

dr Waldemar Aspadarec

Uniwersytet Szczeciński

Atrakcyjność inwestycyjna inwestycji alternatywnych

Wprowadzenie

W ostatnich latach inwestycjom alternatywnym poświęcono wiele uwagi. Zainteresowanie to jest konsekwencją zaistnienia wyników inwestycyjnych przewyższających inne formy alokacji kapitału, zarazem zaś wystąpienia wysokiego poziomu zmienności we wszystkich segmentach rynku finansowego w pierwszej dekadzie nowego stulecia. Do końca zeszłego stulecia inwestorzy finansowi tworząc swój portfel inwestycyjny brali pod uwagę głównie tradycyjne formy aktywów, takie jak akcje lub obligacje. Wraz z rozwojem *modern portfolio theory* zaczęto uwzględniać także alternatywne instrumenty finansowe. Pęknięcie bańki *dot.com* i publikacje na temat ujemnej korelacji między zyskami z akcji i inwestycji alternatywnych sprawiły, że zainteresowanie inwestorów finansowych wróciło na rynek inwestycji alternatywnych w celu redukcji ryzyka portfelowego (*portfolio risk*). Celem artykułu jest zbadanie i ocena atrakcyjności inwestycyjnej inwestycji alternatywnych. Atrakcyjność inwestycyjną badano na podstawie analizy stóp zwrotu inwestycji alternatywnych na tle inwestycji tradycyjnych. Drugi obszar badań stanowiła analiza ich korelacji z klasycznymi instrumentami finansowymi. Mając powyższe na uwadze, w artykule przyjęto hipotezę badawczą, że inwestorzy wykorzystujący inwestycje alternatywne osiągają wyższe stopy zwrotu od inwestycji tradycyjnych. Dodatkowo dzięki dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, inwestycje alternatywne przyczyniają się do obniżenia ryzyka portfela. W pierwszej części artykułu przedstawiono definicję inwestycji alternatywnych, podkreślając różnicę w podejściu do ich definiowania. W dalszej części artykułu skupiono się na funduszach hedge i funduszach rynku towarowego, które stanowią najważniejsze grupy funduszy o charakterze alternatywnym. Uzasadnienie dla wyodrębnienia tych kategorii inwestycji alternatywnych stanowiło kryterium płynności oparte na wycenie giełdowej. W odniesieniu do funduszy hedge, badanie oparto na analizie

wyników inwestycyjnych indeksu rynku funduszy hedge Barclay Hedge Fund Index na tle indeksu S&P 500. W tej części przeanalizowano również korelację między indeksem rynku funduszy hedge Barclay Hedge Fund Index a globalnym rynkiem akcji mierzonym indeksami S&P 500 i MSCI World Index. W ostatniej części artykułu badano atrakcyjność inwestycyjną funduszy towarowych i surowcowych na podstawie analizy funduszy kontraktów terminowych (*managed futures*). Materiały źródłowe wykorzystane w artykule pochodzą z prywatnych baz danych, monitorujących rynek funduszy hedge, ze szczególnym uwzględnieniem BarclayHedge. W artykule wykorzystano także raporty Commodity Futures Trading Commission (CFTC) i UNCTAD zawierające charakterystykę działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych.

1. Inwestycje alternatywne jako przedmiot badań naukowych

Analizowane w artykule fundusze inwestycyjne są alternatywą dla tradycyjnych funduszy inwestycyjnych. Pojawiły się one w Stanach Zjednoczonych w połowie ubiegłego wieku. Nie istnieje jednoznaczna definicja inwestycji alternatywnych. W literaturze przedmiotu pojęcie „inwestycje alternatywne” zarówno w publikacjach naukowych, jak i specjalistycznych przeznaczonych dla praktyków, definiowane są na dwa sposoby. Pierwsze podejście polega na wymienianiu tych przedmiotów inwestycji, które zdaniem autorów należą do inwestycji alternatywnych (Anson 2009, Kennedy 2010 Siegel 2008, Schulaka 2009, Gambhir 2009, Perez 2011, Loeys, Panigirtzoglou 2006, Pietrzak 2008). Drugi sposób definiowania jest równie często spotykany w literaturze przedmiotu i sprowadza się do zaliczenia do inwestycji alternatywnych wszystkich tych inwestycji, których nie zalicza się do inwestycji tradycyjnych, zaś wśród nich najczęściej wymienia się akcje i obligacje (Leitner i inni 2007, Opolski i inni 2010, Boido, Fasano 2009, Sokołowska 2010; Mikita, Pełka 2009). Warto podkreślić, że we wszystkich opracowaniach wyszczególnia się zawsze cztery kategorie inwestycji alternatywnych, które są dostępne zarówno dla inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych.

Autor podziela takie postrzeganie kategorii inwestycji alternatywnych, do których zalicza:

- fundusze hedge (*hedge funds*),
- fundusze towarowe i surowcowe (*commodity funds*),
- fundusze (*private equity/venture capital* – PE/VC),
- fundusze nieruchomości (*real estate investment funds*).

Dodatkowo część badaczy wymienia jako inwestycje nietradycyjne także produkty strukturyzowane, fundusze funduszy, instrumenty pochodne oraz produkty kredytowe. Załamania na rynkach akcji i surowców spowodowały, że w ostatnim okresie pojawiła się nowa kategoria inwestycji emocjonalnych, czyli inwestycji w wino, diamenty dzieła sztuki czy nawet w znaczki (*Współczesna...* 2009), ale ze względu na ograniczony zakres pracy nie będą one analizowane. Niektórzy

autorzy podkreślają, że rynek inwestycji alternatywnych rozwija się tylko w czasach kryzysu, zaś w czasach rozwoju gospodarczego nie są one atrakcyjną formą pomnażania kapitału (Weber 2011). Podobieństwo obu rodzajów inwestycji wynika z założenia, że w budowie portfeli inwestycyjnych inwestorzy kierują się zasadą dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Wszystkie inne cechy są odmienne, a jak wskazano powyżej inwestycje alternatywne to szeroka gama produktów, w odniesieniu do których należy analizować następujące cechy (Aspadarec 2013):

- niską korelację z tradycyjnymi inwestycjami finansowymi takimi jak akcje,
- możliwą relatywnie niską płynność,
- potencjalną trudność w ustaleniu bieżącej wartości rynkowej danego aktywa,
- potencjalnie ograniczone dane dotyczące ryzyka i stóp zwrotu,
- potencjalnie niezbędne intensywne analizy przed podjęciem inwestycji,
- potencjalnie wysoki koszt otwarcia i zamknięcia inwestycji.

Wymienione wyżej cechy inwestycji alternatywnych potwierdza raport *Global Survey on Alternative Investments* przedstawiony przez firmę Russell Investments, zbudowany na podstawie ankiety skierowanej jedynie do inwestorów instytucjonalnych. Główną przesłanką, wpływającą na zwiększenie udziału inwestycji alternatywnych w portfelu inwestycyjnym, jest redukcja zmienności, na którą wskazuje ponad 80% przebadanych inwestorów. Niewielu mniej inwestorów jest zdania, że dzięki inwestycjom alternatywnym mają możliwość osiągnięcia wyższych stóp zwrotu w porównaniu do inwestycji tradycyjnych. Z drugiej strony, czynnikami zniechęcającymi do inwestowania w tę klasę aktywów są wysokie koszty transakcyjne (33%) i niska płynność – 46% wskazań ankietowanych inwestorów (*Global Survey...* 2012).

2. Analiza atrakcyjności inwestycyjnej funduszy hedge

Fundusze hedge stanowią trzon inwestycji alternatywnych. Dynamiczny rozwój rynku funduszy hedge od końca lat dziewięćdziesiątych zeszłego stulecia jest zjawiskiem wpływającym na zmianę struktury współczesnego rynku finansowego. Fundusze hedge, jako nieregulowane fundusze inwestycyjne, charakteryzujące się najwyższą elastycznością działania, zostały zaadaptowane do dynamicznie zmieniających się warunków rynkowych na początku obecnego stulecia. Ich znaczenie wynika w głównej mierze z wielości strategii inwestycyjnych, jakie oferują, a także z wartości aktywów w ich zarządzaniu (Dziawgo 2006). F.-S. Lhabitant definiuje fundusz hedge jako prywatną, luźno regulowaną i profesjonalnie zarządzaną pulę kapitałową, dostępną tylko dla inwestorów akredytowanych (Lhabitant 2004).

Według szacunków BarclayHedge, amerykańskiej bazy danych monitorującej rynek funduszy hedge na koniec roku 2011, fundusze hedge zarządzały aktywami (inwestycyjnymi oraz gotówką) o wartości 1710 mld USD, z czego ponad 532,4 mld USD zainwestowanych było w fundusze funduszy hedge. Jeśli dzielić fundusze hedge według kryterium stylu inwestycyjnego, to otrzymano następujące rezultaty w miliardach dolarów, analogicznie na koniec 2011 r. (tab. 1).

Tabela 1
**Wartość aktywów netto zarządzanych przez fundusze hedge
według kryterium stylu inwestycyjnego w mld USD na koniec 2011 r.**

Kryterium stylu inwestycyjnego	2011
Arbitraż zamienny (<i>Convertible Arbitrage</i>)	38,8
Zagrożone papiery wartościowe (<i>Distressed Securities</i>)	114,2
Rynki Wschodzące (<i>Emerging Markets</i>)	216,4
Akcyjne wyeksponowane netto na długie pozycje (<i>Equity Long Bias</i>)	153,7
Akcyjne wyeksponowane na długie i krótkie pozycje (<i>Equity Long/Short</i>)	180,6
Akcyjne wyeksponowane jedynie na długie pozycje (<i>Equity Long-Only</i>)	77,6
Akcyjne neutralne (<i>Equity Market Neutral</i>)	28,1
Akcyjne kierowane zdarzeniami (<i>Event Driven</i>)	174,0
Staloprzychodowe (<i>Fixed Income</i>)	201,4
Makro (<i>Macro</i>)	140,7
Arbitraż przy fuzjach (<i>Merger Arbitrage</i>)	27,1
Multi strategii (<i>Multi-Strategy</i>)	224,9
Inne (<i>Other</i>)*	29,8
Specyficzny sektor (<i>Sector Specific</i>)**	102,7

* Inne obejmują fundusze sklasyfikowane jako Regulation D, Equity ShortBias, Option Strategies, Mutual Fund Timing, Statistical Arbitrage, Closed-End Funds, Balanced, Equity Dedicated Short i bez kategorii.

** Do sektora specyficznego zaklasyfikowane są: technologia, energia, biotechnologia, finanse, nieruchomości, metale, górnictwo.

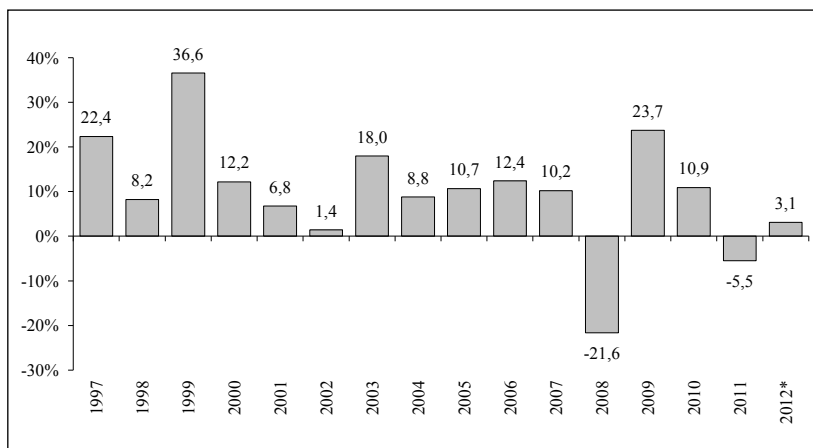
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: www.barclayhedge.com (16.02.2013 r.).

Analizując wyniki inwestycyjne funduszy hedge, wyraźnie widać, że w większości spełniają one swoje funkcje, czyli generują możliwie najwyższe zyski bezwzględne, a nie relatywne do benchmarku (rys. 1).

W ostatnich 15 latach zbiorcze wyniki inwestycyjne funduszy hedge osiągały zawsze wartości dodatnie, od 1,42% w 2002 r. do 36,56% w 1999 r. Wyjątek stanowiły lata 2008 i 2011. Wybuch globalnego kryzysu finansowego w 2008 r. pokazał, że nawet tak elastycznym wehikułom inwestycyjnym jak fundusze hedge nie udało się, jako branży, osiągnąć dodatniej stopy zwrotu.

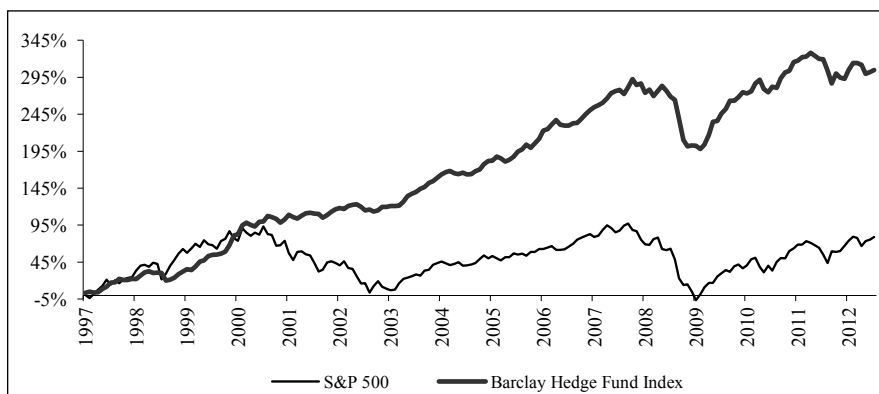
Z danych zaprezentowanych na rysunku 2 wynika, że na koniec pierwszego półrocza 2012 r., wynik rozpoczętej w 1997 r. inwestycji, osiągnięty na portfelu funduszy hedge mierzony indeksem Barclay Hedge Fund Index, wyniósł 301,8%, znacznie przewyższając stopę zwrotu indeksu S&P 500, która kształtowała się w tym okresie na poziomie 75,4%.

Rysunek 1
Stopy zwrotu funduszy hedge w okresie od 1997 r. do czerwca 2012 r. (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: www.barclayhedge.com (16.02.2013 r.).

Rysunek 2
Indeks Barclay Hedge Fund Index na tle indeksu akcji S&P 500 w latach 1997-2012 (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: www.stooq.pl, www.barclayhedge.com (16.02.2013 r.).

Do rozwoju rynku funduszy hedge przyczyniło się to, że stały się one narzędziem dywersyfikacji portfela. Fundusze hedge wykorzystują instrumenty pochodne i krótką sprzedaż, dążąc do uzyskania nieograniczonej stopy zwrotu (Drobny 2006). Sprawia to, że są one nisko lub ujemnie skorelowane z tradycyjnymi instrumentami finansowymi. Poniżej przeanalizowano korelację między indeksami Barclay Hedge Fund Index, S&P 500 i MSCI World Index w okresie od roku 2000 do końca 2011 r. Analizując korelację między indeksem rynku funduszy hedge – Barclay

Hedge Fund Index a globalnym rynkiem akcji mierzonym indeksami S&P 500 i MSCI World Index, można wyróżnić cztery charakterystyczne etapy.

Pierwszy z nich, od początku nowego wieku do czerwca 2003 r. charakteryzował się spadkami na rynkach (tab. 2, rys. 3), a fundusze hedge doświadczyły niskiej korelacji z globalnym rynkiem akcji.

Tabela 2

Korelacja między indeksami Barclay Hedge Fund Index, S&P 500 i MSCI World Index w okresie od stycznia 2000 r. do czerwca 2003 r.

Wyszczególnienie	Barclay Hedge Fund Index	S&P 500 Total Return Index	MSCI World Index (USD)
Barclay Hedge Fund Index	1,00		
S&P 500 Total Return Index	0,24	1,00	
MSCI World Index (USD)	0,31	0,97	1,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: www.barclayhedge.com, www.bloomberg.com (16.02.2013 r.).

Ważne jest, że w badanym okresie fundusze hedge nie odnotowały strat w momentach dekonstrukcji, wynikającej z pęknięcia bańki *dot-com*. Na przykład w okresie bessy (2000–2002), indeks MSCI World Index obniżył się około 40%, natomiast stopa zwrotu funduszu hedge wyniosła 12%. Pozwala to na konstatację, że niski stopień korelacji funduszy hedge z rynkiem akcji na początku stulecia był jedną z fundamentalnych przesłanek napływu kapitału od inwestorów instytucjonalnych na rynek funduszy hedge.

Rysunek 3

Indeks S&P 500 w okresie od stycznia 2000 r. do grudnia 2003 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.stooq.pl (16.02.2013 r.).

Drugi etap to okres wzrostów (tab. 3, rys. 4) na globalnym rynku akcji zakończony na początku drugiej połowy 2007 r., kiedy to fundusze hedge doświadczyły wzrostu korelacji z globalnym rynkiem akcji, będąc beneficjentem trendu wzrostowego i umiejętnie wykorzystując siłę tego trendu, która podwoiła wartość indeksu, mierząc wartości poziomów ekstremalnych.

Tabela 3

Korelacja między indeksami Barclay Hedge Fund Index, S&P 500 i MSCI World Index w okresie od lipca 2003 r. do sierpnia 2007 r.

Wyszczególnienie	Barclay Hedge Fund Index	S&P 500 Total Return Index	MSCI World Index (USD)
Barclay Hedge Fund Index	1,00		
S&P 500 Total Return Index	0,62	1,00	
MSCI World Index (USD)	0,78	0,94	1,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.barclayhedge.com, www.bloomberg.com (16.02.2013 r.).

Podkreślenia wymaga fakt, że zyski wypracowane w badanym okresie są co najmniej dwucyfrowe. Wyjątek stanowi rok 2004, kiedy wynik osiągnięty przez fundusze hedge wyniósł 8,80%.

Rysunek 4

Indeks S&P 500 w okresie od stycznia 2003 r. do grudnia 2007 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.stooq.pl (15.02.2013 r.).

Etap **trzeci** obejmuje załamanie rynku (tab. 4, rys. 5) związane z kryzysem płynności, gdy sektor funduszy hedge zaczął „odłączać” się od rynku mierzonych indeksami S&P 500 i MSCI World Index. Pozwala to na konstatację, że inwestorzy zaczęli przenosić kapitał do innych segmentów rynku finansowego (Aspadarec 2013).

Tabela 4
Korelacja między indeksami Barclay Hedge Fund Index, S&P 500 i MSCI World Index
w okresie od września 2007 r. do lutego 2009 r.

Wyszczególnienie	Barclay Hedge Fund Index	S&P 500 Total Return Index	MSCI World Index (USD)
Barclay Hedge Fund Index	1,00		
S&P 500 Total Return Index	0,45	1,00	
MSCI World Index (USD)	0,54	0,96	1,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.barclayhedge.com, www.bloomberg.com (15.02.2013 r.).

Rezultatem działań wskazanych wyżej było zmniejszenie korelacji funduszy hedge z rynkiem globalnym akcji. W badanym okresie, mimo strat wynoszących w 2008 r. około 22%, fundusze hedge radziły sobie znacznie lepiej niż rynki kapitałowe na całym świecie. Wynikało to z możliwości zajmowania pozycji krótkich oraz ograniczenia limitów, odnoszących się do lewarowania posiadanego kapitału i rozsądnej polityki zmienności.

Rysunek 5
S&P 500 w okresie od stycznia 2007 r. do listopada 2009 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.stooq.pl (15.02.2013 r.).

W okresie od marca 2009 r. do końca 2011 r. można wskazać **czwarty** etap (tab. 5, rys. 6). Po kryzysie płynności, korelacja indeksu funduszy hedge pozostała na relatywnie niskim poziomie względem globalnych rynków akcji.

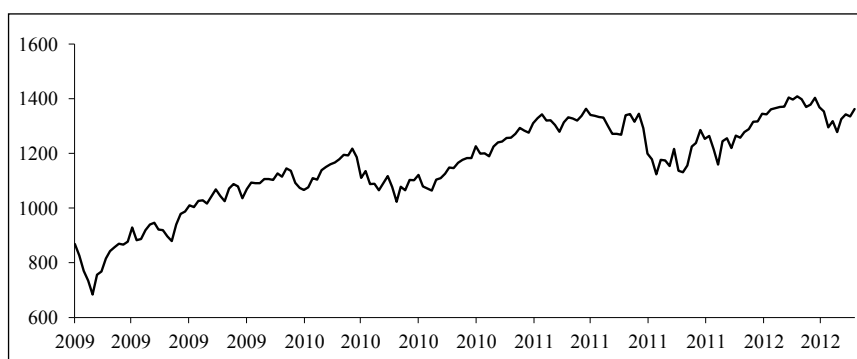
Niski poziom korelacji w tym okresie pozwala stwierdzić, że mobilność funduszy hedge sprawiła, iż środek ciężkości inwestycji przesunął się z rynku kapitałowego na rynek towarowy, w tym głównie na surowce. Była to odpowiedź inwestorów na politykę banków centralnych emitujących pieniądź w niespotykanej dotychczas skali.

Tabela 5
Korelacja między indeksami Barclay Hedge Fund Index, S&P 500 i MSCI World Index w okresie od marca 2009 r. do grudnia 2011 r.

Wyszczególnienie	Barclay Hedge Fund Index	S&P 500 Total Return Index	MSCI World Index (USD)
Barclay Hedge Fund Index	1,00		
S&P 500 Total Return Index	0,44	1,00	
MSCI World Index (USD)	0,59	0,94	1,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.barclayhedge.com, www.bloomberg.com (15.02.2013 r.).

Rysunek 6
S&P 500 w okresie od marca 2009 r. do czerwca 2012 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.stooq.pl (15.02.2013 r.).

Podsumowując można stwierdzić, że skupianie się na wyszukiwaniu możliwości arbitrażowych przez fundusze hedge sprawia, że są one zainteresowane przede wszystkim osiągnięciem zysków absolutnych a nie pokonywaniem benchmarku, takiego jak indeks rynku akcji lub obligacji, co czyni je rynkowo neutralne.

3. Atrakcyjność inwestycyjna funduszy towarowych i surowcowych na podstawie analizy funduszy kontraktów terminowych (*managed futures*)

Inwestycje typu *managed futures* są często utożsamiane z podtypem funduszy hedge, jednak według wielu klasyfikacji stanowią osobną kategorię aktywów inwestycyjnych (Sander 2008). Branża *managed futures* ma długą tradycję i podlega regulacjom CFTC. Między innymi stąd wynika większa dostępność danych, nawet tych mających powyżej trzydziestu lat. Przyczynami, dla których finan-

sowe inwestycje w surowce stały się na tyle ważne, że poświęcono im osobną nazwę w świecie amerykańskich inwestycji były następujące czynniki (Aspadarec 2013):

- niegdyś bazująca na przemyśle oraz silnym sektorze rolniczym potęga Stanów Zjednoczonych,
- marketyzacja giełd towarowych w Stanach Zjednoczonych,
- zdrowy rozsądek nakazujący oddzielać co najmniej w nazewnictwie inwestycje realne (w ropę naftową, miedź, złoto czy pszenicę) od finansowych (w akcje, obligacje itp.).

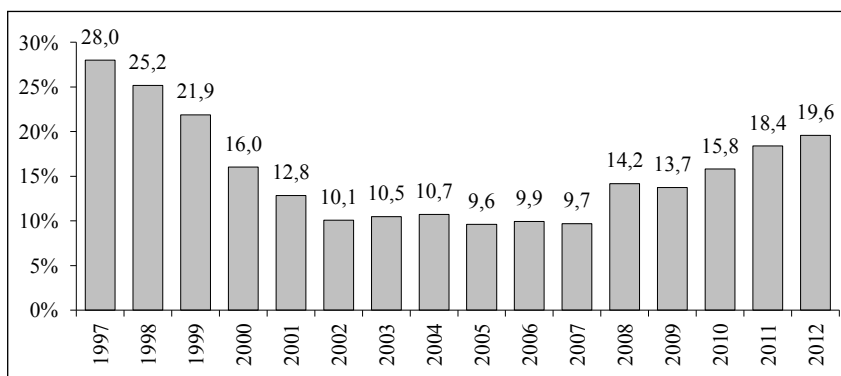
Aktem prawnym związanym z funkcjonowaniem rynku towarowego w USA jest Ustawa o obrocie towarami z 1974 r.¹, która koncentruje się na dwóch podstawowych celach. Po pierwsze, na definiowaniu kompetencji CFTC, będącej odpowiednikiem Securities and Exchange Commission SEC² na rynku instrumentów finansowych na towary. CFTC w ramach swoich kompetencji kontroluje funkcjonowanie powstałej w 1982 r. samoregulującej się organizacji National Futures Association (NFA), pełniącej funkcję niezależnego kontrolera rynku towarowego i derywatów na towary w USA. NFA sprawuje funkcje arbitra w spornych sprawach między uczestnikami rynku. Po drugie, na uregulowaniu zasad funkcjonowania rynku towarowego oraz ich uczestników. Na tym polu CFTC koncentruje się na osobach zajmujących się zarządzaniem portfelami złożonymi z derywatów na towary albo doradzaniu na rynku towarów (Anson 2002).

Managed futures to strategia polegająca na obrocie zdywersyfikowanymi portfelami giełdowych kontraktów *futures*. Klasa aktywów o nazwie *managed futures* odnosi się do profesjonalnych zarządzających, zwanych *commodity trading advisors* (CTA), inwestujących za pośrednictwem globalnych rynków *futures* oraz opcji. *Managed futures* są dostępnym obiektem inwestycji od 1948 r., kiedy to rozpoczął działalność pierwszy publiczny fundusz *futures*. Branża nie rozwijała się jednak aż do późnych lat siedemdziesiątych. W tamtym okresie na rynkach terminowych największe wolumeny obrotu osiągały towary rolne. W roku 1997 ich udział wynosił około 28% rynku inwestycji alternatywnych, aby w kolejnych latach (2002–2007) systematycznie obniżyć się do poziomu poniżej 10%. Po tym okresie, udział *managed futures* w branży alternatywnych inwestycji wzrósł aż do poziomu około 20% na koniec pierwszego półrocza 2012 r. (rys. 7).

¹ W 1936 r. uchwalono pierwotną ustawę o obrocie towarami w USA. Ustawa z 1974 r. – The Commodity Exchange Act – CEA powołała do życia instytucję nadzorczą nad rynkiem towarowym i rozszerza zasięg jej obejmowania na rynki opcji na futures, które wcześniej nie podlegały regulacjom.

² Pełniący rolę Komisji Papierów Wartościowych i Giełd w USA.

Rysunek 7
Procentowy udział *managed futures* w branży alternatywnych inwestycji
w okresie od 1997 r. do czerwca 2012 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: www.barclayhedge.com (15.02.2013 r.).

Ze względu na specyfikę i rozkład stóp zwrotu, inwestycje *managed futures* mają wiele cech czyniących je atrakcyjnym składnikiem portfela inwestycyjnego. Literatura wskazuje najczęściej na trzy następujące kwestie *managed futures*:

- osiągają wysokie stopy zwrotu przy ograniczonym ryzyku co czyni je atrakcyjnymi jako samodzielne inwestycje (Edwards, Park 1996),
- ograniczają ryzyko portfela inwestycyjnego, a dotyczy to zarówno portfela złożonego z klasycznych aktywów takich jak akcje i obligacje, jak i portfela zawierającego inwestycje alternatywne, np. fundusze hedge, nieruchomości (*The Benefits...* 2006),
- poprawiają wynik portfela inwestycyjnego, gdy skuteczność zarówno klasycznych, jak i alternatywnych klas aktywów jest ograniczona (Schneeweis 2000).

Na początku lat osiemdziesiątych XX wieku wartość aktywów w zarządzaniu doradców w handlu kontraktami towarowymi była wyrażana w milionach dolarów, co biorąc pod uwagę wielkość gospodarki amerykańskiej, jest wartością znikomą. W roku 2002 wartość aktywów osiągnęła 50 mld USD. W kolejnych latach wartość ta rosła i na koniec półrocza 2012 r. osiągnęła wartość 334,7 mld USD, co stanowiło mniej niż jedną piątą wartości aktywów znajdujących się w zarządzaniu funduszy hedge. Wzrost popytu na *managed futures* wskazuje na to, że inwestorzy doceniają potencjalne profity z inwestycji typu *managed futures*, na przykład zmniejszone ryzyko portfela, potencjał większych zysków, zdolność do czerpania korzyści w rozmaitych środowiskach ekonomicznych oraz łatwość globalnej dywersyfikacji. Inwestorzy otrzymują specjalne korzyści w stosunku do tradycyjnych klas aktywów, na przykład niższe koszty transakcyjne, niższe koszty rynkowe, możliwość stosowania dźwigni finansowej oraz handlu na płynnych rynkach. Ponadto jasność reguł danego rynku oraz bezpieczeństwo przeprowa-

dzania transakcji na zorganizowanych rynkach instrumentów pochodnych daje więcej pewności co do przejrzystości oraz uwarunkowań regulacyjnych (Jobman 2002). Istnieją trzy sposoby, za pośrednictwem których inwestorzy mogą dokonać inwestycji w *managed futures*:

1. Zakup jednostek uczestnictwa w publicznym funduszu surowców lub futures, w podobny sposób jak jednostek w powierniczym funduszu akcyjnym lub obligacyjnym.
2. Prywatne powierzenie środków operatorowi *commodity pool (commodity pool operator – CPO)*, zbierającemu środki inwestorów oraz zatrudniającemu jednego lub większą liczbę CTA w celu zarządzania tymi środkami.
3. Bezpośrednie powierzenie środków jednemu lub większej liczbie CTA w celu zarządzania nimi na indywidualnie ustalonych zasadach lub zatrudnienie zarządzającego zarządzającymi (*manager of managers – MOM*) w celu dokonania wyboru CTA.

Minimalna wymagana wartość inwestycji może być bardzo zróżnicowana, przy czym w wypadku CTA, inwestycje przeznaczone są jedynie dla tych, którzy chcą dokonać dużej inwestycji. CTA naliczają zarówno opłaty za zarządzanie, jak i prowizje od wyników porównywalne z tymi stosowanymi przez fundusze hedge, powszechnie 2% wartości aktywów tytułem zarządzania oraz 20% premii od zysków (Kat 2004). Podobnie jak fundusze funduszy hedge, fundusze *managed futures* pobierają opłatę dodatkową. Niegdyś CTA byli ograniczeni do handlu kontraktami *futures* na surowce, z tego zresztą wzięły się terminy *public commodity fund* – publiczny fundusz surowcowy, „CTA”. Wraz z wprowadzeniem w latach osiemdziesiątych kontraktów terminowych na waluty, stopy procentowe, obligacje oraz indeksy rynków akcji, spektrum inwestycyjne uległo znaczącemu poszerzeniu. Współcześnie CTA handlują zarówno surowcami, jak i kontraktami *financial futures*, stosując zaawansowane metody zarządzania z wykorzystaniem stylu *managed futures*. Poszczególni zarządzający stosują podejście uznaniowe lub systematyczne. Zarządzający stosujący podejście uznaniowe podejmują decyzje inwestycyjne na podstawie własnego osądu i wiedzy, czyli wybierają bardziej fundamentalny styl inwestowania (Stefanini 2006). Wielu z nich stosuje silnie techniczne i systemowe podejście do transakcji. Zarządzający wykorzystujący podejście systematyczne usiłują wykorzystać zidentyfikowane okazje inwestycyjne przez zastosowanie zbudowanych modeli komputerowych (Lungarella 2002). Niektórzy koncentrują się na danym rynku lub jego segmencie, na przykład na surowcach rolnych, walutach lub metalach, jednak większość dywersyfikuje inwestycje na różnych rynkach. W literaturze wskazuje się, że jedną z najistotniejszych cech *managed futures* jest ich podążanie za trendem, co oparte jest na założeniu, że utrzymująca się stała nieefektywność rynku prowadzi do formowania się trendów cenowych. Wykorzystanie kontraktów *futures* umożliwia zarządzającym w stylu *managed futures* wygenerowanie zysku z długich pozycji w czasie hossy oraz zarabiania na krótkich pozycjach w czasie bessy. Strategia ta jest na tyle elastyczna, że w momencie odwrócenia trendu

pozwała szybko odwrócić pozycję, co stanowi fundamentalną różnicę w porównaniu z tradycyjnymi inwestycjami *long-only*. Ogólnie, korelacja wzajemna strategii CTA zależy od stopnia, w jakim bazują one na podążaniu za trendem lub poszukiwaniu minimów i szczytów. Ze względu na to, że większość CTA stosuje strategie podążające za trendem, indeksy są silnie skorelowane ze strategiami innych CTA, zdominowanymi przez podejście podążania za trendem (Jobman 2002).

Kontrakty *futures* dzięki swoim cechom są niezwykle użytecznym instrumentem. Podobnie jak giełdy, na których się nimi handluje, podlegają ścisłemu nadzorowi CFTC i NFA. Transakcje giełdowe na tym rynku rozliczane są przez niezależne izby rozliczeniowe, które gwarantują transakcje, ograniczając tym samym ryzyko drugiej strony. Kolejną zaletą rynku terminowego jest jego duża płynność. Koszty transakcyjne stanowią niewielką część kosztów ponoszonych na, odpowiadających tym rynkom, giełdach instrumentów bazowych. Uwzględnienie *managed futures* w portfelu inwestycyjnym może prowadzić do znacznego obniżenia ryzyka całościowego przy niewielkich kosztach mierzonych oczekiwaną stopą zwrotu. Fundusze funduszy *managed futures* (*funds of managed futures funds*) oferują inwestorom możliwość dywersyfikacji między różne fundusze *managed futures* ze względu na rynek, na którym działają czy horyzont zawieranych transakcji. *Managed futures* wydają się być bardziej efektywnym narzędziem dywersyfikacji od funduszy hedge. Dodanie *managed futures* do portfela akcji oraz obligacji obniża odchylenie standardowe portfela istotniej i szybciej niż w przypadku wykorzystania funduszy hedge. Można zmniejszyć ogólne odchylenie standardowe portfela jeszcze bardziej przez zestawienie w nim aktywów alternatywnych (funduszy hedge oraz *managed futures*) z tradycyjnymi (akcjami oraz obligacjami) (*Commodity Trading...* 2004).

Kluczową cechą stylu *managed futures* są udokumentowane sukcesy tej strategii. Przynosiła ona inwestorom zyski w różnych warunkach rynkowych. Na rysunku 8 zaprezentowano skuteczność strategii *managed futures*, która w ostatnich trzydziestu latach generowała stopy zwrotu wyższe od średnich stóp światowych. Atrakcyjne zyski osiągnęły także wtedy, gdy rynek akcji przeżywał załamanie, jak choćby w czasie bessy lat 2000–2003 i kryzysu finansowego w 2008 r.

W latach 1980-2012 poszczególne miary strategii *managed futures* kształtowały się następująco:

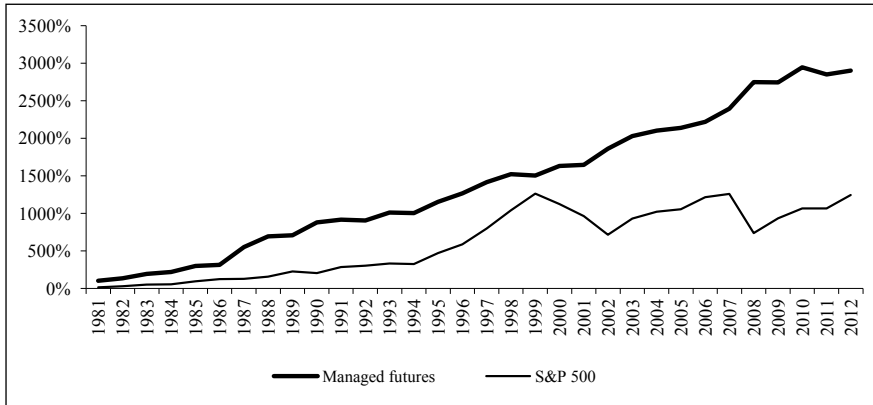
- zaanualizowana roczna stopa zwrotu wynosiła 11%,
- wartość wskaźnika Sharpe'a – 0,4%,
- największe obsunięcie kapitału (*Drawdown*) – 15,66%,
- korelacja z indeksem S&P 500 – 0,01.

Zgodnie ze współczesną teorią portfela MPT, optymalna dywersyfikacja możliwa jest dzięki niskiej lub nawet ujemnej korelacji między poszczególnymi składnikami portfela (tab. 6).

Najważniejszą zaletą stylu *managed futures* jest możliwość uzyskania wysokich dodatnich stóp zwrotu, podczas gdy inne instrumenty generują straty na portfelu. Zilustrowano to na rysunku 9, na którym zaprezentowano wyniki funduszy

managed futures w dziesięciu miesiącach, które były najgorszymi miesiącami na światowych rynkach akcji.

Rysunek 8
Wyniki strategii *managed futures* w latach 1981–2012 na tle indeksu S&P 500



Źródło: opracowanie własne na podstawie www.bloomberg.com, www.stooq.pl (15.02.2013 r.).

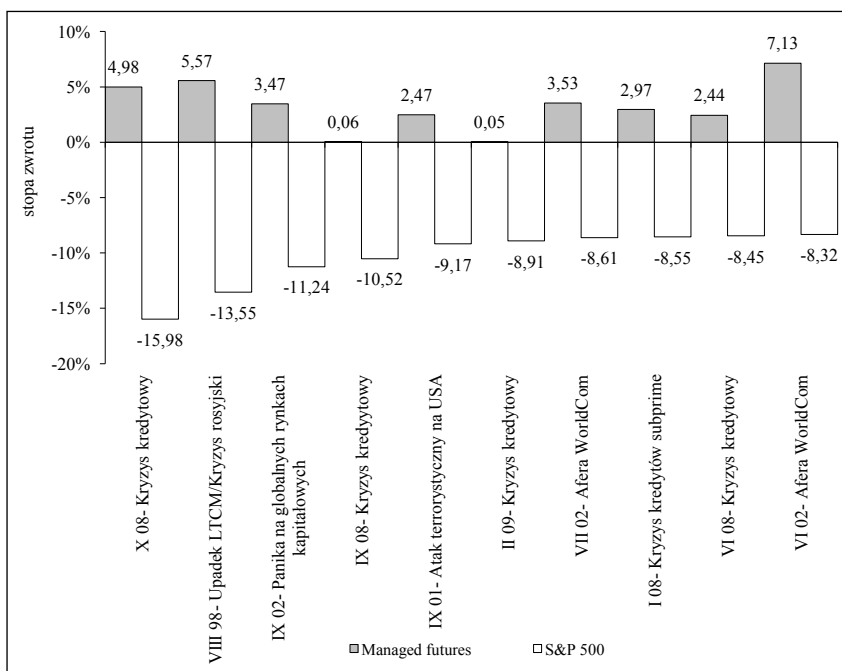
Tabela 6
Korelacja akcji, obligacji i pozostałych alternatywnych klas aktywów
w latach 1994–2011

Wyszczególnienie	<i>Managed futures</i>	<i>Global macro</i>	<i>Event driven</i>	<i>Equity hedge</i>	Fundusze funduszy	Obligacje światowe	Akcje światowe
Akcje światowe	-0,13	0,39	0,77	0,79	0,68	-0,17	1,00
Obligacje światowe	0,31	0,21	-0,18	-0,16	-0,12	1,00	
Fundusze funduszy	0,12	0,72	0,85	0,87	1,00		
Equity hedge	-0,02	0,57	0,87	1,00			
Event driven	-0,04	0,52	1,00				
Global macro	0,52	1,00					
Managed futures	1,00						

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.bloomberg.com, www.barclayhedge (15.02.2013 r.).

Należy podkreślić, że to właśnie dzięki niskiej lub ujemnej korelacji z innymi instrumentami, zaangażowanie w fundusze *managed futures* pozwala poprawić stosunek zysku do ryzyka portfela. Wyniki inwestycyjne mogą zostać wygładzone przy równoczesnym zapewnieniu dodatkowego źródła zysków. W tabeli 7 zilustrowano, jak dodanie funduszy *managed futures* (na poziomie 20%) do portfela akcji, może poprawić stopy zwrotu, zredukować zmienność i obniżyć największe spadki.

Rysunek 9
Wyniki strategii *managed futures* na tle dziesięciu najgorszych miesięcy dla akcji światowych w latach 1994–2011



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.bloomberg.com (15.02.2013 r.).

Tabela 7
Miary oceny inwestycji w akcje światowe oraz akcje światowe z *managed futures* w latach 2004–2011

Wyszczególnienie	Akcje światowe	Akcje światowe 80% <i>Managed futures</i> 20%
Stopa zwrotu w skali roku	5,0%	5,6%
Zmienność w skali roku	14,7%	11,7%
Odchylenie ujemnych stóp zwrotów	11,0%	8,6%
Wskaźnik Sharpe'a	0,16	0,21
Największy spadek	-50,4%	-40,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.bloomberg.com (15.02.2013 r.).

Atrakcyjność inwestycyjna funduszy kontraktów terminowych (*managed futures*) sprawiła, że pojawiły się one również na polskim rynku, od kilku lat funkcjonuje kilka funduszy oferujących tego typu produkty (Zaremba 2010).

Zakończenie

Przeprowadzone w artykule badania pozwalają na stwierdzenie, że inwestycje alternatywne są atrakcyjnym elementem portfela, zarówno z powodu osiąganych stóp zwrotu, jak i dywersyfikacji i tym samym obniżenia ryzyka portfela inwestycyjnego. Należy także podkreślić, że w ostatnich latach wzrosła korelacja między wynikami funduszy hedge a stopami zwrotu osiąganymi na globalnych rynkach kapitałowych, dlatego korzyści z dywersyfikacji nie są już tak oczywiste. Część funduszy hedge stała się *de facto* klasycznymi funduszami inwestycyjnymi, do czego dochodziło, gdy inwestor płacił stawki za zarządzanie oraz wyniki właściwe dla funduszy hedge, a narażony był na ryzyko i otrzymywał stopy zwrotu właściwe klasycznym funduszom inwestycyjnym. Inwestorzy stosujący strategię *managed futures* osiągają sukcesy w postaci atrakcyjnych zysków, generowanych w różnych warunkach rynkowych. Fundusze *managed futures* są interesującą inwestycją samą w sobie, jednak największą wartość stanowi ich potencjał dywersyfikacji portfela, wynikający z niskiej korelacji w stosunku do instrumentów tradycyjnych oraz funduszy hedge. Oznacza to, że alokacja części portfela funduszu funduszy hedge lub portfela instrumentów tradycyjnych do strategii *managed futures* umożliwia znaczną poprawę stosunku zysku do ryzyka.

Bibliografia

- Anson M., *An Introduction to Core Topics in Alternative Investments*, John Wiley&Sons, Nowy Jork 2009.
- Anson M., *Handbook of Alternative Assets*, John Wiley & Sons, Nowy Jork 2002.
- Aspadarec W., *Wielowymiarowe aspekty rozwoju rynku funduszy hedge*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2013.
- Boido C., Fasano A., *Alternative Assets: A Comparison Between Commodities and Traditional Asset Classes*, „ICFAI Journal of Derivatives Markets” 2009.
- Commodity Trading Advisors: Risk, Performance Analysis and Selection*, G.N. Gregoriou, V.N. Karavas, F-S L’habitant, F. Rouah, (red.), John Wiley & Sons, Nowy Jork 2004.
- Drobny S., *Inside The House Of Money - Top Hedge Fund Traders On Profiting In The Global Markets*, John Wiley & Sons, Nowy Jork 2006.
- Dziawgo L., *Private banking – bankowość dla zamożnych klientów*, Wolters Kluwer, Kraków 2006.
- Edwards F., Park J., *Do Managed Futures Make Good Investments*, „The Journal of Futures Markets” 1996, t. 16, nr 5.

- Gambhir U., *Fund Administration in the Alternative Investment Industry: Administrator Selection and Best Practices*, „Journal of Securities Operations & Custody” 2009, vol. 2.
- Global Survey on Alternative Investments*, Russell Investments 2012.
- Jobman D., *The Handbook of Alternative Investments*, John Wiley & Sons, Nowy Jork 2002.
- Kat H.M., *Managed Funds and Hedge Funds: a Match Made in Heaven*, „Journal of Investment Management” 2004, t. 2, nr 1.
- Kennedy C., *An Alternative Approach*, „Money Management” 2010, vol. 24.
- Leitner C., Mansour A., Naylor S., *Alternative Investments in Perspektive*, „PREF Research” 2007.
- Lhabitant F.-S., *Hedge Funds: Quantitative Insights*, John Wiley & Sons, Londyn 2004.
- Loeys J., Panigirtzoglou N., *Are Alternatives the Next Bubble?*, „The Journal of Alternative Investments” 2006, vol. 9.
- Lungarella G., *Managed Futures: a Real Alternative*, „Harcourt AG. Strategy Focus”, swissHedge, IV kw, 2002.
- Mikita M., Pełka W., *Rynki inwestycji alternatywnych*, Poltext, Warszawa 2009.
- Opolski K., Potocki T., Świst T., *Wealth management. Bankowość dla bogatych*, CeDeWu, Warszawa 2010.
- Perez K., *Fundusze hedge. Istota, strategie, potencjał rynku*, C.H. Beck, Warszawa 2011.
- Pietrzak J., *Inwestycje w pasje*, „Gazeta Bankowa” nr 29, 25.07.2008.
- Sander B., *Managed Futures. Erfolgreich Geld verdienen in steigenden und fallenden Markten*, FinanzBuch Verlag GmbH, Munchen 2008.
- Schneeweis T., *The Benefits of Managed Futures*, Alternative Investment Management Association, grudzień 2000.
- Schulaka C., *Rethinking Investment Strategies*, „Journal of Financial Planning” 2009.
- Siegel L.B., *Alternatives and Liquidity: Will Spending and Capital Calls Eat your „Modern” Portfolio*, „Journal of Portfolio Management” 2008, vol. 35.
- Sokołowska E., *Alternatywne formy inwestowania na rynku papierów wartościowych*, Wydawnictwo Naukowe UMK, Toruń 2010.
- Stefanini F., *Investment Strategies of Hedge Funds*, John Wiley & Sons, Londyn 2006.
- The Benefits of Managed Futures: 2006 Update*, CISDM – Center for International Securities and Derivatives Markets, Isenberg School of Management, University of Massachusetts 2006.
- Weber K.J., *Using Alternatives to your Clients’ Benefit*, „Bank Investment Consultant” 2011, vol. 19.
- Współczesna bankowość inwestycyjna*, red. A. Szelągowska, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Zaremba A., *Fundusze kontraktów towarowych: nowa klasa aktywów inwestycyjnych?*, „Ekonomista” 2010, t. 5.

Słowa kluczowe: inwestycje alternatywne, fundusze hedge, fundusze kontraktów terminowych

Investment attractiveness of alternative investments

Summary

The article presents alternative investments and quotes the example of hedge funds and managed futures strategy. For starters, the author offers a definition of alternative investments. Attention is also paid to hedge funds which represent the main group of alternative funds. The last section of the paper analyses investment attractiveness of funds based on managed futures strategy. The author also focuses on alternative investments whose value depends on performance. Finally, a conclusion is made that the greatest advantage of such investments is their potential for portfolio diversification due to slight correlation with traditional instruments.

Keywords: alternative investments, hedge fund, managed futures