

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 wieku¹, 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),

¹ 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*)².

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.

Tabela 1.1. Porównanie tradycyjnych i alternatywnych funduszy inwestycyjnych		
Cechy	Tradycyjne fundusze inwestycyjne	Alternatywne fundusze inwestycyjne
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.

² 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.

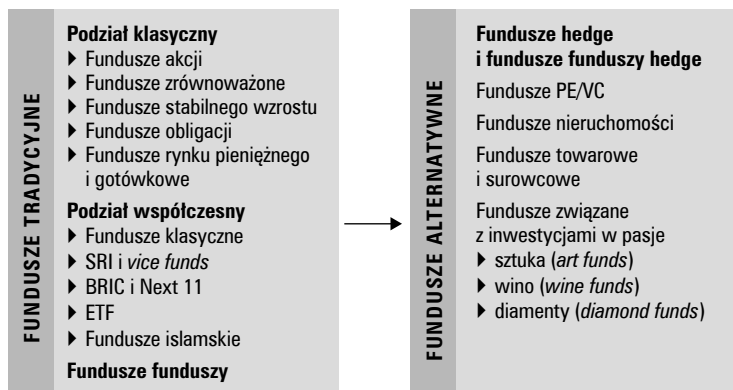
Tradycyjne fundusze inwestycyjne to instytucje wspólnego inwestowania, dzięki którym rozpoczęło się tworzenie rynku funduszy inwestycyjnych na świecie. W budowie swoich portfeli inwestycyjnych, złożonych głównie z instrumentów rynku kapitałowego i pieniężnego, fundusze te kierują się zasadą dywersyfikacji 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 zamknięty³ 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 się⁴ (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).

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

⁴ 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 Zjednoczonych⁵, 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.

⁵ 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.

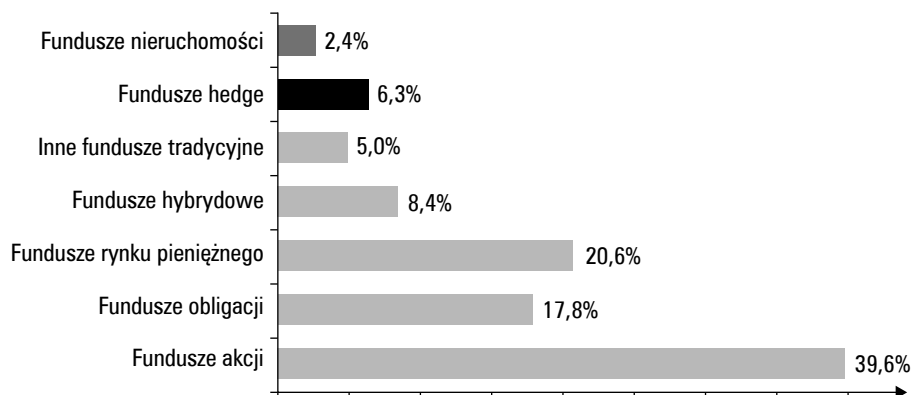
W tabeli 1.2 przedstawiono szacunkową wartość aktywów netto zgromadzonych w funduszach tradycyjnych i funduszach alternatywnych w latach 2000–2010, rysunek 1.2 pokazuje zaś średni procentowy udział poszczególnych rodzajów funduszy inwestycyjnych w strukturze tego rynku w badanym okresie.

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
Fundusze tradycyjne											
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
Fundusze alternatywne*											
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 prywatnej⁶, której kapitał należał do małej liczby zamożnych inwestorów indywi-

⁶ 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 inwestycyjnych⁷, 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

⁷ 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.

zaproponowane przez różne instytucje czy organizacje oraz przedstawiciele praktyki i nauki, którzy związani są z rynkiem funduszy hedge. Na ich podstawie, a także opierając się na wiedzy dotyczącej tego rynku, podjęto próbę sformułowania autorskiej definicji funduszy hedge, która będzie przydatna w kolejnych częściach niniejszej książki.

Nie ma wątpliwości, że angielskie słowo „*fund*” powinno być tłumaczone na język polski jako „fundusz”. W literaturze polskiej nie ma jednak zgodności, w jaki sposób tłumaczyć słowo „*hedge*”. W wielu opracowaniach słowo to w ogóle nie jest tłumaczone i pozostawia się angielski termin „*hedge*” (*hedge fund* tłumaczy się więc jako „fundusz hedge”, w razie konieczności odmieniając we wszystkich przypadkach pierwszy człon tego wyrażenia) lub „hedgingowy” (mówiąc „fundusz hedgingowy” i odmieniając przez wszystkie przypadki oba człony tego terminu).

Występują również próby znalezienia odpowiednika w języku polskim. Przykładem tego może być stosowanie pojęcia funduszu „zabezpieczonego” lub „arbitrażowego” przez prof. Andrzeja Sławińskiego w monografii pt. *Rynki finansowe* [Sławiński, 2006, s. 21–22, 93–99]. Według niego nazwa „fundusze zabezpieczone” wynika z przeprowadzania przez te fundusze operacji arbitrażowych, służących zabezpieczeniu się przed ryzykiem rynkowym. Ryzyko to jest przez te fundusze neutralizowane po to, aby móc wykorzystywać posiadany kapitał do podjęcia ryzyka tam, gdzie istnieje szansa na osiągnięcie ponadprzeciętnej stopy zwrotu. Zdaniem prof. Sławińskiego nazwa ta jest jednak myląca, bowiem ze stosowaniem krótkiej sprzedaży, instrumentów pochodnych czy dźwigni finansowej związane są inne rodzaje ryzyka, które pozostają niezabezpieczone (o czym również wspominaliśmy), wobec czego proponuje on stosowanie nazwy „fundusze arbitrażowe”. Przemawia za tym to, że:

- ▶ transakcje przeciwstawne dokonywane w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem rynkowym są określane w finansach jako arbitrażowe (w przypadku funduszy hedge chodzi o tzw. spekulację arbitrażową, która obliczona jest na powrót ceny lub relacji cenowej do poziomu uznawanego za poziom równowagi),

- ▶ w codziennym języku rynków finansowych słowo arbitraż jest używane do określenia bardzo różnorodnych transakcji, które mają na celu wykorzystywanie nadarzających się okazji do osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu [Sławiński, 2006, s. 93–94].

Jakkolwiek powyższe argumenty są logiczne, to jednak traktują o problemie w sposób cząstkowy. Zdaniem autorki:

- ▶ o tym, że *hedge funds* nie stanowią grupy jedynie funduszy zabezpieczonych (czyli *hedged*) – choć takowe faktycznie występowały i nadal występują – wiadano już od czasów wprowadzenia tego terminu do literatury światowej, jednak to wyrażenie przyjęło się w języku angielskim i jest w nim z powodzeniem stosowane,

Tabela 1.3. Definicje funduszy hedge w literaturze światowej

Autor	Źródło definicji	Nazwa	Definicja
Nauka			
W. Fung, D.A. Hsieh	[Fung, Hsieh, 1999a]	<i>hedge funds</i>	Prywatne przedsiębiorstwa inwestycyjne przeznaczone dla zamoznych inwestorów indywidualnych i inwestorów instytucjonalnych, zwykle zorganizowane w formie spółek komandytowych, w których inwestorzy są komandytariuszami, a zarządzający komentariuszami (a to z racji zainwestowanego przez nich w funduszu własnego kapitału). Inwestorzy są obciążani opłatami za zarządzanie, które zależne są od osiągniętego wyniku inwestycyjnego.
W.N. Goetzmann, J.E. Ingersoll, S.A. Ross	[Goetzmann i in., 2003, s. 1685]	j.w.	Zróżnicowana klasa firm bazujących na umiejętnościach zarządzających ich aktywami, które nie mogą być zakwalifikowane jako tradycyjne fundusze inwestycyjne i w związku z tym nie podlegają regulacjom prawnym dotyczącym tych funduszy.
F-S. Lhabitant, M. Learned	[Lhabitant, Learned, 2002, s. 26]	j.w.	Jakikolwiek fundusz zbiorowego inwestowania, który nie jest konwencjonalnym funduszem inwestycyjnym (czyli takim, który zajmuje długie pozycje na rynku akcji, obligacji i pieniężnym). Fundusze hedge najłatwiej zdefiniować przez podanie ich cech, jak: aktywne zarządzanie, długoterminowa współpraca z inwestorami, zachęty w wynagradzaniu zarządzających, dźwignia finansowa, duża swoboda w stylach inwestycyjnych i klasach aktywów oraz wykorzystanie umiejętności zarządzających pokonujących kaprysy rynku.
T. Schneeweis, G. Martin	[Schneeweis, Martin, 2001, s. 25]	j.w.	Prywatne spółki kapitałowe, które w swych strategiach inwestycyjnych wykorzystują rynek pieniężny, kontraktów <i>futures</i> i opcji oraz krótką sprzedaż, w celu osiągnięcia dodatniej stopy zwrotu.
F-S. Lhabitant	[Lhabitant, 2004, s. 4]	j.w.	Prywatnie zorganizowane, luźno uregulowane i profesjonalnie zarządzane fundusze inwestycyjne, które nie są dostępne szerokiej publiczności.

Autor	Źródło definicji	Nazwa	Definicja
F. Stefanini	[Stefanini, 2006, s. 1]	j.w.	Instrumenty inwestycyjne, które charakteryzują się inną niż tradycyjne inwestycje w akcje lub obligacje zależnością między ryzykiem a stopą zwrotu; fundusze hedge wykorzystują strategie inwestycyjne i style zarządzania o charakterze z definicji alternatywnym. Nie są ograniczone żadnymi regulacjami prawnymi, ochroną kapitału i osiągnięciem dodatnich stóp zwrotu o niskiej zmienności i niskiej korelacji z rynkiem.
M.J.P. Anson	[Anson, 2002, s. 11]	j.w.	Prywatne spółki inwestycyjne zarządzające skoncentrowanym portfelem publicznych papierów wartościowych i instrumentów pochodnych, które mogą inwestować na długo lub krótko i które mogą stosować dźwignię finansową.
R.M. Stulz	[Stulz, 2007, s. 5]	j.w.	Nieuregulowane pułe środków pieniężnych zarządzane przez doradców inwestycyjnych (zarządzających funduszem hedge), którzy są bardzo elastyczni w doborze narzędzi służących osiągnięciu ponadprzeciętnych stóp zwrotu (mogą stosować np. krótką sprzedaż, dźwignię finansową, derywaty – od podstawowych do najbardziej egzotycznych). Aby uniknąć podlegania ustawodawstwu o funduszach inwestycyjnych, oferowane są ograniczonej liczbie inwestorów. Nie mogą wchodzić na rynek publiczny.
C. Lubochinsky, M.D. Fitzgerald, L. McGinty	[Lubochinsky i in., 2002, s. 33]	j.w.	Fundusze, które aktywnie wykorzystują umiejętności zarządzania w celu osiągnięcia pozytywnych stóp zwrotu niezależnie od koniunktury na rynku finansowym.
B. Eichengreen	[Eichengreen, 1999, s. 413]	j.w.	Definicja ogólna: podmioty zbiorowego inwestowania, zorganizowane jako prywatne spółki kapitałowe, które wykorzystują znaczne zachęty finansowe dla swoich zarządzających, nie reklamują się i wymagają informacji o zamiarze wycofania kapitału przez inwestorów z odpowiednim wyprzedzeniem; ich aktywność inwestycyjna podlega restrykcjom prawnym w sposób bardzo ograniczony. Definicja autorska: podmioty zbiorowego inwestowania, które działają poza siatką regulacji prawnych, nie podlegają obowiązkowi informacyjnym i mają maksimum elastyczności w swych strategiach inwestycyjnych.