im kredytu inwestycyjnego informuje przyszłych interesantów, że mogą otrzymać kredyty w wysokości 80% tej kwoty. Skąd zatem inwestorzy mają uzyskać 20% tej sumy – a jest to przecież co najmniej 7 mln euro nie licząc wydatków na

przygotowanie inwestycji, działkę, biznesplan, projekt inwestycyjny itd. I tu właśnie pojawia się fundusz mezzanine. Jest to rozwiązanie korzystne, ponieważ nie wymaga regularnej spłaty kapitału, a jedynie odsetek (wprawdzie są one wyższe). Spłata kapitału pojawia się znacznie później. Interesujące jest, skąd wzięło się określenie „mezzanine”. Otóż według słownika *Oxford Dictionary of Business*, słowo to oznacza „półpiętro – miejsce połączenia dwu kondygnacji” i pochodzi z języka włoskiego. W tym sensie fundusz mezzanine można traktować jako pomost, instrument hybrydowy, który ma formę pośrednią między kapitałem własnym i kapitałem obcym, co pozwala na dokapitalizowanie. W praktyce instrumenty hybrydowe tego typu to papiery wartościowe, które łączą cechy kapitału własnego oraz długu. Najogólniej rzecz ujmując, do głównych barier wykorzystania tego typu funduszy należą: bardzo słaba wiedza o nich wśród właścicieli przedsiębiorstw i nieufność w przyjmowaniu kapitału zależnego od kapitału własnego, co z kolei utrudnia w miarę szybki rozwój firmy. Podejmując próbę sformułowania głównych zalet funduszy mezzanine na pierwszym miejscu wymienić należy fakt, że konieczność spłaty kapitału ma miejsce na końcu umowy, co niewątpliwie pomaga zachować płynność finansową, zwłaszcza w okresie realizowania inwestycji. Drugą zaletą jest niewątpliwie elastyczność spłaty i kształtowanie warunków finansowania – zwykle dostosowywane do potrzeb finansowania i strategii rozwoju oraz możliwości. Trzecim walorem są niższe koszty przedsiębiorstwa, w porównaniu z publiczną emisją akcji lub pozyskaniem kapitału od funduszy *private equity*. Ponadto, co warto podkreślić, właściciele mają pełną kontrolę nad działaniami firmy. Czwartym walorem jest możliwość finansowania, mimo że firma nie spełnia warunków banku. Wreszcie za walor piąty uznaje się fakt, że to fundusz mezzanine szczegółowo ocenia biznesplan bądź/i taką ocenę zleca, i uzyskuje niejako przy okazji identyfikację zagrożeń i ryzyka.

Korzyścią trudniej definiowalną jest fakt, iż fundusze mezzanine w przypadku zawirowań rynkowych mogą zalecać dokonanie niezbędnej restrukturyzacji firmy, reorganizacji, bądź wręcz reengineeringu w celu uzyskania szansy na realny rozwój. Innym walorem jest włączenie się tego typu funduszu w proces wykupu menadżerskiego. W takim przypadku menadżerowie mogą wykupić udziały w firmie od właścicieli wykorzystując do tego celu fundusz mezzanine. Kolejnym walorem jest możliwość poprawy kondycji finansowej firmy w sytuacji, w której planuje ona wejście na giełdę. Innymi słowy, fundusz tego typu pokryje koszty pokrycia związane dopuszczeniem spółki do obrotu giełdowego poprzez finansowanie pomostowe.

W tym kontekście fundusz mezzanine należy rozumieć jako długoterminowy kredyt, który zawierać będzie dodatkowe instrumenty charakterystyczne dla rynku kapitałowego. Zwiększa to stopę zwrotu z inwestycji. W tym kontekście staje się długiem podporządkowanym. Innymi słowy, jest to produkt do zapełnienia braków, po wykorzystaniu innych źródeł finansowania, dostępnych na rynku.

Biorąc pod uwagę strukturę inwestycji i warunki „łaty kredytu” inwestycyjnego, fundusz mezzanine zabezpieczony jest w drugiej kolejności, po zabezpieczeniu wiarytelności banku. W praktyce zakłada się, że długość inwestycji nie przekracza 6-10 lat, choć zdarza się, że kredytowanie przekracza 12 lat, ale takie kredyty są już znacznie mniej wiarygodne dla banków. Innym ważnym elementem funduszu mezzanine jest fakt, że otrzymuje on warranty, co powoduje, że może nabywać udziały przedsiębiorstwa. Fundusz taki staje się mniejszościowym akcjonariuszem. Można zaryzykować twierdzenie, że fundusze mezzanine decydują o korelacji przepływów pieniężnych firmy z dokapitalizowaniem spółki.

Istotnym elementem negocjacji właścicieli przedsiębiorstwa z funduszem mezzanine jest proces ustalenia poziomu oraz warunków finansowania, kreślenie jego struktury oraz kosztów. W praktyce występuje kilka etapów negocjacyjnych, w tym oczywiście opracowanie stosownej dokumentacji. W pierwszej kolejności konieczne jest opracowanie koncepcji i dokumentacji, w tym całościowej koncepcji rozwoju przedsiębiorstwa, Konieczne jest także opracowanie listy zabezpieczeń oraz dokumentów informacyjnych. Ponieważ dokumentację tę przesyła się do wielu potencjalnych inwestorów, konieczne jest podpisanie stosownego *Non Disclosure Agreement* (NDA). Po otrzymaniu odpowiedniej liczby odpowiedzi opracowywana jest krótka lista potencjalnych inwestorów. Po tym etapie dokonuje się operacji pod nazwą *due diligence*, a po niej, na podstawie informacji zwrotnej od potencjalnych inwestorów, dokonuje się ich wyboru po przeprowadzeniu procesu negocjacji. Po tym etapie następuje proces finalizacji transakcji i podpisanie umowy inwestycyjnej.

Podjmując próbę choćby syntetycznej prezentacji instrumentów mezzanine stwierdzić należy, że rozumieć je można jako pożyczkę z prawem udziału w kapitale – w tym typie finansowania spółka ponosi koszt finansowania w postaci odsetek. Pozostałe koszty ponoszą właściciele, ale w sytuacji, w której planowane przedsięwzięcie inwestycyjne kończy się sukcesem. Jak wiadomo, finansujący mezzanine ma bowiem prawo nabycia określonej liczby akcji/udziałów po ustalonej wcześniej cenie i w ustalonym czasie. Prawo to ma charakter warrantu. Oznacza to w praktyce nabycie niewielkiej liczby akcji/udziałów. Jest oczywiste, że wielkość tę ustala się znacznie wcześniej. W przypadku połączenia obligacji z warrantem, spółka ponosi koszt finansowania w formie kuponu odsetkowego; pozostałe koszty ponoszą właściciele – podobnie jak w przypadku pożyczki z prawem udziału w kapitale w postaci warrantu. W dalszej kolejności występują obligacje zamienne. W takim wypadku spółka-emitent obligacji ponosi koszty kuponu odsetkowego, a finansujący mezzanine nabywa prawo do zamiany wyemitowanych przez p[rzez spółkę obligacji na jej udziały/akcje. Oczywiście w takim przypadku zasady wymiany zostają ustalone wcześniej. Występują również obligacje wymienne – jest to instrument podobny do obligacji zamiennych, ale zamiana obligacji na akcje lub udziały następuje na rzecz innego podmiotu prawa niż emitent. Wreszcie można w tym miejscu

wymienić obligacje zero-kuponowe/dyskontowe (*zero-coupon bonds*). W takim przypadku emitent spłaca całą kwotę zadłużenia wraz z odsetkami jednorazowo, w momencie, w którym obligacja staje się wymagalna. W praktyce obligacje tego typu obejmowane są poniżej nominału, a spłacane po nominalnie. Kolejnym rodzajem są obligacje typu PIK – *pay-in-kind securities* – obligacje uprzywilejowane, od których odsetki lub/i dywidendy są wypłacane bezgotówkowo w postaci nowych papierów wartościowych. Oczywiście o formach wypłaty decyduje emitent. Ta forma obejmuje jednak zazwyczaj tylko początkowe okresy spłaty zobowiązań. Listę obligacji zamykają obligacje typu *increasing rate bonds* oraz *extendible bonds*. Obligacje *increasing rate bonds* – jak z nazwy wynika – są obligacjami o rosnącym kuponie. W rzeczywistości emitent określa wartość kuponu tylko w pierwszym okresie oraz zasady jego wzrostu w kolejnych okresach. W przypadku *extendible bonds* proces sprowadza się do wydłużenia terminu wykupu. W takim przypadku emitent zawiera umowę, w której występuje klauzula zezwalająca na przedłużenie terminu wykupu o określony przedział czasu. Zwykle to jest okres 1 roku lub większej liczby lat. W umowie data ta jest zawarta i nie można jej przekraczać.

Należy w tym miejscu zwrócić uwagę na dwa dodatkowe warunki. O fundusze mezzanine mogą zabiegać przedsiębiorstwa, które mają wyraźne perspektywy rozwojowe i zdecydowaną wolę realizowania inwestycji rozwojowych. Przedsiębiorstwa takie winny też budzić ufność do przyjmowania kapitału zależnego od kapitału własnego, i to w sytuacji, w której, jak zauważono wyżej, przedsiębiorstwo ma szansę na szybki rozwój. Jednak zalety funduszy mezzanine są zdecydowanie bardziej zachęcające – na co wskazano już na wstępie niniejszej publikacji.

Zasadne wydaje się podkreślenie faktu, iż fundusze mezzanine mają też inne, ważne zastosowania. Zaliczyć do nich należy dofinansowanie spółek pragnących przejąć konkurencję na zasadach wykupów menadżerskich. A do tego celu potrzebne są zazwyczaj znaczące kwoty. Innym przykładem są tu potrzeby kapitałowe wynikające z braku kapitału pomostowego lub/i kapitału wynikającego z programów reengineeringu lub restrukturyzacji. Praktycznie we wszystkich procedurach MBI można praktycznie skorzystać z funduszy mezzanine, a także z modnych ostatnio spółek pracowniczych typu EBO lub MEBO. Fundusze mezzanine pomocne są też w sytuacjach, w których przedsiębiorstwo ma ambicje wejścia na giełdę. Mogą one nie tylko pokryć koszty związane z dopuszczeniem spółki do obrotu giełdowego, ale również pomóc w podwyższeniu struktury własnego kapitału. Za istotny szczegół wykorzystania funduszy mezzanine uznaje się fakt, iż fundusz ten księgowany jest jako dług, mimo że daje to prawo pożyczkobiorcy (obligatoriuszowi) do struktury własnościowej (do akcji/udziałów). W pasywach mezzanine pojawia się jako pożyczka podporządkowana z warrantem zakupu udziałów – obligacje zamienne na akcje. Banki z kolei traktują mezzanine jako kapitały własne kredytobiorcy.

Z historycznego punktu widzenia fundusze mezzanine powstały w USA i są produktem inżynierii finansowej stosunkowo młodym. Pierwsze ich zastosowania miały miejsce w latach 70. XX wieku. W Europie fundusze te pojawiły się w latach 80. XX wieku i już na początku szacowano je na kilkaset milionów euro. W Polsce pojawiły się w 2002 roku. Podejmując próbę scharakteryzowania historii wprowadzania na rynek w Polsce, należy przypomnieć, że pierwszą firmą, która zastosowała ten rodzaj funduszy na rynku nieruchomości była firma Gryfin Advisors. W Polsce zastosowania dotyczą głównie restrukturyzacji struktury kapitałowej, wspomagania dynamicznego rozwoju firm oraz wykupów lewarowanych i menadżerskich. Znaczące zastosowanie odnotować należy w odniesieniu do spółki LUX MED. Kolejne zastosowanie dotyczyło przejścia spółki Call Center Poland SA przez notowaną na warszawskiej giełdzie Spółkę Internet Group SA. Wartość tej transakcji wyniosła 90 mln złotych, z czego obligacje mezzanine z warrantem objęte przez BRE Bank SA stanowiły 40 mln złotych. Inne interesujące przykłady to przejęcie spółki ABC Data Sp. z o.o. oraz ACTEBIS s.r.o. przez spółkę z portfela funduszu private equity MCI Management SA (wartość finansowania mezzanine dostarczonego w formie objęcia przez BRE Bank SA stanowiły obligacje z warrantem o wartości 76 mln złotych). Następnym przykładem jest finansowanie rozwoju spółki MARVIPOL SA, która jako znacząca firma deweloperska otrzymała w ramach transakcji z funduszem mezzanine kwotę 30 mln złotych. W tym przypadku BRE Bank zamienił obligacje na wartość transakcji finansowanej spółki. Znany przykładem wykorzystania funduszy mezzanine była spółka Solaris BUS Coach produkująca szeroką gamę autobusów miejskich, międzynarodowych, turystycznych, specjalnych i trolejbusów. W 2003 roku spółka potrzebowała kapitału na dalsze inwestycje rozwojowe. W tym okresie Kredyt Bank miał wewnętrzne problemy, przeto Solaris rozpoczął poszukiwania kapitału. Do wykupu było 28 545 udziałów. Na część zakupów na poziomie operacyjnym zdecydował się Bank BPH. Jednak potrzebny był kredyt pomostowy w wysokości 82,32% udziałów. W 2005 roku w finansowanie mezzanine na rzecz firmy Solaris wszedł inwestor – *private equity* Accesion Mazzanine Capital AMC. Fundusz udzielił spółce podporządkowanej pożyczki z warrantem. W wyniku tej transakcji właściciel spółki Solaris wraz ze spółką cypryjską Openaco uzyskał pełną kontrolę nad spółką poprzez wykup od Kredyt Banku udziałów za kwotę 13 mln euro (54,2 mln złotych). Już w marcu 2006 roku Solaris spłacił pożyczkę po 11 miesiącach od momentu zamknięcia transakcji (oprocentowanie 11,5% rocznie). Fundusz skorzystał z prawa warranta i został mniejszościowym akcjonariuszem w spółce Solaris delegując swojego przedstawiciela do Rady Nadzorczej. Wycofanie udziałów w przedsiębiorstwie zaplanowano na koniec 2014 roku. Obecnie produkcja firmy Solaris zamyka się w przedziale 700-800 autobusów rocznie. Autobusy tej marki są używane w transporcie miejskim w Berlinie, wielu polskich miastach oraz państwach Europy Środkowej i Wschodniej. Należy także podkreślić, że fundusze mezzanine charakteryzują

się w Europie niezwykle wysoką dynamiką wzrostu – dzieje się tak począwszy od 2000 roku i trwa do chwili obecnej. Szczególną rolę odegrał wspomniany fundusz Accession Mezzanine Capital, który zainwestował znaczne środki na Węgrzech, na Słowacji i w Polsce, a jego spółką-matką była firma Mezzanine Management z Europy Zachodniej i USA (jej kapitał przekracza 1 miliard dolarów). Wprawdzie w Polsce fundusze mezzanine związane były w początkowym okresie głównie z rynkiem nieruchomości, to w chwili obecnej obejmują wiele różnych branż i ich beneficjentami są tysiące klientów. Jednak do głównych zaliczają się deweloperzy, a wśród nich za fundusz wprowadzający uznaje się Gryfin Advisors. Reasumując, należy wyraźnie podkreślić, że fundusze mezzanine są szczególnie przydatne podmiotom zamierzającym wprowadzić akcje do obrotu giełdowego, i to szczególnie w sytuacji, w której podmioty te przed zaoferowaniem akcji na rynku publicznym przeprowadziły inwestycje, a te w konsekwencji zwiększyły wartość spółki – procedura ta nosi nazwę IPO. Jednak w takiej sytuacji fundusz mezzanine eliminuje ryzyko wynikające z faktu, że pierwsze notowania na giełdzie debiutanta są poniżej oczekiwań. Innymi słowy, poza wymienionymi wyżej walorami wykorzystania funduszy mezzanine są one szczególnie przydatne tam, gdzie brak kapitału utrudnia bądź wręcz uniemożliwia przedsiębiorstwu właściwy rozwój.

## Fundusze hedgingowe

Inne nieco cele stawiają sobie fundusze hedgingowe. Można je najprościej rozumieć jako instytucje zbiorowego inwestowania i są najczęściej przedstawiane jako wyrefinowane wehikuły finansowe, stosujące wiele nowoczesnych strategii inwestycyjnych. Zazwyczaj dotyczą one przedsiębiorstw w określonej fazie wzrostu i to wtedy, kiedy ich stan finansowy jest stabilny, mogą dokonać dalszego rozwoju. Cechą funduszy hedgingowych jest możliwość osiągania zysków bez względu na bieżącą koniunkturę na rynkach finansowych oraz w gospodarce. Fundusze te bowiem, dzięki strategii inwestycyjnej, przeprowadzają transakcje arbitrażowe (gwarantujące zysk bez ryzyka lub przy bardzo niskim jego poziomie), korzystają z wyszukanych instrumentów pochodnych, grają na rynku kontraktów terminowych, kupna i sprzedaży surowców i towarów, są ekspansywne na globalnym rynku (w tym także na rynkach wschodzących), uczestniczą w fuzjach i przejęciach, stosują krótką sprzedaż – oto główne narzędzia i walory funduszy hedgingowych. Innymi słowy, fundusze hedgingowe szukają zazwyczaj swojej szansy wszędzie tam, gdzie pojawia się okazja do uzyskania wysokich stóp wzrostu. Podkreślić należy, że fundusze hedgingowe nie są nadmiernie prawnie uregulowane, co pozwala, że zarządzający nimi eksperci nie czują się nadmiernie skrupowani w stosowaniu różnorodnych technik inwestycyjnych. To zaś z kolei pozwala na uzyskiwanie wysokich stóp zwrotu niezależnych od warunków rynkowych. W praktyce fundusze hedgingowe

stosują dynamiczne i niekonwencjonalne strategie inwestycyjne, oparte między innymi na zautomatyzowanych systemach inwestycyjnych. Są one zazwyczaj odmienne od rozwiązań pod hasłem „kup i trzymaj”. Zarządzający funduszami hedgingowymi – legitymujący się dużym doświadczeniem i wiedzą – starają się dostosowywać do aktualnych trendów rynkowych i wykorzystywać krótkookresowe zmiany cen. Oznacza to, że w przypadku tych funduszy nie występuje pojęcie portfela wzorcowego. W praktyce tego typu funduszy jest on stale zmieniany tak, aby maksymalizować zysk. Właściwie od momentu powstania pierwszego na świecie funduszu hedgingowego w 1949 roku aż do chwili obecnej fundusze te przyczyniły się znacząco do rozwoju rynków finansowych, przez które rozumieć należy sektor inwestycji alternatywnych. W tym kontekście ewoluowały też fundusze hedgingowe. Na początku fundusze rozumiano jako zastosowanie odpowiedniej strategii krótkiej sprzedaży z dźwignią finansową, która skutecznie zabezpieczała portfel inwestycji przed niekorzystnymi fluktuacjami rynku. Teraz jednak fundusze hedgingowe nie zawsze kojarzy się z bezpiecznymi inwestycjami.

Jednym z pierwszych naukowców definiujących pojęcie funduszy hedgingowych był Robert A. Jeager stwierdzając, że fundusze te to specyficzny rodzaj funduszy inwestycyjnych, który rozumieć należy jako aktywnie zarządzane fundusze inwestycyjne. Dziś także twierdzi się, że większość podmiotów funduszy hedgingowych istnieje w Europie i zarządzana jest z Londynu. Podmioty zwiększają płynność rynku, ponieważ przyczyniają się do wkładania kapitałów w ryzykowny i zmienny rynek, przez co absorbują skoki rynkowe. Jak twierdzi się dziś, w dobie kryzysu fundusze hedgingowe przyczyniają się do uaktywnienia spekulantów skłonnych do przejścia ryzyka, co dopuszcza jednak do wzrostu obrotów na rynkach pozagiełdowych, jak też na rynkach instrumentów pochodnych, a tym samym prowadzi do rozwoju instrumentów pochodnych, a to z kolei zmniejsza ryzyko (a przynajmniej jego podział) na większą liczbę uczestników). W tym miejscu należy zaznaczyć, że menadżerowie funduszy hedgingowych, koncentrując się na zarządzaniu inwestycjami, bardzo często stosują *outsourcing* czynności pomocniczych. Administratorzy świadczą różnorodne usługi, w tym wyceny tytułów uczestnictwa, doradztwo prawne, raportowanie i obsługę klientów. Uważa się, że zawieranie transakcji wymaga często wsparcia operacyjnego, brokerskiego i oczywiście usług finansowych ze strony banków lub/i domów maklerskich oferujących profesjonalne usługi (*prime brokers*), Instytucje te tworzą niejako platformy transakcyjne, zarządzające ryzykiem, dokonujące i rozliczające transakcje. Niezależnie od tego firmy *outsourcingowe* prowadzą aktywa (depozyty aktywów), udostępniają analizy finansowe, doradztwo itd. Zdarza się też, że aktywa funduszy hedgingowych deponowane są w specjalistycznych bankach świadczących usługi depozytowe (*custodian banks*). W funduszach hedgingowych interesujące są rodzaje instrumentów finansowych stosowane przez te fundusze, a w szczególności



techniki oparte na krótkiej sprzedaży, lewarowaniu, arbitrażu, instrumentach pochodnych, wykorzystaniu wykupów menadżerskich, takich jak fuzje, przejęcia, wykupy akcji, zysku lub strat nadzwyczajnych, inwestowaniu w spółki z problemami finansowymi, inwestowaniu w trudne wierzytelności, wykorzystaniu potencjału rynków wschodzących czy wreszcie analizie globalnych trendów ekonomicznych.

Jak widać, strategii inwestycyjnych jest wiele i są one niezwykle różnorodne. Za interesujące uznaje się dokonania firmy Greenwich Alternative Investment, która wyróżniła 18 podstawowych rodzajów strategii. Za pierwszą z nich uznaje się *Market Neutral Group* (Grupa strategii rynku neutralnego). W jej skład wchodzi *Equity Market Neutral* (Neutralny rynek akcji). W takim przypadku zarządzający inwestuje podobną ilość kapitału w długą i krótką pozycję w udziałowych papierach wartościowych (akcje), z niską ekspozycją na ryzyko jednej pozycji +/-20%. Długie pozycje zajmowane są w papierach, dla których jest oczekiwany wzrost, a krótkie w papierach, dla których oczekiwany jest spadek wartości. Oczywiście jest, że przy podejmowaniu decyzji bierze się pod uwagę podstawowe, nieomal fundamentalne dane spółki i jej przewidywany rozwój. W praktyce z powodu niskiej ekspozycji wynik zależny jest od zmian rynkowych.

W tej grupie występuje też *Event Driven* (Wykorzystanie zdarzeń nadzwyczajnych). W takim przypadku zarządzający inwestuje w papiery wartościowe spółek, w odniesieniu do których spodziewane są zmiany cen w krótkim czasie, a to z powodów wspomnianych wyżej, np. w wyniku bankructwa, restrukturyzacji, fuzji, przejęcia, wykupu akcji, zmiany ratingu spółki czy wreszcie nadzwyczajnych wyników finansowych. W ramach tej podgrupy wyróżnia się trzy strategie.

Pierwsza z nich to *Distressed Securities* (Inwestycje w papiery wartościowe spółek w trakcie procesu restrukturyzacji finansowej). Zarządzający zajmuje długą lub krótką pozycję w obligacjach lub/i akcjach spółek zagrożonych bankructwem. Z powodu trudnej sytuacji zarządzający może nabywać papiery wartościowe tych spółek z dużym dyskontem. Jeżeli spółka przetrwa kryzys i znowu zacznie się rozwijać, wzrośnie oczywiście wartość jej akcji. Zatem zyskowe może okazać się nabycie niepodporządkowanego długu bankrutującej spółki po cenie niższej niż jej wartość likwidacyjna. Następna strategia polegać może na zajmowaniu krótkich pozycji w akcjach spółek w bardzo trudnej i trudnej sytuacji finansowej. Jeśli nastąpi dalsze pogorszenie sytuacji tego typu spółki, to w efekcie spadku cen akcji wynik krótkiej sprzedaży będzie stanowić zysk funduszu. W praktyce cena takiego długu jest zazwyczaj zaniżona. Oznacza to osiągnięcie zysku bez względu na zmianę sytuacji finansowej spółki. Jest oczywiście, że w przypadku poprawy sytuacji finansowej spółki wzrosną ceny jej długu i akcji, a w konsekwencji osiągnięty zostanie zysk z odsetek na depozycie z krótkiej sprzedaży oraz długu. W sytuacji odwrotnej wartość

akcji spadnie bardziej niż długu, ponieważ ma on większy priorytet w procesie upadłościowym.

Kolejna strategia określana mianem *Merger Arbitrage* (Arbitraż fuzji i przejęć) polega na inwestowaniu przez zarządzającego w spółki, które ogłosiły lub przewidują w krótkim czasie fuzję. Zachowanie typowe w takiej sytuacji to zajęcie długiej pozycji w akcjach spółki przejmowanej i krótkiej w akcjach spółki przejmującej.

Jak wspomniano uprzednio, występują również rozwiązania, w których stosuje się postępowanie określane pojęciem *Special Situation* (Wykorzystanie sytuacji specjalnych). W takim przypadku zarządzający zajmuje długie i krótkie pozycje w akcjach i obligacjach spółek tak, aby wykorzystać przewidywane sytuacje nadzwyczajne. Zalicza się do nich wykup akcji lub obligacji, zmianę ratingu, a także zyski/straty nadzwyczajne.

Za następną strategię uznaje się tzw. *Market Neutral Arbitrage* (Arbitraż rynku neutralnego). W takim przypadku zarządzający wykorzystuje nieefektywność rynku poprzez zajmowanie długich i krótkich pozycji, dobieranie parami długich i krótkich pozycji. A w takim przypadku ryzyko jest znacznie mniejsze, co z kolei ma wpływ na ryzyko portfela, ten zaś z kolei skorelowany jest z rynkiem i posiada niski współczynnik beta. Do tej podgrupy zalicza się kolejne trzy strategie. *Convertible Arbitrage* (Arbitraż zamiennych papierów wartościowych), *Fixed Income Arbitrage* (Arbitraż papierów wartościowych o stałym dochodzie) oraz *Statistical Arbitrage* (Arbitraż statystyczny). Pierwszy z nich, *Convertible Arbitrage* polega na tym, że zarządzający kupuje obligacje zamienne na akcje i dokonuje krótkiej sprzedaży akcji tej spółki o podobnej wartości, licząc wtedy na różnicę wyceny opcji wymiany. Strategia ta w znacznym stopniu zależy od zmienności rynku. W tym kontekście występuje wysoka zależność od wyceny opcji. Oczywiście dodatkowymi przychodami funduszu są odsetki od obligacji. W Arbitrażu papierów wartościowych – *Fixed Income Arbitrage* – zarządzający zajmuje przeciwstawne pozycje w papierach o stałym dochodzie, jakimi są niewątpliwie obligacje i instrumenty pochodne na te papiery (w kontraktach terminowych). Zysk z tego typu transakcji wynika z różnic w wycenie tych instrumentów. *Statistical Arbitrage* polega na użyciu przez zarządzającego metod statystycznych, co pomaga zarządzającemu w określeniu aktualnych relacji wartości różnych papierów wartościowych w relacji do średnich historycznych. Innymi słowy, jeśli różnica odchyżeń standardowych ich wartości rynkowych jest znaczna, to zarządzający zakłada, że istnieje szansa realizacji zyskownego arbitrażu. Można stwierdzić, że dobrym przykładem będzie tu zajęcie przeciwstawnych pozycji w akcjach dwóch firm z tej samej branży. Wadą takiej metody jest jednak brak pewności, czy takie historyczne relacje będą prawdziwe w przyszłości. Należy też pamiętać, że w tej metodzie zarządzający inwestują w spółki, które w ich mniemaniu i według ich wiedzy roszą znaczne przyrosty zysku, pomijając w zasadzie krótkie sprzedaże.

Kolejne strategie zarządzających polegają, po prostu, na wykorzystywaniu okazji. Określa się je jako *Opportunity Selling* (Wykorzystywanie okazji inwestycyjnych). Można stwierdzić, że w takich przypadkach zarządzający cały czas zmieniają podejście do inwestycji starając się wykorzystywać nadarzające się okazje na rynku. W efekcie charakterystyka portfela i klasa aktywów ulegają ciągłym zmianom.

Nieco inną charakterystykę mają strategie pod nazwą *Short Selling* (Krótka sprzedaż). Zarządzający stosuje krótką sprzedaż swojego portfela. Pozycje krótkie zajmowane są w papierach wartościowych, dla których oczekiwany jest spadek ich wartości. W takim przypadku zajmowanie krótkiej pozycji polega na pożyczeniu papierów wartościowych od brokera i natychmiastowej odsprzedaży na rynku. Zamknięcie pozycji sprowadza się do zakupu tych papierów na rynku i oddanie ich brokerowi. W efekcie, jeżeli cena tych papierów wartościowych spada, to zarządzający osiągają zysk równy różnicy między ceną sprzedaży a ceną nabycia papierów wartościowych. W konsekwencji, jeżeli cena papierów wartościowych wzrośnie, zarządzający ponosi stratę stanowiącą różnicę między ceną kupna i sprzedaży. Co interesujące, krótka sprzedaż jest stosowana dla papierów zazwyczaj uznawanych za przewartościowane.

Zupełnie inną strategią określaną jest pojęciem *Value* (Wartość wewnętrzna). W strategii tej dobór akcji dokonywany jest według kryterium relacji ich ceny do wartości wewnętrznej firmy. Zwykle zarządzający, ale często też osoby fizyczne z pewnym doświadczeniem, zajmują długą pozycję w akcjach uznając, że są one niedowartościowane, równocześnie uznając, że zajęcie krótkich pozycji będzie uzasadnione w stosunku do akcji przewartościowanych.

Warto również omówić strategię *Futures* (Kontrakty terminowe). W takim przypadku zarządzający zajmuje różne pozycje w kontraktach terminowych i opcjach na międzynarodowych rynkach towarowych, walutowych i stóp procentowych. Stosując różne modele podejmowania decyzji inwestycyjnych zarządzający identyfikują właściwe, ich zdaniem, sygnały kupna sprzedaży. Oczywiście, korzystają też z modeli ilościowych, które sprowadzają się do analizy trendów krótko- i średnioterminowych oraz długoterminowych w relacjach cen i zależności między notowaniami.

W tej grupie strategii występuje też portfel *Macro* (Wykorzystanie trendów makroekonomicznych). Zarządzający wykorzystuje tu portfel oparty na ocenie globalnych trendów ekonomicznych. W procesie decyzyjnym opiera się na ocenach stóp procentowych, polityce ekonomicznej, inflacji itp. Zarządzający pomija w tym przypadku oceny pojedynczych spółek, poszukuje natomiast zysku wynikającego ze zmian cen w określonej klasie aktywów.

Na zakończenie strategii wymienić należy *Market Timing* (Wykorzystanie trendów rynkowych). W tej strategii zarządzający wykorzystuje krótkoterminowe ruchy na różnych rynkach lub w ich segmentach i w zależności od tych zmian przesuwa kapitał z jednego segmentu do drugiego tak, aby osiągnąć zyski lub nawet uniknąć straty.

Należy wymienić jeszcze dwie strategię, występujące pod wspólną nazwą – *Speciality Strategies* (Grupa strategii specjalnych). Pierwsza z nich to *Emerging Markets* (Rynki wschodzące). Zarządzający inwestuje w papiery wartościowe emitowane przez rynki i państwa z mniej rozwiniętymi systemami ekonomicznymi. Mierzone są PKB tych krajów i rynków. Za standardy w tym zakresie uznaje się Amerykę Południową, Azję, Wschód i Europę Wschodnią.

Wreszcie podgrupa Income (Spółki osiągające aktualnie dochody). Zarządzający, inwestując w papiery wartościowe, kierują się wyłącznie aktualnymi zyskami takich spółek.

Spotykana jest także strategia typu *Multi Strategy*. W takiej strategii zarządzający stosuje kilka strategii równocześnie. W praktyce udziały danej strategii są niezwykle zmienne, jednak każda z nich odgrywać może znaczącą rolę w konstrukcji portfela.

Istnieje wreszcie pojęcie funduszu funduszy (FOF). Ta strategia powstała w wyniku próby znalezienia rozwiązań zmniejszających ryzyko. Jak wiadomo, istotą konstrukcji portfela aktywów jest stosowanie dywersyfikacji aktywów wchodzących w skład takiego portfela. W takiej bowiem sytuacji strata na jednej strategii rekompensowana jest zyskiem w innej strategii. Rozwiązanie tego problemu oparte jest na inwestycji w fundusze, których aktywami są inne fundusze. Konstrukcja portfela nie sprowadza się tylko do alokacji aktywów na pewną liczbę pojedynczych funduszy zgodnie z regułami matematyki, co określa się mianem dywersyfikacji naiwnej. Nie wchodząc w szczegóły stwierdzić należy, że nowoczesne metody dywersyfikacji opierają się na modelu Markowitza. W modelu tym uwzględnia się takie czynniki, jak: stopa zwrotu, ryzyko mierzone zmiennością stóp zwrotu oraz współczynnikami korelacji pomiędzy poszczególnymi aktywami.

Konieczne wydaje się także podkreślenie, że w ostatnim okresie wyraźnie poszerzyły się obszary zainteresowań funduszy hedgingowych. Zwłaszcza w ostatnich latach dołączyły do tych gałęzi i branż: energetyka, *Private equity*, nieruchomości, finansowanie sektora MSP, inwestycje w fundusze notowane na giełdach oraz derywaty kredytowe. Z danych wynika, że nie jest to tylko wynikiem kryzysu z lat 2007-2017. Ponadto, co nie jest bez znaczenia, obok podmiotów prawa handlowego pojawiły się osoby fizyczne korzystające z usług firm zarządzających w imieniu właścicieli kapitałów.

Podjmując próbę podsumowania praktycznych zastosowań funduszy hedgingowych zacząć niewątpliwie należy od regulacji prawnych Unii Europejskiej pod nazwą UCITS (*Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities*). Właściwie obecnie nie ma odrębnych regulacji adresowanych do funduszy Hedgingowych, jednak działalność funduszy powierniczych podlega prawu dotyczącego instytucji zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe. Obecnie regulacje te noszą nazwę UCITS III. Obejmują one dwie dyrektywy dotyczące spółek zarządzających – Management Company Directive oraz Product

Directive. Niektóre państwa wydały jednak niejako własne regulacje w tym zakresie. Należą do nich Luksemburg, Niemcy, Francja, Irlandia i Hiszpania.

W odniesieniu do problemu zastosowań funduszy hedgingowych w Polsce zaryzykować można stwierdzenie, że nadal jesteśmy jakby w fazie początkowej. Pierwszym funduszem tego typu w kraju był zamknięty fundusz inwestycyjny OPERA i FIZ założony przez Opera TFI. Miało to miejsce w 2005 roku. Oferta tego funduszu skierowana była do osób fizycznych i prawnych. Cechą tego funduszu było relatywnie znaczące zaangażowanie kapitałowe – wartość jednego certyfikatu przekraczać musiała 100 tys. złotych, natomiast zaangażowanie w fundusz prywatnych oszczędności osób zarządzających gwarantowało tożsamość interesów zarówno klientów, jak i zarządzających. Ponadto, poza stałą opłatą za zarządzanie w wysokości 1,75% w skali roku, pobierano prowizję od wypracowanego zysku w wysokości 20%. Dodatkowo fundusz stosował politykę aktywnego zarządzania i nie korzystał z *benchmarked*. Kolejny fundusz w Polsce to fundusz Investors TFI S.A. Jest to fundusz quasi-hedgingowy ze względu na udziału osobistego kapitału właścicieli funduszu w strategii inwestycyjnej oraz, co ważne, wykorzystanie szerokiej gamy instrumentów finansowych. Co należy podkreślić, Investors FIZ, poza obligacjami oraz akcjami notowanymi na polskim rynku, wykorzystuje obligacje i akcje notowane na rynkach zagranicznych. Fundusz ten wykorzystuje również instrumenty pochodne na indeksy, waluty i towary oraz energię. Cena jednego certyfikatu jest dużo niższa, a fundusz inwestuje w spółki wydobywcze w Kanadzie – Equinox Minerals oraz European Minerals. Pierwsza z nich posiada największe złoża miedzi w Zambii, a druga znaczące złoża złota w Kazachstanie. Kolejnym funduszem hedgingowym w Polsce jest SUPERFUND – jest to typowy fundusz parasolowy o trzech strategiach: tradycyjnej, dynamicznej i agresywnej, oraz pochodny Super Trend. W Polsce pojawiły się także szwajcarski fundusz Hexes Capital Management SA oraz brytyjska grupa Man Investment, proponujący w Polsce sprzedaż obligacji indeksowych MAN SGS Access nominowanych w dolarach i euro. Kolejne fundusze hedgingowe, po zastoju kryzysowym, zaczęły pojawić się w Polsce w latach 2010-2014.

## Posumowanie

W publikacji przyjęto założenie przybliżenia Czytelnikom dwóch ważnych instrumentów inżynierii finansowej, jakimi niewątpliwie są fundusze mezzanine i fundusze hedgingowe. Są to źródła kapitału o bardziej złożonym charakterze niż np. kredyty lub pożyczki, jednak nie ulega wątpliwości, że są one przyszłością nowoczesnych rynków finansowych i wraz z instrumentami pochodnymi tego typu derywaty wyznaczać będą trendy postępu nie tylko na rynkach globalnych, ale i na rynkach finansowych poszczególnych regionów Unii Europejskiej i państw.

## Bibliografia

- Anson M. (2006), *Handbook of 2004 Alternative Assets*, Wiley, London.
- Baker N. (2010), *The Mezzanine*, Amazon Best Sellers Rank, London.
- Brooks R., Read J. (2011), *Mezzanine Gains Ground*, Roy Brook, London.
- Calanas N. (2003), *Convertible Arbitrage*, John Wiley&Sons, New York.
- Chancellor E. (2001), *Devil Take Hindmost: A history of Financial Speculation*, A. Plume Book, New York.
- Kuryłka Z. (2011), *Znaczenie funduszu Mezzanine na tle innych form Private Equity i sposoby wyjścia z inwestycji*, WSB, Wrocław.
- Mezzanine finance – Mischform mit zukunft* (2006), Credit Suisse Economic Research – Economic briefing, Basel.
- Mikita M. (2009), *Fundusze Private Equity w dobie kryzysu ekonomicznego*, „e-finanse. Finansowy Kwartalnik Internauty”, nr 4.
- Niedziałek P. (2009), *Fundusze Hedgingowe a stabilność finansowa*, Difin, Warszawa.
- Perez K. (2011), *Istota strategii bankowej rynku*, R.M. Bankowa, Warszawa.
- Sergo F. (2004), *Hedge Funds Quantitativel Insight*, John Wiley&Sons, New York.

## New Sources of Capital for SMEs – Mezzanine and Hedge Funds

### Summary

The publication is devoted to presentation of important instruments of financial engineering which, as interesting hybrid tools, may be of interest for Readers. The mezzanine funds have clear benefits vis-à-vis, for example, bank credit and may be an excellent supplement for equity capital and bank credit. These funds may be useful for territorial self-governments and SMEs, particularly in the situation where those structures will apply for the EU funds, despite lack of creditworthiness and the required by banks asset-based securities of the enterprise and self-government. In the situation of crisis and lack of equity capital for the so-called own financial contribution, the mezzanine funds are an excellent solution albeit really reconдите. Mezzanine capital is a hybrid form of financing, which combines the features of equity and outside capital. Hence, this is the form of long-term loan which, contrary to bank credit, is repaid once in full, upon repayment of the credit over the term of loan. In practice, the capital provider over the period of repayment of investment capital receives only interest. As a bit different source of capital are considered hedge funds which should be understood as collective investing institutions. However, they are mainly considered as sophisticated financial vehicles applying modern investment strategies. In practice, hedge funds are applied by enterprises in

the developmental phase, though they may concern natural persons who want to increase their capital with the help of hedge fund managers. The feature of hedge funds is an opportunity to derive profits disregarding the current condition in the financial markets as well as the current business condition. In reality, these funds, owing to their investment strategy, carry out arbitrage transactions guaranteeing profit without risk or with minor risk which issues from the difference of prices of a given financial instrument in various markets. Of course, in the article, there are presented the base for use of different and sophisticated derivatives, game in the futures market, sale and purchase of commodities and goods, expansion in the global market (including also the emerging markets), participation in mergers and acquisitions, use of short selling, etc. The Readers are also presented with a concise history of applications of mezzanine and hedge funds as these instruments are a little bit more than 45 years old, while in Poland – about 35 years.

**Key words:** mezzanine funds, hedge funds, derivatives.

**JEL codes:** F3

Artykuł nadesłany do redakcji w listopadzie 2014 r.

© All rights reserved

Afiliacja:

dr hab. inż. Andrzej Dąbkowski

Akademia Finansów i Biznesu Vistula

ul. Stokłosa 3

02-787 Warszawa

tel.: 22 457 23 00

e-mail: amag938@gmail.com