

WALDEMAR ASPADAREC\*

---

## Fundusze hedgingowe – definicja i tendencje rozwoju

### Wprowadzenie

W ostatnich latach w samym rdzeniu systemu finansowego nastąpiło wiele strukturalnych zmian – jedną z najistotniejszych jest szybki wzrost znaczenia nowych graczy finansowych, wśród których szczególną uwagę poświęcono funduszom hedgingowym.

Celem artykułu jest ukazanie procesu rozwoju branży funduszy *hedge* na świecie. Informacje podane w artykule oparto na analizie i ocenie charakterystyk ilościowych, odnoszących się głównie do wartości aktywów w zarządzaniu, liczby funduszy *hedge* oraz ich stóp zwrotu. Zaprezentowano rozważania na temat przyszłości sektora funduszy hedgingowych. Zakres czasowy badań to lata 1997–2014, co daje możliwość przedstawienia zmian w całej dekadzie nowego stulecia z uwzględnieniem okresu po wybuchu globalnego kryzysu finansowego. Materiały źródłowe wykorzystane w artykule pochodzą z prywatnych baz danych, monitorujących rynek funduszy *hedge* ze szczególnym uwzględnieniem bazy BarclayHedge. Rozważania poprzedzono omówieniem strategii inwestycyjnych funduszy *hedge*.

### 1. Definicja i istota działalności funduszy hedgingowych

Definiowanie funduszy *hedge* na płaszczyźnie językowej jest o tyle specyficzne, że mamy tu do czynienia ze swego rodzaju dwujęzycznym terminem. Powszechnie stosowanie tego terminu utwierdza w przekonaniu, że nie odnaleziono dobrego polskiego ekwiwalentu dla przymiotnika *hedge*. Fundusze *hedge* są instytucjami powołanymi do zbiorowego lokowania i zarządzania pieniędzmi. Pozostaje pytanie, dlaczego są tak wyjątkowe, że zasłużyły na dookreślenie przymiotnikiem *hedge*. Jak można przeczytać w publikacji *Hedge Funds Quantitative Insights*, fundusz *hedge* definiuje się jako: „prywatną, luźno regulowaną i profesjonalnie zarządzaną pulę kapitałową niedostępną dla szerokiej publiczności” (Lhabitant 2004, s. 32). W *Hedge Fund Course* wskazuje się, że definiowanie funduszu *hedge* stwarza trudności, jako że niełatwo opisać, czym jest taki fundusz bez wpadania w kolizję z definicjami funduszy, które nie zaliczają się do takiej kategorii (McCrary 2004, s. 1). W pracy *Understanding Hedge Fund Performance* położono natomiast nacisk na dążenie funduszy *hedge* do osiągania zysków bez względu na otoczenie rynkowe: „Fun-

---

\* Dr Waldemar Aspadarec, Instytut Finansów WNEiZ, Uniwersytet Szczeciński; e-mail: goniag@poczta.fm

fundusz *hedge* jest aktywnie zarządzanym funduszem inwestycyjnym dążącym do osiągnięcia atrakcyjnych bezwzględnych stóp zwrotu. Dla osiągnięcia tego celu fundusze *hedge* używają zróżnicowanych strategii i narzędzi inwestycyjnych. Fundusze te są zaprojektowane dla niewielkiej liczby dużych inwestorów, a ich zarządzający otrzymuje udział w zyskach wypracowanych przez fundusz” (*Understanding...* 2001). Przegląd literatury przedmiotu dowodzi, że nie ma jednej, ogólnie przyjętej definicji funduszu *hedge*.

Polscy autorzy także stosują różne określenia funduszy *hedge*, np. stosowane przez Sławińskiego pojęcie „fundusz arbitrażowy” (Sławiński 2006, s. 21). Należy uznać, że najbardziej poprawne w języku polskim, dla oddania istoty tego typu funduszy, są określenia „fundusz *hedge*” lub „fundusz hedgingowy”, które będą stosowane wymiennie w niniejszym artykule. Większość z tego typu funduszy to instytucje uznawane za bardziej ryzykowne od klasycznych funduszy inwestycyjnych.

Funduszy *hedge* nie należy uważać za tradycyjne wehikuly inwestycyjne, nie ma więc potrzeby przekazywania informacji o ich działalności regulatorom, a tym bardziej szerokiej publiczności. Jest to uzasadnione tym, że inwestorzy tacy mają w swojej masie lepsze rozeznanie co do ryzyka. Kluczowe atrybuty funduszu *hedge* to (Lhabitant 2004, s. 34):

1. Pula nie stanowi przedmiotu regulacji nakładanych na zarejestrowane firmy inwestycyjne i dlatego zarządzający nią może stosować dowolne strategie inwestycyjne. W szczególności zarządzający może wykorzystywać bardzo ograniczony stopień dywersyfikacji, stosować dźwignię finansową, krótką sprzedaż lub instrumenty pochodne, takie jak kontrakty terminowe czy opcje, a także inwestować w instrumenty nie płynne lub nawet niebędące przedmiotem publicznego handlu. Jest to całkowicie odmienne od rozwiązań przyjętych w klasycznych funduszach inwestycyjnych, które są mocno ograniczone istniejącymi regulacjami.
2. Zarządzający funduszem *hedge* ma na celu zarabianie bez względu na sytuację rynkową. Spadające rynki, np. akcji, nie są dlatego dobrym wytłumaczeniem złych wyników ze względu na to, że dopuszczalna jest krótka sprzedaż.
3. W celu motywowania najlepszych menedżerów na rynku fundusze *hedge* stosują specjalną premię od wyników, zwaną *incentive fee*. Jest to premia zależna od wyników zarządzającego, stanowiąca zazwyczaj 20% wypracowanych zysków. Zazwyczaj wymaga się również, aby zarządzający zainwestował w fundusz jakąś część swojego majątku osobistego. Fundusze *hedge* stosują także stałe opłaty stanowiące 1–2% zarządzanych aktywów. Są one stosowane głównie w celu pokrycia kosztów stałych funkcjonowania wehikulu.
4. W celu oderwania uwagi zarządzającego od zarządzania kapitałem funduszu, a skupienia się na efektywnym inwestowaniu, fundusze *hedge* często stosują znacznie wydłużone okresy między zawiadomieniem klienta o chęci wyjścia z inwestycji a samą wypłatą środków. Dzięki temu istnieje możliwość podejmowania inwestycji rzeczywiste długoterminowych oraz angażowania się funduszu w nie płynne lub niepodzielne aktywa o znacznej wartości, takie jak nieruchomości.
5. Fundusze *hedge* ze względu na to, że są praktycznie nieregulowane, nie muszą ujawniać swojego stanu posiadania. Stworzyło to wokół nich aurę tajemniczości oraz wstrzymało niektórych inwestorów instytucjonalnych od podjęcia decyzji o inwestowaniu w te fundusze.

Na ogół literatura traktuje fundusze *hedge* jako odrębne podmioty, różniące się od klasycznych funduszy inwestycyjnych m.in. mniej restrykcyjnymi regulacjami, a tym samym mniejszym stopniem przejrzystości oraz stosowaniem złożonych strategii inwestycyjnych niezrozumiałych dla przeciętnego inwestora, nabywającego jednostki uczestnictwa w funduszu wspólnego inwestowania (Pruchnicka 2013, s. 17).

Znając kluczowe atrybuty funduszu *hedge*, uzasadnione jest zaproponowanie autorskiej definicji tego funduszu jako prywatnego funduszu inwestycyjnego dążącego do uzyskania wysokiej, bezwzględnej stopy zwrotu, charakteryzującego się maksymalną elastycznością w swych strategiach inwestycyjnych oraz działającego poza siatką regulacji prawnych.

## 2. Strategie inwestycyjne funduszy hedgingowych

Podziału funduszy *hedge* według ich strategii inwestycyjnych dokonuje wiele ośrodków badawczych monitorujących ten rynek. Najważniejsze z nich to: Credit Suisse, BarclayHedge, Hedge Fund Research, Eurekahedge oraz MSCI Barra. Podziały te nie są oczywiście jednakowe, ale pomimo występujących różnic, wszystkie ośrodki badawcze pokrywają jednak te same lub zbliżone rodzaje funduszy *hedge*.

Na strategię inwestowania w funduszu *hedge* składają się cztery elementy: styl, narzędzia, instrumenty finansowe i obszar geograficzny inwestowania. Styl definiuje sposób dokonywania transakcji, który zależy od wielu czynników rynkowych, takich jak np. klasa aktywów, *benchmark*. Narzędzia to kombinacje pozycji długich i krótkich, stopień zabezpieczenia ryzyka czy wykorzystywanie dźwigni finansowej. Instrumenty to natomiast wachlarz aktywów funduszu, a obszar geograficzny – miejsce dokonywania transakcji (Cottier 1997, s. 118). Należy wyraźnie stwierdzić, że strategie stosowane przez fundusze *hedge* nie są unikatowe. W praktyce fundusze *hedge* były i są kuźniami technik inwestycyjnych. Ich innowacyjność wynika z dużej elastyczności oraz tego, że ich twórcami nie są konserwatywne korporacje, lecz kreatywne osoby fizyczne.

Poniżej przedstawiono strategie funduszy *hedge* według Credit Suisse, który przy tworzeniu zestawienia stylów inwestowania wykorzystuje subindeksy funduszy *hedge*, naliczane i publikowane przez Credit Suisse Hedge Fund Indexes, co uzasadnione jest powszechnym stosowaniem indeksów publikowanych przez tę bazę dla oceny skuteczności funduszy *hedge*. Źródło to wyróżnia następujące techniki *vel* style inwestycyjne stosowane przez fundusze *hedge*. Termin „technika inwestycyjna” jest nieco mylący, ponieważ często są to raczej słowa kluczowe dla głównych obiektów inwestowania funduszy *hedge* niż unikatowe sposoby lokowania i zawierania transakcji:

- Arbitraż zamienny (*convertible arbitrage*). Esencją tej strategii jest zajmowanie długich pozycji na zamiennych dłużnych papierach wartościowych przedsiębiorstwa i jednoczesna krótka sprzedaż jego akcji. Występujące w tej strategii ryzyko kapitałowe można zabezpieczyć przez krótką sprzedaż danej liczby akcji wynikającej ze współczynnika konwersji. Do jego obliczania wykorzystuje się współczynnik delta obrazujący stopień wrażliwości wartości teoretycznej obligacji zamiennej na zmiany cen akcji, na którą ta obligacja może być zamieniona (Anson 2002, s. 20). Krótka sprzedaż akcji pozwala na otrzymanie neutralnego pod względem delty portfela obligacji zamiennych i akcji (Stefanini 2006, s. 112).
- Ekspozycja na pozycje krótkie (*dedicated short bias*). W odróżnieniu od otwierania „zwykłych” krótkich pozycji, strategia ta dopuszcza posiadanie pozycji krótkich, *per saldo*, jednak przy zachowaniu ciągłej ekspozycji krótkiej netto. W strategii tej wykorzystuje się akcje oraz kontrakty terminowe.
- Rynki wschodzące (*emerging markets*). Z uwagi na małe zaawansowanie rynków wschodzących, np. brak dopuszczenia krótkiej sprzedaży czy wielu rodzajów instrumentów, inwestowanie na rynkach wschodzących sprowadza się zazwyczaj do ekspozycji długiej. Ze względu na brak rozwiniętych w nich derywatów fundusze *hedge* nie

mogą zabezpieczać swoich pozycji, w związku z tym w niewielkim stopniu wykorzystują dźwignię finansową lub nie korzystają z niej wcale (Niedziółka 2009, s. 34). Co ciekawe, fundusze *hedge* stosujące tę strategię w porównaniu z tradycyjnymi funduszami akcji z rynków wschodzących, są bardziej skoncentrowane, a ich portfele znacznie się różnią od jakiegokolwiek indeksu giełdowego rynków wschodzących (Lhabitant 2004, s. 314).

- Ekspozycja neutralna na rynki akcji (*equity market neutral*). Celem tej strategii jest wykorzystanie nieefektywności rynku przez budowę portfeli neutralnych netto, np. w danym kraju czy sektorze. Należy stwierdzić, że neutralność rynkowa ma swoje granice. Im więcej czynników ryzyka zostanie zabezpieczonych, tym trudniej uzyskać wartość dodaną na portfelu i pełną jego neutralność. Z uwagi na relatywnie niewielkie potencjalne zyski strategia ta jest często wspomagana lewarowaniem finansowym. Portfel w tej strategii jest neutralny pod względem wartości zajętych pozycji, jeśli ma zerową całkowitą ekspozycję rynkową netto (Anson 2002, s. 32).
- Reagowanie na wydarzenia (*event-driven*). Strategia ta polega na otwieraniu pozycji w celu czerpania zysków z oczekiwanych wydarzeń gospodarczych. Najczęściej tego typu strategię mają charakter niekierunkowy, bowiem ostateczny wynik wystąpienia danego zdarzenia w przeważającej części zależy od działań danego przedsiębiorstwa, a ewentualny wpływ sytuacji rynkowej jest nieznaczny, jeśli nie zerowy. Fundusze *event-driven* mają zyski podobne do rynkowych, jednak charakteryzują się mniejszym ryzykiem niż inwestycje na giełdzie, bowiem jego poziom kształtuje się wokół mediany ryzyka, którym są obciążone wszystkie strategie funduszy *hedge* (McCrary 2004, s. 24). W ramach tej strategii wyróżnia się cztery podstrategie:
  1. Arbitraż ryzyka (*risk arbitrage*). Przedmiotem inwestycji są instrumenty firm przechodzących fuzję, przejmowanych lub przejmujących inne firmy. Standardowo kupuje się akcje przedsiębiorstwa przejmowanego i sprzedaje krótko papiery przejmującego. Czynnikiem ryzyka jest niedojście do skutku przejęcia. Im większe ryzyko niepowodzenia danej fuzji, tym na rynku większy jest *spread* transakcyjny – największy jest w przypadku wrogich przejęć (Stefanini 2006, s. 75).
  2. Papiery wartościowe zagrożone (*distressed securities*). Inwestuje się w dług oraz akcje przedsiębiorstw będących w kłopotach finansowych lub przechodzących procedury upadłościowe. Naturalnie robi się to w nadziei na poprawę sytuacji oraz wynikające z tego potencjalne ponadprzeciętne zyski, dlatego inwestorów nabywających takie papiery nazywa się „sępami” (*vulture investors*) (Hedges 2004, s. 13). Fundusze papierów zagrożonych różnią się między sobą poziomem struktury kapitałowej i etapem rozwoju przedsiębiorstw, w które inwestują, poziomem aktywności w negocjacjach oraz poziomem dywersyfikacji i stosowanych technik inwestowania (*The Hedge Fund...* 1999, s. 23).
  3. Regulacja D (*regulation D*). W ramach tej strategii inwestuje się w małe firmy i mikroprzedsiębiorstwa poszukujące kapitałów na prywatnych rynkach kapitałowych. Inwestycje mają nierazko postać bardziej wyrafinowaną od akcji zwykłych (są to np. papiery zamienne lub inne prawa pochodne) (Garbaravicius, Dierick 2005, s. 10).
  4. Papiery dłużne o wysokiej rentowności (*high yield*). W tym przypadku przedmiotem inwestycji są obligacje śmieciowe, czyli nisko oceniane papiery dłużne przedsiębiorstw mających dobry potencjał.
- Arbitraż na instrumentach o stałym dochodzie (*fixed income arbitrage*). Arbitrażyści stosujący tę strategię chcą osiągnąć zysk za pomocą niwelowania anomalii na stopach procentowych. Większość zarządzających zawiera transakcje globalne

i stara się osiągnąć stabilne dochody o małej zmienności. W strategii tej zawiera się arbitraż na *swapach* kredytowych, obligacjach rządowych, kontraktach na papiery dłużne oraz papierach dłużnych związanych z długiem hipotecznym. Kupując i sprzedając związane ze sobą dwa instrumenty o stałym dochodzie, zarządzający funduszem ma nadzieję na uchwycenie rozbieżności w ich wycenie, co spowoduje konwersję cen obu instrumentów w czasie (Anson 2002, s. 23). Ceny instrumentów o stałym dochodzie zależą od wielu czynników, dlatego zarządzający takim funduszem *hedge* wykorzystują wyrafinowane modele ilościowe testowane na komputerach o bardzo wysokiej mocy, które identyfikują niedoszacowanie lub przeszacowanie ich cen.

- Globalne makroinwestycje (*global macro*). Zarządzający funduszami *hedge* stosującymi tę strategię otwierają zarówno długie, jak i krótkie pozycje na głównych rynkach kapitałowych świata, w tym na rynkach derywatów. Zajęta pozycja wyraża stosunek zarządzającego do ogólnego trendu rynkowego i zdarzeń gospodarczych czy politycznych na rynku. W portfelach funduszy *hedge* stosujących tę strategię mogą znajdować się akcje, obligacje, waluty czy też surowce. Pozycje mogą być zajmowane tak na rynkach kasowych, jak i terminowych. Większość funduszy *global macro* inwestuje globalnie – zarówno na rynkach rozwiniętych, jak i na rynkach wschodzących (Lhabitant 2007, s. 327). Fundusze te analizują zmiany zachodzące w gospodarkach poszczególnych państw, uwzględniając w głównej mierze takie czynniki, jak: kursy walut, zmiany w stopach procentowych, ważne wydarzenia w polityce gospodarczej czy anomalie na rynkach papierów wartościowych (Chorafas 2003, s. 122).
- Długa/krótka ekspozycja na rynki akcji (*long/short equity*). Strategia ta polega na zajmowaniu tak długich, jak i krótkich pozycji na rynku. Celem funduszu stosującego tę strategię jest redukcja całkowitego ryzyka portfela przez minimalizowanie całkowitej ekspozycji rynkowej (Frush 2007, s. 19). Fundusze *long/short equity* są elastyczne przy zmienianiu rodzajów akcji (zarówno pod względem kapitalizacji spółek, jak i oczekiwań inwestycyjnych względem nich oraz ich sektorów), ekspozycji netto (długa lub krótka) czy też rynków. W celu zabezpieczenia pozycji mogą stosować instrumenty pochodne. Fundusze tego typu są mniej zdywersyfikowane od tradycyjnych funduszy akcyjnych.

Należy dodać, że wykorzystywane są także multistrategie (*multi-strategies*), które łączą kilka strategii w ramach jednego funduszu *hedge*. Zarządzający takimi funduszami kierują częścią aktywów w różne segmenty rynku finansowego w zależności od panującej na nim sytuacji. Wykorzystują oni różne okazje bez konieczności trzymania się jednej strategii, która nie zawsze jest rentowna. Łącząc w jednym portfelu kilka strategii, zarządzający dokonują dywersyfikacji nie tylko portfela funduszu, lecz także źródeł jego stopy zwrotu. W publikacji *Investment Strategies of Hedge Funds* Stefanini podkreśla, że fundusze te są podobne do funduszy *global macro*, ponieważ zarządzają aktywami o dużej wielkości, a także mają podobną strukturę organizacyjną firmy zarządzającej (Stefanini 2006, s. 217).

### 3. Rozwój sektora funduszy *hedge* w latach 1997–2014

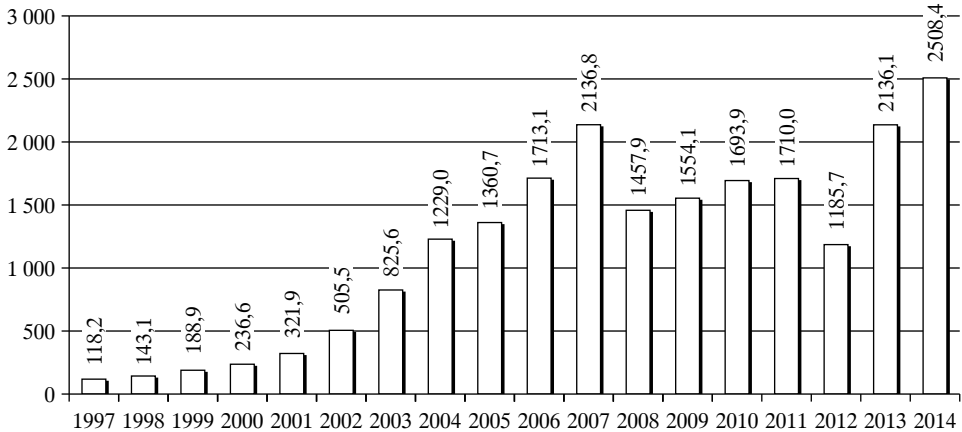
Poniżej przedstawiono charakterystyki ilościowe odnoszące się głównie do wartości aktywów w zarządzaniu, liczby funduszy *hedge* oraz ich stóp zwrotu. W opisie branży funduszy *hedge* należy przede wszystkim pokazać wykres wartości aktywów w zarządzaniu (*assets under management* – AUM) funduszy *hedge*. Według szacunków bazy danych BarclayHed-

ge na koniec 2014 r. fundusze *hedge* w skali globalnej zarządzały aktywami o wartości 2508 mld dol. co przedstawiono na rysunku 1.

Jeśli dzielić fundusze *hedge* według kryterium stylu inwestycyjnego, to ich strukturę na koniec 2014 r. pokazują tabela 1.

**Rysunek 1**

**Wartość aktywów netto funduszy *hedge* na świecie w latach 1997–2014 (w mld dol.)**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [www.barclayhedge.com](http://www.barclayhedge.com).

**Tabela 1**

**Wartość aktywów netto w zarządzaniu funduszy *hedge* według kryterium stylu inwestycyjnego na koniec 2014 r. (w mld dol.)**

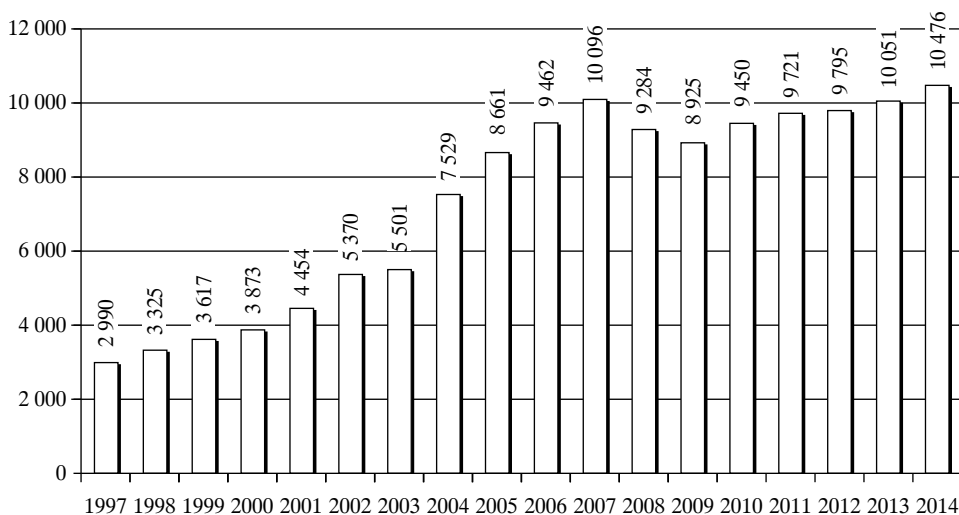
Styl inwestycyjny	
Arbitrażu zamiennego ( <i>convertible arbitrage</i> )	29,5
Zagrożonych papierów wartościowych ( <i>distressed securities</i> )	184,9
Rynków wschodzących ( <i>emerging markets</i> )	277,6
Akcyjne wyeksponowane netto na długie pozycje ( <i>equity long bias</i> )	203,8
Akcyjne wyeksponowane na długie i krótkie pozycje ( <i>equity long/short</i> )	202,3
Akcyjne wyeksponowane jedynie na długie pozycje ( <i>equitylong-only</i> )	132,5
Akcyjne neutralne ( <i>equity market neutral</i> )	42,6
Akcyjne kierowane zdarzeniami ( <i>event driven</i> )	291,2
Staloprzychodowe ( <i>fixed income</i> )	396,7
Makro ( <i>macro</i> )	204,0
Arbitrażu przy fuzjach ( <i>merger arbitrage</i> )	30,4
Wielu strategii ( <i>multi-strategy</i> )	273,8
Inne ( <i>other</i> )	96,6
Danego sektora ( <i>sector specific</i> )	142,5

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

Podsektor funduszy funduszy *hedge* (*fonds of hedge funds*) rozwija się w podobnym tempie jak cały rynek funduszy *hedge*. Na koniec 2014 r. w fundusze funduszy *hedge* zainwestowanych było 445,3 mld dol.

Jeśli chodzi o liczbę funduszy *hedge*, to jest ona skorelowana z wartością aktywów w ich zarządzaniu, co oznacza, że średnia wartość aktywów w zarządzaniu każdego funduszu pozostaje w przybliżeniu stała. Co ciekawe, w 2008 r. mimo załamania wartości aktywów w zarządzaniu branży, liczba podmiotów prowadzących fundusze *hedge* zmniejszyła się nieznacznie, co przedstawiono na rysunku 2. Oznacza to, że „zabicie” funduszu *hedge* może być trudniejsze niż z pozoru się wydaje.

**Rysunek 2**  
**Liczba funduszy *hedge* w latach 1997–2014**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych [www.thecityuk.com](http://www.thecityuk.com) i [www.hedgefundsresearch.com](http://www.hedgefundsresearch.com).

Od 2005 r. liczba bankructw funduszy *hedge* wzrosła i nigdy już nie wróciła do niskich wartości z początku dekady, ale wciąż, mimo wybuchu globalnego kryzysu, więcej funduszy powstaje niż jest likwidowanych. Nie da się jednak ukryć, że 2008 r. przyniósł największą w historii liczbę bankructw w branży. W tym roku upadło ok. 1400 podmiotów, ale liczba funduszy *hedge* w ostatnich latach mieści się w przedziale od 9 do 11 tys.

Analizując aktywa w zarządzaniu, warto przedstawić, w jaki sposób rozkładały się one w zależności od wielkości funduszu *hedge*. Innymi słowy, jak skoncentrowany jest kapitał w tej branży. Zagadnienie może być interesujące w kontekście dyskusji nad tezą o generowaniu ryzyka systemowego przez fundusze *hedge*. Można wskazać, że znaczne pieniądze w zarządzaniu relatywnie nielicznych instytucji mogą prowadzić do monopolizacji płynności i, co za tym idzie, stwarzania zagrożenia dla rynku jako całości, czyli generować ryzyko systemowe (Aspadarec 2013, s. 73).

Warto zauważyć, że XXI w. przyniósł kumulację coraz większych udziałów kapitałów w zarządzaniu największych funduszy *hedge*. Na początku obecnego stulecia występowała względnie duża liczba małych podmiotów ze stabilną pozycją na zdwersyfikowanym rynku. Pierwsza dekada nowego stulecia była jednak czasem koncentracji kapitału. Proces koncentracji aktywów w sektorze funduszy *hedge*, którego głównymi przyczynami są fuzje i przejęcia, sprawił, że w 2014 r. sto największych funduszy hedginowych, czyli

ok. 1% wszystkich, skupiało ponad 70% aktywów całego sektora. Tabela 2 przedstawia 10 największych podmiotów zarządzających funduszami *hedge* na świecie według wartości aktywów w zarządzaniu w 2014 r.

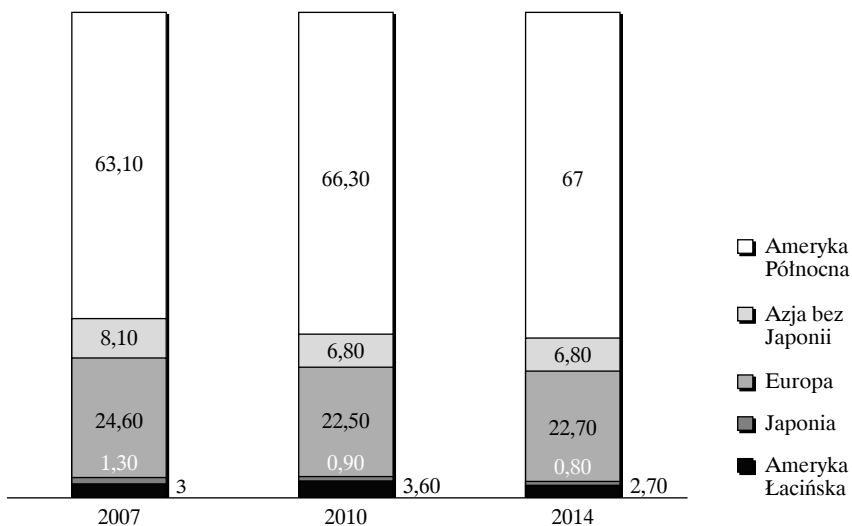
**Tabela 2**  
**Dziesięć największych podmiotów zarządzających funduszami *hedge* na świecie według wartości aktywów w zarządzaniu (dane za 2014 r.)**

Lp.	Nazwa podmiotu zarządzającego	Wartość w mld dol.	Lokalizacja
1	Bridgewater Associates	79,2	Westport, USA
2	JP Morgan Asset Management	57,4	Nowy Jork, USA
3	Man Group	37,7	Londyn, W. Brytania
4	Brevan Howard Asset Man.	35,1	Londyn, W. Brytania
5	Och-Ziff Capital Management	29,7	Nowy Jork, USA
6	BlackRock Advisors	29,6	Nowy Jork, USA
7	Soros Fund Management	27,2	Nowy Jork, USA
8	D.E. Shaw Group	26,7	Nowy Jork, USA
9	Baupost Group	26,4	Londyn, W. Brytania
10	Farallon Capital Management	20,7	San Francisco, USA

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

Centrum zarządczym największej liczby funduszy *hedge* pozostają Stany Zjednoczone z Nowym Jorkiem na czele, a kryzys finansowy spowodował, że od 2007 r. roku do końca 2014 r., w wyniku zaostrzenia nadzoru regulacyjnego, konsolidacji branży i dużej zmienności występującej na rynku, pozycja ta umocniła się, co przedstawiono na rysunku 3.

**Rysunek 3**  
**Obszary rejestracji podmiotów zarządzających funduszami *hedge* pod względem wartości aktywów w zarządzaniu w latach 2007, 2010 i 2014 (w %)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: EurekaHedge.



#### 4. Wyniki inwestycyjne funduszy hedgingowych

Prywatny charakter funduszy hedgingowych i brak ustawowego obowiązku ujawniania danych jest jednym z powodów, dla których nie ma jednej, kompletnej bazy danych zawierającej informacje na temat działalności wszystkich funduszy. Od samego początku działalności jedną z podstawowych cech funduszy *hedge* była ich nikła transparentność na każdym polu działania. Lukę związaną z brakiem informacji na temat branży funduszy *hedge* zaczęto wypełniać dopiero pod koniec zeszłego stulecia. Zadanie to spoczęło na barkach prywatnych firm – dostawców baz danych, które specjalizują się w gromadzeniu i przetwarzaniu informacji na temat ich działalności. Raportowanie funduszy do baz danych jest dobrowolne, dlatego większość funduszy *hedge* raportuje tylko do jednej bazy.

Odpowiedź na pytanie, jakie wyniki osiągają fundusze *hedge*, nie jest łatwa. Przed dokonaniem analizy wyników funduszy *hedge* przedstawione zostaną trudności, sprawiające, że odpowiedź jest niejednoznaczna. Specyfika funduszy *hedge* powoduje, że informacje na temat osiąganych wyników są obciążone różnymi błędami, o istnieniu których należy pamiętać podczas oceny ich wyników inwestycyjnych. Jak zauważają Fung i Hsieh, analizując wyniki funduszy *hedge* dostępne w bazach danych, należy zwrócić uwagę na następujące błędy (Fung i Hsieh 2002):

- a) błąd efektu przetrwania (*survivorship bias*),
- b) błąd historycznych stóp zwrotu (*instant history bias*),
- c) błąd likwidacji funduszu (*liquidation bias*),
- d) błąd wyboru (*selection bias*).

Błąd efektu przetrwania występuje, gdy do obliczeń średnich stóp zwrotu funduszy *hedge* wykorzystuje się informacje tylko o aktywnych funduszach (Perez 2011b, s. 99). Krótkie szeregi czasowe wyników funduszy *hedge* sugerują, że nieprzerwanie trwa proces powstawania nowych funduszy *hedge* i likwidacji tych, które nie osiągnęły zakładanych wyników inwestycyjnych.

Błąd historycznych stóp zwrotu wynika z tego, że fundusze niedawno dodane do baz danych raportują także swoje wyniki historyczne. W bazie danych rejestrowane są one jako wyniki *ex post*. Taki stan powoduje prawdopodobieństwo podawania tylko korzystnych dla siebie wyników inwestycyjnych i zawiązania średniej stopy zwrotu. Często praktyką, motywowaną względami marketingowymi, jest dobrowolne raportowanie do baz danych dopiero w momencie osiągnięcia wyników inwestycyjnych równych lub wyższych od konkurencji. Okres inkubacji, czyli działania w ukryciu, z reguły wynosi od roku do dwóch lat (Perez 2011a, s. 317). Po tym czasie fundusz najczęściej zaczyna raportowanie do bazy lub też, z powodu nieosiągnięcia zadowalających wyników, jest rozwiązywany.

Wyniki inwestycyjne funduszy *hedge* publikowane przez bazy danych są obciążone również błędem likwidacji funduszu. Problem występowania w bazach danych tego efektu wynika z tego, że więcej niż 50% funduszy *hedge* jest likwidowanych przed upływem pięciu lat. Najważniejsze przyczyny powodujące ten stan rzeczy wynikają z (Lhabitant 2007, s. 483):

- a) likwidacji funduszu po okresie dotkliwych strat,
- b) likwidacji funduszu po długim okresie uzyskiwania wyników poniżej oczekiwań, co wpływa jednocześnie na obniżenie wartości aktywów netto,
- c) fuzji funduszu *hedge* z innym funduszem,
- d) zaprzestania raportowania mimo kontynuowania działalności<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Fundusze takie nazywa się *defunct funds*, natomiast dla funduszy *hedge*, które znikają z baz danych i jednocześnie zaprzestają swojej działalności, stosowane jest określenie *dead fund*.

Kolejnym błędem, wpływającym na ocenę wyników inwestycyjnych funduszy *hedge*, jest błąd wyboru. W jego obszarze można popełnić błąd własnego wyboru (*self-selection bias*) albo błąd doboru próby (*sample selection bias*). Pierwszy z nich wynika wprost z dobrowolności raportowania funduszy *hedge* do baz danych. Fundusze po doznaniu straty dokonują wyboru, czy będą raportowały do baz danych. Wielkość tego błędu można by obliczyć, zdołując dane dotyczące stóp zwrotu funduszy, które pozostają anonimowe. W praktyce jest to niewykonalne, dlatego nie można oszacować wartości tego błędu (Perez 2011b, s. 103). Jak podkreśla wielu badaczy, dopiero usunięcie przedstawionych powyżej błędów baz danych daje możliwość wyciągania prawdziwych wniosków z badań nad tymi funduszami.

Przed 2006 r. brak możliwości inwestowania w cały sektor funduszy *hedge* zmuszał skupianie uwagi na zachowaniu pojedynczych funduszy. Odpowiedzi na pytania: czy fundusze *hedge* zachowują się lepiej niż fundusze inwestycyjne i czy pojedyncze fundusze *hedge* zachowują się lepiej niż rynek jako całość, nie są oczywiste. Przyczyny tych trudności przedstawiono powyżej, ale powinny być uzupełnione o następujące kwestie. Przede wszystkim, jedną z trudności w kalkulowaniu stóp zwrotu jest wycena aktywów. O ile nieskomplikowane jest obliczanie stóp zwrotu klasycznych funduszy inwestujących w akcje, o tyle fundusze *hedge* nierzadko nabywają do portfela instrumenty finansowe niebędące przedmiotem obrotu na zorganizowanych rynkach. Trudność wynika z faktu, że dla instrumentów notowanych na rynku OTC nie ustala się cen zamknięcia, zatem fundusze *hedge* wykorzystują modele teoretyczne w celu oszacowania wartości tych instrumentów. Innym stosowanym rozwiązaniem w celu wyeliminowania tej niedogodności jest wycena portfela na podstawie cen kwotowanych, a nie cen transakcyjnych, co również może rodzić kontrowersje. Kolejna trudność wynika ze sposobu szacowania stóp zwrotu funduszy *hedge*. Rzetelne szacowanie musi zawierać w sobie dopasowanie do ich ekspozycji na ryzyko. Fundusze *hedge* mogą otwierać długie i krótkie pozycje, korzystać z derywatów oraz pożyczek, dlatego ich ekspozycja na ryzyko rynkowe w krótkim okresie może być zmienna, co utrudnia oszacowanie poziomu ryzyka na podstawie ograniczonej próby miesięcznych stóp zwrotu. Techniki szacowania ekspozycji na ryzyko w klasycznych funduszach inwestycyjnych działają stosunkowo dobrze, ale nie spisują się tak dobrze w odniesieniu do funduszy *hedge*. Stopę zwrotu funduszu akcyjnego najczęściej postrzega się jako zwrot z portfela akcji oraz kilku elementów niepowtarzalnych dla danego funduszu. W przypadku funduszy *hedge* stopa zwrotu najlepiej jest wyrażona jako stopa zwrotu inwestycji w instrumenty pochodne (Fung i in. 2007).

Ekstrapolowanie wyników przeszłych na przyszłość wiąże się z tym, że wyniki danego funduszu mogą dawać selektywny wgląd w jego ryzyko. Wynika to ze stosowania strategii o profilu wypłat podobnym jak w przedsiębiorstwie ubezpieczeniowym, sprzedającym ubezpieczenia na wypadek trzęsienia ziemi. Do czasu, gdy ubezpieczenia te nie wiążą się z koniecznością wypłat, wpływają one na dobre wyniki ubezpieczyciela, ale czasami występuje rzeczywiste trzęsienie ziemi, co powoduje, że ubezpieczyciel generuje duże straty, które mogą przekroczyć skumulowane zyski z okresów „spokojnych”. W przypadku inwestorów kupujących akcje przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego ryzyko wystąpienia trzęsienia ziemi może być przez nich kalkulowane, jednak inwestorom wkładającym swe pieniądze w fundusze *hedge* może wydawać się niemożliwe, że fundusz ponosi ryzyko dużych strat przed ich zmaterializowaniem. Fundusz *hedge* zaciągający takie ryzyko będzie generował zyski, jeżeli nie dochodzi do katastroficznego wydarzenia przez dłuższy okres, co utwierdza inwestorów, że nie wykazuje on dużej zmienności i ekspozycji na ryzyko rynkowe, przez co taki fundusz może wydawać się „dobry” pod względem wyników. Analiza zmienności może doprowadzić do konkluzji, że fundusz charakteryzuje się niską zmiennością, ponieważ inwestorzy oceniają stopy zwrotu przed pojawieniem się niekorzystnego wydarzenia. Wyjaśnia to, dlaczego

zmienność nie jest najlepszą miarą oceny ryzyka pojedynczego funduszu. Przykład ten wskazuje, że fundusz *hedge* może wydawać się dość stabilny w porównaniu z funduszem inwestycyjnym, jednak odznacza się znacznie wyższym prawdopodobieństwem utraty wszystkich swoich aktywów (Stulz 2007, s. 188).

Wymienione niedogodności sprawiają, że analiza wyników inwestycyjnych funduszy hedgingowych jest kontrowersyjna. Metodą stosowaną dla ewaluacji strategii inwestycyjnych jest w tym sektorze oszacowanie współczynnika alfa tej strategii. Jest to ta część strategii, która nie jest wyjaśniona ryzykiem beta, wynikającym z ekspozycji na zmiany rynkowe. Zarządzający musi mieć umiejętność generowania alfy, równocześnie nie zaciągając ryzyka bety. Ze statystycznego punktu widzenia alfa jest wyrazem wolnym z równania regresji liniowej oceniającego efektywność zarządzania funduszem inwestycyjnym, które zostało zaproponowane przez Jensena na podstawie modelu CAPM (Jensen 1968).

Alfa Jensena jest nadwyżkową stopą zwrotu ważoną ryzykiem. Im większa wartość tego wskaźnika, tym lepszy wynik osiągnięty przez dany fundusz *hedge*. Wartości dodatnie wskaźnika oznaczają, że fundusz jest zarządzany ponadprzeciętnie, ujemne zaś, że portfel osiągnął wynik słabszy niż nadwyżkowa stopa rynkowa, ta bowiem przyjmuje wartość zero (oznacza, że rynek jest neutralny) (Bodie 2008, s. 295).

W ocenie nieregulowanych funduszy hedgingowych kluczowe jest to, że mają one średnio nieujemną alfę po uwzględnieniu opłat. Wynika z tego, że zarządzający funduszem *hedge* zarabiają co najmniej na odprowadzane na ich rzecz opłaty. Środowiska akademickie w badaniach skupiają uwagę w odniesieniu do alfy na dwóch sprawach – średniej wartości alfy i okresie utrzymywania się tej wartości w pojedynczych funduszach. Ibbotson i Chen (2005) przeanalizowali zachowanie funduszy *hedge* od 1999 r. do 2004 r. Z badań tych wynika, że średnia stopa zwrotu dla każdego z tych funduszy wyniosła 9,1% po uwzględnieniu opłat. Stopa zwrotu wolna od opłat dzielona jest na dwa komponenty, pierwszym jest zysk wygenerowany dzięki ekspozycji na szeroki rynek – tzw. ryzyko beta. Ekspozycja ta generowała zysk w wysokości 5,4%, co oznacza, że średnia alfa dla funduszy wyniosła 3,7%. Z tego badania wynika, że alfa w funduszach *hedge* jest znacznie większa w porównaniu z alfą funduszy inwestycyjnych, inwestujących w akcje w badanym okresie.

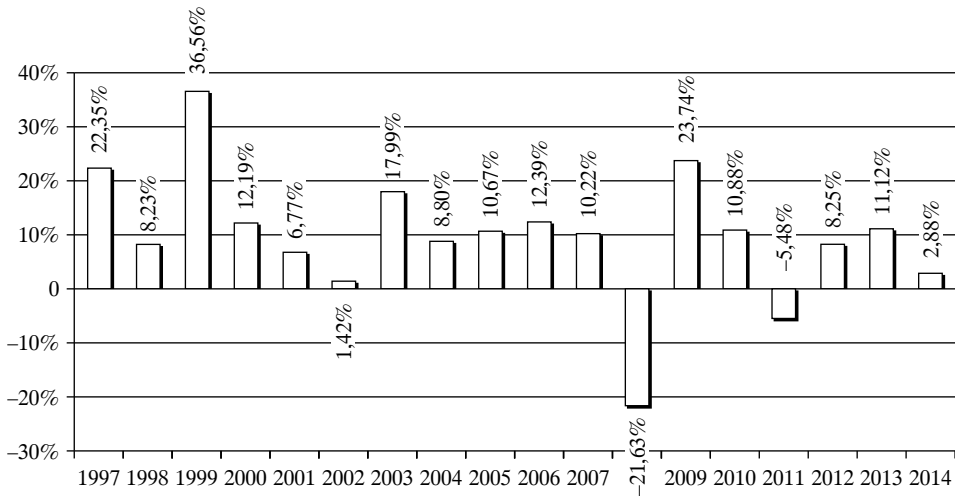
Fung, Hsieh, Naik i Ramadorai (2007) w analizie odnoszącej się do funduszy funduszy *hedge* wskazują, że w rzeczywistości istnieją dwie grupy takich funduszy. Około 20% funduszy ma zarządzających o wartościowych umiejętnościach wskazywanych przez ich dodatnią oraz wysoką alfę, natomiast inni menedżerowie nie generują istotnie dodatniej alfy (Fung 2007).

Odpowiedź na pytanie o utrzymywanie alfy w czasie przez zarządzających funduszami *hedge* dają badania przeprowadzone przez Jagannathana, Malakhova i Novikova (2006). Badania te wskazują, że fundusze *hedge* są w stanie utrzymać tylko połowę swoich dobrych wyników w kolejnych okresach trzyletnich, co oznacza, że jeśli fundusz miał alfę na poziomie 2% w czasie trwania trzyletniego okresu, to można oczekiwać, że jego alfa w ciągu następnego trzyletniego okresu wyniesie 1%.

Podsumowując, wiele badań potwierdza znaczący odsetek funduszy z istotnie dodatnią alfą, co oznacza, że zdolność do wybrania dobrego funduszu *hedge* może być wysoce opłacalna. Nie należy zapominać, że ekstrapolowanie wyników przeszłych na przyszłość może być niebezpieczne, ale niektóre badania potwierdzają, że wcześniejsze wyniki funduszy pomagają w ich wybieraniu na przyszłość.

Aby mierzyć uśrednione wyniki inwestycyjne funduszy *hedge*, czyli indeks funduszy *hedge* dla statystycznej wiarygodności należy dysponować znaczną ich liczbą (chodzi o to, aby wyniki pojedynczego funduszu nie ważyły zanadto na całości). Stąd też BarclayHedge nalicza indeks funduszy *hedge* dopiero od 1997 r.

**Rysunek 4**  
**Stopy zwrotu funduszy hedge w latach 1997–2014**



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

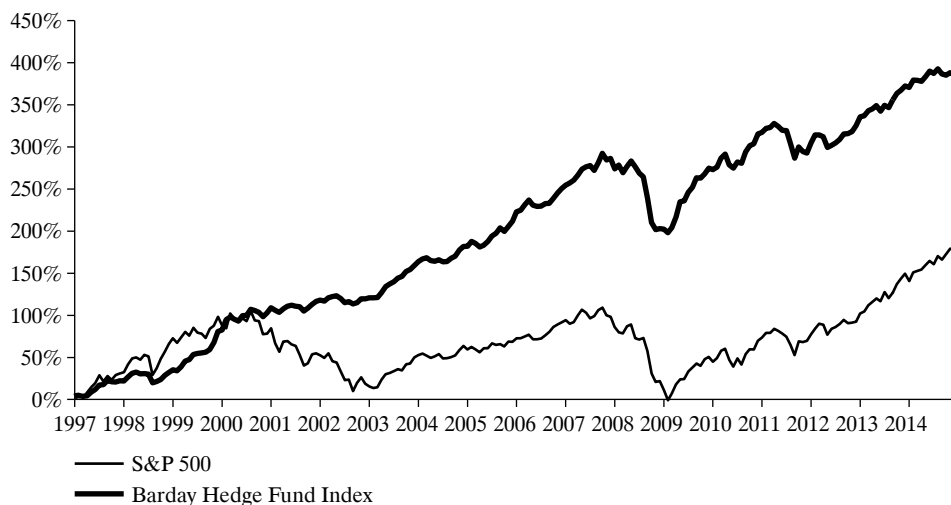
Z danych przedstawionych na rysunku 4 wyraźnie widać, że fundusze *hedge* w swojej masie spełniają swoje funkcje, czyli generują możliwie jak najwyższe zyski bezwzględne, a nie relatywne do benchmarku. Nawet krach dotcomów nie przeszkodził wyjść branży funduszy *hedge* na plus, co prawda niewielki, jednak wydaje się to zaspokajać inwestorom potrzebę zarabiania, a w najgorszym razie nieponoszenia strat. Co ważne, w latach, w których nie występował krach, czyli zarówno w latach wzrostu i stagnacji rynków, fundusze *hedge* osiągały znaczne bezwzględne zyski.

Wyjątek stanowią lata 2008 i 2011. Jako przyczynę tak znacznych strat poniesionych w 2008 r. można wskazać nie tyle powszechne spadki na rynkach kapitałowych ani też znaczną zmienność rynków, ponieważ fundusze *hedge* w zasadzie „lubią” zmienność – w szczególności dotyczy to tych rzeczywiście agresywnie zarządzanych oraz potrafiących dynamicznie zmieniać swoją pozycję z długiej na krótką i odwrotnie. Przyczyną mógł być brak płynności na rynkach, czyli sytuacja, w której zarządzający funduszem wie, w jakich cenach otwierać, zamykać lub odwracać pozycje, jednak rynek nie daje możliwości realizacji transakcji. Przyczynami tego mogły być także problemy odnoszące się do obsługi używanych lewarów, tzn. zaciągniętych pożyczek, panika klientów w funduszach niestosujących odpowiednich okresów zamkniętych (fundusz może być zmuszony do zamykania pozycji w najmniej korzystnym momencie). Warto jednak wskazać, że w 2011 r., w „krachowym” sierpniu, średnia strata w branży wyniosła nieco ponad 3%, co wydaje się stratą niewielką, biorąc pod uwagę siłę i gwałtowność spadków na giełdach oraz przyklejaną funduszom *hedge* etykietkę instytucji agresywnych.

Jak zatem wyglądają wyniki funduszy *hedge* na tle rynku akcji? Porównawczą ilustrację dają wykresy zamieszczone na rysunku 5 wskazujące, że inwestor, który zainwestował w fundusze hedgingowe tworzące indeks Barclay Hedge Found Index w styczniu 1997 r. i utrzymywał inwestycję do końca 2007 r., czyli do wybuchu globalnego kryzysu finansowego, uzyskał stopę zwrotu równą 286,4% (wolną od wszystkich dodatkowych obciążeń, takich jak premie za zarządzanie) lub efektywną roczną stopę zwrotu równą ok. 14,4%. Ze względu na to, że aktywnie zarządzane fundusze inwestycyjne rynku akcji jako całość nie

Rysunek 5

Indeks Barclay Hedge Fund Index na tle indeksu akcji S&P 500 w latach 1997–2014



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

zachowują się lepiej niż rynek akcji, uwzględniając opłaty przez nie pobierane, fundusze *hedge* są lepsze niż aktywnie zarządzane fundusze inwestycyjne, o ile ich wyniki będą lepsze niż wyniki rynku akcji jako całości. Hipotetyczny inwestor, który zainwestował w akcje spółek tworzących indeks Standard & Poor's 500, w tym samym okresie zarobił 75,3%, co daje roczną efektywną stopę zwrotu na poziomie 5,7%. Elastyczność funduszy *hedge* i zalety z niej wynikające z całą siłą objawiły się w styczniu 2009 r., kiedy to stopa zwrotu hipotetycznego inwestora, angażującego środki na początku 1997 r. w fundusz *hedge* sięgnęła 202,4%. Natomiast w odniesieniu do S&P 500 wartość ta wyniosła -6,4%. Od minimów zanotowanych przez globalne rynki finansowe na początku 2009 r. sytuacja na rynkach finansowych – wbrew sytuacji w gospodarce realnej – poprawiała się znacznie. Dowodzi to znacznego oderwania się tych rynków od realnej gospodarki, co wynika z zalewania świata pieniędzmi drukowanymi w ogromnych ilościach przez banki centralne w tym głównie FED i ECB.

Konkludując, na koniec 2014 r., czyli po 18 latach inwestowania przez inwestora, wynik osiągnięty na portfelu funduszy *hedge*, mierzony indeksem Barclay Hedge Fund Index wyniósł 386,1%, znacznie przewyższając stopę zwrotu indeksu S&P 500, która kształtowała się na poziomie 177,9%.

W badanym okresie zbiorcze wyniki inwestycyjne funduszy *hedge* osiągały zawsze wartości dodatnie – od 1,42% w 2002 r. do 36,56% w 1999 r. Wyjątek stanowiły lata 2008 i 2011. Wybuch globalnego kryzysu finansowego w 2008 r. ukazał, że nawet tak elastycznym wehikułom inwestycyjnym jak fundusze *hedge* nie udało się, jako branży, osiągnąć dodatniej stopy zwrotu. Rok 2011 zakończył się drugi raz w historii ujemną stopą zwrotu na poziomie -5,48%. Wyniki funduszy *hedge* w badanym okresie pozostawały w korelacji z możliwościami, jakie oferowały poszczególne segmenty globalnego rynku finansowego. Spadek wartości indeksu Barclay Hedge Fund Index, szczególnie w 2008 r., determinowany był strukturą funduszy *hedge*, w której dominują fundusze akcyjne wyeksponowane netto na długie pozycje, czyli *equity long bias* i *managed futures*. Załamanie na rynkach w 2008 r. charakteryzowało się równoczesnymi ogromnymi spadkami na rynkach kapitałowych i spadkami na rynkach surowcowych.

Badanie wyników funduszy *hedge* w okresie od 1994 r. do końca 2014 r. dowodzi, że spośród subindeksów opisujących strategię funduszy *hedge* wszystkie osiągnęły wynik dodatni, z wyjątkiem jednego – *Dedicated Short Bias*, którego wynik kształtował się na poziomie ujemnym, wynoszącym  $-5,27\%$ . W obu latach, gdy fundusze *hedge* jako cała branża zanotowały ujemne wyniki, czyli w 2008 r. i 2011 r., strategię wyeksponowane na pozycje krótkie przyniosły odpowiednio  $40,91\%$  i  $6,64\%$  zysku.

W uzupełnieniu należy dodać, że do rozwoju rynku funduszy *hedge* przyczynił się fakt, że stały się one narzędziem dywersyfikacji portfela. Mogąc nieskrępowanie wykorzystywać derywaty i krótką sprzedaż, dają one do uzyskania jak najwyższej stopy zwrotu, co sprawia, że są nisko lub ujemnie skorelowane z tradycyjnymi instrumentami finansowymi. Analiza korelacji między indeksem Barclay Hedge Fund Index a globalnym rynkiem akcji mierzonym indeksem S&P 500 w okresie od 2000 r. do końca 2014 r. dowodzi, że fundusze *hedge* doświadczyły niskiej korelacji z globalnym rynkiem akcji w latach 2000–2004. W kolejnych latach, aż do wybuchu globalnego kryzysu finansowego, poziom korelacji wzrósł, aby w następnych latach ponownie się obniżyć. Współczynnik ten wyniósł odpowiednio:  $0,25$  w latach 2000–2004,  $0,63$  w latach 2005–2009 i  $0,51$  w latach 2010–2014<sup>2</sup>. Można postawić tezę, że niski stopień korelacji funduszy *hedge* z rynkiem akcji jest jedną z fundamentalnych przesłanek napływu kapitału od inwestorów instytucjonalnych do branży funduszy *hedge*. Niski poziom korelacji po wybuchu kryzysu sugeruje, że fundusze *hedge* przesunęły środek ciężkości z rynku kapitałowego na rynek towarowy, w szczególności na surowce, co może być traktowane jako odpowiedź inwestorów na politykę banków centralnych drukujących pieniądze w niespotykanej dotychczas skali.

## 5. Tendencje rozwojowe funduszy hedgingowych

Zmiany, jakie dokonały się w ostatnich latach w branży funduszy *hedge*, pozwalają na wysunięcie wniosków co do ich przyszłości. Po pierwsze, branża funduszy *hedge* stanie się bardziej zinstytucjonalizowana. Po drugie, branża ta prawdopodobnie będzie regulowana w większym stopniu. Po trzecie, w wyniku osiągania najlepszych rezultatów w gospodarce realnej branża funduszy *hedge* zaistnieje mocniej niż dotychczas w Azji.

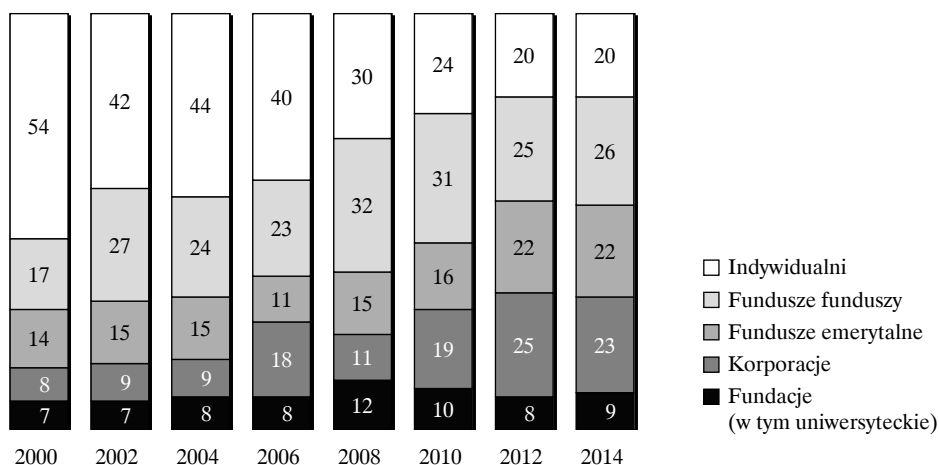
Pod względem pochodzenia kapitału zwraca uwagę stała tendencja spadkowa udziału podmiotów tworzonych z funduszy osób prywatnych. Widać istotny wzrost zaangażowania na rynku funduszy *hedge* inwestorów instytucjonalnych. Ilustruje to rysunek 6.

Szanse na większą regulację są realne w związku z tym, że fundusze *hedge* nie tylko zostały rodzajem skupiska celebrytów świata finansów, lecz także zostały postawione na pierwszym miejscu listy winowajców wszelkich zaburzeń pojawiających się na rynkach finansowych. Odpowiedź na pytanie, czy fundusze *hedge* staną się bardziej regulowane, wydaje się jednoznacznie twierdząca. Obawy dotyczące się potencjalnego kreowania przez fundusze *hedge* ryzyka systemowego oraz ochrona inwestorów spowodowały w ostatnim okresie, że zarówno Stany Zjednoczone, jak i Europa doświadczyły znacznej presji na zwiększenie regulacji w odniesieniu do funduszy *hedge*. Zmiany te doprowadzą najprawdopodobniej do konwergencji, redukując lukę między funduszami hedgingowymi a funduszami inwestycyjnymi. Uczyni je to bardziej podobnymi do siebie niż obecnie. Proces ten nie obejmie oczywiście wszystkich funduszy *hedge*. Zdaniem autora, niektóre z nich wciąż same będą wybierały swoich inwestorów, jak również zmienią sposób funkcjonowania, przez co będą mniej dotknięte rosnącą instytucjonalizacją i regulacjami branży.

<sup>2</sup> Obliczenia własne na podstawie danych [www.barclayhedge.com](http://www.barclayhedge.com), Bloomberg.

Rysunek 6

**Struktura globalnych funduszy *hedge* w latach 2000–2014  
na podstawie źródeł pochodzenia kapitału (w %)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: [www.thecityuk.com](http://www.thecityuk.com), [www.hedgefundsresearch.com](http://www.hedgefundsresearch.com).

Oczekuje się, że w przyszłości kraje azjatyckie, szczególnie Singapur i Hongkong staną się centrami funduszy *hedge*, przyciągając dużą liczbę menedżerów. Przesłankami dla takiego rozumowania jest to, że (2009 *Key Trends...*):

1. Zakładanie funduszy *hedge* w Azji jest dużo tańsze niż w USA czy Wielkiej Brytanii.
2. Gospodarki azjatyckie osiągają lepsze wyniki i wróciły już na ścieżkę wzrostu gospodarczego po kryzysie finansowym w 2008 r.
3. Finansowe centra azjatyckie dysponują dobrze rozwiniętą bazą informatyczną.
4. Inwestorzy coraz częściej podróżują w ten region świata.

Azja stała się jednym z niewielu zdrowych obszarów gospodarczych na świecie. W znacznym stopniu wpłynie to na stopień zamożności tamtejszych obywateli i tym samym stanie się czynnikiem wzrostu branży funduszy *hedge* w tamtym rejonie świata.

Potwierdzenie silnego wzrostu znaczenia Azji można odnaleźć w raporcie dotyczącym zamożności na świecie opublikowanym przez bank Citigroup przy współpracy z Knight Frank. Można się z niego dowiedzieć, że do 2020 r. Chiny pokonają Stany Zjednoczone i staną się największą gospodarką świata, a do 2050 r. na pierwszym miejscu pod względem wielkości gospodarki znajdą się Indie (*The Wealth Report 2012*).

### Zakończenie

Powyższe rozważania pozwalają na przedstawienie kilku konkluzji. Po pierwsze, sektor nieregulowanych funduszy hedgingowych w pierwszej dekadzie XXI w. rozwijał się niezwykle dynamicznie. Kryzys finansowy również nie spowodował załamania w branży funduszy *hedge*; w 2008 r. nastąpił wprawdzie spadek wartości aktywów i największa w historii liczba funduszy *hedge* uległa likwidacji, ale już na koniec 2011 r. rynek powrócił do rekordowych poziomów. Po drugie, można postawić tezę, że fundusze *hedge* będą istniały zawsze, jednak ze względu na wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych branża jako całość doświadczy zbliżenia się do tradycyjnego modelu funduszy inwestycyjnych.

Od funduszy *hedge* oczekuje się pozytywnego zachowania niezależnie od tego, jakie było zachowanie rynku. Analizując wyniki funduszy *hedge*, można stwierdzić, że ze względu na swą elastyczność wciąż osiągają one wyniki lepsze niż „szeroki rynek” mierzony indeksem S&P 500, niezależnie od sytuacji rynkowej.

Działalność funduszy *hedge* generalnie wspomaga efektywność rynków kapitałowych, ponieważ są one postrzegane jako dostarczyciele płynności na tych rynkach. W szczególności fundusze *hedge* uprawiają aktywny trading i przyczyniają się do wzrostu efektywności i płynności przez częste zawieranie transakcji oraz zdolność do wykorzystywania możliwości arbitrażowych. Aktywność ta generalnie oddziałuje stabilizująco oraz dostarcza znacznych korzyści w sensie większej płynności rynku, mniejszej zmienności oraz stabilniejszych relacji w cenach aktywów finansowych.

Tekst wpłynął: 15 stycznia 2015 r.

(wersja poprawiona i zaktualizowana: 25 września 2015 r.)

## Bibliografia

- 2009 *Key Trends in the Global Hedge Fund Industry*, Eurekahedge 2009, www.eurekahedge.com.
- Anson M.J.P., *Handbook of Alternative Assets*, John Wiley & Sons, New York 2002.
- Aspadarec W., *Wielowymiarowe aspekty rozwoju rynku funduszy hedge*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2013.
- Bodie Z., Kane A., Marcus A.J., *Investments*, Mc Graw-Hill, New York 2008.
- Chorafas D.N., *Alternative Investments and the Mismanagement of Risk*, Basingstoke, Hampshire – Nowy Jork 2003.
- Cottier P., *Hedge Funds and Management Futures. Performance Risks, Strategies and Use in Investment Portfolio*, Bern – Stuttgart – Wien 1997.
- Frush S., *Understanding Hedge Funds*, New York 2007.
- Fung W., Hsieh D.A., *Hedge-Fund Benchmarks: Information Content and Biases*, „Financial Analysis Journal” 2002, nr 27(2).
- Fung W., Hsieh D.A., Naik N., Ramadorai T., *Hedge Funds: Performance, Risk, and Capital Formation*, „Journal of Finance” 2008, nr 63(4).
- Garbaravicius T., Dierick F., *Hedge Funds and Their Implications for Financial Stability*, European Central Bank, Occasional Paper Series, nr 34, 2005.
- Hedges J.R., *James R. Hedges on Hedge Funds. How to Successfully Analyze and Select an Investment*, Hoboken 2004.
- Ibbotson R.G., Chen P., *Sources of Hedge Fund Returns: Alphas, Betas, and Costs*, Yale ICF (International Center for Finance) Working Paper 05–17, Yale University, New Haven, 2005.
- Jagannathan R., Malakhov A., Novikov D., *Do Hot Hands Persist Among Hedge Fund Managers? An Empirical Evaluation*, NBER Working Paper, nr 12015, 2006.
- Jensen M.C., *The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964*, „Journal of Finance” 1968, nr 23(2).
- Lhabitant F-S., *Hedge Funds. Quantitative Insights*, John Wiley & Sons, London 2004.
- Lhabitant F-S., *Handbook of Hedge Funds*, John Wiley & Sons, London 2006.
- McCrary S.A., *Hedge Fund Course*, John Wiley & Sons, New York 2004.
- Niedziółka P., *Fundusze hedgingowe a stabilność finansowa*, Difin, Warszawa 2009.
- Perez K., *Fundusze hedge, Istota, strategie, potencjał rynku*, C.H. Beck, Warszawa 2011a.
- Perez K., *Wyniki inwestycyjne funduszy hedge. Czynniki wpływające ich interpretacje*, „Bank i Kredyt” 2011b, nr 42(6).
- Pruchnicka-Grabias I., *Fundusze hedgingowe. Teoria i praktyka*, CeDeWu, Warszawa 2013.
- Sławiński A., *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006.



- Stefanini F., *Investment Strategies of Hedge Funds*, John Wiley & Sons, London 2006.  
Stulz R.M., *Hege Funds: Past, Present, Future*, „Journal of Economic Perspectives” 2007, nr 21(2).  
*Understanding Hedge Fund Performance* 2001, Lehman Bros.pdf.  
*The Hedge Fund «Industry» and Absolute Return Funds*, Goldman Sachs & Co. and Financial Risk Management Ltd., „Journal of Alternative Investments” 1999.  
*The Wealth Report 2012*, A Global Perspective on Prime Property and Wealth, Citi Private Bank Knight Frank, 2012.

## FUNDUSZE HEDGINGOWE – DEFINICJA I TENDENCJE ROZWOJU

### Streszczenie

Artykuł przedstawia rozwój funduszy *hedge* na świecie w ostatnich 18 latach ze szczególnym uwzględnieniem okresu po wybuchu globalnego kryzysu finansowego. W pierwszej części autor omawia kontrowersje wokół definiowania funduszy *hedge* i proponuje własną definicję. W następnych częściach opisano rozwój tego segmentu rynku finansowego, głównie przez pryzmat liczby funduszy *hedge*, wartości aktywów i stóp zwrotu. Przedstawione dane wskazują, że w ostatnich 18 latach zbiorcze wyniki funduszy *hedge* osiągały zawsze wartości dodatnie, z wyjątkiem 2008 r. i 2011 r. Niezależnie od zmiennej koniunktury na rynku finansowym wyniki funduszy *hedge*, mierzone indeksem Barclay Hedge Fund Index, były lepsze od wyników „szerokiego rynku”, mierzonego indeksem Standard & Poor’s 500. W ostatniej części artykułu omówiono perspektywy dalszego rozwoju tego sektora i prawdopodobne kierunki przyszłych zmian w jego strukturze.

**Słowa kluczowe:** fundusze hedgingowe, globalny kryzys finansowy

## HEDGE FUNDS: DEFINITION AND DEVELOPMENT TRENDS

### Summary

The paper describes the development of hedge funds throughout the world during the last 18 years, with a special consideration of the period after the outbreak of the global financial crisis. In the first part, the author discusses controversies about the definition of hedge funds and proposes his own definition. The next parts describe the development of this segment of the financial market, presenting data on the number of hedge funds, asset value and the rates of return. The data presented in the paper show that during the last 18 years collective results of the hedge funds always assumed positive values, except for 2008 and 2011. In spite of all the fluctuations observed in financial markets, the performance of hedge funds measured by Barclay Hedge Fund Index was much better than the performance of ‘broad market’ measured by Standard&Poor’s 500. The last part describes the perspectives of the sector and probable future changes in its structure.

**Key words:** hedge funds, global financial crisis

## ХЕДЖ-ФОНДЫ – ДЕФИНИЦИЯ И ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ

### Резюме

В статье говорится о развитии хедж-фондов в мире за последние 18 лет с особым учетом периода после глобального финансового кризиса. В первой части статьи автор указывает на разногласия при формулировке дефиниции хедж-фондов и предлагает свое определение. Далее

анализируется развитие этого сегмента финансового рынка, главным образом таких показателей как количество хедж-фондов, стоимость их активов и норм окупаемости. Представленные данные говорят о том, что за последние 18 лет совокупные результаты хедж-фондов достигали положительных результатов; исключение составили только результаты за 2008 и 2011 гг. Независимо от меняющейся конъюнктуры на финансовом рынке, результаты хедж-фондов, измеряемые с помощью индекса Barclay Hedge Fund Index, были лучше, чем результаты „широкого рынка”, измеряемого с помощью индекса Standard & Poor 500. В последней части статьи рассматриваются перспективы дальнейшего развития этого сектора и возможные направления будущих изменений в его структуре.

**Ключевые слова:** хедж-фонды, глобальный финансовый кризис