

Fundusze hedgingowe na globalnym rynku finansowym

Hedge funds on the global financial market

*Jerzy J. Wajszczuk**

Streszczenie

Artykuł ilustruje rozwój i aktywność funduszy hedgingowych na globalnym rynku finansowym, a także łączące się z tym dylematy i problemy dla instytucji regulacyjnych. Fundusze te powstały w Stanach Zjednoczonych, a w ostatnich latach dynamicznie rozwijały się na rynku brytyjskim i w kontynentalnej Europie. Ocenia się, że obecnie fundusze zarządzają kapitałami w kwocie około 1 biliona dolarów, wzrastając rocznie o około 20–30%.

Fundusze hedgingowe zwykle kupują, kiedy inni sprzedają, oraz sprzedają, kiedy inni kupują. Stosują krótką sprzedaż akcji i obligacji, handlują bardziej złożonymi instrumentami finansowymi oraz pochodnymi. Mogą pożyczać środki dla zwiększania dźwigni swych inwestycji finansowych, podwyższając poziom ryzyka, w które się angażują. Posługują się również techniką „handlu przez przenoszenie”, pożyczając tani pieniądź i inwestując go na innych rynkach, dających wyższe dochody. Podstawowymi partnerami funduszy są globalne banki inwestycyjne. Oferują one usługi w dziedzinie rozliczeń, dostępu do instrumentów i kapitałów, a także analiz rynkowych i marketingu. Duża część zysków tych banków pochodzi obecnie z tego źródła.

Fundusze hedgingowe – zarówno jako branża, jak i oddzielne firmy – są zdolne do szybkich zmian swych strategii inwestycyjnych. Artykuł zawiera szczegółowy opis „zbiorowej” strategii kilku relatywnie niewielkich brytyjskich oraz amerykańskich funduszy hedgingowych i inwestycyjnych. Strategia ta doprowadziła do przejęcia przez nie w maju 2005 r. kierownictwa niemieckiej giełdy (Deutsche Börse AG) we Frankfurcie. To posunięcie zostało określone przez ówczesnego szefa SPD Franza Münteferinga jako działanie „szarańczy kapitałowej”, sprzeczne z interesami i tradycją Giełdy. Podobne przypadki w innych krajach oraz pojawiająca się tendencja do stosowania takich strategii przez bardziej konwencjonalne fundusze inwestycyjne ożywiły debatę w Unii Europejskiej i Stanach Zjednoczonych oraz wywołały zmiany w regulacjach przewidzianych dla funduszy hedgingowych.

Słowa kluczowe: fundusze hedgingowe, fundusze inwestycyjne, strategie inwestycyjne, krótka sprzedaż, handel przez przenoszenie, banki inwestycyjne

Abstract

The aim of this article is to provide an overview of the hedge fund global industry's development and the regulation dilemmas and issues it has triggered. Beginning in the US and then growing in the UK and continental Europe the hedge fund industry now manages more than USD 1 trillion of capital, increasing about 20–30% per year.

Hedge funds usually are the buyers when others are sellers and the sellers when others are buyers. They will short-sell stocks and bonds and buy and sell more complex instruments such as distressed securities and other derivatives to hedge their risk. Hedge funds may also borrow money to leverage their investments, thereby increasing the level of risk. The hedge funds managers often use carry trade strategies to place their investment in different currency markets. Global investment banks act as prime brokers for the hedge fund managers, making money on them by clearing trades, loaning stock, providing leverage, carrying out research, marketing and providing other services. A substantial part of their profits nowadays is generated there.

Hedge funds, both individually and as an industry are able to switch strategies rapidly. The article brings a detailed scenario how the “crowding” strategy of some relatively small British hedge funds and American equity funds ousted in May 2005 the top management of the German exchange operator Deutsche Börse AG. They were famously dubbed as a “locusts capitals”, by Franz Müntefering, then the President of the ruling Social Democratic Party. The wave of similar cases in Europe and in the USA, and the trend in more conventional fund managers to adopt hedge fund strategies brought an intensive debate among the regulators in the EU (and first of all in the UK), the US and changed the regulations which are appropriate for hedge funds as important players in the global financial markets.

Keywords: hedge fund, mutual fund, investment strategies, short-selling, carry trade, investment banks

JEL: F32, G15, G24

* Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa

Jednym z charakterystycznych zjawisk związanych z globalizacją rynku finansowego jest popularność funduszy inwestycyjnych. Ocenia się, że ich aktywa w krajach wysoko uprzemysłowionych, głównie w Stanach Zjednoczonych i krajach Unii Europejskiej, wynoszą około 13000 mld USD, z czego na Stany Zjednoczone przypada około 8000 mld USD, a na Europę – około 5000 mld USD. W ostatnich latach notowany jest dynamiczny wzrost aktywów zarządzanych przez fundusze hedgingowe, które – jak się ocenia – w końcu 2005 r. dysponowały środkami w wysokości około 1000 mld USD (Patterson 2005).

Najwięcej, około 8000 takich funduszy zarejestrowanych jest w Stanach Zjednoczonych, blisko 1000 działa w Europie, z czego 75% w Wielkiej Brytanii, 9% we Francji i 7% w Szwajcarii. Obecnie wkraczają one również na rynek niemiecki i rynki innych krajów. Niektóre fundusze dysponują kilkusetosobowym personelem i aktywami rzędu 30–40 mld USD lub EUR¹. Wiele funduszy hedgingowych jest powiązanych kapitałowo z największymi globalnymi bankami inwestycyjnymi. Ocenia się, że generują one obecnie od 30% do 40% dochodów osiąganych przez te banki, a jednocześnie, jako spółki komandytowe, praktycznie nie podlegają regulacjom dotyczącym zasad funkcjonowania i nadzoru finansowego (Reilly, von Reppert-Bismarck 2005).

Spektakularny wzrost aktywów funduszy hedgingowych w latach 2001–2005 można wyjaśnić specyficznymi uwarunkowaniami rynkowymi, które powstały w gospodarce światowej po 2000 r. Należały do nich: prowadzona od 2000 r. przez Fed polityka taniego pieniądza w Stanach Zjednoczonych, gdzie notowano najniższe stopy procentowe od ponad 40 lat, a także upowszechnianie się w świecie norm polityki fiskalnej i monetarnej, ograniczających inflację. Rozwojowi tej formy inwestowania sprzyjały też: pojawienie się nowej waluty euro oraz strefy stabilności cen gwarantowanej przez Unię Gospodarczą i Walutową, rosnące rezerwy dewizowe w wielu krajach, a także łatwy dostęp do kapitału poprzez rynek finansowy i w rezultacie ogólnie niski poziom stóp procentowych na rynkach światowych. Sprawilo to, że uczestnicy rynku zaczęli poszukiwać wyższej stopy zwrotu poprzez bardziej ryzykowne inwestycje.

Opinie o roli funduszy hedgingowych na rynku finansowym są podzielone. Alan Greenspan, do grudnia 2005 r. wieloletni szef Rezerwy Federalnej USA (Fed), twierdził, że „fundusze hedgingowe stały się ważnym czynnikiem zapewniania elastyczności systemu finansowego, rozwiązaniem, które staje się niezbędne dla zdolności absorbowania licznych

szoków gospodarczych w ostatnich latach” (Radley & Associates 2005, s. 17). Jochen Sanio, szef niemieckiego nadzoru bankowego – BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht), podczas konferencji w Nowym Jorku, wyraził natomiast pogląd, że tylko kwestią czasu jest powtórzenie się sytuacji, która w 1998 r. doprowadziła do głośnego bankructwa amerykańskiego funduszu hedgingowego Long-Term Capital Management, co miało rozległe skutki międzynarodowe. „To się powtórzy na pewno – stwierdził J. Sanio – a obecnie nikt nie jest do tego przygotowany” (Wighton 2005). Dlatego debata nad sposobem funkcjonowania takich funduszy, które tradycyjnie nie podlegały regulacjom jako instytucje specjalizujące się w usługach dla „kwalifikowanych inwestorów”, staje się ważnym aspektem funkcjonowania współczesnych rynków finansowych.

Specyfika funduszy hedgingowych

Fundusze hedgingowe specjalizują się w inwestycjach o dużym ryzyku. Mogą one pozyskiwać fundusze na rynku dla inwestowania w różne aktywa i instrumenty oraz stosować dowolne strategie inwestycyjne (tabela 1). Uczestnicy funduszy zwykle płacą prowizję w wysokości od 1% do 2% kwoty powierzonej do zarządzania oraz do 25% od dochodów osiąganych przez fundusz. Najnowsze strategie inwestycyjne funduszy dotyczą także rynku nieruchomości oraz przejmowania pakietów akcji w spółkach giełdowych w celu wpływania na strategię finansową tych spółek.

Dane gromadzone w instytucjach analitycznych specjalizujących się w tym sektorze wskazują, że w miarę kurczenia się w ostatnich latach stopy zwrotu z inwestycji na rynkach obligacji oraz akcji rosła ranga funduszy hedgingowych. W Europie w 2004 r. blisko 32% inwestorów instytucjonalnych wykorzystywało fundusze hedgingowe do zarządzania ich aktywami. W skali globalnej od 2001 r. napłynęło blisko 500 mld USD do funduszy hedgingowych (przyrost aktywów około 14% rocznie)². Fundusze oferują bowiem wysokie stopy zwrotu od zainwestowanego kapitału. Zatrudniają wysoko wykwalifikowanych menedżerów, specjalistów w dziedzinie zarządzania, a także dysponują bardziej różnicowanymi technikami handlu, na przykład krótką sprzedażą (*short selling*), polegającą na sprzedaży instrumentów, których się nie posiada, i ewentualnym zarabianiu na spadkach ich cen. Tak zwany *carry trade* (handel przez przenoszenie) oznacza, że fundusz zarabia, jeśli różnice między dochodowością dwóch instrumentów pozostają w dłuższym okresie bez zmian. Je-

¹ Personel Man Group, jednego z największych amerykańskich funduszy tego rodzaju, liczy blisko 3000 osób, w tym około 1000 w londyńskim City.

² www.hedgefundresearch.com.

śli na przykład stopa procentowa na krótkoterminowym rynku pieniężnym jest niższa niż oprocentowanie długoterminowych obligacji, pozwoli to funduszom na realizowanie dochodów dzięki pożyczaniu na rynku krótkoterminowym oraz inwestowaniu na rynku długoterminowym, co określa się jako handel przez przenoszenie. Fundusze stosują strategie inwestowania w instrumenty dostępne na różnych rynkach, które umożliwiają stosowanie zarówno różnych technik hedgingu (*long & short hedge*), jak i wykorzystywanie dźwigni finansowej (*leverage*) oraz instrumentów pochodnych (*derivatives*). Angażują się również w ryzykowne transakcje na rynku towarowym, opierając się na makroekonomicznych danych dotyczących ruchu stóp procentowych i kursów walutowych.

Historia funduszy

Pierwsze tego rodzaju przedsięwzięcie miało miejsce w styczniu 1949 r. w Stanach Zjednoczonych, kiedy Alfred W. Jones założył firmę inwestycyjną zorganizowaną w formie spółki cywilnej (*general partnership*), która została następnie przekształcona w spółkę komandytową (*limited partnership*)³. Umożliwiło to wyłączenie jej spod regulacji obowiązujących na amerykańskim rynku kapitałowym. Pomysł polegał na stosowaniu strategii inwestycyjnej, która miała na celu ograniczanie wpływu kierunku zmian cen aktywów na rynku na wartość portfela inwestycyjnego. Opierało się to na połączeniu dwóch strategii inwestycyjnych: krótkiej sprzedaży oraz dźwigni finansowej

(*leveraged investments*) (Fung, Hsieh 1999, s. 309 i 310). Wykorzystanie krótkiej sprzedaży miało na celu ograniczenie ryzyka rynkowego dzięki odpowiedniej selekcji papierów wartościowych, co umożliwiała przenoszenie ryzyka portfela inwestycyjnego na ryzyko wybranych walorów. W ten sposób przy jednoczesnym zakupie instrumentów (długa pozycja – *long*), które uznawano za niedowartościowane, następowała krótka sprzedaż instrumentów uznawanych za przewartościowane w celu zabezpieczenia się przed ewentualnym spadkiem ich cen na rynku. Dlatego – niezależnie od kierunku zmian na rynku – fundusz mógł osiągać zyski. Innowacyjność tych rozwiązań polegała też na zapewnieniu udziału inwestorom w zyskach kapitałowych oraz wynagradzaniu menedżerów funduszu za wyniki (*performance fee*). Sukces firmy A.W. Jonesa, potwierdzony lepszymi rezultatami, niż mieli inni uczestnicy rynku, przyczynił się do popularyzacji tej formy inwestowania. Pojęcie „*hedge funds*” po raz pierwszy pojawiło się jednak dopiero w kwietniu 1966 r., w publikacji amerykańskiego miesięcznika „*Fortune*”, oceniającej wyniki działalności tej spółki (Lomis 1966, s. 237–247). Jej udokumentowany sukces, potwierdzony wynikami rynkowymi, zaowocował pojawieniem się w następnych latach wielu funduszy stosujących podobne strategie. Już w połowie lat 70., głównie pod wpływem zmiany warunków rynkowych związanych z kryzysem naftowym, fundusze hedgingowe w Stanach Zjednoczonych straciły popularność i stały się instytucjami inwestycyjnymi o charakterze niszowym, jednak o dużym znaczeniu dla kierunku przekształceń rynku finansowego.

Fundusze hedgingowe, działające poza systemem regulacji amerykańskiego rynku kapitałowego i zwolnione z obowiązku udzielania informacji o posiadanych aktywach, zajmowanych pozycjach na rynku oraz wartości posiadanych zasobów kapitałowych, często są nazywane funduszami „wspólnego ryzyka”. W historii ich działalności można odnotować zarówno spektakularne sukcesy, jak i dramatyczne porażki. W 1992 r. fundusz hedgingowy Quantum, należący

³ W spółce osobowej za zobowiązania wobec wierzycieli odpowiada bez ograniczenia co najmniej jeden wspólnik – komplementariusz (*general partner*), a odpowiedzialność co najmniej jednego wspólnika – komandariusza – jest ograniczona (*limited partner*). W USA, Japonii i oazach podatkowych komplementariuszem może być zarówno osoba fizyczna, jak i prawna, która jest jednocześnie podmiotem założycielskim spółki, pełni funkcję wspólnika czynnego, reprezentując spółkę na zewnątrz, i odpowiada swoim majątkiem. Dlatego w funduszach hedgingowych komplementariuszem często jest spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Komandariusze tylko wnoszą kapitał i odpowiadają do wysokości ich wkładów.

Tabela 1. *Fundusze inwestycyjne a fundusze hedgingowe*

	Fundusze inwestycyjne	Fundusze hedgingowe
Dozwolone instrumenty	akcje i obligacje (pozycje długie – <i>long</i>)	wszystkie instrumenty + derywaty (pozycje długie i krótkie – <i>long & short</i>)
Dźwignia finansowa	niestosowana	stosowana
Pobierane prowizje	0,5% do 1%	1% do 2% + 15–25% od generowanych dochodów
Klienci	bez ograniczeń	inwestorzy instytucjonalni oraz zamożni indywidualni

Źródło: Radley & Associates (2005, s. 8).

do G. Sorosa, zmusił Wielką Brytanię do wycofania się z Europejskiego Systemu Monetarnego (EMS). Jednak w 1997 r. ten sam fundusz poniósł dotkliwą porażkę w konfrontacji z władzami Hongkongu, które zdecydowały się na interwencję na rynku giełdowym, co doprowadziło do wycofania się funduszu z rynku (Kay 2003, s. 136). Najbardziej spektakularną porażkę poniósł amerykański fundusz Long-Term Capital Management (LTCM), kierowany przez Johna Meriwethera. W początkach lat 90. fundusz ten, w którego zarządzie znaleźli się najbardziej znani teoretycy rynku, odnotował znaczne sukcesy, osiągając stopę zwrotu z inwestycji na poziomie około 40%. Podczas kryzysu na rynku rosyjskim, we wrześniu 1999 r. zarząd tego funduszu zwrócił się do inwestorów z listem informującym, że wskutek warunków rynkowych LTCM stracił od początku roku 52% posiadanych funduszy, i poprosił o dodatkowe wpłaty⁴. Podstawowa strategia funduszu polegała na wysoko lewarowanych operacjach opartych na funduszach pożyczonych w bankach, wykorzystujących różnice cenowe pomiędzy rynkami o stałym dochodzie (*fixed income market*), a następnie zajmowaniu pozycji z wykorzystaniem kontraktów *futures*, *swapów* i opcji przy założeniu, że sytuacja na rynku podstawowym będzie powracać do normalnych pozycji. Taka forma transakcji, oceniana jako bardzo ryzykowna, znana pod nazwą „relatywnej wartości” (*relative value*), opierała się na handlu wykorzystującym różnice cenowe pomiędzy różnymi instrumentami i często była stosowana przez banki inwestycyjne oraz fundusze hedgingowe. Najczęściej wykorzystywano w niej technikę opartą na jednoczesnym kupnie długu o niższej jakości, którego cena wykazywała tendencję do spadku, oraz sprzedaży rządowych obligacji skarbowych. Cały ten system okazał się nieskuteczny po załamaniu się rosyjskiego rynku finansowego w 1998 r., a aktywa funduszu rozpląły się w warunkach kryzysu walutowego i ogłoszenia niewypłacalności kilku dużych rosyjskich banków. Zagrożone bankrutem kierownictwo funduszu, mając na względzie udział wielu dużych banków i instytucji finansowych USA w kredytowaniu działalności LTCM, zawiadomiło o swych kłopotach władze Urzędu Rezerwy Federalnej. Bankrutstwo funduszu mogło być groźne nie tylko dla systemu finansowego Stanów Zjednoczonych, ale nawet dla interesów gospodarczych wielu państw współpracujących z USA. Dlatego zdecydowano, że wyłoniona przez Fed grupa banków inwestycyjnych (Goldman Sachs, Merrill Lynch, JP Morgan), mająca największą wiedzę o działalności LTCM oraz żywo zainteresowana znalezieniem rozwiązania powstałej sytuacji,

wspólnie z Fed uruchomił program awaryjny, uwzględniający dodatkowe finansowanie funduszu w kwocie około 3,6 mld USD, oraz program naprawy umożliwiający zażegnanie istniejącego zagrożenia. Ostatecznie partnerzy funduszu wycofali swoje inwestycje, a LTCM został zlikwidowany w 2000 r. (Stern, Chew Jr. 2003; Endlich 1999, s. 264 i 265).

Inwestowanie w nowych warunkach

Fundusze hedgingowe mogą działać na specyficznych rynkach, jak niektóre rodzaje długów, gdzie ceny nie są określane precyzyjnie, co daje szansę na nadzwyczajne zyski. Poza tym fundusze traktowane są przez inwestorów jako dobre miejsce dywersyfikacji ich portfeli. Sprzyjało to przepływom kapitałów do funduszy, szczególnie w latach 2000–2002, kiedy ceny notowań na głównych rynkach regularnie spadały, a inwestorzy poszukiwali wyższej stopy rentowności.

W ocenie analityków rynku problem polega jednak na tym, że fundusze hedgingowe jako branża, ujmowane w całości, nie mogą zdystansować się wobec ogólnego klimatu inwestycyjnego. Typowo zabezpieczony fundusz ma tyle samo pozycji krótkich i długich oraz dysponuje olbrzymimi zasobami gotówki (Coggan 2005). Zwykle głównym źródłem dochodów takiego funduszu jest stopa procentowa na rynku pieniężnym, przede wszystkim w strefie dolara. Wraz ze wzrostem stopy procentowej na rynku dolarowym fundusze hedgingowe zaczęły więc budować strategię oparte na wysokiej dźwigni finansowej oraz konstruowaniu lub wykorzystywaniu egzotycznych instrumentów, które taką dźwignię umożliwiają⁵. Fundusze dużo więc zainwestowały w złożone instrumenty pochodne (*complex derivative instruments*) w formie zabezpieczonych instrumentów dłużnych (*collateralised debt obligations – CDO*), które są budowane na silnie lewarowanych transakcjach na rynku obligacji przedsiębiorstw.

Takie derywaty kredytowe pozwalają bankom transferować ryzyko do szerokiego rynku finansowego. Dealerzy derywatów kredytowych, którymi są zwykle banki inwestycyjne, godzą się na przejście ryzyka od banków kredytujących w zamian za określoną cenę stanowiącą pewną formę polisy ubezpieczeniowej od niewypłacalności emitentów kredytu. Z kolei bank dealer gromadzi odpowiednio dużą liczbę transakcji kredytowych – od najmniej ryzykownych do tych, które mają najniższy rating – by stworzyć instrument zwany „zabezpieczonym zobowiązaniem

⁴ Otwarte pozycje LTCM na rynku instrumentów pochodnych opiewały na kwotę około 125 mld USD.

⁵ Fundusze mogły uzyskiwać wysoką rentowność na rynku dolarowym, kiedy Fed utrzymywał stopy procentowe poniżej rentowności obligacji. Znaczny wzrost stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w latach 2004–2005 ograniczył takie możliwości.

kredytowym” (CDO), który następnie w formie tranzy jest udostępniany inwestorom na zasadzie: im większe ryzyko, tym większy dochód (Hovanesian, Dawson, Capell 2005, s. 65). Tymi inwestorami są zwykle fundusze hedgingowe, emerytalne i ubezpieczeniowe. Najczęściej fundusz hedgingowy przejmuje to zobowiązanie w formie swapu zabezpieczającego (*credit default swap*), biorąc na siebie całkowite ryzyko niewypłacalności kredytobiorcy w zamian za określone wynagrodzenie. Jest to swego rodzaju hazard (*casino of choice*), w który angażują się inwestorzy poszukujący wysokich dochodów, przy czym angażując się w transakcje, nie muszą wyklądać gotówki. Zwykle tylko stwierdzają, że dysponują dostatecznym zabezpieczeniem, które umożliwia pokrycie ewentualnych strat.

Złożony świat strukturalnych finansów (*structured finance*), którego częścią jest rynek derywatów kredytowych, szacowany na 3000 mld USD, opiera się na możliwościach jednoczesnego analizowania, porównywania zachowań oraz handlu na wielu rynkach zarówno instrumentów finansowych, jak i towarowych. Można go bliżej poznać poprzez sytuacje konfliktowe i spory wśród uczestników tego rynku (Larsen 2005). Od 2004 r. trwa spór pomiędzy Barclays Capital, inwestycyjną firmą jednego z największych banków brytyjskich, oraz HSH Nordbank, krajowym bankiem niemieckim, który powstał w 2004 r. z połączenia Landesbank Kiel i Landesbank Hamburg. Spór dotyczy serii inwestycji dokonanych przez te krajowe banki w 2000 r. w oferowane przez Barclays Capital zabezpieczone zobowiązania dłużne (CDO) na kwotę 571 mln USD. Podstawowym powodem złożenia pozwu w londyńskim sądzie jest dokonana przez Landesbank Kiel inwestycja w tranzę CDO w kwocie 151 mln USD. HSH twierdzi, że strona niemiecka została wprowadzona w błąd, ponieważ w momencie dokonywania inwestycji rating dla tej tranzy był na poziomie AAA, a rok później został zredukowany do statusu pozainwestycyjnego. Inwestor poniósł straty, gdyż – jak się okazało – w pakiecie tym znajdowały się kredyty wysokiego ryzyka (leasing samolotów). Barclays odrzucił oskarżenia o świadome wprowadzenie w błąd partnera, jednak nie potrafił szczegółowo wyjaśnić, na jakiej podstawie agencja Fitch przyznała wysokie oceny ratingowe.

W końcu lipca 2005 r. w obszernym analitycznym artykule Gillian Tett wskazuje, że „w miarę wzrostu obrotów na rynku kredytów wysokiego ryzyka, firmy poddane restrukturyzacji są zmuszane do współpracy z funduszami hedgingowymi, o wiele bardziej agresywnymi pod względem wymogów kreowania przez nie wartości niż banki, których miejsce zajmują” (Tett 2005). Jedną z przyczyn tego zjawiska upatruje się w większej skłonności banków do sprzedawania swych zagrożonych wierzytelności

kredytowych, wskutek wprowadzania nowych norm adekwatności kapitałowej, przewidzianych w ramach Nowego Porozumienia Bazylejskiego (Basel II). Z tego powodu około 35% portfela kredytowego w Europie znalazło się w aktywach funduszy hedgingowych. Ponadto europejskie przepisy dotyczące restrukturyzacji firm i niespójne prawo korporacyjne nie są jednak dostosowane do nowego typu inwestorów. Wykorzystują to menedżerowie dużych firm hedgingowych, agresywnie inwestując w kapitał akcyjny wyselekcjonowanych spółek giełdowych gwarantujących wysoką stopę zwrotu.

Globalne fundusze hedgingowe, nastawione na agresywne inwestowanie na różnych rynkach w poszukiwaniu wysokiej stopy zwrotu, nie ograniczały swoich zainteresowań do rynku derywatów kredytowych. Wykorzystując niskie koszty pozyskiwania funduszy w Stanach Zjednoczonych, reinwestowały je na azjatyckich rynkach kapitałowych w formie transakcji pakietowych przy pierwotnych emisjach akcji. Ewentualny wzrost notowań tych akcji na giełdzie przynosił wysokie zyski. Takie transakcje wspierały również banki gwarantujące emisje, przyciągając innych instytucjonalnych inwestorów. W 2003 r. w ten sposób wprowadzono na rynek akcje jednej z największych chińskich firm ubezpieczeniowych – China Life – o wartości 3,4 mld USD. Spadek cen na azjatyckich rynkach akcji w 2005 r. spowodował jednak, że przygotowane oferty nowych emisji akcji na kwotę około 60 mld USD nie znalazły większego odzewu wśród inwestorów (Guerra 2005).

Płace menedżerów funduszy są bezpośrednio powiązane z osiąganymi wynikami na rynku. Dlatego ich celem często staje się sukces bez względu na poziom ryzyka. Poszukiwania nowych źródeł generowania zysków sprawiły, że najnowszym kierunkiem inwestowania funduszy hedgingowych stały się pakiety akcji firm giełdowych lub pakiety udziałów w niegiełdowych spółkach prawa handlowego, umożliwiające wpływ na ich zarządzanie. Na rynku Stanów Zjednoczonych, a także w Europie agresywne strategie funduszy prowadzą do uzyskiwania kontroli nad firmami, miejsc w zarządach firm, zmian menedżerów oraz przekształceń struktury kapitałowej firm, w które inwestują (Thornton, Zegel 2005, s. 32–35). W 2004 r. fundusze hedgingowe przejęły w ten sposób kontrolę nad 23 firmami amerykańskimi o wartości około 30 mld USD. Operacje te przypominają praktykowane w latach 80. na rynku Stanów Zjednoczonych przejmowanie przez inwestorów prywatnych upadających firm, a następnie albo ich restrukturyzowanie, albo doprowadzenie do bankructwa i wyprzedaż aktywów. W 2003 r. fundusz hedgingowy ESL Investments, kontrolowany przez E. Lamperta, wykupił, a następnie doprowadził do połączenia dwóch upadających znanych amerykań-

kańskich sieci sprzedaży – Sears i Kmart. Jako menedżer funduszu otrzymał w 2004 r. najwyższe wynagrodzenie w historii funduszy hedgingowych w kwocie 1,02 mld USD. W tym samym roku 25 innych menedżerów funduszy hedgingowych uzyskało roczne wynagrodzenie przewyższające 250 mln USD (Saigol 2005).

Mocne i słabe strony

Mocne strony funduszy hedgingowych to zdolność wyszukiwania opisanych wyżej wszelkich asymetrii na rynku finansowym, które mogą stwarzać okazję do wyższej rentowności niż przeciętna. Słabe strony to przede wszystkim koncentracja na podobnego rodzaju aktywach przez wiele funduszy hedgingowych w zależności od stwarzających się okazji. Powoduje to znaczne zwiększanie ryzyka ich inwestycji. Przez kilka lat globalne rynki derywatów kredytowych przyciągały uwagę inwestorów poszukujących wysokiej stopy zwrotu. Jednak wraz ze zmianą warunków rynkowych zaczęły się pojawiać sygnały, że emitenci długu o niskim ratingu z trudem znajdowali partnerów na rynku. W maju 2005 r. chwilowy odpływ kapitałów i funduszy inwestycyjnych z rynku derywatów kredytowych spowodował, że ceny swapów zabezpieczających wzrosły o kilkanaście procent. Koszty ubezpieczenia inwestycji (nawet w papiery wysokiej klasy), w kwocie 100 mln USD, wzrosły do ponad 700 tys. USD. Jednocześnie agencje ratingowe obniżyły rating kilku portfeli syntetycznych CDO. W maju 2005 r. rynki finansowe poruszyła wiadomość, że kilka dużych funduszy hedgingowych może ponieść poważne straty w związku z ich zaangażowaniem w instrumenty dłużne emitowane przez General Motors Corp. oraz Ford Motor Co., których wartość szacowano na kwotę ponad 400 mld USD. Obniżenie ratingu tych papierów do statusu pozainwestycyjnego spowodowało obawy, że może to wywołać kryzys na globalnym rynku kredytowym.

Omawiane sytuacje ilustrują skalę ryzyka, w jakie angażują się fundusze hedgingowe, jak również mechanizmy powiązań ich inwestycji z różnymi rynkami. Kiedy 4 maja 2005 r. K. Kekorian, inwestor znany ze spekulacyjnych transakcji na amerykańskim rynku kapitałowym, ujawnił plany zwiększenia swojego udziału w kapitale akcyjnym General Motors do blisko 8%, ceny akcji tej spółki na giełdzie wzrosły o 18%. Następnego dnia agencja Standard & Poors znacznie obniżyła rating obligacji tej firmy. Musiało to spowodować straty funduszy, które inwestowały w instrumenty dłużne General Motors, a jednocześnie dokonywały krótkiej sprzedaży akcji tej firmy. Inwestycje te wydawały się tak pewne, że

zachęcały do pożyczania funduszy na rynku, aby wykorzystać sprzyjającą okazję (Schurr 2005).

Konflikt akcjonariuszy w Deutsche Börse AG

Przykładem omawianego kierunku ekspansji funduszy hedgingowych na terenie Unii Europejskiej jest niemiecka giełda we Frankfurcie – Deutsche Börse AG. W maju 2005 r. dyrektor zarządzający giełdy, W. Seifert, został zmuszony do rezygnacji ze swego stanowiska przez grupę akcjonariuszy, do której należały: brytyjski fundusz hedgingowy The Children Investment Fund Management – TCI⁶, dysponujący 8-procentowym pakietem akcji, brytyjski Atticus Capital, a także amerykańskie i międzynarodowe fundusze inwestycyjne Merrill Lynch Investment Management, Fidelity Investment, Capital International Group i Generali, mające łącznie 38% akcji Deutsche Börse AG. Wraz z dyrektorem zarządzającym ze stanowiska prezesa rady nadzorczej giełdy zrezygnował również R.E. Breuer, który był także prezesem rady nadzorczej Deutsche Banku.

Oficjalnym powodem konfliktu między kierownictwem giełdy a jej akcjonariuszami był trwający od początku 2005 r. spór dotyczący strategii rozwojowej związanej z zamiarem W. Seiferta wykupienia giełdy londyńskiej (LSE) (Jenkins, Cohen 2004). Funduszem nie odpowiadała strategia nastawiona na budowanie ogólnoeuropejskiej platformy giełdowej przez połączenie obydwu giełd (Cohn, Reed, Ewing 2005, s. 64). Projekt ten miał być szansą na lepszą integrację europejskich rynków kapitałowych, znaczne obniżenie prowizji przy emisjach akcji, a w rezultacie na obniżenie kosztów pozyskiwania kapitału oraz zachęcenie do zwiększania międzynarodowych operacji kapitałowych (Hargreaves 2005). Pod wpływem tych projektów giełda nowojorska NYSE zaczęła myśleć o rynku w Europie. Już w styczniu 2005 r. rozważała możliwość ustalenia wcześniejszych godzin otwarcia z zamiarem przejmowania części operacji giełdy londyńskiej, która wyprzedza o 5 godzin otwarcie giełdy w Nowym Jorku. Publikacje na ten temat wskazywały, że inspiracją były perspektywy połączenia LSE z giełdą niemiecką lub przejścia tej giełdy przez francuską giełdę Euronext (Postelnicu 2005). Projekt wykupienia LSE przez którąś z największych europejskich giełd wywołał również debatę w środowisku inwestycyjnym w Londynie. W lutym 2005 r. Financial Services Authority, instytucja nadzorująca brytyjski rynek giełdo-

⁶ Zarządzany przez Ch. Hohna TCI powstał w 2003 r. Dysponuje kapitałem w kwocie około 3 mld USD, należy do tych funduszy, które – przejmując udziały w firmach – domagają się od ich zarządu maksymalnej stopy zwrotu. TCI deklaruje, że część zysków przekazuje na dziecięce programy dobroczynne, stąd nazwa funduszu.

wy, wyraziła obawy, że takie przejście londyńskiej giełdy może zasadniczo zmienić system regulacyjny, pozbawiając brytyjskich inwestorów tych możliwości, które oferują brytyjskie normy (Cohen 2005).

Fundusze hedgingowe, które od początku były przeciwnikami wykupienia LSE przez niemiecką giełdę, najbardziej nie podobało się konsekwentne budowanie przez jej kierownictwo rezerw finansowych przeznaczonych na ten cel. Uważano, że kosztowne przejście LSE, za kwotę 1,9 mld EUR, jest sprzeczne z interesem akcjonariuszy. Menedżerowie funduszy uznawali, że zarząd niemieckiej giełdy powinien przeznaczać wolne środki finansowe albo na kupno własnych akcji, aby w ten sposób podnieść ich wartość rynkową, albo na wyższą dywidendę dla akcjonariuszy. W przededniu wymuszonych przez fundusze zmian w radzie nadzorczej niemieckiej giełdy, 18 kwietnia 2005 r. jej dyrektor, W. Seifert, pisał do szefa TCI Ch. Hohna: „Zapewne nie zaskoczy pana stwierdzenie, że uważam pańskie działanie za destrukcyjne dla firmy, jej właścicieli, klientów i pracowników. W naszych dyskusjach domagał się pan nieustannie usunięcia i zmiany 8 z liczącej 11 wybranych przez akcjonariuszy członków rady nadzorczej giełdy. Odrzucił pan także wszelkie rozwiązania, które nie dawały panu większości w tej radzie, twierdząc jednocześnie, że nie ma pan jakiegóż szczególnej strategii dla giełdy i nie będzie pan zmierzał do żadnych istotnych zmian w strategicznych planach Deutsche Börse AG. Biorąc pod uwagę ekstremalny charakter pańskich żądań, brak skłonności do kompromisu oraz brak jakiegokolwiek racjonalnej podstawy do zmian, które pan proponuje, zdecydowaliśmy, że te żądania powinny być odrzucone jako pozostające w sprzeczności z podstawowymi interesami naszej firmy” (Seifert 2005).

Tak się złożyło, że debata na temat kapitalizmu w Niemczech – której tłem były przypadające w początkach maja 2005 r. ważne dla Socjaldemokracji (SPD) wybory w Nadrenii Północnej-Westfalii – pośrednio dotyczyła również konfliktu wśród akcjonariuszy niemieckiej giełdy⁷. W przedwyborczych debatach ówczesny przewodniczący SPD, Franz Müntefering, 16 kwietnia 2005 r. udzielił wywiadu gazecie „Bild am Sonntag”. Pytany o to, czy w związku z jego licznymi wypowiedziami przeciwko rosnącej władzy kapitalizmu woli socjalizm, odpowiedział: „Nie, ale kapitalizmu również nie lubię. Bronię się przeciwko ludziom z biznesu i międzynarodowych rynków finansowych, którzy zachowują się tak, jak gdyby nie liczyły się dla nich żadne ograniczenia i reguły. Niektórzy inwestorzy finansowi nie poświęcają żadnej uwagi ludziom, którym niszczą miejsca pracy. Pozostają anonimowi, nie mają żadnego oblicza, spa-

dają jak stada szarańczy na przedsiębiorstwa, ogalając je i lecą dalej. My walczyliśmy przeciwko takiej formie kapitalizmu” (Deupmann, Kellner 2005). Rozwijając ten wątek pod naporem mediów, które traktowały tę wypowiedź jako pewnego rodzaju konfrontację między niemieckim a anglosaskim modelem kapitalizmu, 28 kwietnia 2005 r. F. Müntefering w wywiadzie dla tygodnika „Die Zeit” powiedział: „Możliwe, że gdzieś na świecie jest inaczej (...), ale my potrzebujemy przedsiębiorstw, które mają perspektywiczne cele i nie chcemy, aby dla krótkoterminowych korzyści były wyeksploatowane i sprzedane” (Deupmann, Kellner 2005).

Trudno przypuszczać, że adresatem tych wypowiedzi nie były również fundusze hedgingowe walczące z kierownictwem niemieckiej giełdy. Jednak nie zostały one uwzględnione w decyzjach inwestorów. Przewodniczący rady nadzorczej giełdy został zmuszony 9 maja 2005 r. do ustąpienia oraz natychmiastowego zdymisjonowania dyrektora zarządzającego, a także zwolnienia 3 innych menedżerów giełdy do końca 2005 r. Dramat kierownictwa niemieckiej giełdy ma wymiar spektakularny. Należało ono bowiem do najbardziej aktywnych propagatorów liberalnych rozwiązań rynkowych w gospodarce niemieckiej, a stało się ofiarą bezprecedensowej w skali Unii Europejskiej rewolty akcjonariuszy spółki. W zderzeniu krótkoterminowych interesów funduszy hedgingowych z długofalową strategią świetnie prosperującej firmy wygrały te pierwsze. Przebieg wydarzeń świadczy również o tym, jak dalece musiały się zmienić zasady nadzoru korporacyjnego w niemieckiej gospodarce, aby mogło dojść do takiej rewolty. Bezowocne okazały się przecież ostrzeżenia przedstawicieli kierownictwa rządzącej Socjaldemokracji, którzy właśnie w kontekście tego sporu, w okresie zbliżających się wyborów krajowych w Nadrenii Północnej-Westfalii, mówili o zagrożeniach stabilności gospodarki ze strony agresywnych inwestorów finansowych⁸.

Problem regulacji

Zagadnienie funduszy hedgingowych należy do szerokiej tematyki funkcjonowania współczesnych rynków finansowych oraz kierunków ich rozwoju. Nie można przecież, biorąc pod uwagę przypadek niemieckiej giełdy, odmawiać racji jej kierownictwu, kiedy twierdzi, że jest niebezpiecznie, gdy fundusze hedgingowe stają się dominującą siłą w spółce, wymuszają swe stanowisko na większości stabilnych akcjonariuszy oraz blokują przygotowywane od kilku lat

⁷ W wyborach tych po raz pierwszy od 39 lat zwyciężyła Chrześcijańska Demokracja (CDU), co doprowadziło do deklaracji kanclerza G. Schrödera o potrzebie rozpisania nowych przedterminowych wyborów jesienią 2005 r.

⁸ H. Eichel, minister finansów w rządzie G. Schrödera, w związku z tym zdaniem stwierdził, że „należy rozważyć powołanie ogólnoeuropejskiej instytucji nadzoru nad funduszami hedgingowymi, opierając się na niemieckich propozycjach” (Williamson, Milne, Jenkins 2005).

przejęcie giełdy londyńskiej. W istocie wydarzenie to łączy się z rywalizacją i konkurencją pomiędzy europejskimi giełdami. Powołany przez fundusze nowy zarząd giełdy niemieckiej od listopada 2005 r. zabiega o połączenie ze zlokalizowaną w Holandii francuską giełdą Euronext, drugą największą giełdą na kontynencie europejskim, specjalizującą się w operacjach walutowych oraz integrującą rynki instrumentów pochodnych londyńskiej giełdy Liffe oraz giełd w Paryżu, Amsterdamie, Brukseli i Lizbonie. Ewentualna realizacja tego projektu, który miałby zapewnić skuteczne konkutowanie giełd europejskich z giełdami w Nowym Jorku i Chicago, zależy jednak od wyniku skrupulatnych ocen dokonywanych przez instytucje nadzoru giełdowego Francji, Holandii i Belgii (Cohen, Jenkins 2005; Fradin 2005).

Fundusze hedgingowe, które zapewniają wysoką stopę zwrotu inwestorom i są najlepszymi klientami banków inwestycyjnych, płacąc prowizje za udzielane pożyczki i operacje na rynku pieniężnym, a także przynosząc dochody od każdej operacji handlowej, charakteryzują się podstawową słabością. Wiąże się ona z jednostronnym charakterem inwestowania, polegającym na kumulowaniu ryzyka na podobnych operacjach i instrumentach. Ponadto korzystają one z tego, że – z punktu widzenia mechanizmów regulacyjnych – ze względu na status prawny znajdują się ciągle w swego rodzaju strefie ochronnej. Dlatego ich ekspansja w kierunku przejmowania spółek giełdowych i regulowanych rynków finansowych musiała wywołać reakcje ze strony instytucji nadzoru finansowego.

Mimo pojawiających się sygnałów i nacisków z różnych ośrodków, w tym także opinii niemieckich działaczy gospodarczych i przedstawicieli rządu, wypowiedzianych po przejęciu przez fundusze hedgingowe kontroli nad niemiecką giełdą, Komisja Europejska nie zdecydowała się na wprowadzenie oddzielnych regulacji działalności tych funduszy na terenie UE. W lipcu 2005 r. Charlie McCreevy, komisarz do spraw rynku wewnętrznego oświadczył, że nie widzi potrzeby ograniczania ich działalności. „Raczej [jak stwierdził] potrzebna jest dyskusja o tym, jak pozwolić funduszom hedgingowym stać się bardziej aktywnymi w całej Europie” (Reilly, von Reppert-Bismarck 2005). Komisja Europejska traktuje fundusze hedgingowe jako część dużego rynku funduszy inwestycyjnych, który jest regulowany w ramach ogólnych zasad dotyczących tych funduszy (UCITS)⁹. Regula-

cje te dotyczą także polskiego rynku. Ostatnie propozycje Komisji Europejskiej w sprawie perspektyw i warunków rozwoju otwartych funduszy inwestycyjnych z lipca 2005 r. uwzględniają fundusze hedgingowe jako alternatywne inwestycje, które powinny być dostępne na terenie Unii. Komisja Europejska podkreśla jednak, że należy lepiej określić rolę tych funduszy w sektorze finansowym. W tym celu powołano grupę roboczą, która ma rozważyć, jaki rodzaj regulacji byłby potrzebny do sprecyzowania profilu działalności funduszy hedgingowych na europejskim rynku (European Commission 2005, s. 9).

Debata na temat stosowanych przez fundusze hedgingowe agresywnych strategii inwestowania spowodowała, że także w Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii instytucje regulacyjne rynku finansowego zaczęły się bardziej interesować działalnością takich funduszy. W 2005 r. zaczęto aktywnie poszukiwać sposobów ograniczania ryzyka dla rynku finansowego, które mogłyby się pojawić w portfelach funduszy. W Stanach Zjednoczonych, poczynając od lutego 2006 r., Komisja Papierów Wartościowych (Sec) wprowadziła wymóg oficjalnego rejestrowania jako doradców inwestycyjnych tych funduszy hedgingowych, których wkłady przekraczają 25 mln USD oraz mających co najmniej 15 inwestorów, a także informowania Komisji o kierownictwie i zmianach strategii oraz wprowadzeniu systemu wewnętrznej kontroli (Patterson 2005; Atzler, Larsen 2005). W Wielkiej Brytanii, według raportu przygotowanego w czerwcu 2005 r. dla londyńskiego City, nadzór nad rynkiem finansowym (Financial Services Authority) przewiduje wprowadzenie w 2007 r. ogólnych zasad umożliwiających lepszą dywersyfikację portfeli inwestycyjnych funduszy hedgingowych, ograniczenie limitu zaciąganych przez nie pożyczek na rynku finansowym do 100% zarządzanych aktywów oraz ściślejsze powiązanie z instytucjonalnymi inwestorami i kwalifikowanymi inwestorami prywatnymi (Radley & Associates 2005, s. 31). Również niemieckie instytucje nadzoru finansowego (BaFin) rozważają wprowadzenie od 2007 r. regulacji w dziedzinie prawa handlowego, określających zasady dostępu instytucjonalnych inwestorów finansowych do kapitału akcyjnego spółek giełdowych (Financial Times 2006, s. 22).

Przedsięwzięcia te należy traktować jako zapowiedź stopniowego dostosowywania funduszy do wymogów różnych uczestników rynku. Fundusze hedgingowe przekształcają się z instytucji niszowych, specjalizujących się w zarządzaniu aktywami zasobnych klientów indywidualnych. Wkraczając na nowe rynki, operując aktywami funduszy emery-

⁹ W grudniu 1985 r. przyjęto dyrektywę w sprawie zasad funkcjonowania otwartych funduszy inwestycyjnych – UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*), 85/611/EEC. Dyrektywę tę uzupełniły w latach 2001–2002: 2001/107/EC „Management company Directive” oraz 2001/108/EC „Product directive”, przyjęte 21 stycznia 2002 r. i traktowane wspólnie jako UCITS III. W kwietniu 2004 r. Komisja Europejska wprowadziła możliwość inwestowania przez te fundusze w instrumenty pochodne, co w praktyce ułatwia również działanie funduszom hedgingowym na terenie Unii, 2004/383/EC.

talnych i ubezpieczeniowych, pozyskując fundusze od banków i inwestorów oraz inwestując je w coraz bardziej różnorodne rodzaje aktywów, musiały wywołać potrzebę dokładniejszego określenia ram ich działalno-

ści oraz nadzoru przez instytucje regulacyjne. Dzięki temu zyskują jednak szansę, aby zarówno w Europie, jak i w Stanach Zjednoczonych przekształcać się w nowoczesny segment rynku funduszy inwestycyjnych.

Bibliografia

- Atzler E., Larsen P. T. (2005), *EZB fordert mehr Aufsicht über Hedge-Fonds*, "Financial Times Deutschland", 28 October.
- Coggan P. (2005), *The Increasing Influence of Hedge Funds*, "Financial Times", 14–15 May.
- Cohn L., Reed S., Ewing J. (2005), *A Little Fund with Big Demands*, "BusinessWeek", 23 May.
- Deupmann V., Kellner B. (2005), *SPD – Chef Franz Müntefering in BamS – Interview*, *Kapitalismus mag ich nicht*, "Bild am Sonntag", 16 April.
- Deutsche Börse (2005), *Chairman Breuer, Further Members of the Supervisory*, Werner Seifert to Leave Deutsche Börse, Deutsche Börse Group, 9 May.
- Die Zeit (2005), *Kapitalismuskritik, Staat, wo bist du, Ein ZEIT-Interview des SPD-Vorsitzenden Franz Müntefering*, "Die Zeit", 18 April.
- ECB (2006), *Hedge Funds: Developments and Policy Implications*, "ECB Monthly Bulletin", January, Frankfurt.
- Endlich L. (1999), *Goldman Sachs, The Culture of Success*, Little, Brown and Company, London.
- European Commission (2005), *On the Enhancement of the EU Framework for Investment Funds*, "Green Paper", Commission of the European Communities, Brussels, 12.7.2005. COM (2005) 314 final.
- Financial Times (2006), *Tight German Disclosure Rules*, "Financial Times", 14–15 January.
- Fung W., Hsieh D.A. (1999), *A Primer on Hedge Funds*, "Journal of Empirical Finance", Vol. 6, No. 3.
- Guerra F. (2005), *Raise and Empty Glass of Funds*, "Financial Times", 14–15 May.
- Hargreaves D. (2005), *Bid Battle for LSE Masks Wider Issue*, "Financial Times", 19–20 February.
- Ho T.S.Y., Lee S.B. (2004), *The Oxford Guide to Financial Modeling, Applications for Capital Markets, Corporate Finance, Risk Management, and Financial Institutions*, Oxford University Press, Oxford.
- Hovanesian M., Dawson Ch., Capell K. (2005), *Taking Risk to Extremes*, "BusinessWeek", 23 May.
- Jenkins P., Cohen N. (2004), *Man in the News*, Werner Seifert, "Financial Times", 18–19 December.
- Kay J. (2003), *The Truth About Market, Their Genius, their Limits, their Follies*, Allen Lane, The Penguin Press, London.
- Liaw K.T. (1999), *The Business of Investment Banking*, John Wiley & Sons, Inc., New York.
- Patterson S. (2005), *Race to Rate Hedge Funds*, "The Wall Street Journal Europe", 28 September.
- Pütz A. (2005), *Hedge Fund Opportunities in Germany, Practical Guidance Q&A for BAI Members*, Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI), Bonn.
- Radley & Associates (2005), *The Hedge Fund Industry and the City*, Corporation of London, London.
- Reilly D., von Reppert-Bismarck J. (2005), *EU Plans No New Regulations To Govern Hedge-Fund Sector*, "The Wall Street Journal Europe", 15–17 July.
- Schurr S. (2005), *A Chink in The Armour of Hedge Funds*, "Financial Times", 21–22 May.
- SEC (2003), *Hedging Your Bets: A Heads Up on Hedge Funds and Funds of Hedge Funds*, U.S. Securities and Exchange Commission, Washington D.C.
- Seifert W.G. (2005), *The letter to Mr. Christopher Hohn*, Deutsche Börse AG.
- Stern J.M., Chew D.H. Jr. (ed.) (2003), *The Revolution in Corporate Finance*, Fourth Edition, Blackwell, Oxford.
- Tett G. (2005), *Who Owns Your Loan – Why Europe's Business will Face Surprises if Trouble Hits*, "Financial Times", 29 July.
- Thornton E., Zegel S. (2005), *Hedge Funds, The New Raiders*, "BusinessWeek", 28 February.
- Wighton D. (2005), *No Fretting on Wall St over Hedge Fund Threat*, "Financial Times" z 23 September.
- Williamson H., Milne R., Jenkins P. (2005), *Germany to Probe Hedge Funds*, "Financial Times", 14–15 May.