

# SPIS TREŚCI

|                                                                   |           |
|-------------------------------------------------------------------|-----------|
| Wykaz skrótów. ....                                               | 17        |
| Wstęp. ....                                                       | 23        |
| <b>ROZDZIAŁ 1. Regulacja i rozwój funduszy hedgingowych. ....</b> | <b>25</b> |
| 1.1. Historia regulacji. ....                                     | 26        |
| 1.2. Rozwój funduszy hedgingowych. ....                           | 31        |
| 1.2.1 . Kryzys związany z funduszem hedgingowym<br>LTCM. ....     | 32        |
| 1.2.2. Afera Bernarda Madoffa 2008 roku. ....                     | 33        |
| 1.2.3. Konsekwencje i ocena kryzysu 2007–2009. ....               | 34        |
| 1.2.4. Fundusze hedgingowe inwestujące w surowce. ....            | 35        |
| 1.2.5. Alokacja aktywów w funduszach hedgingowych. ....           | 36        |
| 1.2.6. Ocena rozwoju funduszy hedgingowych. ....                  | 36        |
| 1.2.7. Przyszłość funduszy hedgingowych. ....                     | 40        |
| <b>ROZDZIAŁ 2. Charakterystyka funduszy hedgingowych. ....</b>    | <b>43</b> |
| 2.1. Definicja funduszy hedgingowych. ....                        | 43        |
| 2.2. Inwestycje alternatywne. ....                                | 44        |
| 2.3. Private equity. ....                                         | 45        |
| 2.4. Venture capital. ....                                        | 46        |
| 2.5. Fundusze hedgingowe a fundusze inwestycyjne. ....            | 46        |
| 2.6. Cechy charakterystyczne funduszy hedgingowych. ....          | 46        |
| 2.7. Strategie funduszy hedgingowych. ....                        | 48        |
| 2.7.1. Strategia long/short equity. ....                          | 48        |
| 2.7.2. Strategia global macro. ....                               | 48        |
| 2.7.3. Strategie event driven. ....                               | 49        |
| 2.7.4. Strategie relative value. ....                             | 50        |
| 2.7.5. Strategia equity market neutral. ....                      | 51        |
| 2.7.6. Fundusze hedgingowe jako managed futures. ....             | 52        |
| 2.7.7. Formuła master-feeder. ....                                | 53        |
| 2.7.8. Równoległa struktura funduszu. ....                        | 53        |
| 2.8. Struktury organizacyjne. ....                                | 55        |
| 2.8.1. Forma prawna. ....                                         | 55        |

|                                                                                                  |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 2.8.2. Pojedynczy zarządzający funduszem hedgingowym .                                           | 56        |
| 2.8.3. Zarządzający funduszem funduszu hedgingowego .                                            | 56        |
| 2.8.4. Uczestniczący aktorzy .                                                                   | 56        |
| <b>ROZDZIAŁ 3. Regulacja funduszy hedgingowych w USA .</b>                                       | <b>59</b> |
| 3.1. Securities Act of 1933 .                                                                    | 60        |
| 3.2. Securities Exchange Act of 1934 .                                                           | 61        |
| 3.3. Investment Company Act of 1940 .                                                            | 62        |
| 3.4. Investment Advisers Act 1940 .                                                              | 63        |
| 3.4.1. Sytuacja prawna do 2010 roku .                                                            | 64        |
| 3.4.2. Na czym polegał Release IA-2333 .                                                         | 65        |
| 3.4.3. Wyrok U.S. Court of Appeals, D.C. Circuit<br>z 23 czerwca 2006 roku i jego konsekwencje . | 66        |
| 3.5. Kwestia rejestracji investment adviser po 2010 roku .                                       | 67        |
| 3.6. Commodity Exchange Act of 1974 .                                                            | 67        |
| 3.6.1. Regulacja dotycząca commodity trading advisor .                                           | 69        |
| 3.7. Dodd-Frank Act z 21 lipca 2010 roku .                                                       | 72        |
| 3.8. Jumpstart Our Business Startups Act .                                                       | 74        |
| 3.9. Konsekwencje wprowadzenia ustawy Dodd-Franka<br>dla rynku funduszy hedgingowych .           | 75        |
| <b>ROZDZIAŁ 4. Regulacja funduszy hedgingowych w Wielkiej<br/>Brytanii .</b>                     | <b>77</b> |
| 4.1. Ramy instytucjonalne rynku .                                                                | 77        |
| 4.2. Źródła prawa .                                                                              | 80        |
| 4.2.1. Regulacja zarządzających funduszami hedgingowymi .                                        | 80        |
| 4.2.2. Utrzymanie przepisów mających zastosowanie<br>do regulated activities .                   | 81        |
| 4.3. Implementacja ZAFI .                                                                        | 82        |
| 4.3.1. Autoryzacja .                                                                             | 84        |
| 4.3.2. Zróżnicowanie zezwoleń .                                                                  | 84        |
| 4.3.3. Sprzedaż alternatywnych funduszy inwestycyjnych<br>w Wielkiej Brytanii .                  | 85        |
| 4.3.4. Dyrektywa ZAFI a zewnętrzne paszportowanie<br>dla ZAFI UK .                               | 85        |
| 4.4. Transparencja .                                                                             | 86        |
| 4.5. Pranie brudnych pieniędzy .                                                                 | 86        |

|                                                                                                          |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 4.6. Kto może plasować fundusze hedgingowe . . . . .                                                     | 86 |
| 4.7. Kto może być celem sprzedaży funduszy hedgingowych . .                                              | 87 |
| 4.8. Portfel aktywów . . . . .                                                                           | 87 |
| 4.9. Formy zbiorowych instytucji inwestycyjnych<br>i ich przydatność dla funduszy hedgingowych . . . . . | 88 |
| 4.10. Zakładanie funduszy hedgingowych jako collective<br>investment schemes . . . . .                   | 89 |
| 4.11. Powstanie funduszy hedgingowych w innej korporacyjnej<br>strukturze . . . . .                      | 91 |
| 4.12. Konsekwencje wprowadzenia dyrektywy ZAFI . . . . .                                                 | 91 |

## **ROZDZIAŁ 5. Regulacja funduszy hedgingowych w Szwajcarii . . 95**

|                                                                                    |     |
|------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 5.1. Ustawa federalna o zbiorowych inwestycjach kapitałowych .                     | 96  |
| 5.2. Zmiany w KAG i KKV w latach 2012–2013 . . . . .                               | 96  |
| 5.3. Koncepcja KAG . . . . .                                                       | 97  |
| 5.3.1. Zasięg regulacji KAG . . . . .                                              | 97  |
| 5.3.2. Pojęcie zbiorowej inwestycji kapitałowej . . . . .                          | 99  |
| 5.3.3. Kwalifikowani inwestorzy . . . . .                                          | 99  |
| 5.3.4. Inwestorzy kwalifikowani według prawa<br>zagranicznego . . . . .            | 102 |
| 5.3.5. Zarządzający majątkiem zbiorowych inwestycji<br>kapitałowych . . . . .      | 102 |
| 5.4. Fundusz umowny . . . . .                                                      | 105 |
| 5.5. Fundusze hedgingowe jako spółka kapitałowa ze zmiennym<br>kapitałem . . . . . | 106 |
| 5.5.1. Ilościowe ustawowe ograniczenia inwestycyjne . . .                          | 106 |
| 5.5.2. Jakościowe ustawowe ograniczenia inwestycyjne . .                           | 107 |
| 5.6. Spółka komandytowa jako wehikuł funduszu hedgingowego .                       | 107 |
| 5.7. Fundusz hedgingowy jako spółka inwestycyjna ze stałym<br>kapitałem . . . . .  | 108 |
| 5.8. Pozostałe fundusze inwestycyjne tradycyjne i alternatywne .                   | 109 |
| 5.9. Regulacja struktury master-feeder . . . . .                                   | 109 |
| 5.10. Bank depozytowy . . . . .                                                    | 110 |
| 5.11. Dystrybucja zagranicznych zbiorowych inwestycji<br>kapitałowych . . . . .    | 111 |
| 5.12. Spółka audytorska – audyt . . . . .                                          | 111 |

|                                                                                                |            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>ROZDZIAŁ 6. Regulacja funduszy hedgingowych w Niemczech . . .</b>                           | <b>113</b> |
| 6.1. Investmentmodernisierungsgesetz . . . . .                                                 | 114        |
| 6.2. Kodeks inwestycji kapitałowych . . . . .                                                  | 116        |
| 6.2.1. Koncepcja KAGB . . . . .                                                                | 117        |
| 6.2.2. Definicja alternatywnych funduszy inwestycyjnych . . .                                  | 118        |
| 6.2.3. Definicja funduszy hedgingowych . . . . .                                               | 119        |
| 6.2.4. Fundusze funduszy hedgingowych . . . . .                                                | 122        |
| 6.2.5. Spółki zarządzające kapitałem . . . . .                                                 | 124        |
| 6.2.6. Obowiązki informacyjne kapitałowych spółek<br>zarządzających AFI . . . . .              | 127        |
| 6.2.7. Obowiązek zgłoszeniowy . . . . .                                                        | 129        |
| 6.2.8. Struktura master-feeder . . . . .                                                       | 129        |
| 6.2.9. Instytucje depozytowe . . . . .                                                         | 129        |
| 6.3. Uwarunkowania nowej regulacji . . . . .                                                   | 131        |
| 6.3.1. Ocena kodeksu inwestycji kapitałowych 2013 . . . . .                                    | 132        |
| 6.3.2. Politycy niemieccy wobec regulacji ZAFI . . . . .                                       | 133        |
| 6.3.3. Stanowisko BAI wobec implementacji dyrektywy<br>ZAFI . . . . .                          | 137        |
| <b>ROZDZIAŁ 7. Regulacja funduszy hedgingowych na poziomie<br/>Unii Europejskiej . . . . .</b> | <b>139</b> |
| 7.1. Propozycja Komisji Europejskiej w sprawie dyrektywy<br>ZAFI . . . . .                     | 140        |
| 7.2. Fundusze nie-UCITS w Unii Europejskiej . . . . .                                          | 141        |
| 7.3. Stosunek funduszy hedgingowych do projektu ZAFI . . . . .                                 | 143        |
| 7.4. Dyskusja nad kształtem dyrektywy ZAFI . . . . .                                           | 146        |
| 7.5. Uchwalenie dyrektywy ZAFI . . . . .                                                       | 148        |
| 7.5.1. Koncepcja i zasięg dyrektywy ZAFI . . . . .                                             | 148        |
| 7.5.2. Kwestia dopuszczenia do rynku . . . . .                                                 | 150        |
| 7.5.3. Paszport europejski . . . . .                                                           | 150        |
| 7.5.4. Wymogi wobec zewnętrznych zarządzających<br>funduszem . . . . .                         | 152        |
| 7.5.5. Reguły starannego zachowania . . . . .                                                  | 153        |
| 7.5.6. Ochrona inwestorów . . . . .                                                            | 154        |
| 7.5.7. Transparencja inwestycji alternatywnych . . . . .                                       | 155        |

|                                                                                           |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 7.6. Oceny dyrektywy ZAFI . . . . .                                                       | 156 |
| 7.7. Rozporządzenie delegowane Komisji Europejskiej<br>w sprawie dyrektywy ZAFI . . . . . | 157 |
| 7.7.1. Normy wyceny . . . . .                                                             | 158 |
| 7.7.2. Ocena prawa państwa trzeciego . . . . .                                            | 159 |
| 7.7.3. Obliczanie całkowitej wartości zarządzanych<br>aktywów . . . . .                   | 160 |
| 7.7.4. Ryzyko zawodowe . . . . .                                                          | 161 |
| 7.7.5. Wybór prime brokera . . . . .                                                      | 162 |
| 7.7.6. Konflikt interesów . . . . .                                                       | 162 |
| 7.7.7. System zarządzania ryzykiem . . . . .                                              | 163 |
| 7.7.8. Kwestie organizacyjne . . . . .                                                    | 164 |
| 7.7.9. Regulacje ostrożnościowe . . . . .                                                 | 165 |
| 7.7.10. Zwolnienie od odpowiedzialności . . . . .                                         | 166 |
| 7.8. Implementacja dyrektywy ZAFI . . . . .                                               | 169 |
| 7.9. Konsekwencje dyrektywy ZAFI dla rynków . . . . .                                     | 171 |
| Zakończenie . . . . .                                                                     | 173 |
| Bibliografia . . . . .                                                                    | 175 |
| Indeks osób . . . . .                                                                     | 185 |
| Summary . . . . .                                                                         | 187 |