

Waldemar Aspadarec\*  
Uniwersytet Szczeciński

## ROZWÓJ RYNKU FUNDUSZY *HEDGE*

### Streszczenie

W opracowaniu przedstawiono fundusze *hedge* i ich wpływ na zmiany zachodzące na rynkach finansowych na przestrzeni całej dekady nowego stulecia ze szczególnym uwzględnieniem okresu po wybuchu globalnego kryzysu finansowego. W pierwszej części podjęto rozważania na temat definiowania funduszy *hedge* i ich specyficznych cech odróżniających je od pozostałych uczestników rynku finansowego. W kolejnej części zaprezentowano charakterystyki ilościowe odnoszące się głównie do liczby funduszy *hedge*, wartości aktywów w ich zarządzaniu, stóp ich zwrotu.

**Słowa kluczowe:** fundusze *hedge*, rynek finansowy, globalny kryzys finansowy

### Wprowadzenie

W ostatniej dekadzie funduszom *hedge* poświęcono dużo uwagi, co z jednej strony spowodowane jest osiąganymi wynikami inwestycyjnymi przewyższającymi inne formy alokacji kapitału, zaś z drugiej strony – konsekwencje ich funkcjonowania często są wskazywane jako przyczyna problemów pojawiających się na rynkach finansowych. Dynamiczny rozwój rynku funduszy *hedge* od końca lat 90. zeszłego stulecia jest zjawiskiem mającym wpływ na zmianę struktury współczesnego rynku finansowego.

---

\* Adres e-mail: goniag@poczta.fm.

Celem artykułu jest analiza rynku funduszy *hedge* w ostatnich szesnastu latach. Badanie w pracy zostało oparte na narracyjnym podejściu metodologicznym, które polega na tym, że na podstawie dostępnych dokumentów podejmowana jest próba analizy czynników determinujących obecny stan rynku funduszy *hedge*. Materiały źródłowe wykorzystywane w pracy pochodzą z prywatnych baz danych monitorujących rynek funduszy *hedge* ze szczególnym naciskiem na BarclayHedge, a zakres czasowy obejmuje lata 1997–2012.

## 1. Kontrowersje w definiowaniu funduszu *hedge*

Fundusze *hedge* są instytucjami powołanymi do zbiorowego lokowania i zarządzania pieniędzmi. Postawić trzeba jednak pytanie, czym wyjątkowym się cechują, że zasłużyły na dookreślenie w postaci przydawki *hedge*? O ile odrzucić tłumaczenie wyrazu *hedge* jako żywopłotu lub ogrodzenia, pozostaje jego definicja jako: „transakcji terminowej polegającej na równoczesnym zakupie i sprzedaży takiej samej partii towaru w celu zabezpieczenia się od spadku lub wzrostu cen”<sup>1</sup>. Mając do dyspozycji jedynie zasób wiedzy przedstawiony powyżej, trudno oczekiwać zdefiniowania w sposób poprawny funduszu *hedge*. Podejście językowe wskazywałoby, że jest to fundusz służący do przeprowadzania transakcji arbitrażowych, jednak nie jest to poprawna definicja (przynajmniej nie w szerokim kontekście działalności funduszy *hedge*).

Wśród polskich autorów używane są także inne określenia dla funduszy *hedge*, np. stosowane przez Andrzeja Sławińskiego fundusz arbitrażowy<sup>2</sup>. François-Serge Lhabitant w książce *Hedge Funds: Quantitative Insights* stwierdza, że pierwotnie fundusze *hedge* nazywano właśnie w ten, a nie inny sposób ze względu na fakt, że ich strategia inwestycyjna była nastawiona na systematyczne redukowanie ryzyka, przy braniu pod uwagę kierunku ruchu na rynku, przez tworzenie portfela z kompozycji krótkich i długich pozycji<sup>3</sup>. Jednak współcześnie nazwa ta może wprowadzać w błąd, ponieważ nie wszystkie fundusze *hedge* są zabezpieczone (*hedged*) w ten sposób. Warto zaznaczyć, że nie ma ogólnie przyjętej definicji tego, czym dokładnie jest fundusz *hedge*, i dlatego termin

<sup>1</sup> *Słownik finansów i bankowości*, PWN, Warszawa 2008, s. 125.

<sup>2</sup> A. Sławiński, *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006, s. 21.

<sup>3</sup> F.-S. Lhabitant, *Hedge Funds: Quantitative Insights*, John Wiley & Sons, London 2004, s. 4.

*hedge fund* ma różne znaczenia po obu stronach Atlantyku. W Europie funduszem *hedge* nazywa się każdy obcy (*offshore*) wehikuł inwestycyjny, którego strategia inwestycyjna wykracza poza kupno i trzymanie akcji lub obligacji i który posiada cel w postaci osiągnięcia bezwzględnej (a nie relatywnej) stopy zwrotu. W Stanach Zjednoczonych za fundusz *hedge* uważa się zaś zazwyczaj lokalnie założoną spółkę *limited partnership* nieregulowaną przez Securities and Exchange Commission (SEC), której zarządzający jest wynagradzany w zależności od osiąganych wyników i jednocześnie posiada do dyspozycji szeroki wachlarz instrumentów i strategii inwestycyjnych. Lhabitant definiuje fundusz *hedge* jako: „prywatną, luźno regulowaną i profesjonalnie zarządzaną pulę kapitałową niedostępną dla szerokiej publiczności”<sup>4</sup>. Inną definicję przedstawiają John Kambhu, Til Schuermann i Kevin J. Stiroh w artykule *Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk*, definiując fundusz *hedge* jako „słabo regulowaną prywatną pulę kapitału”<sup>5</sup>.

## 2. Rynek funduszy *hedge* w latach 1997–2012

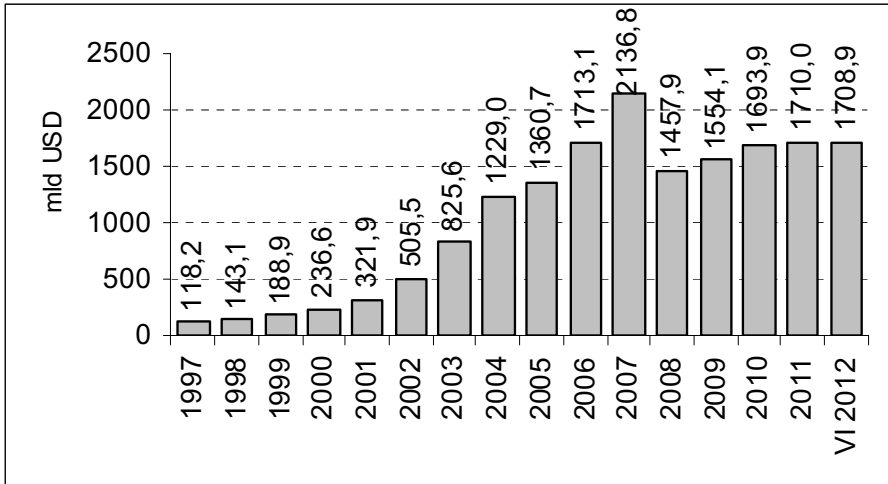
Opierając się na danych amerykańskiej firmy BarclayHedge, na koniec 2012 r. w bazie kontaktów (*contact database*) istniało 20 710 funduszy i 8195 firm zarządzających, natomiast w bazie globalnej (*global database*) raportowało tej firmie 5815 funduszy i 2136 firm zarządzających, co oznacza, że przeciętnie dana firma zarządzała dwoma lub trzema funduszami.

Według szacunków BarclayHedge na koniec pierwszego półrocza 2012 r. fundusze *hedge* posiadały w zarządzaniu aktywa (ściśle inwestycyjne oraz gotówkę) o wartości 1708,9 mld dolarów (rysunek 1), z tego ponad 532,4 mld dolarów zainwestowanych było w fundusze funduszy *hedge* (rysunek 2).

<sup>4</sup> *Ibidem*, s. 32.

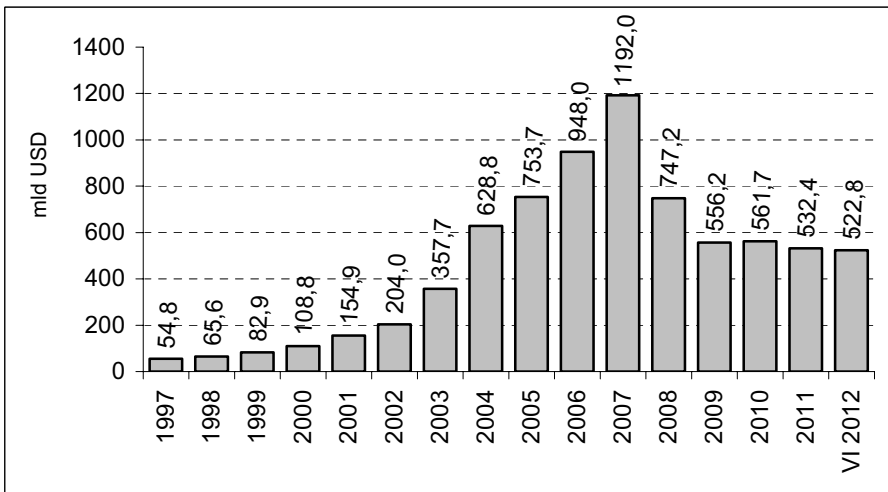
<sup>5</sup> J. Kambhu, T. Schuermann, K.J. Stiroh, *Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk*, „FRBNY Economic Policy Review” 2007, grudzień, s. 13.

Rysunek 1. Wartość aktywów netto funduszy *hedge* na świecie w latach 1997–2012  
(w mld dolarów)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.barclayhedge.com](http://www.barclayhedge.com) (15.07.2012).

Rysunek 2. Aktywa w zarządzaniu funduszy *hedge* w latach 1997–2012  
(w mld dolarów)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.barclayhedge.com](http://www.barclayhedge.com) (15.07.2012).

Jeśli podzieli się fundusze *hedge* według kryterium stylu inwestycyjnego, to otrzyma się następujące rezultaty w mld dolarów na koniec 2011 i koniec czerwca 2012 r.<sup>6</sup> (tabela 1).

Tabela 1. Wartość aktywów netto w zarządzaniu funduszy *hedge* według kryterium stylu inwestycyjnego na koniec 2011 i koniec czerwca 2012 r. (w mld dolarów)

Kryterium stylu inwestycyjnego	12.2011	06.2012
Arbitrażu zamiennego ( <i>convertible arbitrage</i> )	38,8	39,6
Zagrożonych papierów wartościowych ( <i>distressed securities</i> )	114,2	113,9
Rynków Wschodzących ( <i>emerging markets</i> )	216,4	202,7
Akcyjne wyeksponowane netto na długie pozycje ( <i>equity long bias</i> )	153,7	148,5
Akcyjne wyeksponowane na długie i krótkie pozycje ( <i>equity long/short</i> )	180,6	169,1
Akcyjne wyeksponowane jedynie na długie pozycje ( <i>equity long-only</i> )	77,6	82,9
Akcyjne neutralne ( <i>equity market neutral</i> )	28,1	27,7
Akcyjne kierowane zdarzeniami ( <i>event driven</i> )	174,0	165,9
Stałoprzychodowe ( <i>fixed income</i> )	201,4	229,2
Makro ( <i>macro</i> )	140,7	172,5
Arbitrażu przy fuzjach ( <i>merger arbitrage</i> )	27,1	26,0
Wielu strategii ( <i>multi-strategy</i> )	224,9	203,0
Inne ( <i>other</i> ) <sup>7</sup>	29,8	29,3
Danego sektora ( <i>sector specific</i> ) <sup>8</sup>	102,7	98,7

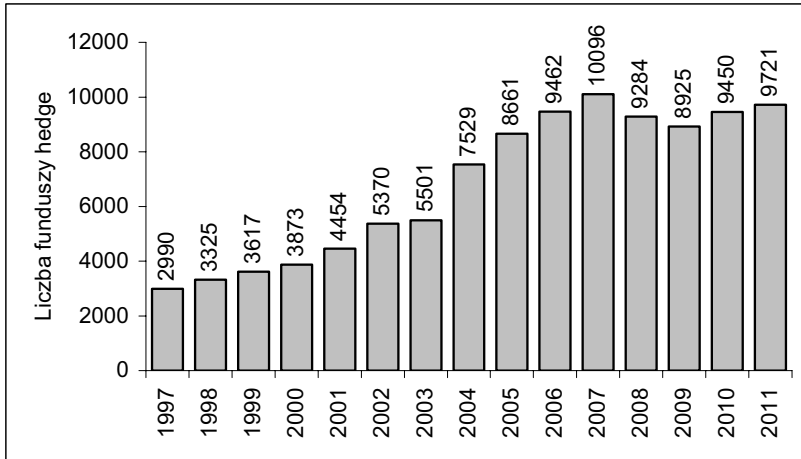
Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.barclayhedge.com](http://www.barclayhedge.com) (15.07.2012).

Liczba funduszy *hedge* pozostaje 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 wstrząsu dla wartości aktywów w zarządzaniu branży spadek liczby podmiotów był niewielki (rysunek 3).

<sup>6</sup> [http://www.barclayhedge.com/research/indices/ghs/mum/HF\\_Money\\_Under\\_Management.html](http://www.barclayhedge.com/research/indices/ghs/mum/HF_Money_Under_Management.html) (15.07.2012).

<sup>7</sup> Inne: obejmują fundusze sklasyfikowane jako *regulation D*, *equity short bias*, *option strategies*, *mutual fund timing*, *statistical arbitrage*, *closed-end funds*, *balanced*, *equity dedicated short* i bez kategorii.

<sup>8</sup> Danego sektora – zawiera fundusze zaklasyfikowane do danego sektora; technologia, energia, biotech, finanse, nieruchomości, metale, górnictwo.

Rysunek 3. Liczba funduszy *hedge* w latach 1997–2011

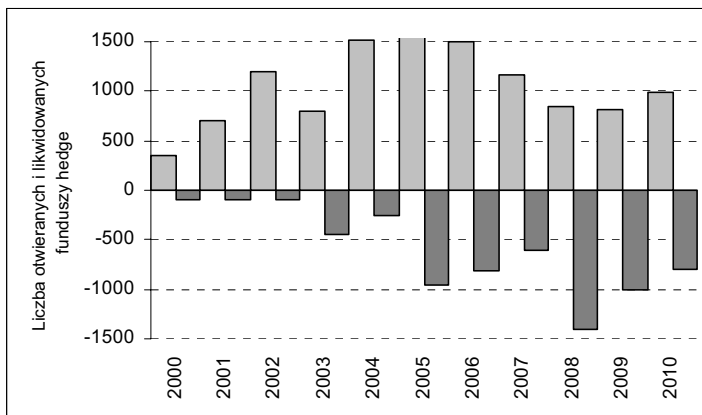
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: [www.thecityuk.com](http://www.thecityuk.com)  
i [www.hedgefundsresearch.com](http://www.hedgefundsresearch.com) (15.07.2012).

Z danych na rysunku 4 wynika, że od 2005 r. liczba likwidowanych funduszy *hedge* wzrosła i nigdy już nie wróciła do niskich wartości z początku dekad, ale wciąż mimo wybuchu globalnego kryzysu więcej funduszy powstawało, niż było likwidowanych. Nie da się jednak ukryć, że rok 2008 przyniósł największą w historii liczbę bankructw w branży. W roku tym upadło około 1 400 podmiotów, co nie zmienia faktu, że liczba funduszy *hedge* w ostatnich latach mieści się w przedziale od 9 do 10 tys.

Aby mierzyć uśrednione wyniki inwestycyjne funduszy *hedge*, czyli indeks funduszy *hedge*, dla statystycznej wiarygodności należy posiadać ich pewną liczbę. Chodzi o to, by wyniki pojedynczego funduszu nie ważyły za dużo na całości. Stąd też BarclayHedge mimo ćwierćwiecza funkcjonowania nalicza indeks funduszy *hedge* dopiero od 1997 r. Fundusze *hedge* w swojej masie spełniają swoje funkcje, czyli generują możliwie jak najwyższe zyski bezwzględne, a nie relatywne do benchmarku. Nawet rok 2000 (krach *dot-com*) nie przeszkodził branży funduszy *hedge* wyjść na plus. Co ważne, w okresie bezkryzysowym, czyli zarówno w latach wzrostu, jak i stagnacji rynków, fundusze *hedge* osiągały znaczne bezwzględne zyski – nawet ponad 36% w 1999 r., w trakcie trwania hossy technologicznej. Najgorszy wynik branża osiągnęła w 2008 r., w którym to indeks funduszy *hedge* zanotował ponad 20-procentową

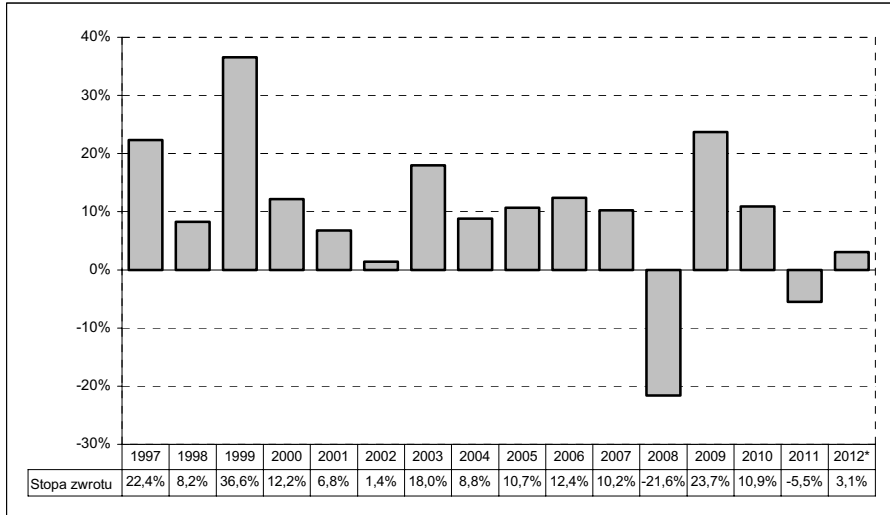
stratę. Przyczyną tak znacznych strat poniesionych przez fundusze *hedge* był brak płynności na rynkach, czyli sytuacja, w której zarządzający funduszem wie, w jakich cenach otwierać, zamykać lub odwracać pozycje, jednak rynek nie daje możliwości realizacji transakcji. Przyczynami były także problemy odnoszące się do obsługi używanych lewarów, zaciągniętych pożyczek, panika klientów w funduszach niestosujących odpowiednich okresów zamkniętych (fundusz może być zmuszony do zamykania pozycji w najmniej korzystnym momencie) oraz incydenty na linii fundusz – instytucje go obsługujące lub wobec niego nadrzędne.

Rysunek 4. Liczba otwieranych i likwidowanych funduszy *hedge* w latach 2000–2010



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: [www.thecityuk.com](http://www.thecityuk.com)  
i [www.hedgefundsresearch.com](http://www.hedgefundsresearch.com) (15.07.2012).

W 2011 r., co warto wskazać, w „krachowym” sierpniu średnia strata w branży wyniosła nieco ponad 3%, co wydaje się być niewielką stratą, biorąc pod uwagę siłę i gwałtowność spadków na giełdach oraz przyklejaną funduszom *hedge* etykietkę instytucji agresywnych (rysunek 5).

Rysunek 5. Stopy zwrotu funduszy *hedge* w latach 1997–2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.barclayhedge.com](http://www.barclayhedge.com) (15.07.2012).

Centrum zarządczym największej liczby funduszy *hedge* pozostają Stany Zjednoczone z Nowym Jorkiem na czele. Znaczenie Europy jednak wciąż się zwiększa, natomiast znaczenie Azji i innych lokalizacji w dalszym ciągu jest niewielkie. Oczekuje się w przyszłości, że kraje azjatyckie, szczególnie Singapur i Hongkong, staną się centrami funduszy *hedge*, przyciągając dużą liczbę menedżerów. Przesłankami dla takiego rozumowania jest fakt, że<sup>9</sup>:

- zakładanie funduszy *hedge* w Azji jest dużo tańsze niż w USA czy Wielkiej Brytanii;
- gospodarki azjatyckie osiągają lepsze wyniki i wróciły już na ścieżkę wzrostu gospodarczego po kryzysie finansowym w 2008 r.;
- finansowe centra azjatyckie posiadają dobrze rozwiniętą bazę informacyjną;
- inwestorzy coraz częściej podróżują w ten region świata.

Kolejną istotną kwestią jest konieczność odniesienia się do kontrowersyjnego stwierdzenia, że fundusze *hedge* zawsze są zakładane w egzotycznych rajach podatkowych. Co prawda, prawie połowa, a dokładnie 46%, funduszy

<sup>9</sup> 2009 Key Trends in the Global Hedge Fund Industry, EurekaHedge 2009, s. 6, [www.eurekaHedge.com](http://www.eurekaHedge.com) (15.07.2012).



*hedge* ma swoją siedzibę w sensie prawnym w miejscach takich jak Wyspy Bahama, Kajmany czy Brytyjskie Wyspy Dziewicze, jednak 34% światowych funduszy *hedge* mieści się w Stanach Zjednoczonych<sup>10</sup>. Bardzo popularnym miejscem rejestracji jest stan Delaware. Jego atrakcyjność wynika z posiadania najbardziej przyjaznej jurysdykcji w Stanach Zjednoczonych dla funduszy *hedge*<sup>11</sup>. Stan ten jest mocno zorientowany na biznes i charakteryzuje się dużą elastycznością i ułatwieniami dla funkcjonowania osób prawnych. Przejawia się to m.in. w zatrudnianiu urzędników biegłych w stosowaniu procedur czy w istnieniu specjalnego systemu ewidencji i archiwizacji dokumentów dotyczących powstałych tu przedsiębiorstw<sup>12</sup>. W przypadku funduszy zarejestrowanych w Europie, których udział w strukturze funduszy *hedge* na świecie wynosi 17%, popularnymi miejscami rejestracji są: Wyspa Jersey, Cypr, Luksemburg i Księstwo Lichtenstein. Pozostałe 3% funduszy *hedge* zarejestrowanych jest w innych obszarach geograficznych, w szczególności w Azji.

Jeśli rozważyć ulokowanie centrum zarządczego funduszy *hedge*, to widoczna jest dominacja Stanów Zjednoczonych. Jest tak z uwagi na fakt, że Stany Zjednoczone są i w najbliższych latach pozostaną centrum światowych finansów. To tutaj istnieją najlepiej rozwinięte rynki derywatów i innych instrumentów finansowych, które są stosowane przez fundusze *hedge* realizujące skomplikowane strategie inwestycyjne<sup>13</sup>. Naturalnie najważniejszym miastem dla funduszy *hedge* jest Nowy Jork, jednak kilka znanych funduszy tego typu wybrało inne lokalizacje w USA. Około jeden na cztery światowe fundusze *hedge* ma swoje „centrum dowodzenia” w Europie. Prawie 90% menedżerów pracuje w londyńskim City i Canary Wharf<sup>14</sup>. Rzetelność badawcza nie pozwala jednak nie wspomnieć o mniejszych centrach finansowych, takich jak Zurych czy Frankfurt nad Menem.

Faktem jest, że aż 12% funduszy jest zarządzanych z miejsc wydających się idealnymi na domicyl rejestracji, lecz nie na centrum zarządcze. Dotyczy to naturalnie wspomnianych egzotycznych wysp. Fakt, że podejmowanie decyzji inwestycyjnych oraz wykonywanie ich w ogromnym oddaleniu nie tylko od

<sup>10</sup> www.eurekahedge.com (15.07.2012).

<sup>11</sup> R.S. Geffner, *Delaware – the Hedge Fund Jurisdiction of Choice in the US*, „Complanet” 2008, luty.

<sup>12</sup> F.-S. Lhabitant, *Handbook of Hedge Funds*, John Wiley & Sons, London 2006, s. 213.

<sup>13</sup> *2009 Key Trends...*, s. 5.

<sup>14</sup> *Hedge Funds 2009*, IFSL Research, kwiecień 2009, s. 2, www.ifsl.uk (15.07.2012).

centrów finansowych, ale większych miast w ogóle jest dowodem na to, że nowoczesne środki telekomunikacji uczyniły tak skomplikowane przedsięwzięcia nie tylko możliwymi, ale względnie komfortowymi.

### 3. Analiza największych podmiotów na rynku funduszy *hedge*

W dalszych rozważaniach przedstawione zostanie funkcjonowanie największych graczy rynku funduszy *hedge*. Dokonane to zostanie przez analizę dziesięciu funduszy *hedge* zarządzających największą ilością aktywów. Statystykę tę przedstawia tabela 2.

Tabela 2. Dziesięć największych funduszy *hedge* na świecie według wartości aktywów w zarządzaniu (dane za rok 2011)

Lp.	Nazwa funduszu <i>hedge</i>	Wartość aktywów netto w zarządzaniu w mld dolarów	Lokalizacja
1.	Bridgewater Associates	<b>59,1</b>	Westport, CT
2.	JP Morgan Asset Management	<b>46,2</b>	New York, NY
3.	Paulson & Co.	<b>37,1</b>	New York, NY
4.	<i>Brevan Howard Asset Management</i>	<b>28,0</b>	London, UK
5.	Soros Fund Mgmt.	<b>27,0</b>	New York, NY
6.	<i>Man Investments</i>	<b>25,3</b>	London, UK
7.	Blackrock Global	<b>24,0</b>	New York, NY
8.	Och-Ziff	<b>23,0</b>	New York, NY
9.	Baupost Group	<b>23,4</b>	Boston, MA
10.	Farallon Capital Mgmt.	<b>21,0</b>	San Francisco, CA

Kursywą zaznaczono fundusze niemające siedziby w Stanach Zjednoczonych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: [www.hedgefundblogman.blogspot.com](http://www.hedgefundblogman.blogspot.com), za: [www.hedgelists.com](http://www.hedgelists.com) (15.07.2012).

Jedynie dwa spośród dziesięciu największych funduszy *hedge* są zarejestrowane poza Stanami Zjednoczonymi, rynek funduszy *hedge* można więc opisać jako konkurencję monopolistyczną. Konkurencja monopolistyczna posiada zarówno cechy monopolu, jak i konkurencji. Charakteryzuje się tym, że na rynku konkuruje wiele przedsiębiorstw, a bariery wejścia i wyjścia są niewielkie, działa duża liczba podmiotów, brak podmiotu wyraźnie dominującego, największe podmioty mają jedynie kilkuprocentowy udział w aktywach zarządzanych ogółem. Zwraca również uwagę fakt, że nawet dla największych pod-

miotów rynku funduszy *hedge* Nowy Jork nie jest „obowiązkowym” miastem na siedzibę. Proces koncentracji aktywów w sektorze funduszy *hedge*, którego głównymi przyczynami są fuzje i przejęcia, sprawił, że w 2010 r. sto największych funduszy *hedge*, czyli około 1% wszystkich, zarządzało 70% aktywów całego sektora funduszy *hedge*. W 2003 r. poziom ten wynosił 53%. Interesujących informacji dostarcza również analiza listy największych podmiotów zarządzających funduszami *hedge*. Tabela 3 zawiera dane o 10 największych podmiotach zarządzających funduszami *hedge* na świecie według malejącej wartości aktywów w zarządzaniu na koniec 2011 r. Część z podmiotów pokrywa się pod względem nazwy i aktywów z największymi funduszami. Jest to najprostszą sytuacją, podmiot zarządzający zarządza tylko jednym funduszem.

Tabela 3. Dziesięć największych podmiotów zarządzających funduszami *hedge* na świecie według wartości aktywów w zarządzaniu (dane za rok 2011)

Lp.	Nazwa podmiotu zarządzającego funduszami <i>hedge</i>	Wartość w mld dolarów	Lokalizacja, adres internetowy
1.	JP Morgan Asset Management	<b>53,5</b>	New York, NY, <a href="http://www.jpmorgan.com">www.jpmorgan.com</a>
2.	Bridgewater Associates	<b>43,6</b>	Westport, CT, <a href="http://www.bwater.com">www.bwater.com</a>
3.	Paulson & Co.	<b>32,0</b>	New York, NY <a href="http://www.paulsonco.com">www.paulsonco.com</a>
4.	Brevan Howard Asset Management	<b>27,0</b>	London, UK, <a href="http://www.brevanhoward.com">www.brevanhoward.com</a>
5.	Soros Fund Management	<b>27,0</b>	New York, NY
6.	Man Group	<b>25,3</b>	London, UK, <a href="http://www.mangroupplc.com">www.mangroupplc.com</a>
7.	Och-Ziff Capital Management	<b>23,1</b>	New York, NY, <a href="http://www.ozcap.com">www.ozcap.com</a>
8.	D.E. Shaw Group	<b>23,0</b>	New York, NY, <a href="http://www.deshaw.com">www.deshaw.com</a>
9.	BlackRock	<b>21,0</b>	New York, NY, <a href="http://www.blackrock.com">www.blackrock.com</a>
10.	Farallon Capital Management	<b>20,7</b>	San Francisco, CA, <a href="http://www.faralloncapital.com">www.faralloncapital.com</a>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: [www.hedgefundblogman.blogspot.com](http://www.hedgefundblogman.blogspot.com), za: [www.hedgelists.com](http://www.hedgelists.com) (15.07.2012).

Na tej liście dostrzec można wiele znanych banków, wystarczy wymienić Union Bank of Switzerland, Credit Suisse czy Goldman Sachs. Rozwiązanie takie, tzn. inwestowanie w fundusze *hedge* zamiast tworzenia własnych, w przypadku banków wydaje się być bardzo celowe ze względu na następujące czynniki:

- a) dążenie do możliwie szerokiej dywersyfikacji ryzyka;
- b) dążenie do zaprezentowania klientowi możliwie uproszczonych portfeli inwestycyjnych zamiast schodzenia do poziomu poszczególnych aktywów czy klas aktywów;
- c) dążenie do odciążenia *back-office* banku;
- d) unikanie negatywnych z punktu widzenia public relations banku sytuacji, w których fundusz sygnowany marką banku bankrutuje – w wypadku szerokiej dywersyfikacji i inwestowania bezpośredniego, a nie za pośrednictwem funduszu funduszy, tego typu sytuacje byłyby nieuniknione;
- e) chęć podjęcia współpracy z najzdolniejszymi menedżerami funduszy *hedge* bez konieczności ich transferowania do banku;
- f) korzyści skali dzięki hurtowym inwestycjom w fundusze *hedge* ze strony funduszu funduszy.

Zależności wynikające z wyżej wymienionych powodów wskazują na ściśle powiązania funduszy *hedge* i banków komercyjnych, co potwierdza hipotezę o wpływie tych pierwszych na możliwość kreacji ryzyka systemowego. Przedstawione rozważania uzupełnić należy o listę dziesięciu największych funduszy funduszy *hedge* według wartości aktywów w zarządzaniu w mld dolarów (tabela 4).

Tabela 4. Dziesięć największych funduszy funduszy *hedge* według wartości aktywów w zarządzaniu w miliardach dolarów (dane na koniec 2010 roku)

Lp.	Nazwa funduszu funduszy <i>hedge</i>	Wartość w mld dolarów	Lokalizacja
1.	UBS Alternative Investments	<b>27,6</b>	Zurich, Szwajcaria
2.	Credit Suisse Funds	<b>26,4</b>	Zurich, Szwajcaria
3.	GAM	<b>23,2</b>	Dublin, Irlandia
4.	Blackstone Group	<b>22,4</b>	New York, NY
5.	Man Investments	<b>22,1</b>	London, UK
6.	BlackRock	<b>21,0</b>	New York, NY
7.	Grosvenor Capital Management	<b>20,4</b>	Chicago, IL
8.	Permal Asset Management	<b>20,2</b>	New York, NY
9.	HSBC Alternative Investments	<b>19,2</b>	London, UK
10.	Goldman Sachs Hedge Fund Strategies	<b>19,1</b>	New York, NY

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: [www.hedgefundblogman.blogspot.com](http://www.hedgefundblogman.blogspot.com), za: [www.hedgelists.com](http://www.hedgelists.com) (15.07.2012).

Analiza aktywów najchętniej nabywanych przez fundusze *hedge* wskazuje, że od 2008 r. na szczycie tej listy znajdują się giganci branży technologicznej, którzy zepchnęli niżej największe amerykańskie banki. Najwięcej, bo aż 127 funduszy *hedge*, zdecydowało się zainwestować część środków w akcje Apple'a, łącznie na kwotę 16 mld dolarów. Na kolejnym miejscu znajduje się Google, w akcje którego 108 funduszy *hedge* zainwestowało 10,9 mld dolarów (tabela 5).

Tabela 5. Spółki, w które najchętniej inwestowały fundusze *hedge* w 2011 r.

Lp.	Nazwa	Liczba funduszy	Wartość pakietów akcji w mld dolarów
1.	Apple	127	16
2.	Google	108	10,9
3.	Microsoft	95	6
4.	Citigroup	92	4,8
5.	Bank of America	85	2,3
6.	General Motors	80	2,2
7.	JP Morgan	79	4,6
8.	Pfizer	69	3,5
9.	Wells Fargo	68	15,3
10.	Qualcomm	64	4,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Business Insider.

Na zakończenie warto poruszyć temat liczebności martwych funduszy *hedge* (*dead hedge funds*). Kwestia ta jest często przemilczana i nie jest analizowana. Fakt ten może wynikać z braku danych lub niedobrego z naukowego i praktycznego punktu widzenia bagatelizowania cmentarza (*graveyard*) funduszy *hedge* i koncentrowania się na teraźniejszości i przyszłości. Badania przeprowadzone na stu upadłych funduszach *hedge* w ostatnim dwudziestolecu dowodzą, że w połowie przypadków do upadłości nie doprowadziły problemy inwestycyjne, lecz operacyjne<sup>15</sup>. Błędy dotyczyły przede wszystkim nieprawidłowej wyceny, ale również pozycji źle zaksięgowanych w sprawozdaniach finansowych funduszy<sup>16</sup>.

<sup>15</sup> Problemy z wyceną to wśród nich około 35% przypadków, były one spowodowane oszustwem lub wprowadzeniem w błąd, błędami lub korektą danych, które wynikają z posiadania w portfelu niepiętnych aktywów, a także problemami procesowymi lub proceduralnymi w odniesieniu do instrumentów rynku OTC.

<sup>16</sup> F.-S. Lhabitant, *Handbook...*, s. 102.

BarclayHedge w swoich statystykach odnoszących się do cmentarza zgromadziła na koniec czerwca 2012 r. 12 754 funduszy *hedge*, oraz *managed futures* i 4 933 firm zarządzających. Na podstawie danych BarclayHedge można wyciągnąć wniosek, że przy założeniu dwudziestoletniego okresu zbierania danych oraz geometrycznego przyrostu liczby funduszy *hedge* żyją one przeciętnie od 5 do 10 lat<sup>17</sup>.

## Podsumowanie

Przeprowadzone rozważania pozwalają na sformułowanie kilku wniosków. Po pierwsze, kryzys finansowy nie spowodował załamania w branży funduszy *hedge*. Owszem, w 2008 r. nastąpił spadek wartości aktywów w zarządzaniu 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 rynek mierzony indeksem S & P 500 niezależnie od sytuacji rynkowej.

## Literatura

2009 *Key Trends in the Global Hedge Fund Industry*, Eurekahedge, 2009, [www.eureka-hedge.com](http://www.eureka-hedge.com).

Geffner R.S., *Delaware – the Hedge Fund Jurisdiction of Choice in the US*, „Complinet” 2008, luty, [www.complinet.com](http://www.complinet.com).

*Hedge Funds 2009*, IFSL Research, kwiecień 2009, [www.ifsl.uk](http://www.ifsl.uk).

Kambhu J., Schuermann T., Stiroh K.J., *Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk*, „FRBNY Economic Policy Review” 2007, grudzień.

Lhabitant F.-S., *Hedge Funds: Quantitative Insights*, John Wiley & Sons, London 2004.

---

<sup>17</sup> <http://investor.financialcounsel.com/Articles/Investment/ARTINV0000242-HedgeFundGraveyard.pdf> (15.07.2012).

---

Lhabitant F.-S., *Handbook of Hedge Funds*, John Wiley & Sons, London 2006.  
Sławiński A., *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006.  
*Słownik finansów i bankowości*, PWN, Warszawa 2008.

## THE LEVEL OF DEVELOPMENT OF THE HEDGE FUNDS

### Summary

In the compilation the author explained the influence of the hedge funds occurring on the financial market during a decade of the new century especially after the outburst of the global financial crisis. The first part contains ways of defining hedge funds and their specific features, differentiating them among other participants of the financial market. The next part presents a quantitative characteristics about the amount of hedge funds, asset value and their return of assets.

**Keywords:** hedge funds, financial market, global financial crisis

**JEL Code:** G15

*Translated by Waldemar Aspadarec*