

Katarzyna Perez

# Fundusze hedge

Istota, strategie,  
potencjał rynku



# Fundusze hedge

Istota, strategie,  
potencjał rynku

**...dinero, dinero, dinero,  
mi compañero...  
a mi querido Marido**

---

...pieniądze, pieniądze, pieniądze,  
bądźcie mym towarzyszem...  
Mojemu kochanemu Mężowi

Katarzyna Perez

# Fundusze hedge

Istota, strategie,  
potencjał rynku



Wydawnictwo C.H. Beck  
Warszawa 2011

Wydawca: Dorota Ostrowska-Furmanek  
Redakcja merytoryczna: Dorota Ostrowska-Furmanek  
Recenzent: dr hab. prof. US Dariusz Zarzecki

Projekt okładki i stron tytułowych: Aleksandra Dębniak  
Ilustracja na okładce: © tifanimages/iStockphoto.com

Seria: Finanse

Praca naukowa finansowana ze środków na naukę MNiSzW w latach 2008–2011  
jako projekty badawcze Katarzyny Perez o numerach N N112 056734 i N N113 200737  
oraz ze środków na badania statutowe Katedry Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej  
o numerze uczelnianym 51102-134



© Wydawnictwo C.H. Beck 2011

Wydawnictwo C.H. Beck Sp. z o.o.,  
ul. Bonifraterska 17, 00-203 Warszawa

Skład i łamanie: IDENTIA  
Druk i oprawa: Totem Inowrocław

ISBN 978-83-255-3071-6



ISBN ebook 978-83-255-3072-3

# Spis treści

---

Wstęp .....	7
<b>1. Istota funduszy hedge.....</b>	<b>11</b>
1.1. Fundusze hedge w strukturze funduszy inwestycyjnych .....	11
1.2. Definicja funduszy hedge .....	18
1.3. Cechy charakterystyczne funduszy hedge.....	26
1.3.1. Nieograniczone stopy zwrotu i aktywne zarządzanie .....	27
1.3.2. Polityka inwestycyjna .....	34
1.3.3. Formy prawne .....	36
1.3.4. Pojemność.....	48
1.3.5. Zarządzający .....	49
1.3.6. Opłaty.....	53
1.3.7. Inwestorzy.....	59
1.3.8. Płynność .....	62
1.3.9. Przezrzystość .....	65
1.4. Struktura operacyjna funduszy hedge .....	66
1.5. Fundusze hedge a inne rodzaje funduszy inwestycyjnych .....	79
<b>2. Narzędzia, struktury i strategie inwestycyjne funduszy hedge.....</b>	<b>83</b>
2.1. Narzędzia funduszy hedge .....	83
2.1.1. Transakcje gotówkowe i kupno na kredyt.....	84
2.1.2. Krótka sprzedaż i pożyczanie papierów wartościowych .....	86
2.1.3. Finansowe instrumenty pochodne .....	96
2.1.4. Dźwignia finansowa .....	104
2.2. Struktury inwestycyjne funduszy hedge .....	106
2.2.1. Fundusze z lustrzanym odbiciem .....	106
2.2.2. Fundusz podstawowy i fundusze powiązane.....	108
2.2.3. Indywidualne konta instrumentów finansowych.....	110
2.2.4. Fundusze parasolowe .....	114
2.2.5. Fundusze z różnymi kategoriami udziałów .....	116
2.2.6. Minifundusze .....	117

---

2.3. Strategie inwestycyjne funduszy hedge .....	119
2.3.1. Strategie kierunkowe/taktyczne .....	122
2.3.2. Strategie arbitrażu wartości relatywnej (neutralne rynkowo)/ niekierunkowe .....	142
2.3.3. Strategie szczególnych sytuacji (oportunistyczne) .....	154
2.3.4. Strategie hybrydowe.....	161
2.4. Ryzyko a strategie funduszy hedge.....	171
<b>3. Rynek funduszy hedge na świecie .....</b>	<b>177</b>
3.1. Geneza rynku funduszy hedge na świecie.....	177
3.1.1. Lata dwudzieste i trzydzieste XX wieku.....	178
3.1.2. Lata 1949–1968 .....	180
3.1.3. Lata 1969–1975 .....	183
3.1.4. Lata 1975–1997 .....	184
3.1.5. Lata 1997–1998 .....	186
3.1.6. Lata 1999–2007 i następne.....	197
3.2. Otoczenie prawne rynku funduszy hedge na świecie .....	201
3.2.1. Stany Zjednoczone.....	204
3.2.2. Europa .....	233
3.3. Struktura rynku funduszy hedge na świecie .....	278
3.4. Wyniki inwestycyjne funduszy hedge na świecie .....	291
<b>4. Czynniki rozwoju rynku funduszy hedge.....</b>	<b>305</b>
4.1. Klasyfikacja czynników rozwoju rynku funduszy hedge.....	305
4.2. Czynniki rozwoju rynku funduszy hedge w świetle badań literaturowych.....	310
4.2.1. Czynniki ekonomiczne .....	310
4.2.2. Czynniki prawne i podatkowe.....	344
4.2.3. Czynniki społeczno-psychologiczne .....	351
4.3. Perspektywy rozwoju rynku funduszy hedge w Polsce.....	352
4.3.1. Fundusze hedge na tle rozwoju rynku tradycyjnych funduszy inwestycyjnych w Polsce .....	352
4.3.2. Czynniki przyspieszające i hamujące rozwój rynku funduszy hedge w Polsce.....	361
<b>Zakończenie.....</b>	<b>389</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>393</b>
<b>Indeks .....</b>	<b>413</b>

# Wstęp

---

Gwałtowny rozwój rynku instytucji wspólnego inwestowania na świecie, jaki dokonał się na przestrzeni ostatnich dwudziestu lat, spowodował, że problematyka funduszy inwestycyjnych, zwłaszcza w kontekście efektywności ich zarządzania, stała się przedmiotem żywego zainteresowania zarówno praktyków, jak i środowiska naukowego. Początkowo uwaga skupiona była na tzw. funduszach tradycyjnych, które zyskały popularność głównie dzięki bezpieczeństwu lokat, sukcesywnemu różnicowaniu oferty oraz szerokiej dostępności. Niemal jednocześnie zainteresowanie zaczęły wzbudzać fundusze hedge, stanowiące alternatywną formę alokacji kapitału, które stosując złożone i skomplikowane strategie inwestycyjne przy wykorzystaniu dużego wachlarza narzędzi, przewyższały fundusze tradycyjne pod względem osiąganych wyników inwestycyjnych. Ich trwający od lat dziewięćdziesiątych XX wieku dynamiczny rozwój (kilkakrotnie zakłócany kryzysami powodującymi spektakularne upadki niektórych podmiotów, jak choćby funduszu LTCM), spowodował, iż obecnie dorównują one globalnemu rynkowi funduszy tradycyjnych, a nawet go przewyższają pod względem liczby.

Głównym celem niniejszej książki jest przystępne wyjaśnienie istoty i strategii funduszy hedge oraz zasad ich funkcjonowania w Stanach Zjednoczonych i w Unii Europejskiej w świetle czynników determinujących rozwój tych rynków, a także nakreślenie perspektyw rozwoju tego rynku w Polsce.

W rozdziale pierwszym przedstawiono ogólną charakterystykę funduszy hedge: określono ich miejsce w strukturze rynku instytucji wspólnego inwestowania, przedstawiono ich autorską definicję i zaproponowano ich nazewnictwo w języku polskim. Następnie szczegółowo wyjaśniono cechy charakterystyczne funduszy hedge oraz ich strukturę operacyjną. Rozdział kończy porównanie funduszy hedge do innych rodzajów funduszy inwestycyjnych o charakterze tradycyjnym i alternatywnym.



W rozdziale drugim, który również ma charakter ogólny, zaprezentowano narzędzia, struktury oraz strategie inwestycyjne realizowane przez fundusze hedge. Szczególną uwagę poświęcono strategiom. Podzielono je na cztery kategorie: strategie kierunkowe, strategie niekierunkowe, strategie szczególnych sytuacji i strategie hybrydowe. Wśród tych ostatnich dokładnie omówiono fundusze funduszy hedge (FoHF), które od lipca 2004 r. mogą działać na rynku polskim. Następnie przedstawiono różne formy ryzyka towarzyszące działalności funduszy hedge.

W rozdziale trzecim zaprezentowano rynki o najwyższym poziomie rozwoju funduszy hedge: Stany Zjednoczone oraz Unię Europejską. Najpierw skupiono się na genezie rynku funduszy hedge na świecie i wyszczególnieniu kolejnych etapów jego rozwoju. Dużo uwagi poświęcono upadkowi funduszu LTCM, który był jednym z najbardziej spektakularnych, ale i niebezpiecznych wydarzeń na tym rynku, wpływającym na jego kształt i jego postrzeganie przez innych uczestników globalnego rynku finansowego. Następnie w sposób szczegółowy zaprezentowano podstawy prawne funkcjonowania funduszy hedge w Stanach Zjednoczonych oraz w Unii Europejskiej, w przypadku której uwagę zwrócono na prawodawstwo na poziomie Unii oraz na poziomie wybranych krajów członkowskich – Wielkiej Brytanii, Irlandii i Luksemburga, które mają największy udział w europejskim rynku funduszy hedge. Rozdział kończy diagnoza ilościowa struktury rynku funduszy hedge na świecie oraz ich wyników inwestycyjnych w latach 1997–2009.

Celem ostatniego rozdziału była identyfikacja, klasyfikacja oraz ocena czynników pogłębiających lub hamujących rozwój rynku funduszy hedgingowych na podstawie doświadczeń rynków dojrzałych, a następnie weryfikacja, które z determinant rozwoju rynku funduszy hedgingowych stanowią szansę, a które barierę dla rozwoju tego rynku w Polsce. Biorąc pod uwagę istniejące uwarunkowania polskiego rynku funduszy inwestycyjnych, działaniem poprzedzającym ową analizę było określenie potencjalnego miejsca funduszy hedgingowych na rynku finansowym w Polsce na tle dynamicznie rozwijającego się rynku funduszy tradycyjnych. Realizacja powyższych celów umożliwiła jednocześnie zweryfikowanie hipotezy badawczej, czy w Polsce istnieją warunki do rozwoju rynku funduszy hedgingowych.

Książka powstała na podstawie bardzo szerokich studiów literaturowych nad rynkiem funduszy hedge, przeprowadzonych w ramach kierowanych przez autorkę grantów badawczych MNiSzW nr N N112 056734 pt. *Perspektywy rozwoju rynku funduszy hedgingowych w Polsce na tle rynków dojrzałych* oraz British Council i MNiSzW pt. *Mutual fund performance persistence in emerging markets: case of Poland* w ramach programu British-Polish Young Scientists Programme, które re-

---

alizowane były m.in. na Columbia University w Nowym Jorku, w London School of Economics w Londynie oraz w ITAM w Mexico City. Kilka elementów ostatniego rozdziału książki powstało w trakcie realizacji grantu badawczego MNiSzW nr N N113 200737 pt. *Cechy polskich funduszy inwestycyjnych a ich stopy zwrotu*.

Zdaję sobie sprawę z dużej i nierównej objętości poszczególnych rozdziałów. Chcąc jednak zachować jednolitość w poruszanych w nich rozważaniach, a także wykorzystać dużą ilość materiału o wysokiej jakości, którego nie mogłam pominąć, pisząc książkę, zdecydowałam się na podzielenie książki na cztery rozdziały, a nie więcej. Wyrażam nadzieję, że nie będzie to negatywnie odebrane przez Czytelników – wręcz przeciwnie, przyczyni się do lepszego zrozumienia poruszanej w każdym rozdziale materii.

Niniejszym pragnę wyrazić serdeczne podziękowania za inspirację do napisania książki Pani prof. dr hab. Wiesławie Przybylskiej-Kapuścińskiej, kierownikowi Katedry Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu oraz dr. Krzysztofowi Łabowskiemu, wychowankowi Pani Profesor, który w kwietniu 2003 r. obronił na Wydziale Ekonomii Akademii Ekonomicznej rozprawę doktorską pt. *Fundusze hedgingowe w Polsce. Uwarunkowania i możliwości rozwoju*. Pan Doktor przyczynił się do rozpoczęcia pisania przeze mnie tej książki. Pani Profesor wspierała powstawanie jej kolejnych części i kibicowała przy skończeniu tego najdłuższego, ale i najciekawszego w mojej dotychczasowej pracy naukowej projektu.

Czytelnikowi dziękuję za sięgnięcie do tej książki i życzę ciekawej i pożytecznej lektury. Będę wdzięczna za wszelkie uwagi i komentarze, które bardzo proszę kierować na adres e-mail [k.perez@ue.poznan.pl](mailto:k.perez@ue.poznan.pl).

Katarzyna Perez



# 1 Istota funduszy hedge

---

## 1.1. Fundusze hedge w strukturze funduszy inwestycyjnych

Fundusze inwestycyjne to instytucje wspólnego inwestowania, których działalność polega na gromadzeniu mniej lub bardziej rozproszonych kapitałów inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych w celu ich dalszej alokacji, głównie na rynku finansowym, która ma przynieść właścicielom tych środków oczekiwane korzyści finansowe, odzwierciedlające przede wszystkim stopień ich awersji do ryzyka inwestycyjnego.

Choć idea wspólnego inwestowania pojawiła się na świecie już w II połowie XVIII wieku<sup>1</sup>, rynek funduszy inwestycyjnych zaczął tworzyć się na szerszą skalę około 160 lat temu. Pierwsze instytucje tego rodzaju powstałe w Europie w drugiej połowie XIX wieku były trustami inwestycyjnymi o charakterze zamkniętym (*investment trusts*) przeznaczonymi dla zamożnych inwestorów indywidualnych, którzy w zamian za akceptację wysokiego ryzyka inwestycyjnego oczekiwali wysokich zysków. W latach dwudziestych XX wieku w Stanach Zjednoczonych powstały pierwsze fundusze inwestycyjne otwarte (*open-end investment funds* lub *mutual funds*), przeznaczone dla drobnych inwestorów indywidualnych, które początkowo inwestowały swe aktywa w papiery udziałowe (fundusze akcji),

---

<sup>1</sup> Pierwszą instytucją, której konstrukcja przypominała dzisiejsze fundusze zbiorowego inwestowania, był notowany w Holandii trust inwestycyjny, założony w 1774 r. przez holenderskiego brokera Abrahama van Ketwicha, o nazwie będącej ówczesnie także maksymą Republiki Holenderskiej: *Eendragt Maakt Magt*, czyli „jedność daje siłę”. Głównym celem van Ketwicha było stworzenie instrumentu, który umożliwiłby drobnym inwestorom, posiadającym po kryzysie finansowym lat 1772–1773 niewielkie środki pieniężne, dywersyfikację portfela inwestycyjnego powstałego z połączonych kapitałów [Rouwenhorst, 2004, s. 1], za: [Gabryelczyk, 2006, s. 13].

z czasem zaś również w papiery wierzycielskie (fundusze zrównoważone, stabilnego wzrostu oraz obligacji). W drugiej połowie lat czterdziestych XX wieku (również w Stanach Zjednoczonych) zaczęto tworzyć fundusze lokujące kapitały w przedsiębiorstwa o wysokim potencjale rozwoju (fundusze *private equity*) oraz fundusze hedge (*hedge funds*), będące przedmiotem niniejszego opracowania. W pierwszej połowie lat siedemdziesiątych XX wieku, wraz z załamaniem się światowego rynku ropy naftowej oraz rynku kapitałowego, rozpoczęto z kolei tworzenie cieszących się bardzo dużym popytem otwartych funduszy rynku pieniężnego (tzw. MMMF, czyli *money market mutual funds*), a także funduszy nieruchomości (*real estate funds*).

Najbardziej dynamiczny rozwój światowego rynku funduszy inwestycyjnych rozpoczął się na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych XX wieku. Z jednej strony było to spowodowane nasileniem się procesów globalizacji i liberalizacji rynków finansowych, dzięki czemu zwiększały się możliwości wykorzystywania anomalii cenowych występujących zarówno na rozwiniętych rynkach finansowych (zwanym również rynkami dojrzałymi, tzw. *developed* lub *mature financial markets*), jak i na dopiero tworzących się w Azji i Europie Środkowo-Wschodniej tzw. rynkach wschodzących (*emerging markets*). Z drugiej strony miało to silny związek z postępem technologicznym i rozwojem inżynierii finansowej, która pozwalała na zastosowanie w praktyce osiągnięć nauki w dziedzinach nowoczesnej teorii portfela, efektywności rynku czy wyceny instrumentów pochodnych.

Istotne znaczenie miał również w tym czasie wzrost oszczędności gospodarstw domowych (głównie w Stanach Zjednoczonych, Europie Zachodniej i Japonii), które zaczęto lokować właśnie w fundusze inwestycyjne. Głównym tego powodem było to, że osiągnięte przez nie stopy zwrotu przewyższały rentowność innych form alokacji kapitału, w tym lokat bankowych i papierów skarbowych. W konsekwencji coraz większego popytu, a co za tym idzie również dynamicznego napływu kapitału do funduszy inwestycyjnych, zaczęto tworzyć fundusze różniące się między sobą nie tylko poziomem oczekiwanej stopy zwrotu i ryzyka inwestycyjnego, ale też innymi cechami, takimi jak strategię i cele inwestycyjne, wielkość opłat, rodzaj uczestników czy sposób realizacji zysku.

Coraz większe zróżnicowanie funduszy inwestycyjnych i zmiany w ich strukturze przyczyniły się do tego, że – aby odróżnić od siebie poszczególne ich rodzaje – na podstawie ich cech charakterystycznych, w tym przede wszystkim przedmiotu inwestycji i związanego z tym poziomu ryzyka inwestycyjnego, w literaturze przedmiotu zaczęto wyodrębniać dwie grupy funduszy, a mianowicie:

- ▶ tradycyjne fundusze inwestycyjne (*traditional investment funds*),

► alternatywne fundusze inwestycyjne (*alternative investment funds*)<sup>2</sup>.

Aby wskazać miejsce funduszy hedge w strukturze funduszy inwestycyjnych, najpierw dokonano krótkiej charakterystyki obu grup funduszy, co pozwoli zrozumieć ich istotę i je porównać. Najważniejsze różnice między obiema grupami funduszy zaprezentowano w tabeli 1.1.

<b>Tabela 1.1.</b> Porównanie tradycyjnych i alternatywnych funduszy inwestycyjnych		
<b>Cechy</b>	<b>Tradycyjne fundusze inwestycyjne</b>	<b>Alternatywne fundusze inwestycyjne</b>
Polityka inwestycyjna	Oparta na zasadzie dywersyfikacji ryzyka (duża lub bardzo duża dywersyfikacja)	Oparta na zasadzie dywersyfikacji ryzyka (mała, średnia lub duża dywersyfikacja)
Główny cel działalności	Relatywne stopy zwrotu przewyższające <i>benchmark</i> (średnią rynkową)	Nieograniczone stopy zwrotu
Stopień ryzyka inwestycyjnego	Od małego do dużego	Od zerowego do bardzo dużego
Konstrukcja funduszy	Otwarte, mieszane, zamknięte	Otwarte, zamknięte
Rodzaj inwestorów	Głównie ze średnią lub wysoką awersją do ryzyka: drobni i zamożni inwestorzy indywidualni, rzadziej inwestorzy instytucjonalni (w tym instytucje finansowe, np. fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, zakłady ubezpieczeń)	Głównie z niską lub bardzo niską awersją do ryzyka: zamożni inwestorzy indywidualni oraz inwestorzy instytucjonalni (w tym instytucje finansowe, np. banki inwestycyjne i komercyjne, w mniejszym stopniu fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, zakłady ubezpieczeń itp.)
Bariery wejścia/wyjścia	Nie	Tak
Ustawodawstwo o funduszach inwestycyjnych	Tak	Generalnie nie

Źródło: opracowanie własne.

<sup>2</sup> W tym miejscu autorka pragnie wyjaśnić, że wyrażenie „alternatywne fundusze inwestycyjne” jest dosłownym tłumaczeniem angielskiego terminu *alternative investment funds*. Autorka zdaje sobie sprawę, że słowo „alternatywny” nie powinno być w języku polskim stosowane w liczbie mnogiej (alternatywa jest bowiem jedna). Jednakże, w trakcie pracy nad książką nie znaleziono lepszego odpowiednika słowa *alternative* w języku polskim. Poza tym jest to tłumaczenie zastosowane również przez ustawodawcę na poziomie prawa Unii Europejskiej (por. punkt 3.2.2, propozycja Dyrektywy w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi). Powyższe zdecydowało o takim tłumaczeniu tego wyrażenia.

**Tradycyjne fundusze inwestycyjne** to instytucje wspólnego inwestowania, dzięki którym rozpoczęło się tworzenie rynku funduszy inwestycyjnych na świecie. W budowie swoich portfeli inwestycyjnych, złożonych głównie z instrumentów rynku kapitałowego i pieniężnego, fundusze te kierują się zasadą dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego, zgodną z klasyczną teorią portfela. Głównym celem ich działalności jest osiągnięcie stóp zwrotu, które będą przewyższać tzw. *benchmark* (czyli średnią rynkową, np. w przypadku funduszy akcji stopę zwrotu z danego indeksu giełdowego). Mają one charakter otwarty, mieszany lub zamknięty<sup>3</sup> i są oferowane szerokiemu gronu inwestorów (najczęściej drobnych, ale też zamożnych inwestorów indywidualnych lub inwestorów instytucjonalnych, którzy w swych inwestycjach charakteryzują się średnim lub wysokim stopniem awersji do ryzyka). Poza tym podlegają szczególnemu ustawodawstwu o funduszach inwestycyjnych, w którym zawarte są limity dotyczące ich polityki inwestycyjnej, zasady dywersyfikacji lokat, obowiązki informacyjne czy przepisy regulujące nadzór nad nimi ze strony organizacji rządowej mającej odpowiednie uprawnienia nadzorcze. Ma to istotne znaczenie dla bezpieczeństwa środków powierzonych im przez inwestorów, a także dla ich przejrzystości, co jest z kolei kluczowe w ocenie ich działalności, w tym efektywności zarządzania nimi. Zgodnie z podziałem klasycznym fundusze tradycyjne dzieli się na (rys. 1.1):

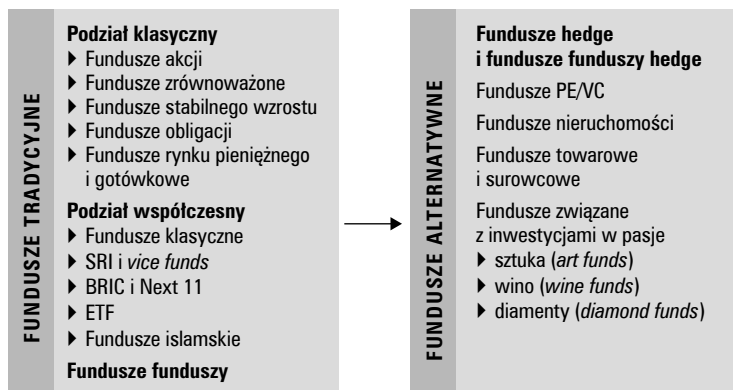
- ▶ fundusze akcji,
- ▶ fundusze hybrydowe (zrównoważone i stabilnego wzrostu),
- ▶ fundusze obligacji,
- ▶ fundusze rynku pieniężnego i gotówkowe, które dalej różnicuje się według obszaru geograficznego lub waluty, w której wyceniane są ich tytuły uczestnictwa.

Od początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku, w wyniku dynamicznego rozwoju światowego rynku funduszy inwestycyjnych, przede wszystkim funduszy akcyjnych i obligacyjnych, zaczęto wyróżniać również fundusze, które skoncentrowane są na szczególnym przedmiocie alokacji aktywów. I tak, współcześnie, oprócz podziału klasycznego, mówi się o funduszach SRI i *vice funds*, które są odpowiednio funduszami społecznie odpowiedzialnymi i społecznie nieodpowiedzialnymi, o funduszach islamskich, funduszach ETF czy funduszach BRIC i Next 11, które lokują swe aktywa w akcje i obligacje określonych krajów rozwijających się<sup>4</sup> (rys. 1.1). Zarówno w przypadku klasycznego jak i współczesnego podziału funduszy tradycyjnych mówimy również o funduszach funduszy (czyli funduszach, które lokują swe aktywa w tytuły uczestnictwa różnych funduszy tradycyjnych).

---

<sup>3</sup> Szczegóły na temat różnic między wymienionymi konstrukcjami funduszy inwestycyjnych znajdują się w: [Gabryelczyk, 2006, s. 43–48].

<sup>4</sup> Więcej na temat funduszy wyróżnionych według podziału współczesnego w: [Gabryelczyk, 2009a] lub [Gabryelczyk, 2009c].



**Rysunek 1.1.** Tradycyjne i alternatywne fundusze inwestycyjne

Źródło: opracowanie własne.

Ich główną zaletą jest większa niż w przypadku zwykłych funduszy dywersyfikacja portfela inwestycyjnego oraz związane z tym bezpieczeństwo i dostępność dla inwestorów.

**Fundusze inwestycyjne o charakterze alternatywnym**, których początki sięgają drugiej połowy lat czterdziestych XX wieku w Stanach Zjednoczonych<sup>5</sup>, są formą alokacji kapitału stanowiącą alternatywę dla tradycyjnych funduszy inwestycyjnych (stąd ich nazwa). Ich wyodrębnienie jako osobnej grupy funduszy inwestycyjnych związane jest głównie z tym, że charakteryzują się niską korelacją z instrumentami tradycyjnymi, a to ze względu na przedmiot alokacji swych aktywów, a także cechy charakterystyczne (w tym przede wszystkim stopień związanego z nimi ryzyka inwestycyjnego).

Jedyną cechą wspólną obu rodzajów funduszy jest to, że – podobnie jak fundusze tradycyjne – fundusze o charakterze alternatywnym w budowie swoich portfeli inwestycyjnych kierują się zasadą dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego. Pozostałe cechy tych funduszy są odmienne. Przede wszystkim są to fundusze o wysokich barierach wejścia, są bowiem skierowane do inwestorów instytucjonalnych oraz do zamożnych inwestorów indywidualnych, będących najczęściej klientami firm *private banking* oraz *asset i wealth management* (fundusze te mają zatem charakter zamknięty). Ze względu na ich duże możliwości finansowe oraz wysokie oczekiwania co do stopy zwrotu z inwestycji (co zwykle wiąże się z niską lub bardzo niską awersją do ryzyka) głównym celem inwestycyjnym funduszy alternatywnych jest uzyskanie nieograniczonych benchmarkami stóp zwrotu.

<sup>5</sup> Choć w literaturze można znaleźć poglądy, że pierwsze takie fundusze powstały już na początku lat trzydziestych XX wieku (por. punkt 3.1.1).



Aby je osiągnąć, fundusze te stosują aktywne strategie inwestowania, z którymi często związane jest wysokie lub bardzo wysokie ryzyko inwestycyjne. Dążąc do realizacji celu inwestycyjnego, zarządzający tymi funduszami wykorzystują w swoich strategiach szeroką paletę instrumentów finansowych i niefinansowych (np. instrumenty pochodne czy instrumenty rynku nieruchomości i towarów), korzystając przy tym z takich narzędzi inwestycyjnych, jak dźwignia finansowa czy krótka sprzedaż. W związku z tym w przypadku funduszy o charakterze alternatywnym występują istotne bariery wyjścia. Bardzo ważną cechą tych funduszy jest też fakt nieobejmowania ich ustawodawstwem o funduszach inwestycyjnych (wyjątek stanowią np. otwarte fundusze hedge, niektóre fundusze nieruchomości lub fundusze towarowe). Oznacza to między innymi brak obowiązku publikowania informacji na temat polityki inwestycyjnej. Dla samych funduszy alternatywnych jest to zaleta, jako że pozwala im na dowolność w budowaniu strategii inwestycyjnych oraz ich „utajnienie”, co ma istotne znaczenie dla osiągnięcia sukcesu [Gabryelczyk, 2009a, s. 195].

Wśród funduszy o charakterze alternatywnym wyróżnia się cztery rodzaje:

- ▶ fundusze hedge (*hedge funds*),
- ▶ fundusze *private equity/venture capital (PE/VC funds)*, lokujące swe aktywa w papiery udziałowe przedsiębiorstw w początkowych fazach rozwoju,
- ▶ fundusze nieruchomości (*real estate investment funds*), inwestujące bezpośrednio w różnego rodzaju nieruchomości lub akcje przedsiębiorstw z branży budowlanej itp.,
- ▶ fundusze towarowe i surowcowe (*commodity funds*), które oparte są na bezpośrednich lub pośrednich inwestycjach w towary (odpowiednio w kontrakty terminowe na towary lub spółki towarowe), w tym w drewno (*timber*) – od niedawna odrębny rodzaj inwestycji towarowych – czy w surowce.

Oprócz nich w ostatnich latach wyodrębnił się zupełnie nowy rodzaj funduszy alternatywnych, związany z budowaniem portfeli inwestycyjnych lokujących kapitał w takie pasje, jak sztuka, wino czy diamenty.

W dalszej części niniejszego opracowania skupiono się na funduszach hedge, które stanowią jedną z najważniejszych grup funduszy inwestycyjnych o charakterze alternatywnym. Ich znaczenie wynika przede wszystkim z liczby strategii inwestycyjnych, jakie oferują (mówi się, że niemal każdy fundusz hedgingowy to unikatowa strategia inwestycyjna, dążąca do osiągnięcia nieograniczonych stóp zwrotu), a także z wielkości kapitału, którym dysponują i obracają.

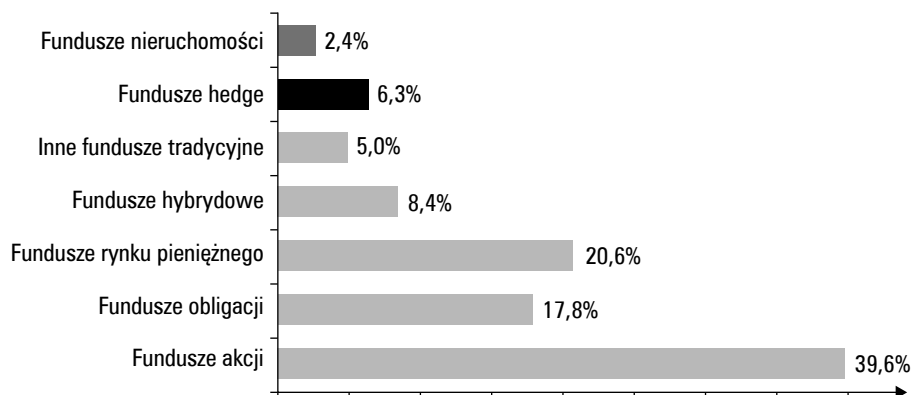
W tabeli 1.2 przedstawiono szacunkową wartość aktywów netto zgromadzonych w funduszach tradycyjnych i funduszach alternatywnych w latach 2000–2010, rysunek 1.2 pokazuje zaś średni procentowy udział poszczególnych rodzajów funduszy inwestycyjnych w strukturze tego rynku w badanym okresie.

**Tabela 1.2.** Wartość aktywów netto różnych rodzajów funduszy inwestycyjnych na świecie w latach 2000–2010 (w mld USD)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Fundusze tradycyjne</b>											
Fundusze akcji	5 962	5 134	4 204	5 923	7 219	8 333	10 508	12 446	6 497	8 948	10 549
Fundusze obligacji	2 077	2 212	2 534	3 047	3 313	3 450	3 871	4 277	3 388	4 546	5 409
Fundusze rynku pieniężnego	2 483	2 986	3 190	3 206	3 323	3 364	3 864	4 961	5 786	5 317	4 995
Fundusze hybrydowe	1 022	942	918	1 198	1 445	1 566	2 049	2 632	1 773	2 345	2 717
Inne	327	381	478	674	865	1 058	1 531	1 835	1 473	1 797	1 029
Razem	11 871	11 655	11 324	14 048	16 165	17 771	21 823	26 151	18 917	22 953	24 699
<b>Fundusze alternatywne*</b>											
Fundusze hedge	491	539	626	820	973	1 105	2 154	2 861	1 350	1 953	1 878
Fundusze nieruchomości	227	248	290	395	506	528	687	603	475	563	729

\* W zestawieniu nie uwzględniono danych dotyczących funduszy PE/VC, towarowych oraz związanych z inwestycjami w pasje, a to ze względu na brak jednolitych danych dotyczących tych rynków na świecie.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych European Fund and Asset Management Association (EFAMA), Investment Company Institute (ICI), Hedge Fund Research (HFR), Hedgefund.net oraz National Association of Real Estate Investment Truists (NAREIT).



**Rysunek 1.2.** Średni procentowy udział różnych rodzajów funduszy inwestycyjnych w strukturze funduszy inwestycyjnych w latach 2000–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 1.2.

Na podstawie powyższych danych można zauważyć, że w porównaniu z pozostałymi rodzajami funduszy wartość aktywów funduszy hedge nie jest imponująca (w ostatnich kilku latach stanowiła jedynie ok. 7% wartości aktywów netto funduszy tradycyjnych). Jednak zastosowanie przez fundusze hedgingowe dźwigni finansowej powoduje, że wartość rzeczywista dokonywanych przez nie transakcji jest znacznie wyższa niż wartość ich aktywów. Co więcej, jak wskazują dotychczasowe doświadczenia, fundusze hedge niejednokrotnie wpływały na zachowanie się zarówno tradycyjnej, jak i alternatywnej części rynku finansowego, co świadczy o ich ogromnym znaczeniu nie tylko dla rynku funduszy inwestycyjnych, ale także dla globalnego rynku finansowego.

## 1.2. Definicja funduszy hedge

Termin „*hedge fund*” został wprowadzony w 1966 r. przez Carol J. Loomis, która w swoim artykule pt. *The Jones nobody keeps up with* w magazynie „*Fortune*” opisała sukces strategii wykorzystywanej przez fundusz A.W. Jones Group [Loomis, 1966], którego założycielem i głównym zarządzającym był Alfred W. Jones, uważany za ojca funduszy hedge. Fundusz ten z założenia miał charakter spółki prywatnej<sup>6</sup>, której kapitał należał do małej liczby zamożnych inwestorów indywi-

<sup>6</sup> Taka konstrukcja została przyjęta przez Jonesa w celu uniknięcia konieczności podlegania obowiązującej w Stanach Zjednoczonych ustawie o spółkach inwestycyjnych (Investment Company Act of 1940), obejmującej swymi regulacjami spółki inwestycyjne oferujące tytuły uczestnictwa zarządzane przez siebie funduszy co najmniej 100 podmiotom, czyli na rynku publicznym.

dualnych, wśród których byli również zarządzający, wynagradzani określoną wartością procentową wypracowanych zysków. Strategia funduszu zakładała:

▶ pożyczanie środków pieniężnych w celu zajmowania długich pozycji na rynku akcji, które były niedowartościowane i których ceny w związku z tym (zgodnie z przewidywaniami Jonesa) miały wzrastać, czyli stosowanie dźwigni finansowej (*leverage*),

▶ pożyczanie akcji, które jego zdaniem były przewartościowane i których ceny miały w przyszłości spadać, a następnie ich sprzedawanie (czyli zajmowanie krótkich pozycji) po cenie bieżącej i odkupywanie ich w ściśle określonym czasie w przyszłości (w którym były one zwracane), czyli stosowanie krótkiej sprzedaży (*short selling*).

Korzystając z powyższych narzędzi, Jones „zabezpieczał” swoje pozycje, redukując tym samym ryzyko rynkowe (*market risk*) – dokonywał zatem tzw. neutralizacji ryzyka, która to strategia jest jedną z podstawowych w funduszach hedge (por. *market neutral strategy*).

Choć termin „*hedge funds*” upowszechnił się, należy podkreślić, że został użyty przez autorkę wzmiankowanego artykułu niepoprawnie. Świadczą o tym dwa fakty. Po pierwsze, definiując swój fundusz, Jones nigdy nie posługiwał się rzeczownikiem „*hedge*” (*nota bene* rzeczownik taki w języku angielskim nie istniał, został on stworzony przez Loomis), a przymiotnikiem „*hedged*”, aby odróżnić go od innych funduszy, w których nie zabezpieczano pozycji na rynku akcji. Po drugie zaś (co jest nawet ważniejsze), w rzeczywistości gospodarce fundusze hedge, jako podmioty dążące do osiągania nieograniczonych stóp zwrotu, podejmują różne rodzaje ryzyka (nie tylko ryzyko rynkowe), których nie da się zabezpieczyć [Ineichen, Silberstein, 2008, s. 10–11]. To powinno wykluczać stosowanie nazwy „*hedge(d) fund*” przez te instytucje.

Jakkolwiek „*hedge fund*” jest nazwą błędną, pojęcie to, najpewniej dzięki sukcesowi funduszu Jonesa i towarzyszącemu temu rozgłosowi, na stałe zagościło zarówno w światowej praktyce gospodarczej, jak i w nauce. Najprawdopodobniej jednak w związku z powyższym, a także w związku z tym, że fundusze hedge są wewnątrznie bardzo zróżnicowanym rodzajem funduszy inwestycyjnych<sup>7</sup>, do dziś w literaturze przedmiotu oraz w regulacjach prawnych pojęcie funduszu hedge nie zostało jednoznacznie zdefiniowane.

Trudno przedstawić wszystkie definicje funduszy hedge, głównie ze względu na fakt, iż autorzy niemal każdej pozycji literaturowej precyzują to pojęcie w inny sposób. W związku z tym w tabeli 1.3 zaprezentowano tylko wybrane definicje

<sup>7</sup> Wynika to ze stosowania przez fundusze hedge bardzo zróżnicowanych strategii, które oparte są nie tylko na wzmiankowanych wyżej narzędziach, ale również np. na arbitrażu czy spekulacji. Więcej szczegółów na ten temat w dalszej części książki.