

Adam Zaremba



JAK ZARABIAĆ NA \$UROWCACH

Inwestycje na rynkach towarowych
w czasach finansjalizacji

Wszelkie prawa zastrzeżone. Nieautoryzowane rozpowszechnianie całości lub fragmentu niniejszej publikacji w jakiegokolwiek postaci jest zabronione. Wykonywanie kopii metodą kserograficzną, fotograficzną, a także kopiowanie książki na nośniku filmowym, magnetycznym lub innym powoduje naruszenie praw autorskich niniejszej publikacji.

Wszystkie znaki występujące w tekście są zastrzeżonymi znakami firmowymi bądź towarowymi ich właścicieli.

Autor oraz Wydawnictwo HELION dołożyli wszelkich starań, by zawarte w tej książce informacje były kompletne i rzetelne. Nie biorą jednak żadnej odpowiedzialności ani za ich wykorzystanie, ani za związane z tym ewentualne naruszenie praw patentowych lub autorskich. Autor oraz Wydawnictwo HELION nie ponoszą również żadnej odpowiedzialności za ewentualne szkody wynikłe z wykorzystania informacji zawartych w książce.

Recenzja naukowa: Prof. Waldemar Frąckowiak, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
Redaktor prowadzący: Barbara Gancarz-Wójcicka
Projekt okładki: ULABUKA

Fotografia na okładce została wykorzystana za zgodą Shutterstock.

Wydawnictwo HELION
ul. Kościuszki 1c, 44-100 GLIWICE
tel. 032 231 22 19, 032 230 98 63
e-mail: onepress@onepress.pl
WWW: <http://onepress.pl> (księgarnia internetowa, katalog książek)

Drogi Czytelniku!

Jeżeli chcesz ocenić tę książkę, zajrzyj pod adres

<http://onepress.pl/user/opinie?jazasu>

Możesz tam wpisać swoje uwagi, spostrzeżenia, recenzję.

ISBN: 978-83-246-7900-3

Copyright © Adam Zaremba 2013

Printed in Poland.

- [Kup książkę](#)
- [Poleć książkę](#)
- [Oceń książkę](#)

- [Księgarnia internetowa](#)
- [Lubię to! » Nasza społeczność](#)

Spis treści

Wprowadzenie	7
Rozdział 1. Strategiczna alokacja aktywów na rynkach surowców ...	13
1.1. Klasy aktywów inwestycyjnych	13
1.2. Strategiczna alokacja aktywów	17
1.3. Inwestycje na rynkach surowców	18
Rozdział 2. Pasywne inwestycje na rynkach surowców	23
2.1. Geneza inwestycji na rynkach futures	24
2.2. Źródła zysku z pasywnych inwestycji na rynkach surowców	33
2.2.1. Zysk spotowy	34
2.2.2. Zysk z rolowania pozycji	35
2.2.3. Depozyt zabezpieczający	37
2.2.4. Dywersyfikacja	38
2.2.5. Metoda ważenia	40
2.2.6. Dynamiczna alokacja aktywów	41
2.2.7. Termin rozliczenia kontraktów	42
2.3. Hipotezy oczekiwanych stóp zwrotu na rynkach surowcowych	44
2.3.1. Systematyzacja hipotez oczekiwanych stóp zwrotu	45
2.3.2. Perspektywa CAPM	46
2.3.3. Teorie magazynowania	47
2.3.4. Teoria racjonalnych oczekiwań	50
2.3.5. Teoria normalnego deportu	51
2.3.6. Hipoteza presji hedgingowej	53
2.3.7. Hipoteza preferencji płynności	54
2.3.8. Hipoteza segmentacji rynku	55
2.3.9. Normalny report	55
2.3.10. Modele opcyjne	56
2.4. Benchmarki dla rynku surowców	57
2.4.1. Konstrukcja indeksów na rynkach surowcowych	58
2.4.2. Przegląd indeksów rynków surowcowych	59
2.5. Zasadność pasywnych inwestycji na rynkach surowców w świetle dotychczasowych badań	67

Rozdział 3. Aktywne inwestycje na rynkach surowców73

3.1. Geneza funduszy kontraktów terminowych	73
3.2. Regulacje instytucjonalne funduszy managed futures	77
3.3. Zarządzanie portfelami funduszy managed futures	83
3.3.1. Style zarządzania managed futures	83
3.3.2. Systemy transakcyjne	85
3.3.3. Kalibracja i walidacja systemu	100
3.3.4. Konstrukcja portfela	103
3.3.5. Zarządzanie ryzykiem i dźwignią finansową	105
3.4. Teoretyczne podstawy analizy technicznej	107
3.5. Benchmarki managed futures	113
3.5.1. Klasyfikacja indeksów managed futures	114
3.5.2. Przegląd wybranych indeksów	118
3.5.3. Notowania indeksów managed futures	121
3.6. Obciążenia baz danych i indeksów funduszy kontraktów terminowych	125
3.6.1. Obciążenie selekcji	126
3.6.2. Błąd retrospekcji	127
3.6.3. Efekt nowości	127
3.6.4. Efekt uzupełnienia	127
3.6.5. Efekt przetrwania	130
3.6.6. Nioszacowanie zmienności	135
3.6.7. Efekt rebalansowania	136
3.6.8. Zniekształcenie dostępności	137
3.7. Zasadność inwestycji w fundusze kontraktów terminowych w świetle dotychczasowej literatury	140

Rozdział 4. Finansjalizacja rynków towarowych 145

4.1. Powstawanie baniek cenowych	153
4.2. Wzrost korelacji na rynkach surowcowych	159
4.3. Zmiana struktury terminowej rynków	165
4.4. Spadek skuteczności analizy technicznej	167
4.5. Odmienne wyjaśnienia strukturalnych zmian na rynkach surowcowych	174
4.5.1. Wzrost gospodarek wschodzących	174
4.5.2. Biopaliwa	175
4.5.3. Kryzys finansowy	176
4.5.4. Inflacja	177

4.6. Analiza empiryczna zmian na rynkach surowcowych	179
4.6.1. Wzrost korelacji pomiędzy surowcami a tradycyjnymi klasami aktywów	179
4.6.2. Spadek skuteczności analizy technicznej	186
4.6.3. Zmiany struktury terminowej rynków surowcowych	191
Rozdział 5. Ocena inwestycji na rynkach surowców	201
5.1. Inwestycje samodzielne	201
5.1.1. Wskaźnik Sharpe'a	202
5.1.2. Wskaźniki oparte na modelu wyceny dóbr kapitałowych CAPM	207
5.1.3. Miary M^2 , M^3 oraz Graham i Harvey	212
5.1.4. Wskaźniki bazujące na ryzyku ujemnym	216
5.1.5. Wskaźniki behawioralne	218
5.1.6. Wskaźniki oparte na wartości narażonej na ryzyko	218
5.1.7. Wskaźniki oparte na obsunięciu kapitału	221
5.1.8. Ocena inwestycji w fundusze kontraktów terminowych	224
5.2. Ocena inwestycji surowcowych jako składowych portfela inwestycyjnego	228
5.2.1. Analiza graficzna	232
5.2.2. Portfele replikujące	235
5.2.3. Metoda symulacyjna	238
Rozdział 6. Ocena zasadności inwestycji w surowce w kontekście wzrostu znaczenia inwestycji finansowych	241
6.1. Opis próby badawczej, zakres czasowy i procedury badania	241
6.2. Pasywne inwestycje na rynkach surowców	242
6.2.1. Inwestycje pasywne w warunkach zmiany struktury rynków terminowych	250
6.2.2. Inwestycje pasywne w warunkach wzrostu korelacji	258
6.3. Aktywne inwestycje na rynkach surowców	264
Zakończenie	273
Bibliografia	277

Rozdział 3.

Aktywne inwestycje na rynkach surowców

Niniejszy rozdział jest poświęcony funduszom *managed futures*¹ jako przykładowi aktywnej inwestycji na rynku surowców. Celem rozdziału jest szczegółowa prezentacja i charakterystyka tejże klasy aktywów inwestycyjnych, szczególnie pod kątem zasad funkcjonowania i doboru benchmarku właściwego do badań empirycznych nad finansjalizacją rynków towarowych.

Rozdział składa się z kilku części. Na początku pokrótce zaprezentowana jest historia funduszy kontraktów terminowych. Dalej są przedstawione regulacje instytucjonalne w USA, skąd wywodzą się fundusze *managed futures*. W następnej kolejności przedmiotem zainteresowania są strategie zarządzania funduszami kontraktów terminowych. Kolejnym elementem jest charakterystyka funkcjonujących na rynku indeksów *managed futures*, ze wskazaniem potencjalnie związanych z nimi obciążeń danych. Na końcu znajduje się przegląd literatury dotyczącej dotychczasowych badań nad zasadnością inwestycji w *managed futures*.

3.1. Geneza funduszy kontraktów terminowych

Przez długi czas spekulacyjne inwestowanie w kontrakty *futures* kojarzone było przede wszystkim z samodzielnymi traderami, którzy zawierali transakcje bezpośrednio na parkietach giełd towarowych. Inwestorom tym często udawało się wypracowywać imponujące stopy zwrotu, co budziło duże zainteresowanie możliwościami osiągnięcia zysków, które dawały spekulacje na kontraktach *futures*.

¹ Angielski termin *managed futures* wszedł obecnie do powszechnego użycia w języku polskim, w związku z czym w niniejszej pracy będzie wykorzystywany naprzemiennie z pojęciem „fundusze kontraktów terminowych”.

Umiejętności traderów zostały dostrzeżone przez innych uczestników rynku, którzy doszli do wniosku, że ich talenty mogłyby zostać wykorzystane jednocześnie na wielu różnych rynkach — w tym także na przykład na walutowych — co umożliwiłoby skuteczne ograniczenie ryzyka poprzez dywersyfikację. Niestety, struktura rynków *futures* z połowy XX w. nie sprzyjała takim inicjatywom.

Za pierwszy fundusz inwestycyjny działający na rynku towarowych kontraktów *futures* uznaje się zwykle Futures Inc. założony w 1948 r. przez Richarda Donchiana. Fundusz z powodzeniem funkcjonował do roku 1960 i miał wielu naśladowców. Sam Richard Donchian jest obecnie powszechnie uznawany za ojca branży *managed futures*, a także koncepcji automatycznych systemów transakcyjnych i strategii podążania za trendem (ang. *trend following*) [Faith 2008]. Rozwój inwestycji w kontrakty terminowe stał się jednocześnie początkiem intensywnych badań i publikacji naukowych, które koncentrowały się nie tylko na mikrostrukturze rynku, ale również na zyskowności inwestycji z wykorzystaniem kontraktów *futures* [Jaffarian 2009, s. 170].

Początkowo branża *managed futures* rozwijała się powoli, a pojawienie się w niej licznych firm inwestycyjnych, które nadały jej współczesny kształt, miało miejsce dopiero w drugiej połowie lat 60. ubiegłego wieku. Istotnym posunięciem było stworzenie w 1967 r. pierwszej bazy danych, która gromadziła notowania kontraktów terminowych. Dzięki temu możliwe stało się testowanie zautomatyzowanych systemów transakcyjnych, co zintensyfikowało rozwój sektora [Chandler 1994, s. 17]. Niedługo później założona została Commodity Corporation — instytucja, która okazała się niezwykle istotna dla rozwoju branży. Commodity Corporation była instytutem badawczym (ang. *think tank*), który finansował i wspierał analizy rynku kontraktów terminowych, pomagając jednocześnie w tworzeniu systemów transakcyjnych. To właśnie w Commodity Corporation swoje kariery rozpoczynało wiele znakomitości branży *managed futures*, jak choćby Bruce Korner [Schwager 2006]. Ostatecznie firma ta została przejęta i stała się częścią banku inwestycyjnego Goldman Sachs.

Początki branży *managed futures* wiąże się tradycyjnie ze Stanami Zjednoczonymi, ponieważ jej rozwój w Europie nastąpił z kilkunastoletnim opóźnieniem. Za pierwszą europejską firmę tego typu można uznać dopiero firmę Conti-Commodities, która oferowała klientom zarządzanie ich pieniędzmi poprzez inwestycje w ramach systemów podążania za trendem [Chandler 1994, s. 18]. Grupa Conti (Conti Group) została założona w Belgii w 1813 roku, jednak dopiero pod koniec XX wieku zaczęła świadczyć wspomniane wyżej usługi.

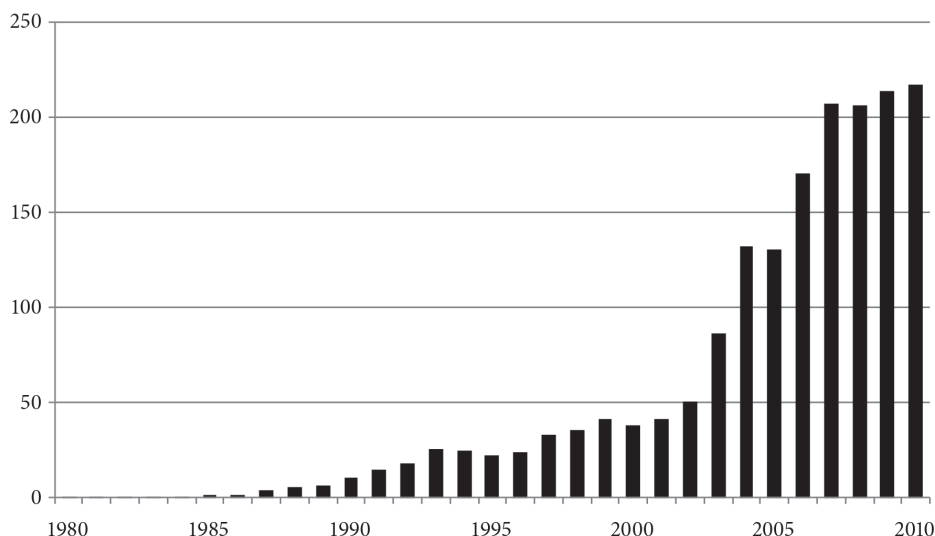
Kolejny przełom w rozwoju branży nastąpił w latach 80. XX w. i miał charakter przede wszystkim instytucjonalny. Wówczas, obok tradycyjnych kont zarządzanych przez CTA, zaczęły się pojawiać fundusze inwestycyjne oferujące klientom detalicznym lokaty typu *managed futures* [Jaffarian 2009, s. 170]. Rezultatem był szybki rozwój sektora i wzrost aktywów pod zarządzaniem z dwóch miliardów USD w 1983 r. do ponad dziesięciu miliardów USD pięć lat później.

Zwiększenie popularności inwestycji w kontrakty *futures* nie pozostało bez wpływu na świat akademicki. W latach 80. i 90. badania naukowe nad tymi rynkami rozgałęziały się i podążyły w dwóch kierunkach. Pierwszym były analizy inwestycji w długie pozycje kontraktów terminowych *futures* i uzasadnienie ich podejmowania w przypadku budowy portfela inwestycyjnego. Od tego czasu powstało wiele publikacji uzasadniających włączenie do portfela długich pozycji w kontraktach *futures* na surowce, z których najsłynniejszą jest chyba artykuł Gortona i Rouwenhorsta z 2006 r. [Gorton i Rouwenhorst 2006]. Wprawdzie obecnie surowce wciąż stanowią niewielki udział w większości portfeli inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, jednak ostatnio widoczne jest wzmożone zainteresowanie tą klasą aktywów, a objawia się ono nie tylko pod postacią licznych opracowań poświęconych tej tematyce [np. Rogers 2004], ale także pojawieniem się wielu pasywnych funduszy inwestycyjnych naśladujących indeksy surowców na zasadzie *long-only* (przyjmując jedynie długie pozycje).

Drugi nurt badań skoncentrował się na aktywnie zarządzanych portfelach funkcjonujących na rynku kontraktów terminowych *futures* oraz ich wkładzie, który mogą wnieść w dywersyfikację i ogólne wyniki portfela. Co do konkluzji świat akademicki pozostaje jednak podzielony. Argumenty opowiadające się za inwestycjami *managed futures* obejmują między innymi pokaźne historyczne wyniki, niską korelację z tradycyjnymi klasami aktywów i dynamiczny wzrost aktywów w branży, który jest najlepszym wyrazem poparcia ze strony klientów. Z kolei część badaczy rozważa, czy *managed futures* mogą być w ogóle uznane za klasę aktywów, gdyż zarządzający portfelami kontraktów terminowych mogą zajmować zarówno długie, jak i krótkie pozycje, więc osiągnane przez nich stopy zwrotu wynikają wyłącznie z ich umiejętności i analiz, a nie z posiadanych aktywów. Co więcej, istnieje wiele obciążeń informacyjnych, które mogą potencjalnie zniekształcać i zawyżać osiągi inwestycyjne klasy *managed futures*, dlatego trudno jednoznacznie ocenić ich atrakcyjność.

W 2009 r. pod zarządzaniem branży *managed futures* znajdowały się aktywa warte 200 miliardów USD, a na terenie Stanów Zjednoczonych zarejestrowane były 902 podmioty w charakterze Commodity Trading Advisors i 397 podmiotów typu Commodity Pool Operators [Jaffarian 2009, s. 171]. Taki stan rzeczy ukazuje branżę *managed futures* jako raczej niewielką na mapie globalnego rynku finansowego, jednak korzystne wyniki inwestycyjne osiągnięte podczas załamania rynkowego lat 2007 – 2009 powodują zwiększone zainteresowanie ze strony inwestorów.

Według statystyk BarclayHedge aktywa pod zarządzaniem funduszy *managed futures* na koniec I kwartału 2010 r. wyniosły ponad 217 miliardów USD (rysunek 3.1).



Rysunek 3.1. Aktywa pod zarządzaniem branży *managed futures* w latach 1980 – 2010 (mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.barclayhedge.com.

Biorąc pod uwagę szczegółowe rozbięcie aktywów w branży na rynki *managed futures*, można zauważyć, że na koniec I kwartału 2010 r. największa ilość środków była inwestowana w zdywersyfikowane portfele. Wśród stosowanych metod zarządzania zdecydowanie dominowały automatyczne systemy transakcyjne (tabela 3.1).

Tabela 3.1. Aktywa pod zarządzaniem managed futures w rozbiciu na podklasy w okresie III kwartał 2009 – I kwartał 2010

Wyszczególnienie	I kwartał 2010	IV kwartał 2009	III kwartał 2009
Branża managed futures	217,20	213,60	212,60
<i>Podział wg rynków</i>			
Rynek rolny (agricultural traders)	0,79	0,90	0,99
Rynek walutowy (currency traders)	17,84	18,75	19,74
Zdywersyfikowane portfele (diversified traders)	101,53	100,04	97,90
Rynek finansowy i metale (financial/metal traders)	69,62	67,38	62,26
<i>Podział wg metod zarządzania</i>			
Zarządzanie dyskrecyjne	16,63	19,35	19,28
Zarządzanie systematyczne	169,31	165,99	161,78

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.barclaybedge.com.

3.2. Regulacje instytucjonalne funduszy managed futures

W niniejszej części zostanie przedstawiona charakterystyka regulacji branży *managed futures*. Ze względu na fakt, że jest to pojęcie immanentnie związane z rynkiem amerykańskim, a same inwestycje typu CTA są podmiotem amerykańskiego rynku inwestycyjnego, ten rozdział pracy zostanie poświęcony w znacznej mierze przypadkowi Stanów Zjednoczonych.

Termin CTAs (Commodity Trading Advisors) stosuje się zwykle zamiennie z pojęciem *managed futures*, chociaż wbrew pozorom nie są one całkowicie tożsame. Przez *managed futures* rozumie się kategorię inwestycji polegającą na aktywnym zajmowaniu pozycji na rynku kontraktów terminowych *futures*. Z kolei Commodity Trading Advisors jest kategorią prawną w regulacjach Stanów Zjednoczonych, która zgodnie z wymaganiami prawnymi musi zarejestrować się w Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Według definicji National Futures Association (NFA) CTA oznacza „osobę lub organizację, która w zamian za wynagrodzenie lub udział w zyskach doradza innym w zakresie wyceny, kupna lub sprzedaży kontraktów terminowych futures lub opcji to-

warowych”². Wszystkie firmy w Stanach Zjednoczonych, które zarządzają pieniędzmi klientów z wykorzystaniem kontraktów *futures*, muszą się zarejestrować w CFTC. Dotyczy to nie tylko podmiotów bezpośrednio zarządzających portfelami, ale między innymi także funduszy funduszy (*funds-of-funds*), które alokują środki pomiędzy konta CTA.

Historia regulacji rynków *futures* jest bardzo długa, a jej początek sięga lat 20. XX w., kiedy to utworzono Grain Futures Administration, która nadzorowała terminowe rynki rolne. Już wówczas zrodziła się praktyka, aby część władzy delegować do branży w drodze samoregulacji, która dziś jest traktowana jako integralny element instytucjonalnego obrazu rynku *futures*. Przykładowo w 1925 r. rada nadzorcza Chicago Board of Trade otrzymała mandat, by samodzielnie ustalać zakres maksymalnych wahań cen w ciągu dnia. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) została utworzona przez Kongres Amerykański w 1974 r. Kilka lat później (w 1982 r.) powstała National Futures Association, samoregulacyjne ciało, do którego oddelegowano część uprawnień. Obecnie instytucje stanowią tandem, który sprawuje pieczę nad rynkami kontraktów terminowych i instytucjami inwestującymi w tym obszarze w Stanach Zjednoczonych. Obowiązki obu instytucji w wielu zakresach pokrywają się. NFA przy wsparciu CFTC sprawuje nadzór nad podmiotami zrzeszonymi w NFA. Do obowiązków NFA należą audyty podległych instytucji, chociaż CFTC także ma prawo do przeprowadzenia audytów. Przy NFA funkcjonuje również sąd arbitrażowy, który rozstrzyga spory wewnątrz branży.

Wśród nadzorowanych podmiotów — oprócz CTA — należy wymienić Futures Commission Merchants (FCMs), Introducing Brokers (IBs) i Commodity Pool Operators (CPOs). Zanim przejdziemy do dalszego opisu regulacji w branży CTA warto scharakteryzować wymienione podmioty. Ich definicję zawiera tabela 3.2.

² Zgodnie z materiałami informacyjnymi na stronie internetowej NFA w roku 2008 definicja to: „CTA is an individual or organization which, for compensation or profit, advises others as to the value of or the advisability of buying or selling futures contracts or commodity options” (tłumaczenie własne). Źródło: www.nfa.futures.org.

Tabela 3.2. Definicje CTA, CPO, FCM oraz IB

CTA	Commodity Trading Advisors	Podmiot, który w ramach pracy zawodowej zajmuje się doradzaniem w zakresie wyceny oraz handlu towarowymi kontraktami futures i opcjami lub wydaje analizy i raporty dotyczące kontraktów terminowych i opcji.
CPO	Commodity Pool Operators	Podmiot zaangażowany w działalność zbliżoną do zamkniętego funduszu inwestycyjnego, która proponuje inwestycje i przyjmuje fundusze, papiery wartościowe i majątek w celu inwestowania na rynku towarowych kontraktów futures i opcji. CPO podejmuje decyzje inwestycyjne w imieniu uczestników lub deleguje te obowiązki do CTA.
FCM	Futures Commission Merchants	Osoby fizyczne, stowarzyszenia, spółki, korporacje lub fundusze inwestycyjne, które proponują i przyjmują zlecenia nabycia i sprzedaży towarów z dostawą w przyszłości, które to zlecenia podlegają regulacji stosownych giełd. FCM przyjmuje wynagrodzenie lub kredytyje strony transakcji, które dokonują transakcji w odpowiedzi na zlecenia.
IB	Introducing Brokers	Podmiot (inny niż zarejestrowany podmiot stowarzyszony przy FCM), zajmujący się oferowaniem i przyjmowaniem zleceń nabycia i sprzedaży towarowych opcji i kontraktów terminowych na giełdach, które nie akceptują gotówki, papierów wartościowych ani majątku, w celu utworzenia depozytu, zabezpieczenia lub gwarantowania rozliczenia transakcji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Jaffarian [2009, s. 172].

W tym miejscu warto dokładnie nakreślić, jakie są różnice pomiędzy CTA a CPO. Linia demarkacyjna jest bezpośrednio związana z zakresem działalności firmy. Podmiot, który zarządza i samodzielnie dokonuje transakcji w imieniu inwestorów, to CTA i w tej też formie musi być zarejestrowany w CFTC. Inny jest zakres działania CPO, który komasuje środki klientów we wspólny wehiкул inwestycyjny — tzw. *pool*. Może nim być na przykład spółka z ograniczoną odpowiedzialnością lub fundusz inwestycyjny. Przyjęte środki są następnie alokowane pod zarządzanie jednego lub kilku CTA [Jaffarian 2009, s. 172]. Zgodnie z tym rozdziałem CTA może również stać się CPO, kiedy we własnym imieniu tworzy fundusz, który gromadzi środki inwestorów, ale już fundusze funduszy będą klasyfikowane jako CPO, nie zaś CTA.

Porównanie zadań i obowiązków Commodity Trading Advisors i Commodity Pool Operators prezentuje tabela 3.3.

Tabela 3.3. Porównanie zadań i obowiązków CTA i CPO

Obowiązki CTA	Obowiązki CPO
Budowa strategii inwestycyjnych	Dobór i alokacja aktywów do wybranych CTA
Monitorowanie wyników inwestycyjnych i komunikowanie ich do inwestorów	Monitorowanie wyników pojedynczych CTA Monitorowanie wyników całego poolu i raportowanie go do inwestorów
Zapewnienie przygotowania audytowanego sprawozdania finansowego dla NFA	Zapewnienie wypełnienia audytów przed złożeniem do NFA
Zapewnienie, że fundusze i zarządzane rachunki spełniają wymagania CFTC i NFA	Zapewnienie, że pool spełnia wymagania CFTC i NFA
Zapewnienie, że inwestorzy spełniają wszystkie konieczne wymagania	Zapewnienie, że inwestorzy spełniają wszystkie konieczne wymagania
Zapewnienie zgodności ze wszystkimi zasadami i regulacjami CFTC i NFA	Zapewnienie zgodności ze wszystkimi zasadami i regulacjami CFTC i NFA

Źródło: opracowanie własne na podstawie Jaffarian [2009, s. 172].

Kluczowym kryterium podczas weryfikacji, czy dana firma podlega regulacjom CFTC, jest posiadanie amerykańskich inwestorów. Jeżeli CTA lub CFO ma inwestorów ze Stanów Zjednoczonych, wówczas musi zarejestrować się w CFTC i stosować do odpowiednich przepisów. Warto podkreślić, że nie jest na przykład istotne, czy firma obraca kontraktami terminowymi *futures* na giełdach na terenie Stanów Zjednoczonych czy też nie. Jeżeli dokonuje transakcji w Stanach Zjednoczonych, ale nie ma posiada amerykańskich inwestorów, nie ma obowiązku rejestracji. Lista zarejestrowanych instytucji znajduje się na witrynie internetowej CFTC³. Analogicznie zawieranie transakcji na rynku kontraktów *futures* w imieniu amerykańskich inwestorów musi zostać zaaprobowane przez CFTC, jednak dokonywanie takich transakcji w imieniu nieamerykańskich inwestorów nie narzuca obowiązku podporządkowania się regulacjom Commodity Futures Trading Commission. Warto jednak pamiętać, że taki obowiązek mogą nakładać lokalne instytucje i agencje rządowe. Na przykład FSA reguluje obrót instrumentami finansowymi w Wielkiej Brytanii, BaFin w Niemczech, a KNF w Polsce.

³ Według www.cftc.gov.

Pomimo wyraźnej tendencji, aby coraz lepiej regulować rynki kontraktów terminowych, w obszarze funkcjonowania *managed futures* wciąż istnieją jedynie ograniczone przepisy prawne. Przykładem jest rynek walutowy — wprowadzie transakcje kursowe trafiły w Stanach Zjednoczonych pod nadzór CFTC w 1972 r. wraz z utworzeniem Międzynarodowego Rynku Walutowego (ang. International Monetary Market, IMM), jednak wciąż duża część handlu odbywa się poza rynkiem regulowanym (ang. *over-the-counter*, OTC) oraz na rynku spotowym i międzybankowym. Interesująco przedstawia się sytuacja kontraktów na akcje i indeksy akcyjne, które w Stanach Zjednoczonych podlegają pod jurysdykcję dwóch agencji: giełdowej i kontraktów *futures*. Produkty te są regulowane wspólnie przez CFTC oraz the Security and Exchange Commission (SEC) [Jaffarian 2009, s. 171].

Termimy „CTA” i „CPO” odnoszą się do form prawnych inwestycji w *managed futures*. Z kolei jeżeli chodzi o funkcjonujące wehikuly inwestycyjne, dwie najpowszechniejsze kategorie to rachunki zarządzane (konta zarządzane, ang. *managed accounts*) oraz fundusze (ang. *funds*). Obie formy mają zarówno wady, jak i zalety.

Rachunki zarządzane są analogią do oferowanych w Polsce usług zarządzania aktywami (ang. *asset management*). Mają tę zaletę, że w założeniu są dla klienta stosunkowo proste i niedrogie. Musi on jedynie udać się do FCM, wypełnić wszelkie formalności, wynegocjować opłaty i prowizje oraz przekazać stosowne pełnomocnictwo odpowiedniemu CTA. Rachunki zarządzane są zupełnie płynne, przejrzyste i pod pełną kontrolą inwestora [Jaffarian 2009, s. 172].

Problemem dla inwestorów w przypadku omawianej formy inwestycji może być wysoki próg wejścia. Zwykle oscyluje on w okolicach 10 – 20 milionów USD, co oznacza barierę nie do przekroczenia dla mniejszych inwestorów. Jeśli spojrzymy na ryzyko inwestycji, to większym kłopotem może być z kolei to, że prawnym właścicielem rachunku jest inwestor, więc w razie wygenerowania przez CTA straty przekraczającej 100 proc. środków na koncie spłata zobowiązania spoczywa na barkach inwestora.

W przypadku inwestycji poprzez rachunki zarządzane środki klienta są deponowane na jego własnym rachunku za pośrednictwem FCM, które stanowią w uproszczeniu domy maklerskie działające na rynku *futures*. Są one nadzorowane przez CFTC i NFA i podlegają audytom giełd.

Problem związany z możliwością poniesienia straty przekraczającej 100 proc. majątku jest eliminowany w przypadku funduszy inwestycyjnych. Niestety, z praw-

nego punktu widzenia stanowią one produkty bardziej skomplikowane, wymagające memorandum inwestycyjnego w procesie *private placement*, rocznych audytów sprawozdań finansowych i wynajęcia zewnętrznego administratora, którego zadaniem jest zdawanie raportów inwestorom. Koszty związane z tymi usługami, zależnie od skali działalności funduszu, oscylują zwykle w przedziale od 10 do 50 punktów bazowych. Wśród zalet, oprócz wspomnianego już ograniczenia maksymalnej straty do wysokości zainwestowanego kapitału, należy wskazać korzyści z łączenia środków. Inwestorzy zyskują dzięki temu dostęp do zarządzających, którzy stawiają wysoki próg wejścia, a za sprawą dużej ilości zgromadzonych środków powstaje szansa na stworzenie bardziej zdywersyfikowanego portfela.

W przypadku inwestycji poprzez rachunki zarządzane środki klienta są deponowane na rachunku administratora funduszu, przy czym i w tym wypadku pośrednikiem jest FCM.

Z punktu widzenia zarządzających korzystniejszą konstrukcją jest fundusz inwestycyjny, a przemawiają za tym liczne zalety. Po pierwsze, zarządzanie jednym połączonym funduszem jest łatwiejsze niż w wypadku wielu pojedynczych rachunków. Po drugie, taka konstrukcja ułatwia alokację pozycji, audyty, kalkulację opłat i prowizji i tak dalej. Po trzecie wreszcie, w przypadku funduszu zarządzający może ujawniać dużo mniejszą liczbę informacji, dzięki czemu maleją szanse upowszechnienia jego strategii inwestycyjnej, a tym samym utraty wartości przez cenne *know-how*.

Znaczny wzrost popularności *managed futures* nastąpił w latach 80. wraz z odkrywaniem wartości dywersyfikacji pomiędzy różnych CTA. Początkowo fundusze alokowały środki pod zarządzanie jednego CTA, a najczęściej były przez niego tworzone. W miarę jak korzyści z dywersyfikacji były coraz lepiej rozumiane i dokumentowane [Irwin, Brorsen 1985] zwiększały się aktywa funduszy i funduszy funduszy (ang. *funds-of-funds*). Nowe zmiany na rynku przyniosły wzrost znaczenia CPO, które oferują inwestorom wybór CTA i alokację portfela.

Zarejestrowane w Stanach Zjednoczonych CTA i CPO mogą również oferować inwestycje (w formie rachunków lub funduszy) klientom spoza USA na zasadach analogicznych jak w przypadku krajowych podmiotów. W celu zapewnienia neutralności podatkowej podmioty tego typu są często rejestrowane za granicą, w takich państwach jak Brytyjskie Wyspy Dziewicze, Kajmany czy Luksemburg [Jaffarian 2009, s. 174].

PROGRAM PARTNERSKI

GRUPY WYDAWNICZEJ HELION



1. ZAREJESTRUJ SIĘ
2. PREZENTUJ KSIĄŻKI
3. ZBIERAJ PROWIZJĘ

Zmień swoją stronę WWW
w działający bankomat!

Dowiedz się więcej i dołącz już dzisiaj!

<http://program-partnerski.helion.pl>

INWESTYCJA JAK ZŁOTO

Ostatnie lata cechuje ogromny wzrost liczby i wysokości inwestycji na rynkach surowcowych. Według danych Banku Rozrachunków Międzynarodowych (ang. *Bank for International Settlements* – BIS) liczba otwartych pozycji w surowcowych kontraktach *futures* wzrosła z nieco ponad 20 mln w 1993 roku do niemal 160 mln siedemnaście lat później. Obróty nie pozostawały w tyle. W 1993 roku uczestnicy rynku zawarli transakcje łącznie na 40 mln sztuk kontraktów *futures*, a w 2010 roku tych transakcji było już prawie 600 mln, co oznacza, że wzrost wolumenu był aż piętnastokrotny. Zjawisku temu zaczęły towarzyszyć gwałtowne wzrosty i spadki cen ropy naftowej, złota, żywności. W prasie na stałe zagościły „nadmierne spekulacje”, odmieniane przez wszystkie przypadki.

Niniejsza książka w sposób kompleksowy opisuje wpływ strukturalnych zmian wywołanych wzrostem aktywności inwestorów finansowych na giełdach towarowych na warunki inwestowania na tychże rynkach. Szczególny nacisk został tu położony na strategiczną alokację aktywów w ramach portfela inwestycyjnego i korzyści z niej płynące. Tym samym publikacja ma na celu wypełnienie istotnej luki w literaturze przedmiotu. Ze względu na precedensowy charakter analiza została przeprowadzona z punktu widzenia inwestora globalnego i nie ograniczyła się jedynie do rynku polskiego. Jest to ważne dla polskiego inwestora, który chce zaangażować swoje pieniądze np. na rynku złota czy ropy naftowej, ponieważ są to rynki globalne, podlegające prawom i trendom ogólnoświatowym.

Adam Zaremba — ekonomista, komentator rynków giełdowych i doradca inwestycyjny w renomowanych instytucjach finansowych. Jest doktorem nauk ekonomicznych, a wykształcenie w dziedzinie finansów zdobywał między innymi na uczelniach w Europie, USA i Chinach. Jest także autorem książek o inwestowaniu, w tym bestsellera *Giełda. Podstawy inwestowania* (Onepress 2008, 2010), oraz licznych artykułów na temat rynku finansowego. Jest samodzielnym inwestorem giełdowym z wieloletnim doświadczeniem.

książkiklasybusiness

Nr katalogowy: 15232



Księgarnia internetowa:

<http://onepress.pl>



Zamówienia telefoniczne:

0 801 339900



0 601 339900

one
p r e s s

Sprawdź najnowsze promocje:

• <http://onepress.pl/promocje>

Książki najchętniej czytane:

• <http://onepress.pl/bestsellery>

Zamów informacje o nowościach:

• <http://onepress.pl/nawosci>

Helion SA

ul. Kościuszki 1c, 44-100 Gliwice

tel.: 32 230 98 63

e-mail: onepress@onepress.pl

<http://onepress.pl>

ISBN 978-83-246-7900-3



9 788324 679003

Cena: 59,00 zł