

TAK JAK ŻÓŁWIE

WANDA PEŁKA

Wielu inwestorów poszukuje odpowiedzi na pytanie, dlaczego mimo stosowania doskonałych z zasady systemów pomnażania kapitału, tylko nieliczni odnoszą sukces. Odpowiedź jest powszechnie znana. Ich skuteczność jest determinowana konsekwencją i dyscypliną stosowania.

Geneza strategii

Na takim założeniu została oparta słynna strategia inwestycyjna „Żółwie”. Jej geneza sięga początku lat osiemnastych ubiegłego stulecia, kiedy to dwaj znani amerykańscy inwestorzy Richard Dennis i William Eckhardt postanowili przeprowadzić eksperyment w celu rozstrzygnięcia sporu: czy sztuka inwestowania jest cechą wrodzoną czy też można się jej nauczyć. W tym celu grupa wybranych 23 osób, bez doświadczenia inwestycyjnego po odbyciu dwutygodniowego szkolenia, przyjąwszy nazwę „Turtles”, czyli żółwie zaczęła realizować pierwsze inwestycje. Wkrótce „Żółwie” okazały się najbardziej spektakularnym w historii rynków inwestycyjnych, zakończonym sukcesem eksperymentem. Przez kilka kolejnych lat członkowie grupy osiągnęli średniorocznego zwrot na poziomie 80 proc.,

gdy większość inwestorów stosujących najbardziej wyrafinowane strategie spekulacyjne ponosiła dotkliwe straty.

Dynamiczny rozwój

Sukces „Żółwi” spowodował dynamiczny rozwój formy inwestowania, zaliczanej obecnie do kategorii inwestycji alternatywnych, określanej jako tzw. konta zarządzane lub inaczej CTA. Jest to specyficzny rodzaj inwestycji na rynkach terminowych (*Managed Futures Accounts*) i walutowych (*Forex Accounts*). W Polsce konta zarządzane mogą funkcjonować jako inwestycyjne w licencjonowanych domach maklerskich, poprzez które można kupować lub sprzedawać aktywy. Najwyższy poziom rozwoju rynek kont zarządzanych osiągnął w Stanach Zjednoczonych, gdzie firmy podejmujące się zarządzania kapitałem to licencjonowani doradcy

nazywani CTA (*Commodity Trading Advisors*), nadzorowani przez amerykańską instytucję regulującą rynki terminowe futures i opcji NFA (*National Futures Association*), posiadający także licencję wydaną przez Komisję Towarowych Kontraktów Terminowych CFTC (*Commodity Futures Trading Commission*). Doradcy CTA działają jednak nie tylko na rynku USA, są obecni również na rynku europejskim, świadczą też swoje usługi w Polsce.

Commodity Trading Advisor (CTA) to według pierwotnej definicji doradca w zakresie handlu towarami, jednakże obecnie zarządzający kontami operujący nie tylko na rynku towarów. W ramach kont możliwy jest handel praktycznie każdą klasą aktywów, poczynając od opcji, kontraktów terminowych, na handlu towarami i walutami kończąc. CTA to osoba fizycz-

Fot. www.fotolia.com





na lub organizacja, która za wynagrodzeniem lub uczestnicząc w zyskach, doradza innym, bezpośrednio lub pośrednio, w zakresie kupna lub sprzedaży kontraktów terminowych lub opcji. Działalność CTA podlega nadzorowi finansowemu i prawnemu, kontroli i audytowi firm zewnętrznych. Brokery CTA działają na podstawie pełnomocnictwa, uprawniającego do zarządzania kapitałem klienta. Zarządzane przez CTA aktywa nie trafiają jednak do wspólnej puli, jak w przypadku funduszy inwestycyjnych, lecz znajdują się cały czas na specjalnych rachunkach będących własnością klientów.

Procedura

Procedura inwestowania w ramach kont zarządzanych obejmuje założenie rachunku, na które wpłacane są przez inwestora środki finansowe. Zarządzający otrzymuje od inwestora pozwolenie na zawieranie transakcji. Z konta pobierane są automatycznie opłaty za zarządzanie oraz od wypracowanego wyniku. Standardowe opłaty to co najmniej 2 proc. od wartości aktywów oraz 25–35 proc. osiągniętego zysku. Konta zarządzane cechuje dostępność i przejrzystość. Inwestorzy mogą bowiem wpłacać i wypłacać z nich środki w każdym momencie. Jedynym warunkiem jest utrzymanie minimalnego salda niezbędnego do prowadzenia handlu. Inwestor ma także możliwość stałego podglądu konta i zawieranych przez brokera transakcji. Dla kont CTA obowiązują dość zróżnicowane progi wejścia. Istotne znaczenie ma tu renowa zarządzającego. Powszechne są limity

100 tys. USD, a także 1 mln USD. Bez trudu można jednak znaleźć zarządzających wymagających wpłat na poziomie 10 tys. USD, a także niższym.

Świadczenie usług w ramach kont odbywa się najczęściej poprzez uczestnictwo inwestorów w programach, które obejmują kompleksową politykę inwestycyjną realizowaną przez doradców CTA, w tym analizę rynku, zarządzanie portfelem aktywów, ich wycenę oraz zawieranie i rozliczanie transakcji. Za usługi zawarte w całym programie inwestycyjnym posiadacz konta zarządzanego płaci jedną prowizję. Jest ona niższa w porównaniu z kosztami, jakie musiałby ponieść, korzystając z każdej odrębnie świadczonej usługi.

Sedno metody

Czy jest coś niezwykłego w metodzie inwestycyjnej „Żółwi” wykorzystywanej obecnie przez CTA. Strategia została ujawniona w 1993 r. Okazało się wówczas, że *Turtles* stosowały proste, mechaniczne metody pozwalające wyeliminować zgubny dla inwestorów czynnik słabości ludzkiej psychiki. System inwestycyjny „Żółwi” obejmował następujące elementy: wybór rynków inwestycyjnych, określenie optymalnej wielkości zajmowanej pozycji w celu określenia wartości inwestowanego kapitału, ustalenie momentu otwierania pozycji, określenie poziomu dopuszczalnej straty (*stop loss*) oraz poziomu realizacji zysków (*take profit*), a także wybór taktyki inwestycyjnej poprzez stałe monitorowanie wielu rynków. Według zasad zaproponowanych przez „Żółwie” najważniejsze cechy dobrego inwestora

to: zaufanie, konsekwencja i dyscyplina. Tajemnicą sukcesu należy upatrywać w konsekwentnym przestrzeganiu określonych reguł, gdyż tylko wówczas można być pewnym, że zadziałają.

Komputerowe wspomaganie

Mechaniczne systemy inwestycyjne „Żółwi” są nadal stosowane przez firmy CTA, chociaż zostały wzbogacone o nową technikę. Dominują one wśród 70 proc. największych firm zarządzających kontami. Podejście to sprowadza się do obecności na wielu rynkach terminowych przy wykorzystaniu komputerowego systemu transakcyjnego. System ten monitoruje codziennie ruchy cen na wyselekcjonowanych rynkach i na bieżąco wylicza, na których instrumentach należy zająć pozycje i jaka powinna być ich wartość. W transakcjach stosowane są automatyczne systemy ograniczania strat. Każdej transakcji towarzyszą ustawiane poziomy *stop-loss* i *take-profit*. Po przekroczeniu bariery transakcja jest automatycznie zamykana.

Podstawą dywersyfikacja

To co nie uległo zmianie od lat osiemdziesiątych to stosowanie szerokiej dywersyfikacji pozwalającej na niezależenie się od koniunktury na pojedynczych rynkach. Jeśli na rynku akcji lub obligacji nie ma wyraźnego trendu, to przy tradycyjnym systemie podążania za trendem oznacza to straty. W warunkach pełnej dywersyfikacji zawsze można znaleźć rynek, gdzie występuje wyraźny trend wzrostowy lub spadkowy. Poza tym można skorzystać z trendu krótko lub średnioterminowego występującego na innych rynkach. Przy takim podejściu szansa, że każda inwestycja będzie nietrafiona jest niewielkie.

Nowoczesne zarządzanie

Zarządzających kontami cechuje umiejętność korzystania z narzędzia, jakim jest zarządzanie pozycją (*money management*). W tym celu zwiększane jest zaangażowanie na rynku, gdzie trend się pojawia i zmienność rośnie i odwrotnie zamykana pozycja na rynku, gdzie zmienność kursu maleje, a trend zanika. Transakcje polegają na zajmowaniu pozycji na rynkach kontraktów terminowych i opcji bazujących głównie na indeksach giełdowych, obligacjach, walutach i towarach. Generalnie są to

rynki płynne, umożliwiające szybkie otwieranie i zamykanie pozycji.

Zarządzający kontami CTA stosują strategię aktywnego i dynamicznego zarządzania portfelem, które polegają na zarządzaniu portfelem złożonym z ryzykownych oraz wolnych od ryzyka aktywów i dopasowywaniu w portfelu wag między tymi dwiema kategoriami. Już w latach osiemdziesiątych John Lintner z Uniwersytetu Harvarda wykazał korzyści z inwestowania jednocześnie w wiele klas aktywów, a przy tym że uzupełnienie portfela akcji inwestycjami typu *managed futures* przyczynia się do obniżenia ryzyka i wzrostu oczekiwanej stopy zwrotu w porównaniu z portfelami obejmującymi jednorodnie tradycyjne aktywa typu akcje lub obligacje. Dzięki inwestycjom CTA kontrakty terminowe *futures* i akcje postrzegane jako źródło ryzyka stały się narzędziem dywersyfikacji portfela.

Do podstawowych korzyści wynikających z kont zarządzanych należy zaliczyć zyskowność inwestycji w długim okresie, w tym w czasie dekonjunktury, praktycznie brak korelacji z rynkami instrumentów tradycyjnych, płynność i przejrzystość oraz elastyczność możliwości inwestycyjnych. Konta zarządzane są nazywane często strategiami zysków absolutnych. Zarządzający dążą bowiem do uzyskania dodatniej stopy zwrotu niezależnie od aktualnej koniunktury rynkowej. Należy mieć jednak na uwadze, że konta CTA to inwestycje dokonywane na rynku derywatów, czyli wysoko lewarowane. Inwestycja może przynieść wysoki zysk jak również okazać się dotkliwą stratą, szczególnie w przypadku stosowania strategii opcyjnych. Większość z nich polega na wystawianiu opcji, co generuje stałe zyski, ale jednocześnie tego typu działanie jest otwarte na nieograniczone straty.

Indeksy opłacalności

Opłacalność inwestycji na rynku kont zarządzanych odzwierciedlają indeksy obejmujące wyniki najlepszych programów inwestycyjnych CTA. Jednym z najbardziej popularnych wskaźników jest indeks Altegris 40, opracowywany przez międzynarodową firmę inwestycyjną Altegris Investments, odzwierciedlający stopę zwrotu dla wybieranych co miesiąc 40 najlepszych programów CTA. I tak, inwestycja na kwotę 1000 USD dokonana w 2000 r. na rynku

akcji mierzonym indeksem S&P 500, pod koniec 2010 r. dawała za cały okres ujemną stopę -5 proc., podczas gdy na rynku CTA uzyskana stopa zwrotu to 126 proc. Warto też zauważyć, że ta sama kwota zainwestowana w okresie narastania kryzysu w latach 2007–2008 na rynku CTA zapewniała zysk w wysokości 19 proc., podczas gdy na rynku akcji powodowała 50-proc. stratę. Inwestycje na rynku CTA cechowały się dotychczas brakiem korelacji z rynkami tradycyjnych instrumentów, szczególnie w okresach bessy 2000–2002 oraz 2007–2008. Najlepsze programy CTA na koniec 2010 r. cechowały się średniorocznymi stopami zwrotu w przedziale od 20 do 330 proc. W USA działa obecnie ponad 800 firm CTA, które według danych firmy Barclays Trading Group Ltd. na koniec 2010 r. zarządzały aktywami o wartościach 223 mld USD, podczas gdy na początku ostatniej dekady kwota ta wynosiła 38 mld USD.

Oferta dla Polaków

Jeśli chodzi o ofertę polskich firm w zakresie kont zarządzanych, to do niedawna była ona dość uboga. Usługę taką początkowo prowadził jedynie Dom Maklerski TMS Brokers. W ramach indywidualnego konta klienta, specjaliści od zarządzania inwestowali w opcje walutowe i waluty. Każdy klient mógł ustalić swój profil inwestycyjny, a broker dostosowywał dla niego strategię. Od kilku lat inwestorzy mogą korzystać z oferty licznych zagranicznych doradców CTA obecnych w Polsce. Do takich należy m. in. firma inwestycyjna IFX Markets Ltd., SwissDirekt czy Regium Group.

W 2010 roku można było obserwować wchodzenie na polski rynek największych międzynarodowych firm inwestycyjnych specjalizujących się w strategiach alternatywnych. Oprócz samych kont CTA, coraz częściej są oferowane fundusze *managed futures*, w przypadku których strategię inwestycyjną są zbliżone do kont indywidualnych. Nie bez znaczenia jest również, że firmy zagraniczne rezygnują z notyfikowania swoich produktów w Polsce na rzecz głębszego zaangażowania na rynku. Jako przykład może posłużyć współpraca firmy Man Investments specjalizującej się w inwestycjach na rynku kontraktów terminowych z TFI Skarbiec S.A. w celu przygotowania wspólnej oferty w postaci funduszy *managed futures*. Dotychczas pionierem w tym segmencie rynku było Superfund TFI S.A.

Jeśli chodzi o perspektywy upowszechnienia kont, potencjał w tym obszarze dostrzegają głównie zagraniczne firmy, stwierdzające niewielki stopień wykorzystywania w Polsce produktów *managed futures* do różnicowania portfeli inwestycyjnych, w porównaniu z inwestorami z innych krajów europejskich. Konta zarządzane znajdują również coraz więcej entuzjastów po stronie samych inwestorów indywidualnych z uwagi na alternatywny charakter inwestycji. Doceniana jest strategia niezależniająca wynik od bieżącej sytuacji na rynku, uwzględniająca indywidualny profil klienta, a także wysoka płynność inwestycji i elastyczność realizowanej strategii. ■

