

Strategie alokacji aktywów

BONUS 1



Poniższy materiał jest przeznaczony do celów niekomercyjnych i nie może być używany ani rozpowszechniany sprzecznie z tym przeznaczeniem. Zakazane jest również publikowanie w całości lub części powyższego materiału oraz rozpowszechnianie go w inny sposób na masową skalę lub kierowanie do grona większego niż 3 osoby.

Materiał ten nie stanowi rekomendacji do podejmowania decyzji biznesowych. Autor opracowania nie bierze żadnej odpowiedzialności za ewentualne skutki wykorzystania zawartych w opracowaniu informacji oraz potencjalne następstwa decyzji podjętych po analizie prezentowanego tekstu.

SPIS TREŚCI

I.Strategie alokacji aktywów	3
1. Podstawy teoretyczne zarządzania aktywami	4
2 Dobór strategii inwestycyjnej	6
Ogólne Determinanty wyboru adekwatnej strategii.....	8
Preferencje inwestora.....	10
Cel inwestycyjny.....	11
3 Przykładowe strategie inwestycyjne.....	12
Strategie agresywne.....	14
Strategie pośrednie	36
Strategie defensywne	52

I. STRATEGIE ALOKACJI AKTYWÓW

W historii rozwoju światowych finansów powstało wiele koncepcji opisujących strategię alokacji aktywów. Większość z tych koncepcji odnosi się do potencjalnych możliwości osiągnięcia maksymalnego poziomu rentowności rozumianej jako ROIC (stopa zwrotu osiągnięta na zainwestowanym kapitale), w założonym przedziale czasowym. Niewiele jest jednak kompleksowych opracowań odnoszących się do zróżnicowanych strategii zarządzania aktywami i alokacji aktywów, zawierających analizę porównawczą zebranych strategii względem siebie oraz głównych wskaźników charakteryzujących poszczególne grupy aktywów. Poniższe opracowanie ma ukazać pozytywne aspekty podejścia polegającego na aktywnym zarządzaniu maksymalnym obsunięciem kapitału i dążeniu do wygładzenia linii kapitału w kontekście występowania cykli koniunkturalnych, a w szczególności w kontekście etapów tych cykli określanym mianem bessy lub w skrajnych przypadkach mianem kryzysu. Celem pracy jest również zaproponowanie optymalnych sposobów alokacji aktywów dla inwestorów akceptujących określony poziom ryzyka interpretowanego jako akceptowalny poziom obsunięcia kapitału od szczytu.

W poniższym opracowaniu znajdują się również odniesienia do szerokiej teorii zarządzania aktywami obejmującej zarówno strategię agresywną, kładącą za cel maksymalizację bezwzględnego poziomu ROIC jak i strategię defensywną stawiającą za cel ochronę realnej wartości zainwestowanego kapitału oraz strategię pośrednią starającą się wyznaczyć optymalne wagi zarówno dla podejścia agresywnego jak i defensywnego. Opracowanie to również przybliży ideologiczne i psychologiczne determinanty procesu inwestycyjnego i doboru strategii alokacji aktywów.

1. PODSTAWY TEORETYCZNE ZARZĄDZANIA AKTYWAMI

Teoria zarządzania aktywami jest tematem interdyscyplinarnym gdyż łączy w sobie zarówno zagadnienia analizy ilościowej opartej na modelach matematyczno-statystycznych, jak również zagadnienia z dziedziny psychologii, socjologii oraz szeroką gamę tematów odnoszących się do analizy jakościowej. Powyższa interdyscyplinarność sprawia, że jest to również bardzo szeroki temat. Istotność tej dyscypliny jest jednak głównie powodowana znaczącym wpływem zjawisk i procesów, których badaniem zajmuje się ta dyscyplina na życie funkcjonowanie człowieka w realnym świecie. Na uwagę zasługuje również fakt, iż nie jest to dziedzina neutralna względem przedmiotu badania gdyż jej rozwój wpływa znacząco na przebieg procesów i zjawiska badane. Dzieje się tak gdyż jest to dyscyplina, której zasób wiedzy i stawiane tezy są na bieżąco wykorzystywane i weryfikowane podczas procesów gospodarczych zachodzących w otoczeniu ekonomicznym. Niekwestionowane jest również znaczenie jakie dla rozwoju gospodarczego ma akumulacja kapitału oraz sposób alokacji dostępnych zasobów. Należy uznać, że są to kwestie, których oddziaływanie na poziom rozwoju ekonomicznego oraz poziom bytowy społeczeństwa, czy konkretnych jednostek ma niebagatelne znaczenie. Należy również zaznaczyć, że oddziaływania te pośrednio wpływają na kształt struktur oraz procesów i zjawisk jakie obserwujemy w sferze kulturowej i społecznej. Wszystkie te kwestie sprawiają, że rozwój tej dyscypliny, a w szczególności innowacje wpływające na budowę dodatkowej wartości dodanej należą do kluczowych czynników decydujących o poziomie dobrobytu zarówno społecznego jak i indywidualnego. Można zatem postawić tezę, że teoria zarządzania aktywami posiada dwa główne typy wyzwań jakie są przed nią stawiane przez jej odbiorców. Pierwszą grupą wyzwań są zagadnienia o charakterze pasywnym, nie wpływające bezpośrednio na przedmiot badawczy i nie dające się bezpośrednio zaimplementować do istniejącego systemu gospodarczego, a także nie skutkujące sądami wartościującymi. Drugą grupą wyzwań są zagadnienia o charakterze aktywnym, a zarazem wartościującym, pozwalające na ich bezpośrednią implementację do systemu gospodarczego i bezpośrednio oddziaływującą na przedmiot badawczy i otoczenie gospodarcze.

Celem poniższego rozdziału jest ukazanie spektrum dziedziny jaką jest zarządzanie aktywami poprzez przedstawienie wybranych alternatyw jakimi dysponuje inwestor dokonujący decyzji o alokacji aktywów, a także przedstawienie przykładowych typów strategii inwestycyjnych. W rozdziale tym znajduje się zarówno opis procesu doboru strategii alokacji aktywów wraz z analizą determinantów oraz podstawowych kwestii jakie są związane z tym procesem, jak również analiza wybranych strategii inwestycyjnych i ich podstawowa charakterystyka. Istotność tych kwestii wynika w głównej mierze z wpływu, jaki dobór adekwatnej strategii do planowanego celu ma na prawdopodobieństwo osiągnięcia końcowego sukcesu. Do istotności tej przyczynia się również konieczność posiadania wiedzy na temat dostępnych alternatyw, gdyż wiedza ta przyczynia się zarówno do optymalizacji procesu dokonywania decyzji, jak również wpływa na

prawdopodobieństwo powstania nowego wariantu wyboru, który będzie pośrednio wynikiem analizy uprzednio dostępnych rozwiązań.

Mimo iż w większości opracowań główny nacisk kładziony jest na statystyczne aspekty jakie związane są z tematyką zarządzania aktywami, należy pamiętać, że równie istotny jest tu aspekt społeczno-kulturowy. Teza ta jest wynikiem przekonania odnoszącego się do definiowania pojęcia rozwoju i dobrobytu, jako wieloaspektowych zagadnień, które to pojęcia jako cele stanowią jeden z podstawowych motywów determinujących aktywność zarówno naukową, jak i mającą miejsce w realnym otoczeniu ekonomicznym. Analogicznie należy przyjąć założenie mówiące o konieczności uwzględniania wieloaspektowości metod i podejść służących do osiągnięcia powyższych celów. Tezy te rodzą konieczność szerokiego spojrzenia na dziedzinę jaką jest zarządzanie aktywami, w tym na strategię alokacji aktywów.

2 DOBÓR STRATEGII INWESTYCYJNEJ

Dobór strategii inwestycyjnej i sposobu alokacji aktywów jest determinowany wieloma czynnikami, wśród których najważniejsze wydają się być ogólne determinanty charakteryzujące proces inwestycyjny, preferencje indywidualne inwestora oraz cel inwestycyjny, próba realizacji którego jest pierwotną przyczyną wszelkich podejmowanych działań inwestycyjnych i który w głównej mierze determinuje wybór strategii alokacji aktywów. Należy mieć świadomość, że każdy inwestor dokonując swoich wyborów, ma do czynienia z szeregiem czynników o charakterze wewnętrznym i zewnętrznym, które warunkują dokonywane przez niego decyzje, a jednocześnie oddziałują na potencjalny rezultat jakiego może się on spodziewać. Wynika z tego, że nie istnieje jedna uniwersalna droga identyczna dla wszystkich inwestorów, którą powinni oni podążać w celu osiągnięcia swoich planów. Istnieją jednak pewne uniwersalne reguły, których każdy inwestor powinien mieć świadomość oraz czynniki, które w mniejszym lub większym stopniu determinują decyzje każdego inwestora. Mimo iż świadomość powyższych reguł nie gwarantuje osiągnięcia sukcesu inwestycyjnego, to jednak w wielu przypadkach pozwala na uniknięcie poważnych błędów, których skutki niejednokrotnie są nieodwracalne. W poniższym podrozdziale opisane zostanie znaczenie właściwego doboru strategii alokacji aktywów oraz ukazane zostaną główne determinanty tego wyboru, a także ukazane zostaną zagrożenia, jakie może napotkać inwestor na tym etapie.

Niekwestionowane znaczenie doboru właściwej strategii inwestycyjnej jest w dużej mierze wynikiem analizy wymogów, jakie stawia przed investorem realizowanie określonego typu strategii inwestycyjnej oraz zasobów jakimi inwestor ten dysponuje. Analiza ta ma na celu określenie zarówno samej możliwości operacyjnej stosowania danej strategii, jak i jej potencjalnej efektywności, która w dużej mierze jest determinowana przez zasoby jakimi dysponuje dany inwestor. Zasoby te należy postrzegać w szerokim kontekście. Mimo iż zasoby kapitałowe są istotnym składnikiem wspomnianych zasobów, to jednak równie ważnymi zasobami determinującymi daną strategię inwestycyjną i alokacji aktywów są dostępny czas, czy kapitał intelektualny. Główną kwestią rozważaną podczas doboru powyższych strategii jest jednak cel, jaki dzięki nim chcemy osiągnąć, gdyż jest on głównym determinantem warunkującym wybór jakiego dokona inwestor. W wielu przypadkach dogłębna analiza możliwości i potencjalnych efektów pozwala również na polepszenie rezultatów dokonywanych decyzji inwestycyjnych i skuteczności wybranych i stosowanych strategii alokacji aktywów. Jest to w dużym stopniu zasługa innowacji, jakie mogą pojawić się w wyniku analizy dostępnych możliwości i które w istotny sposób mogą rozszerzyć zasób alternatyw jakimi dysponował będzie inwestor.

Należy pamiętać, iż dla inwestora równie istotna jak analiza otoczenia zewnętrznego i alternatyw jakie ono rodzi, powinna być analiza potencjału wewnętrznego. Stwierdzenie to jest ściśle połączone z założeniem, mówiącym o swoistym dualizmie natury celu. Dualizm ten w poniższej

pracy wynika z procesowego podejścia do istoty celu, a więc z twierdzenia że cel i sposób jego osiągnięcia są ze sobą nierozłącznie związane i razem składają się na pojęcie celu zagregowanego. Na uwagę zasługuje fakt, że czynniki zewnętrzne i wewnętrzne nieustannie się uzupełniają i oddziałują na wszystkie etapy składające się na osiągnięcie celu zagregowanego. Tak więc przy rozpatrywaniu celu w ujęciu statycznym, główną wagę będziemy przykładali do analizy ilościowej, przy mniejszym udziale analizy jakościowej. Podczas rozpatrywania celu w ujęciu procesowym, będziemy mieli do czynienia ze wzrostem znaczenia udziału analizy jakościowej, która jednak w poniższej pracy zasadniczo będzie miała wagę ustępującą wadze analizy ilościowej. Podejście to jest wynikiem zarówno konieczności klarownego odniesienia się do kwestii pomiarów wynikających z tematyki zarządzania aktywami, jak i chęci kompleksowego podejścia do powyższej tematyki.

OGÓLNE DETERMINANTY WYBORU ADEKWATNEJ STRATEGII

Istnieje oczywiście niezliczona ilość czynników o charakterze ogólnym wpływających na proces inwestycyjny. W poniższej pracy poruszone zostaną trzy podstawowe grupy tych czynników. Do grup tych zaliczymy czynniki o charakterze zewnętrznym, związane z otoczeniem w jakim funkcjonuje inwestor i w jakim przebiegał będzie proces inwestycyjny oraz czynniki związane z samym inwestorem. Po stronie czynników wewnętrznych, związanych z inwestorem praca odnosić się będzie do czynników związanych ze stanem posiadania inwestora oraz z czynnikami związanymi z zasobami niematerialnymi i cechami, w jakie wyposażony jest inwestor. Do głównych determinantów zewnętrznych zaliczyć tu należy ogólne parametry opisujące geopolityczne otoczenie oraz otoczenie ekonomiczne, w jakim funkcjonuje inwestor. Czynniki te w dużej mierze wpływają na występowanie poszczególnych rodzajów ryzyk z jakimi inwestor będzie miał do czynienia. Opisują one poziom stabilności otoczenia i determinują możliwość dokonywania skutecznych analiz przyszłych stanów natury i realną możliwość tworzenia długoterminowych planów. Czynniki te w dużej mierze powiązane są również ze stopniem rozwoju struktur, w jakich funkcjonuje inwestor i poziomem możliwości technicznych jaki będzie determinował jego działania operacyjne. W szczególności istotny będzie tu poziom rozwoju i skomplikowania struktur rynku kapitałowego w szerokim rozumieniu, na którym inwestor realizował będzie swoje plany inwestycyjne. Istotna jest tu również cykliczność, jaką charakteryzuje się otoczenie w jakim funkcjonuje inwestor i aktualny stan cyklu. Kwestia ta jest niezwykle istotna, gdyż wiele działań inwestora jest determinowanych właśnie aktualnym momentem cyklu i chęcią wykorzystania możliwości jakie cykliczność ta stwarza. Wśród drugiej z wymienionych grup odnoszących się do stanu posiadania przez inwestora aktywów, należy rozróżnić podejście statyczne i dynamiczne. Podczas podejścia statycznego należy zwrócić uwagę zarówno na poziom zasobów jakie inwestor jest w stanie i chce przeznaczyć na działalność inwestycyjną jak i na poziom pozostałych zasobów i ich charakter. O ile pierwsza kwestia posiadająca bezpośrednie przełożenie na ilość dostępnych alternatyw inwestycyjnych i skuteczność ich realizacji jest oczywista, o tyle nie można też zapominać o uwzględnianiu korelacji jakie występują między częścią o charakterze inwestycyjnym, a pozostałą częścią aktywów będącą w posiadaniu inwestora, gdyż korelacje te w znacznym stopniu wpływają na poziom globalnego ryzyka, na jakie narażony jest inwestor. W podejściu dynamicznym istotną rolę odgrywają nie tylko aktywa posiadane w danej chwili przez inwestora ale również przyszłe przewidywane przepływy związane z wszelką działalnością nie wynikającą z działalności inwestycyjnej i angażowania aktywów z części przeznaczanej na działalności inwestycyjną. Tak więc mogą to być zarówno dochody wynikające z pracy jaką inwestor świadczy, tantiemy związane z przeszłą aktywnością inwestora, czy też dochody wynikające z wykorzystania majątku o charakterze nie inwestycyjnym. Rola posiadanych aktywów, niezależnie od stosowanego podejścia jest szczególnie istotna z uwagi na fakt występowania barier wejścia cechujących niektóre strategie alokacji aktywów oraz występowanie istotnych kosztów stałych jakie są związane

z realizacją poszczególnych strategii inwestycyjnych. Wszystko to sprawia, że czynnik ten w istotny sposób determinuje zarówno poziomy potencjalnego zysku z inwestycji, jak i poziom globalnego ryzyka z jakim zetknie się inwestor. Ważną grupę stanowią również cechy i czynniki o charakterze niematerialnym, takie jak poziom posiadanej przez inwestora wiedzy i zdolności oraz ogólne czynniki o charakterze psychologicznym, w mniejszym lub większym stopniu oddziałujące na każdego inwestora. Czynniki te w dużym stopniu wpływają na zasób dostępnych alternatyw, które inwestor efektywnie może zrealizować. Ważną kwestią są również różnorakie zobowiązania inwestora zarówno o charakterze indywidualnym, jak i zbiorowym, które musi on brać pod uwagę podczas planowania i realizacji swoich inwestycji. Należy zatem uznać, że wszystkie powyższe ogólne determinanty niezwykle silnie oddziałują na inwestora i jego decyzje.

PREFERENCJE INWESTORA

Niezwykle ważną kwestią jaka powinna być rozważana podczas procesu inwestycyjnego są również preferencje inwestora. Możemy mieć tu do czynienia zarówno z kwestiami odnoszącymi się do samego procesu inwestycji i preferencji inwestora związanymi z tą sferą, jak również preferencjami inwestora wynikającymi z jego szerokiego światopoglądu wykraczającego poza ramy procesu inwestycyjnego. W pierwszym rozpatrywanym przypadku, kluczowymi czynnikami są podejście inwestora do ryzyka, rentowności i okresu inwestycji. Za podstawową kwestię należy uznać tu podejście do ryzyka, gdyż jest to najbardziej newralgiczna kwestia. Istotne jest tu zarówno ryzyko rozumiane jako maksymalne obsunięcie kapitału od szczytu, jak i ryzyko polegające na utracie realnej wartości wpłaconego kapitału, czy też ryzyko zmienności. Poza tym nie można również pomijać trudniej kwantyfikowalnych ryzyk, takich jak ryzyko braku płynności czy wszelkie ryzyka o charakterze nadzwyczajnym, czy trudno dywersyfikowalnym. Czynnikiem ten swoje znaczenie zawdzięcza również temu, że błędy poczynione na tym polu należą do najbardziej dotkliwych w skutkach. Kolejną kwestią jaka determinuje proces inwestycyjny i dokonywane podczas niego decyzje jest oczekiwana przez inwestora stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału oraz jej periodyzacja interpretowana jako poziom wygładzenia linii kapitału. Preferencje te podobnie jak poprzednie w znacznym stopniu zawężają zakres alternatyw dostępnych dla inwestora. Powyższe dwa czynniki charakteryzuje ponadto duża możliwość ich sprawnej kwantyfikacji, a co za tym idzie duża swoboda i łatwość ich przełożenia na konkretne decyzje inwestycyjne. Mniej wyraźne kryteria występują natomiast przy trzecim czynnikiem jakim jest czas. Z pominięciem przypadków skrajnych mamy tu bowiem do czynienia z wysokim stopniem swobody przy określaniu ram czasowych dla konkretnych podejść inwestycyjnych. Jest to w dużym stopniu związane ze swobodą jaką obserwujemy w aspekcie adaptacji większości podejść inwestycyjnych do konkretnych ram czasowych. Niemniej jednak czynnik ten wpływa również na wykluczenie wielu alternatyw inwestycyjnych. Do zupełnie innej grupy czynników należą natomiast czynniki powiązane z postawą i przyjmowaną przez inwestora ideologią wykraczającą poza ramy procesu inwestycyjnego. Przejawem takiej determinacji jest np. wykluczenie z portfela inwestycyjnego aktywów, które same w sobie lub ich właściciele, lub zarządcy reprezentują sprzeczne z wartościami inwestorów wartości. Mimo, iż ta grupa czynników nie znajduje dobrego uzasadnienia na gruncie analiz ilościowych, to jednak odgrywa ona istotną funkcję przy analizach jakościowych. Czynniki tego typu nie należą jednak do podstawowych kwestii dla szerokiego grona inwestorów. Należy jednak pamiętać, że istnieje również grupa inwestorów, takich jak różnego rodzaju fundacje czy podmioty opierający swoje działanie głównie o czynniki ideowe, a nie ekonomiczne, dla których czynniki tego typu stanowią jeden z głównych determinantów procesu inwestycyjnego. W większości przypadków jednak inwestorzy zależni są głównie od czynników o silnym uzasadnieniu ekonomicznym opartym o ich preferencje odnoszące się do kontekstu inwestycyjnego.

CEL INWESTYCYJNY

Podstawowym czynnikiem determinującym proces inwestycyjny i decyzje inwestora jest cel inwestycji jaki przyświeca inwestorowi. Mimo, iż cel ten może być bardzo zróżnicowany tak jak zróżnicowane jest samo grono inwestorów, to jednak możemy wyróżnić kilka podstawowych grup tych celów. Pierwszą najbardziej uniwersalną grupą jest wzrost wartości aktywów, bez sprecyzowania sposobu ich zagospodarowania i celu jakim mają one służyć. Grupa ta zakłada późniejsze dokonanie precyzyjnych ustaleń w tym względzie i wynika bezpośrednio z podstawowego założenia, że inwestor preferuje posiadanie większych zasobów niż mniejszych. Drugą grupę stanowi sfinansowanie konkretnego wydatku, w przypadku którego możemy określić przypuszczalny koszt inwestycji i harmonogram dokonywania wydatku. W przypadku tym inwestor posiada precyzyjne preferencje odnośnie wykorzystania swoich zasobów, a inwestycja ma sprecyzowane ramy czasowe. Istotne jest tu szczególnie niedopuszczenie do obniżenia się wartości kapitału, co mogłoby uniemożliwić realizację celu nawet przy wykorzystaniu finansowania obcego. Kolejną istotną grupę celów stanowi szeroko rozumiane zabezpieczenie. Cel ten powiązany jest zwykle z posiadaniem przez inwestora innych środków, które w zupełności zaspokajają jego potrzeby konsumpcyjne oraz te wynikające z prowadzonej przez niego aktywności. Działalność inwestycyjna i gromadzone podczas niej aktywa mają natomiast zabezpieczyć ciągłość funkcjonowania inwestora na określonym poziomie jakościowym w wypadku popełnienia przez niego błędu podczas aktywności nieinwestycyjnej lub w razie wystąpienia zjawisk o charakterze nadzwyczajnym. Cel ten wymusza przywiązywaniu szczególnej wagi do stopnia korelacji wartości portfela inwestycyjnego z wartością pozostałego majątku inwestora i jego przepływami kapitałowymi. Istotną grupą celów są również cele nie zakładające wykorzystania gromadzonych podczas inwestycji środków przez inwestora. Przypadkami takimi są np. chęć zgromadzenia spadku lub środków na cel o charakterze charytatywnym. Niezależnie od celu jaki przyświeca inwestorowi należy uznać, że w dużym stopniu determinuje on proces inwestycyjny i zbiór efektywnych alternatyw jakie pozostają w dyspozycji inwestora.

3 PRZYKŁADOWE STRATEGIE INWESTYCYJNE

Alokacja aktywów jest procesem, w którym inwestor staje przed różnorodnymi wyborami. Do głównych kategorii alternatyw należy tu wybór adekwatnej do preferencji i możliwości inwestora strategii inwestycyjnej, bądź zbioru tych strategii. Należy zauważyć, że zbiór alternatyw w przypadku wyboru strategii inwestycyjnej jest obecnie bardzo szeroki i stale rozszerza swoje granice. Inwestor może tu wybierać zarówno z pośród sprawdzonych i posiadających długą historię metod inwestycyjnych, których wady i zalety były już wielokrotnie analizowane, jak również spośród nowo powstałych podejść inwestycyjnych, a nawet z możliwości tworzenia nowych koncepcji o zindywidualizowanym charakterze w dziedzinie alokacji aktywów. Podstawowy podział strategii inwestycyjnych przebiega na ogół na linii opisującej podejście do ryzyka, na jakie inwestor jest narażony podczas realizacji strategii. Jako podstawowe grupy należy tu wymienić strategie agresywne, w których inwestor akceptuje wysoki poziom ryzyka obrazowany zarówno przez poziom maksymalnego obsunięcia kapitału, poziom pofalowania linii kapitału zarówno krótkookresowego, jak i długookresowego, czy też inne rodzaje ryzyka zarówno o charakterze ciągłym, jak i incydentalnym. Grupa ta nastawiona jest przede wszystkim na maksymalizację poziomu potencjalnej rentowności. Kolejną wyróżnianą grupą są pośrednie warianty często określane mianem strategii zrównoważonych. W przypadku tej grupy inwestor konfrontowany jest z zróżnicowanymi podejściami, których cechą wspólną jest próba znalezienia kompromisu pomiędzy poziomem ponoszonego ryzyka, a potencjałem zysku. Do podstawowych grup zaliczamy też strategie defensywne. W przypadku tej grupy priorytetem jest minimalizacja poziomu ponoszonego ryzyka. Mniejszy nacisk kładziony jest natomiast na poziom osiąganego zysku, którego maksymalizacja nie ma charakteru globalnego, a odbywa się jedynie w zakresie ram wyznaczonych przez dopuszczalny poziom ponoszonego ryzyka. Podobne podziały i próby usystematyzowania i uszeregowania poszczególnych strategii inwestycyjnych dokonywane są również często na bazie parametru potencjalnej rentowności, czy też pożądanego czasu realizacji strategii. Poniżej przedstawione zostały przykłady poszczególnych strategii inwestycyjnych uszeregowane względem poziomu ponoszonego przez inwestora ryzyka. Ogólny opis poniższych strategii zawierający charakterystykę podstaw ideowych stojących za danym podejściem, jak i samego podejścia, w połączeniu z podstawową analizą głównych zalet i wad jakie związane są z realizacją poszczególnych strategii, w założeniu ukazać ma szerokość obszaru jakim jest zarządzanie aktywami, a także wskazać na fakt, iż dziedzina ta ulega nieustannej ewolucji owocującej nowymi koncepcjami. Nieustanna zmiana jaka zachodzi w tej dziedzinie wywołana jest zarówno wzrostem stopnia wiedzy, rozwojem możliwości technicznych i operacyjnych w zakresie efektywnej realizacji poszczególnych podejść, jak i zmianami otoczenia zewnętrznego sprawiającymi, że konieczne jest szukanie nowych rozwiązań lepiej dostosowanych do aktualnego i przewidywanych stanów natury. Wszystkie te czynniki i sprawiają, że w dzisiejszych czasach standardem staje się szukanie rozwiązań zindywidualizowanych, dostosowanych do preferencji i

możliwości konkretnego inwestora. Obecny poziom rozwoju struktur rynku kapitałowego sprawia, że działania takie nie są dostępne jak dawniej jedynie dla inwestorów, dla których działalność ta stanowiła główny obszar aktywności i którzy posiadali bardzo wysoki poziom środków finansowych. Obecnie obserwować możemy znaczne poszerzenie się grupy, do której podejście tego typu może być adresowane. Niemniej jednak nadal obserwujemy występowanie znacznej grupy docelowej, dla której jedyną alternatywą są proste rozwiązania o uniwersalnym charakterze. Należy jednak spodziewać się rozwoju w przyszłości podejść o indywidualnym charakterze, które cechować będą się wysokim stopniem zaawansowania.

STRATEGIE AGRESYWNE

Strategie agresywne należą do grupy strategii charakteryzujących się występowaniem dotkliwych poziomów obsunięcia kapitału oraz oczekiwaną stopą zwrotu znacząco przekraczającą poziom tzw. stopy wolnej od ryzyka, reprezentowanej przeważnie przez poziom rentowności długoterminowych instrumentów dłużnych gwarantowanych przez skarb państwa. Jak widać poniżej strategie te mogą zostać oparte o różnorakie instrumenty i bazować na odrębnych podstawach ideowych. W wielu przypadkach zaszeregowanie danej strategii do grupy strategii agresywnych jest jednak zależne od poziomu zaangażowania jakie ona zakłada, co jest równoznaczne ze stwierdzeniem, że taka strategia mogłaby być z powodzeniem zakwalifikowana do strategii pośrednich (zrównoważonych) przy zastosowaniu identycznych wyznaczników strategii, z wyjątkiem poziomu zaangażowania w dane instrumenty.

Podstawową grupą strategii są tu strategie akcyjne, które również w ciągu minionych lat zostały najdokładniej opisane przez literaturę oraz doczekały się powstania największej ilości odmian i wariantów. Należy tu wyróżnić strategie pasywne. Cechą charakterystyczną tych strategii jest niewielki wkład czasu jaki inwestor musi zainwestować w celu prawidłowej realizacji strategii. Strategie te nie wymagają ciągłego śledzenia zmian rynkowych i reagowania na nie niezwłocznie po ich zaobserwowaniu. W wielu przypadkach aktywność inwestora ogranicza się w tym wariantcie do podejmowania technicznych decyzji w odpowiedzi na określone zmiany stanu natury lub w określonych przedziałach czasowych. Ideą jaka stoi za powyższą strategią jest minimalizacja wkładu pracy niezbędnej do realizacji strategii, ograniczenie dylematu decyzyjnego oraz udostępnienie strategii dla inwestorów nie posiadających specjalistycznej wiedzy dotyczącej zarządzania aktywami. Jednocześnie strategie te wymagają od inwestorów wysokiego poziomu akceptacji ryzyka oraz długiego horyzontu inwestycyjnego. Jako przykłady akcyjnych strategii pasywnych należy tu wymienić strategię polegającą na kupnie walorów notowanych na rynku publicznym, a następnie trzymaniu ich w portfelu inwestycyjnym nie dokonując żadnych operacji na powyższych papierach w horyzoncie długoterminowym. Strategia „kup i trzymaj” była bardzo popularna w minionych dekadach, ze szczególnym uwzględnieniem jej popularności na rynku japońskim przed wystąpieniem w tym kraju kryzysu finansowego. Jako zaletę tej metody należy wymienić minimalizację kosztów transakcyjnych oraz nakłady pracy niezbędne do realizacji strategii. Jednak z powodu swoich wad, do których należy zaliczyć bardzo długi horyzont inwestycyjny, wysoki poziom ryzyka reprezentowany przez poziom występujących obsunięć kapitału od szczytu, obecnie strategia ta straciła swoją popularność. Utrata popularności była w dużej mierze wynikiem kształtowania się linii kapitału portfeli opartych na tego typu strategiach podczas dotkliwych bess, jakie miały miejsce w okresie popularności tych strategii. O ile strategia ta zyskiwała popularność w okresach długotrwałych i silnych wzrostów rynku, kiedy inwestorzy zapominali o możliwości pojawienia się bessy, o tyle po spadku wartości aktywów w portfelach

opartych na tym typie strategii, których wartość w wielu przypadkach przez ponad dekadę nie powróciła do swojej maksymalnej wartości, strategia ta straciła znacznie na popularności. Aby zobrazować ten fakt można posłużyć się modelem, w którym wartość naszego portfela podczas bessy spada o 50%, co wielokrotnie miało miejsce podczas bess jakie miały miejsce w minionym stuleciu. Ponieważ aby portfel uzyskał swoją pierwotną wartość po takim spadku musi uzyskać 100% stopy zwrotu, co przy średniej rentowności uzyskiwanej w tym okresie może potrwać dekadę, a pamiętać należy, że w tym okresie zdarzały się również spadki poszczególnych walorów o ponad 90%. Inwestorzy których portfele zawierały znaczącą ilość walorów, które dotknęły aż tak wysokie obsunięcia kursu, wielokrotnie nie doczekali się już powrotu wartości swoich portfeli do maksymalnych poziomów. Kolejną strategią, która zalicza się do strategii pasywnych jest strategia oparta na inwestowaniu w instrumenty odwzorowujące skład i zmiany wartości uznanego indeksu lub w poszczególne jego składowe z odpowiednimi wagami. Strategia ta, mimo iż posiada wiele cech wspólnych z klasyczną strategią „kup i trzymaj”, to jednak charakteryzuje się wyższym stopniem dywersyfikacji niż wspomniana strategia. Dzieje się to kosztem rezygnacji z możliwości uzyskania lepszego wyniku niż benchmark, jakim jest dany indeks, jednak w większości przypadków dzieje się to z korzyścią dla osiągniętej stopy zwrotu i owocuje niewielkim wygładzeniem linii kapitału. Obecnie ze względu na popularność funduszy indeksowych (ETF), strategia ta cieszy się sporą popularnością. Zalety i wady powyższej strategii niewiele różnią się od przedstawionej powyżej strategii „kup i trzymaj”. Strategia ta w przypadku podejścia pasywnego również nie daje możliwości znaczącego ograniczenia obsunięć kapitału w swojej podstawowej odmianie. Alternatywą do powyższej strategii jest inwestycja w aktywnie zarządzane fundusze akcyjne (otwarte). Inwestycja taka z punktu widzenia inwestora inwestującego długoterminowo nadal będzie inwestycją pasywną, gdyż nie jest on obciążony ciężarem analizy danych i dokonywania wyborów inwestycyjnych. W założeniu podejście to powinno dawać możliwość uzyskania lepszych wyników niż inwestycja indeksowa, gdyż zarządzający ma możliwość uniknięcia inwestycji w spółki o słabych fundamentach finansowych oraz może w pewnym zakresie zarządzać poziomem zaangażowania portfela w akcje. Jednak negatywne czynniki charakteru zewnętrznego oraz wewnętrznego sprawiają, że korzyści wynikające z pewnego poziomu elastyczności i wiedzy fachowej zgromadzonej w funduszu są niwelowane i sprawiają, że strategia ta nie przynosi w większości przypadków rezultatów znacząco odbiegających na korzyść od kupna portfela indeksowego. Jednym z czynników, który to determinuje są napływy i odpływy środków z funduszu. Mechanizm ten sprawia, iż podczas hossy kiedy ceny są wysokie i inwestorzy wpłacają środki do funduszu, zarządzający obligowany statutem i minimalnym poziomem zaangażowania, jest zmuszony do kupowania akcji mimo, iż wielokrotnie uważa że są one już przewartościowane. Natomiast podczas bessy, kiedy następują odpływy kapitału zarządzający jest zmuszony sprzedawać akcje aby uzyskać środki na umorzenie jednostek obniżając cenę akcji, konieczność ta zmusza go do podejmowania niejednokrotnie decyzji sprzecznych z wynikami jego analiz, które nakazują w tym okresie zwiększenie zaangażowania. Zdecydowanie lepszą sytuację pod tym względem mają fundusze zamknięte, które nie są narażone na przepływy w aż tak dużym stopniu.

Kolejną kwestią utrudniającą działanie funduszom jest płynność na rynku, która w połączeniu z ich wielkością skutkuje długim okresem dostosowania składu portfela do aktualnej strategii inwestycyjnej. Często podnoszoną kwestią jest również występowanie opłat za zarządzanie, które jednak niekiedy są zbyt demonizowane, gdyż ich występowanie jest w części równoważone poprzez mniejsze opłaty transakcyjne jakie fundusz posiada ze względu na swoją wielkość. W przypadku inwestora indywidualnego dokonującego często transakcji można nawet uznać, że różnica w opłatach transakcyjnych całkowicie równoważyłaby koszty prowizji za zarządzanie. Wszystkie te czynniki sprawiają, że należy uznać fundusze zarządzane za wysoce substytucyjne względem funduszy indeksowych i nieposiadające istotnych przewag nad mini. Należy jednak pamiętać, że występują wyjątki od tej reguły i zdarzają się fundusze potrafiące uzyskiwać w długim terminie wyniki znacząco lepsze od funduszy indeksowych, jednak z uwagi na ich niewielką liczbę należy uznać prawdopodobieństwo ich zidentyfikowania jako pozostawiające wysoki margines ryzyka, skutkujący wyborem funduszu uzyskującego długoterminowo wyniki gorsze niż rentowność indeksu. Analiza agresywnych, pasywnych strategii akcyjnych skłania do stwierdzenia, iż z uwagi na swoje wady, jako jedyny sposób alokacji aktywów są one akceptowalne jedynie przez inwestorów o wysokim stopniu akceptacji ryzyka i wieloletnim horyzoncie inwestycyjnym. Jednak nawet oni powinni rozważyć rozszerzenie portfela o inne grupy strategii i sposoby alokacji aktywów, w celu zmniejszenia poziomu ryzyka i poprzez wygładzenie linii kapitału poprawy długoterminowej rentowności inwestycji. Mimo iż strategie te z założenia nie pozwalają na osiągnięcie w długim terminie średnich wyników znacząco odbiegających na korzyść od średniej i ograniczenia poziomu ryzyka, to jednak należy przyznać, że przy akceptacji ich długoterminowego charakteru mogą one stać się częścią składową portfela inwestycyjnego i odegrać pozytywną rolę w procesie budowy jego wartości.

Kolejną grupą strategii akcyjnych jaką można wyróżnić są strategie aktywne. Strategie te bazują na założeniu, że optymalne wyniki alokacji aktywów można uzyskać wykorzystując swoje umiejętności i angażując czas w aktywne analizowanie rynku i poprzez dokonywanie selektywnych wyborów. Wybory te w założeniu mają polegać na odrzucaniu jako celi inwestycyjnych podmiotów charakteryzujących się nadmiernym ryzykiem, które nie jest połączone z ponad przeciętnymi perspektywami wzrostu oraz na przeważaniu udziału podmiotów o solidnych fundamentach finansowych i perspektywach wzrostu. Selekcja ta polega na prowadzeniu szerokiego wachlarza analiz, w skład których wchodzi analizy makroekonomiczne, branżowe, biznesowe, czy też prawne. Zgodnie z ideą stojącą za strategiami aktywnie zarządzanymi, umożliwiają one zmniejszenie ponoszonego ryzyka poprzez eliminację z portfela inwestycyjnego spółek o budzących zastrzeżenia bilansach, czy też niekompetentnych zarządach lub nienajlepszych perspektywach rozwoju branży. Jednocześnie potencjalne zmniejszenie obsunięć kapitału oraz poprawa jakości spółek wchodzących w skład portfela powinno owocować znaczącym wzrostem długofalowej rentowności. Jako podstawowe strategie z tej grupy należy wymienić aktywną selekcję walorów na bazie podejścia top down czy bottom up lub też np. akcji wzrostowych. W pierwszym przypadku mamy do czynienia z selekcją walorów na bazie ich indywidualnej wartości

fundamentalnej, jakości kadry zarządzającej i perspektyw jakie są związane z prowadzonym przez podmiot modelem biznesowym. Istotne są tu zarówno obecne, jak i przeszłe wskaźniki finansowe charakteryzujące dany podmiot, jakość posiadanych aktywów, analiza bilansu, rachunku wyników oraz przepływów pieniężnych ze szczególnym uwzględnieniem zdarzeń o charakterze nadzwyczajnym, a także analiza prognoz jakie dany podmiot jest w stanie zrealizować. W strategii tej główny nacisk jest kładziony na spółkę i jej jakość w kontekście inwestycyjnym. Na strategię tą składa się również założenie, że w każdej branży i na każdym rynku można spotkać spółki będące liderami pod względem efektywności i których perspektywy znacząco przewyższają średnią rynkową. Odnalezienie takich spółek oraz dokonanie transakcji po cenach, które można uznać za atrakcyjne powinno w założeniu tej strategii pozwolić na osiągnięcie ponadprzeciętnego zysku. Jako wadę tej strategii należy uznać wysokie nakłady czasu jakie są konieczne do poprawnego stosowania tej strategii oraz wymóg posiadania wysokiej wiedzy zarówno z zakresu finansów, jak i działalności operacyjnej spółki. Mimo iż znalezienie takich podmiotów nie jest łatwe, to jednak należy uznać, że inwestor ma możliwość poprawnej selekcji spółek do portfela inwestycyjnego. Należy jednak pamiętać, iż równie istotne jak znalezienie odpowiedniego podmiotu jest poziom ceny, jaką trzeba w danym momencie zapłacić aby nabyć jego udziały. Kwestia ta, którą już Graham stawiał jako podstawowe pytanie „za ile?” w wielu przypadkach stanowi główny czynnik decydujący o wykluczeniu danego podmiotu jako celu inwestycyjnego. Z sytuacją taką mamy bardzo często do czynienia podczas długotrwałych hoss, kiedy ceny rynkowe mogą znacząco odbiegać od wartości fundamentalnej notowanych spółek sprawiając, że ich zakup niezależnie od ich wysokiego stopnia jakości w dłuższej perspektywie stanie się nieopłacalny. Należy tu zwrócić uwagę, że kupno akcji po wysokich cenach znacząco odbiegających zarówno od wartości posiadanych przez spółkę kapitałów, jak i od wartości generowanych przez podmiot zysków skutkuje ponoszeniem wysokiego poziomu ryzyka. Ryzyko takie można ograniczyć kupując spółki, których wartość rynkowa jest zbliżona do wartości posiadanych kapitałów. W takim przypadku jeżeli określamy aktywa spółki jako składniki majątku o wysokiej jakości, ryzyko zostaje znacząco ograniczone gdyż zawsze pozostaje alternatywa upłynnienia majątku spółki i odzyskania większości zainwestowanych środków. Kolejną strategią aktywną jest zbliżona do powyższej strategii strategia bazująca na podejściu top down. Polega ona na pierwotnej selekcji rynków, które odznaczają się najlepszymi perspektywami, następnie najlepszych branż na tych rynkach, a na końcu najlepszych spółek w danej branży. Jak widzimy główna różnica jest tu widoczna na polu poszerzonej analizy makroekonomicznej i analizy rynkowej oraz branżowej. Kwestie odnoszące się do jakości konkretnego podmiotu pozostają tu analogiczne jak w poprzednim wariantcie. Aktualnie pozostaje również pytanie o cenę, która jest głównym determinantem jaki ma związek z poziomem oczekiwanej rentowności i ponoszonym ryzykiem. Celem tej strategii jest selekcja najbardziej perspektywicznych podmiotów posiadających dobre fundamenty finansowe. Również ta strategia stawia przed użytkownikiem wysokie wymagania pod względem koniecznego nakładu czasu oraz posiadania wysokich kompetencji i wiedzy. Do głównych wyznaczników, jakie decydują o różnorodności powyższych dwóch strategii należy zaliczyć znacząco wyższy poziom koncentracji

w przypadku podejścia top down na determinantach odnoszących się do szerszego zakresu niż tylko dany podmiot, a więc do branży oraz sektora i rynku działania podmiotu. Należy uznać, że ta grupa strategii przy prawidłowym i długofalowym ich stosowaniu ze szczególnym naciskiem na konsekwencje w podejściu do cen transakcyjnych, może przyczynić się do osiągnięcia średniej rentowności znacząco przewyższającej rentowność szerokiego rynku. Kolejną popularną strategią jest selekcja akcji wzrostowych. Akcje takie charakteryzują się wysoką dynamiką przychodów i zysków zarówno w okresie historycznym jak i w aspekcie perspektyw na kolejne lata. Strategia ta bazuje na przekonaniu, że pewna grupa akcji odznacza się znacząco wyższą dynamiką wzrostu od pozostałych i że taka tendencja będzie się utrzymywała w perspektywie następnych lat. Przyczyny tej różnicy w dynamice mogą być bardzo różne. Mogą one zarówno wynikać z modelu biznesowego, dostępu do zasobów, perspektyw rynku lub branży, czy też sposobu organizacji, jaki występuje w spółce. Wyróżnić tu należy dwie podgrupy spółek. Pierwsza podgrupa to podmioty, które mogą wykazać się wyższą dynamiką w okresie historycznym. Drugą grupą są podmioty młode, w których dynamika ta pozostaje głównie w sferze prognoz. Strategie oparte na akcjach wzrostowych, mimo iż znane od dawna, to jednak ich główna popularność związana była zawsze z momentami w historii kiedy mieliśmy do czynienia z hossami nie symetrycznymi, kiedy obserwowaliśmy wysoki wzrost konkretnych branż, hossy takie z perspektywy kolejnych cykli koniunkturalnych często nazywane były również bańkami spekulacyjnymi. Mechanizm tego działania wynikał głównie z tendencji do zapomnienia po dłuższym okresie wzrostowym o możliwości odwrócenia się cyklu i przenoszenia średniookresowych statystyk historycznych na przewidywania na temat przyszłych okresów. Powodowało to, iż inwestorzy byli skłonni płacić wygórowane ceny za akcje, które w ich przekonaniu miały odznaczać się znacząco lepszymi perspektywami. Strategia selekcji akcji wzrostowych mimo swojej popularności opiera się jednak na kilku budzących wątpliwości założeniach. Pierwszym z tych założeń jest utożsamianie perspektyw wzrostu danego rynku na perspektywy wzrostu zysków spółek na nim działających. Założenie to nie uwzględnia naturalnych mechanizmów rynkowych prowadzących do wyrównywania się poziomu rentowności w poszczególnych branżach w perspektywie długoterminowej. Jest to wynikiem wzrostu konkurencji w branży, która w jakimś okresie cechowała się występowaniem ponad przeciętnych marż. Mimo iż branża cechuje się wzrostem przewyższającym dynamikę wzrostu szerokiego rynku, to jednak jeszcze wyższa dynamika powstawania nowych firm lub zwiększania mocy wytwórczych sprawia, że zyski wracają do poziomu charakterystycznego dla szerokiego rynku. Kolejnym ryzykownym założeniem jest nieuwzględnianie możliwości zmian jakościowych występujących w okresie długoterminowym, które mogą sprawić iż określona branża straci swoje przewagi konkurencyjne i zmniejszy swoją dynamikę wzrostu. Wszystko to sprawia, iż w wielu przypadkach inwestorzy kupujący walory, które zwykle charakteryzują się wycenami znacząco odbiegającymi od średniej, muszą liczyć się z brakiem możliwości realizacji świetlanych prognoz spółki, co zwykle powoduje drastyczną przecenę danych walorów. Tak więc należy uznać, że powyższa strategia jest obarczona ponad przeciętnym ryzykiem. Rokuje ona również ponadprzeciętne perspektywy zysku, jednak aby to

osiągnąć muszą być spełnione następujące warunki. Podstawową kwestią jest selekcja branży i spółek, które w kolejnych okresach będą zaliczane do tzw. „branż nowej ery” i które staną się podmiotami najszybciej zyskującymi na wartości. Kolejną kwestią jest zakup tych spółek, gdy jeszcze ich ceny nie zostały wywindowane ponad średnie dla szerokiego rynku i sprzedaż przed załamaniem się rynku. Jak łatwo zauważyć jest to zadanie niezwykle trudne, a zarazem ryzykowne. Należy też pamiętać, że w długim horyzoncie czasowym należy spodziewać się również głębokich przecen tego typu podmiotów w momencie gdy sentyment do danej branży osłabnie. Jest to spowodowane wysokim poziomem wycen takich podmiotów, które zwykle nie mają odzwierciedlenia w aktualnych wynikach finansowych. Do grupy strategii aktywnych należy też zaliczyć podgrupę strategii opartych na szerokich obszarach rynku. Zarządzający nie starają się w tym przypadku znaleźć najlepszych podmiotów, a swoje działania ograniczają do wyboru podgrupy, względem której spodziewają się wyższej dynamiki niż średnia rynkowa i do eliminacji z tej podgrupy podmiotów o wyraźnych przesłankach do ich omijania lub też do selekcji największych podmiotów z podgrupy, lub najbardziej płynnych. Strategia ta polega na zakupie reprezentatywnej grupy walorów z danej branży, czy też danego rynku geograficznego w nadziei na ich szybszy wzrost niż średnia rynkowa. Wady tej strategii są analogiczne jak w przypadku poprzedniej strategii, cechuje się ona natomiast wyższym poziomem dywersyfikacji. Strategię tą również jednak należy uznać jako wysoce ryzykowną.

Do strategii agresywnych należy również zaliczyć wszelkiego rodzaju strategie lewarowane, wykorzystujące instrumenty pochodne (oraz jako szczególny przypadek czystą krótką sprzedaż), w których poziom zaangażowania przekracza poziom inwestowanych kapitałów. Strategie te mogą przybrać zarówno charakter pasywny jak i aktywny, przy czym znacznie częściej spotykamy tu strategie aktywne. Strategie z tej grupy są głównie domeną funduszy typu hedge. Obecny poziom rozwoju instrumentów finansowych sprawia jednak, że zyskują one na popularności również wśród inwestorów indywidualnych. Ideą tego typu strategii jest wykorzystanie instrumentów pochodnych w celu zwiększenia potencjału na osiągnięcie wyższych zysków. Podstawowe strategie z tej grupy polegają na zakupie kombinacji akcji i instrumentów pochodnych takich jak kontrakty futures lub samych instrumentów pochodnych opartych na danych akcjach, który to zakup sprawia, iż poziom zaangażowania inwestora przekracza 100% posiadanego kapitału. Podobnie sytuacja ma się w przypadku zakupu instrumentów opartych na indeksach. Inwestycja taka skutkuje proporcjonalnym zwiększeniem poziomu rentowności i oczekiwanej stopy ryzyka, a jej celem jest głównie lepsze dostosowanie portfela do preferencji inwestora dotyczących ryzyka i oczekiwanej stopy zwrotu. Podwyższenie zaangażowania powyżej 100% w instrumenty, które charakteryzują się wysokim poziomem ryzyka lub instrumenty, na których są oparte charakteryzuje takie ryzyko jest posunięciem wysoce ryzykownym jeżeli inwestycja miałaby przyjąć charakter długoterminowy. Należy jednak uznać, że w wielu przypadkach metoda ta może okazać się niezwykle przydatna do realizacji celów krótkoterminowych, nie zmniejsza to jednak poziomu ponoszonego ryzyka. Poziom ponoszonego ryzyka można ograniczyć stosując instrumenty takie jak opcje, gdzie poziom ten można ograniczyć do ceny zakupu opcji. Należy jednak pamiętać, że w tym przypadku również

19

zmniejszamy prawdopodobieństwo osiągnięcia zysku z transakcji, gdyż już na wstępie musimy zapłacić cenę opcji składającą się z wartości wewnętrznej i czasowej. Statystyka pokazuje że przeważająca liczba opcji wygasa nie dając inwestorowi, który ją nabył możliwości osiągnięcia zysku. Odwrotna sytuacja ma miejsce w przypadku wystawiania opcji, jednak wtedy poziom ryzyka inwestora jest nieograniczony, co rekompensować ma wysokie prawdopodobieństwo osiągnięcia zysku, który jest jednak ograniczony do ceny uzyskanej za opcję. Instrumenty pochodne pozwalają jednak na tworzenie strategii przynoszących zyski podczas okresów bessy, czy też na ochronę wartości posiadanego portfela akcji, co jest ich niekwestionowaną zaletą. Główną strategią jaka do tego służy jest krótka sprzedaż akcji oraz otwieranie krótkiej pozycji na kontraktach terminowych lub sprzedaż, lub kupno opcji. Ustawianie się po krótkiej stronie rynku jest oczywiście sytuacją, która może korzystnie wpłynąć na portfel inwestycyjny podczas bessy, jednak podczas hossy wywoła odwrotne skutki. Z perspektywy długoterminowej stosowanie jedynie krótkiej sprzedaży jest strategią niezwykle ryzykowną i trudno odnaleźć w historii inwestorów, którym takie podejście przyniosłoby długoterminowy sukces. Krótka strona rynku może być natomiast z powodzeniem stosowana do zabezpieczania portfela i zmniejszenia jego poziomu zaangażowania w okresach kiedy spodziewamy się spadków, a brak jest możliwości sprzedaży aktywów i zamiany ich na obligację lub gotówkę. Podkreślić należy, że instrumenty pochodne i strategie lewarowane dają inwestorowi większy poziom elastyczności w tworzeniu strategii inwestycyjnych niż tradycyjne instrumenty jakimi są akcje. Pozwalają one również na lepsze dostosowanie portfela do preferencji inwestora, jednak same w sobie szczególnie w swoich podstawowych odmianach nie pozwalają na osiągnięcie wyższego poziomu zysku, który nie wiązałby się z ponoszeniem dodatkowego ryzyka. Elastyczność i plastyczność jaką odznaczają się instrumenty pochodne daje natomiast wiele możliwości budowy indywidualnych strategii charakteryzujących się wysokim odwzorowaniem preferencji inwestora. Na uwagę zasługują tu szczególnie strategie łączące krótką sprzedaż i lewarowane długie pozycje. Jedną z popularnych strategii tego typu jest strategia określana mianem „130”. Polega ona na wyborze z dostępnych spółek tych, które charakteryzują się najgorszymi perspektywami wzrostu wartości i tych które odznaczają się najlepszymi. Następnie za 30% wartości posiadanego portfela dokonujemy krótkiej sprzedaży spółek z grupy, którą uznajemy za nie rokującą dobrych perspektyw, w ten sposób mamy do dyspozycji 130% pierwotnych środków pieniężnych i za tą sumę dokonujemy zakupu spółek z grupy uprzednio wyselekcjonowanej jako rokujące najlepsze perspektywy wzrostu wartości. Strategia ta w różnych wariantach jest obecnie powszechnie stosowana przez fundusze typu hedge. Posiada ona wiele zalet i można postawić tezę, że charakteryzuje się powstaniem wartości dodanej polegającej na wzroście oczekiwanej rentowności przewyższającym wzrost ryzyka względem strategii „kup i trzymaj”. Każda komplikacja lub rozbudowa strategii inwestycyjnej pociąga za sobą jednak określone koszty. W przypadku powyższej strategii należy uznać, iż wymaga ona wysokiego nakładu czasu oraz posiadania wysokiego poziomu wiedzy fachowej pozwalającej na trafną ocenę spółek. Istnieją również kwestie techniczne, które wpływają na powstanie utrudnień z jakimi będzie musiał się zmierzyć inwestor podczas stosowania tej strategii. Niemniej jednak strategię tę należy

uznać za jeden z bardziej interesujących podtypów strategii akcyjnych, który obok typowego aktywnego zarządzania opartego na wewnętrznej wartości może dać inwestorowi pozytywne efekty i racjonalną stopę zwrotu, przewyższającą stopę zwrotu z benchmarka jakim jest indeks szerokiego rynku. Powszechne są również odmiany powyższej strategii opierające się na zagregowanych grupach podmiotów. Agregacja taka może mieć miejsce jako indeksy zrzeszające spółki o określonej wielkości lub zakresie działalności. W tym przypadku zarządzający nie dokonuje selekcji konkretnych spółek ale operuje na instrumentach o charakterze zagregowanym. Popularne strategie polegają tu np. na sprzedaży kontraktów na indeks spółek dojrzałych i lewarowanym zakupie indeksu małych i średnich spółek. Strategia ta wynika z przekonania, że długoterminowo w wyniku oczekiwania przez inwestorów większej premii za ryzyko względem spółek mniejszych, spółki te będą charakteryzowały się większą dynamiką wzrostu. Jest to jednak podejście wysoce ryzykowne, gdyż de facto jest to oczekiwanie wzrostu rentowności w wyniku zgody na ponoszenie wyższego ryzyka. Analogicznie spotkać można sytuację, gdy transakcje dokonywane są na bazie kontraktów na indeksy sektorowe. Zarządzający decyduje się w tym przypadku na sprzedaż kontraktów na indeks branż schyłkowych i dokonuje lewarowanego zakupu kontraktów na indeks branży wschodzącej. Ryzyko tego typu inwestycji jest w dużej mierze związane ze zmniejszeniem nacisku na badanie podstaw finansowych i poziomu wycen jakim cechują się spółki wchodzące w skład danego indeksu. Podejmowanie decyzji na podstawie zagregowanych danych sprawia, że często następuje brak dogłębnej analizy podmiotów, których substytuty w dużej mierze są kupowane. Podejmowanie decyzji na podstawie podstawowych danych finansowych podawanych w sposób zagregowany, prowadzi często do powstania wrażenia wysokiego stopnia poznania danych podmiotów, co jednak często w późniejszym czasie okazuje się niewystarczającym. Ryzykowne jest bowiem stwierdzenie, że wysoki poziom dywersyfikacji, jaki zapewnia indeks owocuje mniejszym ryzykiem niż mniejsza dywersyfikacja, z jaką mamy do czynienia przy starannym wyselekcjonowaniu mniejszej grupy spółek. Należy tu pamiętać, że dywersyfikacja odnosi swoje największe pozytywne skutki na samym początku, natomiast wraz z dalszym dodawaniem podmiotów do portfela pozytywne skutki dywersyfikacji zaczynają z wolna ustępować kosztom wynikającym z liczby spółek, jakich oceną musimy się zajmować. Interesującą grupą strategii są również wszelkie strategie opcyjne, dzięki którym inwestor może częściowo zabezpieczyć się przed gwałtownymi zmianami rynku, a także odnosić zyski na rynku będącym w fazie konsolidacji. Zabezpieczenie przed gwałtownymi zmianami rynkowymi jest jednak drogą techniką, ponieważ zakup opcji, które służą do konstrukcji tego typu strategii jest drogi, a zdarzenia przed którymi należałoby się zabezpieczyć występują w dużych odstępach czasowych. Z kolei budowa strategii na rynek w fazie konsolidacji jest obciążona wysokimi nakładami czasu niezbędnego do jej realizacji przy niewielkim poziomie oczekiwanych zysków z inwestycji. Niemniej jednak instrumenty pochodne i oparte na nich strategie ze względu na swoją wysoką elastyczność i plastyczność są niezwykle przydatne w procesie budowy wzorcowego portfela inwestycyjnego, który uwzględni wykorzystanie wielu strategii alokacji aktywów.

Interesującą choć ryzykowną strategią jest również inwestowanie w spółki przechodzące trudności finansowe lub proces restrukturyzacji. Inwestycja taka w swoim założeniu polega na osiągnięciu zysku w wyniku nabycia walorów z dużym dyskontem wynikającym z podwyższonego ryzyka wywołanego trudnościami finansowymi podmiotu lub niepewnym wynikiem działań restrukturyzacyjnych. Analogiczna, choć mniej oczywista sytuacja ma miejsce w przypadku spółek o obniżonym poziomie płynności. Obniżona płynność wynikająca z okresowego zmniejszenia sentymentu do danego podmiotu również może skutkować pojawieniem się dyskonta w stosunku do ceny będącej wynikiem jedynie analizy sytuacji finansowej i perspektyw podmiotu. Wszelkie strategie bazujące na powyższym podejściu niewątpliwie należy zaliczyć do strategii agresywnych, cechujących się podwyższonym poziomem ryzyka. Należy również pamiętać, że inwestycje tego typu mogą odnosić się zarówno do inwestycji w akcje danego podmiotu, jak i do długu emitowanego przez podmiot, czy też do instrumentów pochodnych odnoszących się do danej spółki. Strategie tego typu z powodu swojego ryzyka powinny odznaczać się stosunkowo dużym stopniem dywersyfikacji zarówno pod względem podmiotowym, jak i branżowym czy nawet rynkowym. W swoich podstawowych odmianach strategie te polegają na zakupie akcji lub obligacji podmiotu przeżywającego kłopoty z dużym dyskontem, a następnie utrzymywaniu tych papierów w portfelu do momentu ewentualnej poprawy sytuacji w spółce, lub w niekorzystnych przypadkach do momentu kiedy stanie się wielce prawdopodobne, że działania mające doprowadzić do poprawy sytuacji okażą się nieskuteczne. Jak łatwo zauważyć strategia taka wymaga dogłębnej analizy podmiotu i jego perspektyw ze szczególnym uwzględnieniem potencjalnych działań restrukturyzacyjnych, które mogłyby doprowadzić do poprawy rentowności i optymalizacji procesów zachodzących w spółce. Należy zatem stwierdzić, że strategia taka wymaga dużego nakładu czasu od inwestora oraz wysokiego poziomu wiedzy z zakresu finansów i działalności operacyjnej podmiotu. W zaawansowanych odmianach tej strategii, stosowanych głównie przez wyspecjalizowane fundusze spotkać można natomiast zarówno otwieranie długich jak i krótkich pozycji. Często ma również miejsce otwieranie pozycji długich na obligacjach oraz krótkich na akcjach danego podmiotu. Ta ostatnia strategia zaliczana jest jednak częściej do strategii o umiarkowanym poziomie ryzyka, gdyż następuje tu znoszenie się oddziaływań zmiany cen akcji i obligacji danego podmiotu. Podmiotami, które najlepiej nadają się do realizacji tego typu strategii są podmioty o dużej wielkości, jednak nie będące liderami branży, co skutkuje obniżonym poziomem zainteresowania ze strony inwestorów. Akcje te nie powinny się również zaliczać do tzw. akcji wzrostowych w poprzednich okresach, ale powinny posiadać ustabilizowaną pozycję w przeszłości zarówno rynkową, jak i w aspekcie wyników finansowych. Zalecenia te zasadniczo wynikają z dwóch przesłanek. Pierwszą przesłanką jest chęć uniknięcia akcji o wysokich poziomach wycen nieodzwoiercedlających długoterminowych poziomów generowanego przez spółkę zysku. W przypadku spółek będących liderami branży oraz spółek wzrostowych mamy natomiast często do czynienia z wysokim poziomem zainteresowania rynku, przekładającym się na zawyżone wyceny. Drugi czynnik jest natomiast związany z koniecznością posiadania przez podmiot zasobów niezbędnych do przetrwania trudnego okresu oraz przeprowadzenia

restrukturyzacji. Ponadto podmiot powinien posiadać potencjał do wzbudzenia wysokiego zainteresowania inwestorów po poprawieniu bieżących wyników finansowych. Warunek ten spełniają właśnie podmioty duże, posiadające wysoki kapitał zgromadzony podczas poprzednich korzystnych okresów. Realizacja tego typu strategii może okazać się niezwykle zyskowna jeżeli inwestor dysponuje zasobami niezbędnymi do przeprowadzenia dogłębnej analizy podmiotów stanowiących potencjalne cele inwestycyjne. Główną grupą podmiotów, do których skierowana jest tego typu strategia są jednak głównie podmioty typu private equity, lub inwestorzy których celem jest osiągnięcie wysokiego pułapu głosów na WZA. Wynika to głównie z możliwości większego wpływu na procesy zachodzące w spółce oraz skład zarządu, który należy do głównych czynników decydujących o sukcesie całego przedsięwzięcia restrukturyzacyjnego. Wysoka korelacja jaką można zaobserwować między potencjałem do poprawy wyników a poziomem wpływu inwestora wchodzącego do akcjonariatu podmiotu chcącego dokonać restrukturyzacji skutkuje tym, że powyższa strategia nie cieszy się dużym zainteresowaniem inwestorów indywidualnych, dla których jest ona często zbyt ryzykowna. Istotną kwestią jest również fakt, iż często transakcje dokonywane przez fundusz dotyczące podmiotów, które muszą przejść restrukturyzację dokonywane są jako transakcje pakietowe, po cenach uwzględniających znaczne dyskonto względem cen rynkowych, natomiast możliwości takich transakcji zwykle nie mają inwestorzy indywidualni.

Wśród strategii agresywnych istotną rolę odgrywają również inwestycje typu seed capital i venture capital. Inwestycje tego typu to inwestycje w dynamiczne podmioty na wczesnym stadium rozwoju, poszukujące źródeł finansowania na dalszy dynamiczny rozwój. Z uwagi na wczesne stadium rozwoju (w przypadku seed capital są to często start-upy) do wyjątków należy sytuacja notowania takiego przedsiębiorstwa na podstawowym rynku. Zdarza się natomiast, iż podmiot taki jest już notowany na alternatywnym systemie obrotu. Co do zasady są to jednak spółki niepubliczne. Wszystko to sprawia, że inwestycje tego typu wykazują stosunkowo małą płynność, a standardowy horyzont inwestycyjny to około 4-7 lat. Ideą stojącą za inwestycjami tego typu jest uzyskiwanie wysokich stóp zwrotu wynikających z selekcji wysoce perspektywicznych podmiotów, które jeszcze nie są dobrze znane na rynku, a ceny jakie trzeba zapłacić za ich udziały nie są jeszcze wygórowane. Jako podstawowe założenie tego typu inwestycji należy uznać aktywny udział inwestora w budowaniu sukcesu rynkowego podmiotu będącego celem inwestycji. Wynika to z wysokiego standardowego udziału funduszu w akcjonariacie podmiotu. Fundusz w wielu wypadkach inwestuje w pakiety dające kontrolę nad spółką, a minimalny udział funduszu rzadko spada poniżej 30% udziału w kapitale. Z tego też powodu do rzadkości należy dokonywanie transakcji tego typu przez inwestorów indywidualnych. Jest to również wynikiem wysokich wymogów jakie stawiają transakcje tego typu w aspekcie wymaganego nakładu czasu, jaki jest związany z przeprowadzeniem rzetelnego procesu due diligence i wysokiego stopnia wiedzy fachowej, jaka jest konieczna do realizacji tego procesu. Należy uznać, że to właśnie aktywne budowanie strategii podmiotu i wsparcie merytoryczne decyduje w głównej mierze o sukcesie tego typu strategii. Drugim podstawowym czynnikiem jest tu dokapitalizowanie podmiotu przez fundusz,

23

które pozwala na realizację strategii mającej na celu dynamiczny wzrost skali działalności i poprawę rentowności wynikającą zarówno z korzystnych efektów skali, jak i budowy marki i optymalizacji struktury organizacyjnej. Co do zasady inwestycje tego typu związane są z sektorami wzrostowymi o wysokim znaczeniu innowacji i unikalnego know how. Sektorami cieszącymi się wysokim zainteresowaniem inwestorów są głównie sektor IT, ze szczególnym uwzględnieniem podsektora softwarowego oraz e-commerce, sektor biochemiczny oraz live-science, a także sektor technologiczny i inne sektory odznaczające się wysoką dynamiką. Od strony wewnętrznej podmioty te powinny odznaczać się wysokim stopniem innowacji w aspekcie produktowym oraz w aspekcie modelu biznesowego. Oznacza to, iż produkty lub usługi oferowane przez dany podmiot powinny charakteryzować się wysokim stopniem odróżnienia od obecnie dostępnych na rynku usług lub produktów, a jednocześnie powinna występować silna bariera uniemożliwiająca skopiowanie opracowanego modelu biznesowego lub asortymentu oferowanego przez podmiot. Opisywana innowacyjność asortymentu oraz stopień odróżnienia od dostępnych na rynku ofert może objawiać się w wielu aspektach, takich jak: innowacyjność samego produktu, innowacyjne podejście do kanałów dystrybucji czy też w aspekcie warunków transakcyjnych. Barierami ochronnymi z kolei mogą w tym przypadku być bariery prawne takie jak prawo patentowe, czy też bariery wynikające ze specyfiki oraz stopnia złożoności know how będącego w posiadaniu spółki, a także przewaga kosztowa lub inny rodzaj przewagi wynikający z efektów skali. Ponadto w przypadku inwestycji typu venture capital, istotną kwestią jest również potencjał do konsolidacji rynku oraz uzyskanie w ten sposób istotnych przewag konkurencyjnych i efektów synergii. Silne equity story oraz przewagi konkurencyjne, jakimi dysponuje dany podmiot są tu, jak i w przypadku pozostałych inwestycji typu equity, podstawowym czynnikiem decydującym o atrakcyjności inwestycyjnej. Istotną kwestią jest również często występujący wysoki stopień lewarowania tego typu inwestycji przez fundusz, co znacząco wpływa zarówno na potencjalną stopę zwrotu z inwestycji, jak również na ponoszone ryzyko. Dlatego też inwestycje tego typu należy uznać za wysoce ryzykowne w przypadku wysokiego poziomu lewarowania. Jednak w przypadku inwestycji opierającej się na kapitale własnym ryzyko to znacząco spada. Ryzyko tych inwestycji jest ponadto istotnie zmniejszane przez fakt dogłębnego poznania spółki, który jest szczególnie specyficzny dla tego typu inwestycji, gdyż zazwyczaj wiążą się one z przeprowadzeniem pełnego due diligence obejmującego zarówno kwestie biznesowe, jak i prawne czy audyt środowiskowy. Wszystko to sprawia, że inwestycje tego typu cechują się wysokim poziomem wartości dodanej wynikającym z dużego wkładu pracy jaki wiąże się z tymi inwestycjami. Powszechną formą inwestycji są tu również inwestycje pośrednie polegające na inwestycji nie w konkretne podmioty ale w fundusz venture. Rozwiązanie takie pozwala na znaczne zmniejszenie nakładu pracy po stronie inwestora oraz przyczynia się do zwiększenia dywersyfikacji. Jest to rozwiązanie korzystne, gdyż pozwala na uczestnictwo w wysoce rentownych inwestycjach przy niewielkim nakładzie czasu i pracy, które sprawia, że ten wariant inwestycji przyjmuje w skrajnych przypadkach dla inwestora nawet pasywny charakter. Istotna jest również możliwość zarządzania indywidualnym stopniem dźwigni finansowej poprzez podział części portfela odnoszącej się do inwestycji venture na inwestycje w

obligacje i w fundusz. Minusami tego typu inwestycji pośredniej są natomiast koszty zarządzania funduszem, jakie obciążają wynik prowadzonych inwestycji. Analizując jednak plusy i minusy inwestycji tego typu należy uznać, iż strategia taka może być bardzo przydatna dla inwestorów chcących budować długoterminowy portfel oparty na inwestycjach w instrumenty o charakterze udziałowym.

Kolejną ważną grupą strategii agresywnych są strategie oparte na wykorzystaniu potencjału zdarzeń nadzwyczajnych na wyceny podmiotów notowanych na rynku publicznym. Strategie te w swoim założeniu mogą bazować na różnorodnych zdarzeniach, które jednak po ich potwierdzeniu powinny wywołać znaczący skutek na wycenę instrumentów udziałowych lub dłużnych, czy też pochodnych związanych z danym podmiotem. Do zdarzeń takich zaliczane są np. fuzje lub akwizycje, zmiana ratingu dla długu spółki, rolowanie kredytu jeżeli występuje obawa o możliwości pozyskania finansowania przez spółkę, czy też zawarcie znaczącej umowy. Idea jaka przyświeca tego typu strategią polega na analizie podmiotów w celu oszacowania prawdopodobieństwa określonego zdarzenia i jego potencjalnego wpływu na poziom wyceny spółki, a następnie zajęcie określonej pozycji na wybranych instrumentach finansowych. W przypadku strategii opartej na wykorzystaniu fuzji i przejęć inwestor zajmuje zazwyczaj krótką i długą pozycję na instrumentach odnoszących się do obu spółek. Pozycje te wynikają zarówno z analizy potencjalnego odbioru fuzji przez rynek, który to odbiór jest wynikiem głównie parytetu wymiany akcji lub ustalonej ceny. Istotną kwestią są tu również potencjalne synergie i trudności, które w dużym stopniu decydują o skutkach połączenia. Najbardziej powszechne jest tu zajmowanie długich pozycji na akcjach spółki przejmowanej, co często jest połączone z krótką pozycją na akcjach spółki przejmującej. Sytuacja taka wynika w dużym stopniu z tendencji do płacenia przez spółkę przejmującą premii za przejęcie kontroli w przejmowanym podmiocie oraz premii za potencjalne synergie. Powoduje to wielokrotnie, iż cena jaką płaci spółka przejmująca za akcje jest wyższa od aktualnej ceny rynkowej. W wariacie z dodaniem krótkiej pozycji mamy natomiast do czynienia z formą arbitrażu i chęcią sfinansowania zakupu akcji spółki przejmowanej z krótkiej sprzedaży akcji spółki przejmującej. W przypadku zmiany ratingu inwestor próbuje przewidzieć wcześniej zmianę analizując kondycje finansową podmiotu i zajmuje odpowiednią pozycję na długu spółki bądź jej akcjach które również mogą doznać zmiany kursu wynikającej z zmiany percepcji ryzyka wywołanej zmianą ratingu. Z podobną sytuacją mamy do czynienia w przypadku próby przewidzenia czy podmiotowi uda się refinansować zadłużenie oraz w przypadku próby oceny prawdopodobieństwa utraty płynności przez podmiot, co może grozić bankrutem spółki. W wielu przypadkach realizacji tej strategii mamy jednak do czynienia głównie z wykorzystywaniem informacji poufnych, które jeszcze nie zostały podane do publicznej wiadomości, takich jak podpisanie znaczącego kontraktu, który może korzystnie wpłynąć na wyniki spółki, czy też samej okresowej informacji o wynikach jeżeli odbiega ona znacząco od przewidywań rynku. Strategie tego typu zaliczane są do grupy strategii o krótkim horyzoncie inwestycyjnym. Z uwagi na konieczność ciągłego analizowania i przeszukiwania rynku wynikającą z krótkiego horyzontu inwestycyjnego dla poszczególnych inwestycji strategie te wymagają dużego nakładu czasu oraz

25

wysokiej wiedzy o analizowanych podmiotach. Z uwagi na swój charakter inwestycje tego typu często są określane mianem spekulacyjnych. Głównymi grupami stosującymi obecnie ten typ strategii są insaiderzy próbujący wykorzystać swój lepszy dostęp do informacji oraz fundusze typu hedge. Strategie tego typu zaliczane są do strategii wysoce ryzykownych, o znacznym zabarwieniu spekulacyjnym, dlatego też ich stosowanie powinno wiązać się z wysokim poziomem dywersyfikacji, która może znacząco zmniejszyć w tym przypadku ryzyko inwestycyjne. Do głównych zalet tego typu strategii alokacji należy zaliczyć krótki horyzont inwestycyjny oraz niski poziom korelacji z szerokim rynkiem, który sprawia że strategie tego typu mogą stać się cennym dodatkiem wygładzającym linie kapitału całego portfela. Plusy te okupione są jednak wysokim poziomem ryzyka.

Kolejną ciekawą grupą strategii agresywnych są tzw. systemy transakcyjne. Należy przez nie rozumieć zautomatyzowane algorytmy podejmowania decyzji inwestycyjnych, bazujące na przyjętych założeniach i grupach wskaźników. Do głównych elementów takiego systemu zalicza się moduł odpowiedzialny za wyznaczanie momentów zajmowania określonej pozycji rynkowej, moduł odpowiedzialny za wielkość pozycji w danym momencie oraz moduł odpowiedzialny za zarządzanie ryzykiem. Mimo iż inwestorzy poświęcają zwykle najwięcej uwagi pierwszemu modułowi to jednak w większości przypadków o sukcesie inwestycji tego typu decyduje moduł odpowiedzialny za zarządzanie ryzykiem, moduł ten decyduje też w znacznej mierze o stabilności systemu. Występują dwie podstawowe grupy systemów transakcyjnych. Pierwszą podstawową grupą, z której wywodzi się koncepcja zautomatyzowanych systemów transakcyjnych, są systemy oparte na analizie technicznej. Istniały wcześniej strategie fundamentalne oparte na sztywnym przestrzeganiu określonych reguł, jednak nie przybrały one wcześniej tak sformalizowanej i kompleksowej formy jak to miało miejsce przy systemach opartych na analizie technicznej. Systemy oparte na analizie technicznej swoją koncepcję wywodzą z tez analizy technicznej. Jako główną tezę należy tu uznać że rynek (ceny rynkowe i wolumen) zawiera już wszystkie informacje o danym podmiocie. Kolejną tezę jaka cechuje to podejście jest występowanie trendów rynkowych, czyli stwierdzenie że historia się powtarza. Techniczne podejście do analizy podmiotów giełdowych posiada obecnie zarówno liczne grono zwolenników, jak i zagorzałych przeciwników argumentujących, iż jest to podejście czysto spekulacyjne. Obecnie w powszechnym użyciu znajduje się liczna gama wskaźników i narzędzi służących do przeprowadzania analizy technicznej i wyznaczania za jej pomocą punktów wejścia i wyjścia z rynku. Większość z powyższych narzędzi opiera się na zastosowaniu do szeregów danych opisujących ceny i wolumeny metod statystycznych i narzędzi geometrycznych. W celu skonstruowania systemu transakcyjnego opartego na analizie technicznej inwestor musi stworzyć algorytm, dla którego danymi wejściowymi będą szeregi czasowe opisujące ceny rynkowe i wolumen. Danymi wyjściowymi z tego modułu będą punkty wejścia i wyjścia z rynku oraz zajmowana pozycja. Algorytm w tej części może opierać się zarówno na jednym, jak i większej ilości wskaźników, a jego opracowanie jest zazwyczaj poprzedzone analizą różnych szeregów czasowych i korelacji jakie występują pomiędzy określonym algorytmem a zmianami szeregu czasowego. Korelacja ta rozumiana jest jako

26

zbieżność pozycji długiej będącej daną wynikową algorytmu i okresu wzrostu rynku oraz analogicznie pozycji krótkiej i okresów spadku rynku, a także braku pozycji i okresu konsolidacji. Istotne jest aby algorytm cechował się wysokim poziomem stabilności. Należy to rozumieć jako występowanie zbliżony stopni korelacji przy zastosowaniu algorytmu do różnych szeregów czasowych, które powinny cechować się długim okresem z jakiego pochodzą. Sytuacja taka mimo, iż nie gwarantuje podobnego zachowania się algorytmu na przyszłych szeregach czasowych to jednak pozwala wyeliminować algorytmy niestabilne, cechujące się większym ryzykiem. Następnie konieczne jest stworzenie modułu odpowiedzialnego za wyznaczanie poziomu zaangażowania i modułu decydującego o zapewnieniu założonego poziomu ryzyka w danym okresie. Moduły te powinny gwarantować ochronę osiągniętego zysku z otwartej transakcji oraz ochronę kapitału podstawowego i maksymalnego. Istotne jest również zarządzanie wielkością pozycji w kontekście krótkoterminowej i średnioterminowej zmienności rynku. Celem powyższych działań jest stworzenie algorytmu pozwalającego na szybkie zamykanie stratnych transakcji oraz utrzymywanie otwartych pozycji w zyskownych transakcjach, mimo akceptowalnych korekt do momentu zmiany trendu. Po skonstruowaniu powyższych modułów inwestor dysponuje narzędziem, które po wprowadzeniu danych wejściowych wyznacza pozycję jaką inwestor aktualnie powinien posiadać oraz jej wielkość. Następnie po wprowadzeniu kolejnych danych wejściowych (dane ciągłe lub dane z zamknięcia sesji) inwestor jest informowany o modyfikacjach jakie powinien wykonać. Do zalet powyższego podejścia należy zaliczyć niską korelację z szerokim rynkiem oraz duże uniezależnienie się od niekorzystnych czynników natury psychologicznej, które niejednokrotnie sprawiają, że inwestor nie postępuje zgodnie z przyjętymi przez siebie zasadami. Minusem powyższej strategii jest natomiast wysoki poziom ryzyka oraz konieczność posiadania szerokiej wiedzy i doświadczenia w tworzeniu tego typu narzędzi. Obecnie jednak poziom rozwoju techniki oraz poszerzenie się asortymentu oferty gotowych narzędzi służących do realizacji tego typu strategii sprawia, że stały się one znacznie prostsze do realizacji i zyskują szybko na popularności. Kolejną grupą systemów transakcyjnych są systemy oparte na analizie fundamentalnej. Główną rolę w tym względzie odgrywa wielowymiarowa analiza porównawcza i narzędzia opracowane na jej bazie. W przypadku systemów o charakterze fundamentalnym zmianie ulega głównie sposób podejmowania decyzji o aktualnej pozycji rynkowej. Decyzja ta jest w tym przypadku podejmowana nie na podstawie algorytmu działającego na danych opisujących kursy i wolumeny, ale na podstawie algorytmu operującego na danych fundamentalnych, takich jak wskaźniki finansowe pozycje bilansowe, wyniki finansowe, czy też poziomy wycen, a także dane branżowe i makroekonomiczne. Istotną rolę odgrywają tu również prognozy dla spółek, jednak z powodu braku możliwości ich weryfikacji oraz braku szerokiego pokrycia rynku przez analityków, czynnik ten jest często pomijany podczas budowy systemów tego typu. Takie wieloaspektowe podejście do analizy fundamentalnej podmiotu owocuje większym prawdopodobieństwem wykrycia potencjalnych zagrożeń, jednak należy pamiętać, iż główną rolę w kształtowaniu wyceny podmiotu odgrywa określona liczba najważniejszych czynników i dodawanie kolejnych nie zawsze musi prowadzić do wzrostu efektywności analizy. W przypadku systemów fundamentalnych moduły odnoszące się do

wielkości pozycji i zarządzania ryzykiem przybierają analogiczny kształt i cel jak w przypadku systemów technicznych. Różnica w tym względzie polega na poszerzeniu modułów o aspekty związane z czynnikami fundamentalnymi takimi jak koncentracja branżowa lub sektorowa, czy też eliminacji podmiotów na podstawie danych finansowych takich jak poziom zadłużenia czy płynności. Kolejną grupą systemów są systemy łączące w sobie zarówno elementy systemów technicznych jak i systemów fundamentalnych. Wszystkie powyższe warianty łączy natomiast chęć uniknięcia emocjonalnego podejmowania decyzji, nacisk na konsekwencje działania oraz skłonność od otwierania zarówno długich jak i krótkich pozycji, co jednak nie stanowi reguły. Poziom korelacji z rynkiem oraz brak emocjonalnego podejścia do inwestycji, a także dobrze rozwinięte mechanizmy kontroli ryzyka to elementy sprawiające, że ten rodzaj strategii zyskuje obecnie na popularności. Zjawisko to potęguje dodatkowo rozwój narzędzi informatycznych i usług oferowanych przez firmy inwestycyjne i zarządzające aktywami, które sprawiają, że inwestycje tego typu stały się obecnie dostępne dla szerokiego grona odbiorców. Tym samym wyeliminowana została bariera, która dawniej hamowała rozwój tego typu strategii. Obecnie istnieje wiele wyspecjalizowanych funduszy typu hedge, które swoje inwestycje opierają prawie w całości na automatycznych systemach transakcyjnych. Fundusze tego typu zwykle stosują wiele systemów równocześnie, co znacząco poprawia stabilność generowanych przez nie wyników. Inwestycje w tego typu fundusze lub samodzielne inwestowanie na bazie powyższych metod jest z pewnością ciekawą alternatywą, która z powodzeniem może stać się częścią składową wzorcowego portfela inwestycyjnego. Należy jednak pamiętać, iż jest to strategia o wysokim ryzyku i nie powinna być podstawową formą inwestycji dla inwestora nie posiadającego wysokiego poziomu akceptacji ryzyka. Strategia ta może natomiast dobrze sprawdzić się jako uzupełnienie dla portfela inwestycyjnego. Istotne jest tu również, iż strategię tego typu mogą zarabiać zarówno na wzrostach, jak i spadkach rynku, jednak w okresie długotrwałej konsolidacji rynku zwykle cechuje je powstawanie istotnych obsunięć kapitału.

Do grupy strategii opartych na mechanicznym realizowaniu zleceń w wyniku wyliczeń matematyczno statystycznych opartych na kursie i wolumenie jaki charakteryzuje dany podmiot lub grupę podmiotów należą także strategie oparte na arbitrażu statystycznym. Strategie tego typu opierają się na wykorzystywaniu występowania odchyłań bieżącego kursu od statystycznego przebiegu kursu występującego w historycznym okresie. Najczęściej strategię tego typu realizowane są na parach spółek cechujących się podobnym modelem biznesowym i działających w tej samej branży. Realizacja strategii polega w tym wypadku na realizacji przeciwstawnych zleceń na obu spółkach, gdy ich kursy zostaną obarczone wysoką rozbieżnością nie występującą w okresach historycznych, a nie wynikającą ze zdarzeń o długofalowym skutku, które bezpośrednio mogą tłumaczyć taki stan. Jako odmianę tego typu strategii należy również uznać arbitraż statystyczny odnoszący się do dynamiki zmian indeksów. W tym przypadku następuje otwarcie krótkiej pozycji na indeksie, który zanotował nienaturalnie wysoki wzrost w porównaniu do szerokiego rynku, nie uzasadniony wzrostem zysków spółek w nim notowanych oraz otwarcie długiej pozycji na indeksie, który cechował się mniejszą dynamiką niż szeroki indeks, co nie

28

wynikało bezpośrednio z różnic w dynamice wzrostu zysków. Popularne są również odmiany tej strategii bazujące na surowcach. Następują tu przeciwstawne transakcje na surowcach, które cechują się wykorzystaniem w podobnych lub tych samych obszarach gospodarki, a ich cena bieżąca charakteryzuje się poziomem odchylenia, który znacząco odbiega od standardowych odchyleń występujących w okresach historycznych. Jak łatwo zauważyć jest to grupa strategii cechujących się wysokim poziomem ryzyka mimo iż ich nazwa nawiązuje do strategii, które w założeniu powinny cechować się niewielkim ryzykiem. Ryzyko w tym przypadku jest wynikiem zarówno krótkoterminowej zmienności kursu samych instrumentów bazowych, jak i zmianami o charakterze jakościowym i długoterminowymi wahaniami wynikającymi często z długoterminowego charakteru powrotu do stanu równowagi między popytem a podażą, która może wpłynąć na znaczący spadek płynności inwestycji. Dodatkowe ryzyko w strategiach tego typu wynika z ich częstego lewarowania, które w założeniu ma pozwolić na czerpanie zysków również z mniejszych poziomów odchyleń od stanu „równowagi historycznej”. Sprawia to jednak, że w przypadku pojawienia się znaczących odchyleń zmienność krótkoterminowa może doprowadzić do utraty płynności i spadku zabezpieczenia poniżej wymaganych poziomów, co może skutkować koniecznością zamknięcia transakcji na znacznej stracie. Z uwagi na poziom ryzyka oraz konieczną wysoką dywersyfikację skutkującą wymogiem posiadania otwartych transakcji na wielu rynkach i instrumentach jednocześnie, strategię tego typu są głównie domeną wyspecjalizowanych funduszy typu hedge. Należy też stwierdzić, że dla inwestorów indywidualnych strategię tę z uwagi na wysokie wymagania jakie stawiają one pod kątem koniecznego nakładu czasu i pracy jakie są wymagane do ich realizacji oraz wysokich nakładów jakie są konieczne do utrzymywania wielu otwartych pozycji jednocześnie, strategię tego typu są akceptowalne jedynie dla niewielkiego grona zaliczanego do tej grupy. Z uwagi na liczne zagrożenia strategię taką należy kwalifikować głównie jako uzupełnienie dla wybranego sposobu alokacji aktywów. Należy jednak pamiętać, iż mimo licznych wad i zagrożeń strategia ta posiada również zalety, do których jako główną należy zaliczyć niski poziom korelacji z indeksami szerokiego rynku, a co za tym idzie dają one możliwość wygładzenia linii kapitału dla całego portfela aktywów będącego w posiadaniu inwestora. Specyfikę tego typu strategii dobrze obrazuje fakt, iż często fundusze specjalizujące się w tego typu transakcjach odnosiły wysokie stabilne stopy zwrotu, jednak wiele z nich upadło w wyniku wysokiego poziomu lewarowania, które zbiegło się z wystąpieniem gwałtownego i szerokiego w zasięgu tąpnięcia na rynku aktywów kapitałowych.

Kolejną strategią inwestycyjną zyskującą na popularności w ostatnim okresie jest inwestowanie jednosesyjne. Należy również zauważyć, że od wielu lat obserwujemy zwiększanie częstotliwości zawierania transakcji przez inwestorów, którzy systematycznie odchodzą od długoterminowych inwestycji na korzyść inwestycji benchmarkowych, i płynnego dostosowywania składu portfeli. Inwestowanie jednosesyjne to strategia bazująca w dużej mierze na analizie technicznej, zarówno tykowej, jak i krótkookresowej. Ponadto ideą inwestycji jednosesyjnych jest pozorne ograniczenie opłat transakcyjnych, wynikające z zmniejszenia opłat o 50% w jednym cyklu inwestycyjnym (kupno i sprzedaż) oraz ograniczenie ryzyka związanego z potencjalną luką otwarcia. O ile w

29

kwestii ograniczenia opłat należy uznać, iż w okresie długoterminowym technika ta powoduje znaczący wzrost kosztów transakcyjnych, o tyle dla zachowania mającego na celu ograniczenie ryzyka luki otwarcia istnieją racjonalne przesłanki stojące za takimi działaniami. Mimo licznych zarzutów o spekulacyjny charakter powyższej strategii przeżywa ona co pewien czas wzrosty swojej popularności wśród inwestorów. Jest to głównie zasługą pewnej otoczki, jaka została stworzona wokół tej strategii i samego procesu inwestowania przez współczesne media, które często przedstawiają proces inwestycyjny jako dynamiczną reakcję na komunikaty płynące z rynku i zmieniające się w ciągu dnia kursy walorów. Należy zaznaczyć, że od strony logiki działania polegające na inwestycjach jednosesyjnych nie posiadają szerokiej argumentacji. Główną zaletą tego typu inwestycji jest wspomniane ograniczenie ryzyka związane z potencjalną luką otwarcia, która niejednokrotnie może przybrać znaczne rozmiary w wyniku zdarzeń o charakterze nadzwyczajnym jakie miały miejsce podczas okresu braku notowań. Należy tu jednak pamiętać, że zdarzenia o charakterze nadzwyczajnym mogą mieć również pozytywny wpływ na wartość naszej inwestycji, dlatego też inwestując w ten sposób nie tylko ograniczamy ryzyko ale także rezygnujemy z potencjalnych zysków. Do głównych cech charakterystycznych tego typu strategii należy jednak zaliczyć wysokie koszty transakcyjne w długim horyzoncie czasowym, które niejednokrotnie przewyższają poziom zysku z transakcji jakie odnosi inwestor. Istotną cechą jest również nakład czasu i pracy jakiej wymaga stosowanie tego typu strategii. Wszystko to sprawia, że strategię tę należy uznać za mało przydatną dla procesu budowy długoterminowego portfela opartego na zdywersyfikowanej alokacji aktywów. Jako czynniki niesprzyjające, które budzą uzasadnione wątpliwości, co do możliwości długookresowego sukcesu przy stosowaniu tego typu transakcji należy również wymienić wątpliwą możliwość uzyskania korzyści z napływających na rynek danych fundamentalnych, co wynika po części z rzeczywistego terminu dostosowywania składu portfeli instytucji do nowych warunków, które zazwyczaj przekracza okres jednej sesji. Kolejną wątpliwość budzi możliwość skutecznej analizy koszyka zleceń na danym instrumencie, co jest wynikiem możliwości stosowania do zleceń parametrów określających sposób ujawniania wartości zlecenia. Mało prawdopodobna wydaje się również skuteczność analizy technicznej bazującej na bardzo krótkich periodach czasowych. Wszystkie te czynniki w połączeniu z stosunkowo wolnymi zmianami w fundamentalnej sytuacji spółek sprawiają, że strategię tę należy uznać za wysoce spekulacyjną i obarczoną ryzykiem, które dodatkowo obarczone są wysokimi kosztami transakcyjnymi i kosztami związanymi z nakładami pracy jakiej wymagają tego typu transakcje. Sprawia to że właściwym porównaniem powinna dla tych strategii są gry hazardowe. Należy jednak pamiętać, że suma tej gry nie jest zerowa, a jedynym pewnym zwycięzcą jest tu pośrednik pobierający prowizję od każdej transakcji.

Ważną grupą aktywów stosowanych podczas opracowywania strategii alokacji aktywów są również surowce i towary oraz strategię bazujące na tych grupach aktywów. Istnieje wiele rodzajów strategii bazujących na tej grupie aktywów. Do najważniejszych typów strategii należy tu zaliczyć strategię fundamentalną, które za cel stawiają sobie wykorzystanie wzrostu cen spowodowane podwyższoną podażą pieniądza na rynku, czy też wzrostem popytu wynikającym np. z wysokiej

30

dynamiki wzrostu cen produktów przemysłowych i samej produkcji przemysłowej. Tak więc należy zauważyć, że strategie te mają głównie bazę ideową opartą na danych makroekonomicznych, takich jak podaż pieniądza czy dynamika PPI. Kolejną grupę strategii fundamentalnych stanowią strategie wykorzystujące sezonowe fluktuacje oraz specyfikę lokalnych rynków. Kolejną grupą są tu strategie oparte na analizie technicznej, które oprócz fundamentów ideowych analizy technicznej stawiają sobie za cel wykorzystanie wysokiej zmienności instrumentów jaka często ma miejsce na rynku towarowym. Rozpatrując strategie typu fundamentalnego spotykane na tym rynku należy również brać pod uwagę szerszy kontekst czyli identyfikowanie tych strategii jako elementów składowych służących za jeden z rodzajów alokacji aktywów w całym portfelu zarządzanym przez inwestora. Budując jak najbardziej efektywny portfel aktywów należy bowiem zwracać nie tylko uwagę na rynek akcyjny, ale również doceniać zalety rynku towarowego. Rynek towarowy jest bowiem równie dobrze rozwiniętym rynkiem, na którym udział może owocować polepszeniem globalnej efektywności portfela inwestycyjnego. Do zalet rynku towarowego należy w szczególności zaliczyć jego wysoką płynność oraz dobrze rozwinięty segment instrumentów pochodnych. Ponadto należy zaznaczyć, iż co do zasady instrumenty tego rynku charakteryzują się mniejszą korelacją z określonym rynkiem akcyjnym niż dwa rynki akcyjne względem siebie. Inwestor chcący stosować fundamentalne podejście do inwestowania w towary i surowce dysponuje wieloma możliwościami analitycznymi, które podobnie jak w przypadku inwestycji w akcje pozwalają mu na prognozowanie przyszłych cen danego instrumentu bazowego. Możliwości te jednak ustępują możliwością jakie niesie za sobą analiza akcji. Dzieje się to głównie nie za sprawą braku narzędzi badawczo analitycznych ale większego opóźnienia związanego z zbieraniem i udostępnianiem danych odnoszących się do tego rynku. Jest to głównie spowodowane zakresem analizy, który w przypadku rynku towarowego ma charakter globalny a analiza danych wymaga uprzedniego zebrania danych z głównych rynków światowych. W przypadku rynku akcji najważniejsze są natomiast dane odnoszące się do danego podmiotu co przyspiesza ich zbieranie. Niemniej jednak istnieje wiele możliwości analizy rynku towarowego, inwestor dysponuje szerokimi możliwościami odniesienia historycznych danych kursowych do podstawowych danych makroekonomicznych charakteryzujących gospodarkę regionalną lub światową. Na podstawie tych danych możliwe jest dokonanie oceny obecnych cen surowców w stosunku do tendencji z lat przeszłych i aktualnego cyklu gospodarczego. Należy jednak pamiętać, że analiza oparta na danych makroekonomicznych ma charakter długookresowy stąd też inwestycje w surowce i towary oparte na tej analizie powinny mieć charakter długookresowy. Wszelkie krótkookresowe inwestycje na tym rynku nie mające charakteru zabezpieczenia mają zatem mniejszy lub większy aspekt spekulacyjny i są obciążone większym ryzykiem, szczególnie że w przeciwieństwie do inwestycji długoterminowych są one często lewarowane. Rynek towarowy to również rynek występowania transakcji arbitrażowych w ich pierwotnym znaczeniu. Jest to spowodowane wysokim stopniem jednorodności i standaryzacji oferowanych towarów bazowych. Spotykamy tu strategie arbitrażowe wykorzystujące różnice w cenie na poszczególnych rynkach czy też wysokie różnice na podklasach danego instrumentu bazowego lub różnice z rynku

spotowego i terminowego. W ostatnim czasie na rynku tym możemy jednak obserwować zjawiska, które negatywnie wpływają na prawdopodobieństwo dokonania skutecznej analizy perspektyw rynku. Do zjawisk tych należy zaliczyć procentowy spadek udziału transakcji związanych z chęciom zabezpieczenia oraz realizacją bieżącego i przyszłego zapotrzebowań na dany produkt i wzrost udziału krótkoterminowych transakcji o charakterze spekulacyjnym. Czynnikiem ten znacząco utrudnia szacowanie przyszłego popytu i podaży na danych instrumentach. Należy jednak pamiętać o licznych zaletach jakie niesie za sobą uwzględnienie tych grup aktywów i strategii fundamentalnych opartych na nich w procesie budowy zdywersyfikowanego portfela aktywów. Strategie te, mimo że są obarczone wysokim poziomem ryzyka, to jednak w przypadku podejścia długoterminowego należy uznać je za wysoce przydatne i ważne pod kątem poszerzania dostępnych alternatyw lokacyjnych. Inwestycje tego typu są za wyjątkiem transakcji arbitrażowych oraz innych typów strategii zakładających zabezpieczenie przed znaczącymi zmianami cen zaliczane do strategii agresywnych. Spowodowane jest to głównie wysokim poziomem zmienności jaki możemy obserwować na instrumentach rynku towarowego. Myśląc o rynku towarowym inwestor nie powinien również kierować się powszechnymi opiniami o bezpieczeństwie inwestycji w pewne grupy surowców czy towarów takie jak złoto. Należy bowiem pamiętać, iż nawet kurs złota uważanego za inwestycje bezpieczną cechuje się wysokim poziomem wahań okresowych.

Kolejną ważną grupą aktywów jest rynek walutowy i instrumenty na nim notowane. Strategie bazujące na rynku walutowym oparte są głównie na instrumentach pochodnych odnoszących się do jednej waluty, pary walut lub koszyka walut. Do najpopularniejszych instrumentów należy tu zaliczyć silnie lewarowane kontrakty na stosunek wymiany dla par walut notowanych na forexie. Ważną grupę stanowią również swapy i forwardy walutowe oraz inwestycje spotowe. Podobnie jak w przypadku rynku towarowego możemy mieć tu do czynienia ze strategiami fundamentalnymi opartymi o dane makroekonomiczne dla poszczególnych gospodarek, takich jak poziom stopy procentowej, dynamika PKB, czy parametry wymiany zagranicznej oraz ze strategiami opartymi na analizie technicznej. Podobna analogia ma również miejsce w przypadku zmiany procentowego udziału transakcji o charakterze spekulacyjnym w sumie obrotu rynku. Strategie fundamentalne stosowane na rynku walutowym u podstaw mają chęć wykorzystania zmian kursu walutowego jednej waluty względem drugiej wynikającego z różnicy w stanie i przewidywanej dynamice poszczególnych gospodarek oraz przewidywanych zmianach poziomu stóp procentowych. Należy uznać iż inwestor stosujący ten typ strategii posiada możliwość i narzędzia służące do oceny perspektyw makroekonomicznych poszczególnych gospodarek. Należy jednak pamiętać, że tak samo jak w przypadku innych rynków, takich jak rynek towarowy czy rynek akcyjny również rynek walutowy dużą wagę przykładają do prognoz na przyszłość, co skutkuje wysokim poziomem ryzyka wynikającym bezpośrednio z poziomu ryzyka jakimi obarczone są wszelkie prognozy tego typu. Niezależnie od podejścia inwestycyjnego należy więc uznać rynek walutowy i strategie na nim stosowane jako cechujące się wysokim poziomem ryzyka. Podczas analizy siły poszczególnych gospodarek i ich perspektyw bardzo ważną kwestią, odnoszącą się do perspektywy długoterminowej jest dynamika wzrostu wydajności pracy oraz poziom innowacyjności i

32

elastyczności gospodarki, a także co również ważne poziom posiadanych zasobów naturalnych. W krótszej perspektywie głównymi danymi na które należy zwracać uwagę jest poziom bieżących wskaźników gospodarczych, takich jak dynamika PKB, inflacja, poziom stóp procentowych, poziom inwestycji zagranicznych, charakterystyka wymiany handlowej z zagranicą, dynamika konsumpcji detalicznej i produkcji przemysłowej. Rozpatrywane dane pomagające w ocenie kondycji poszczególnych gospodarek oraz perspektyw kształtowania się kursów z uwagi na okresowość ich publikowania sprawiają, że strategie fundamentalne oparte na rynku walutowym powinny mieć charakter długoterminowy. Istnieje oczywiście możliwość realizacji strategii odnoszących się do znacznie krótszych okresów ale będą one obarczone wysokim poziomem spekulacyjności. Podobny charakter mają również strategie oparte na analizie technicznej, które są realizowane na rynku walutowym. Rynek ten z uwagi na swoją płynność, godziny otwarcia oraz szerokie spektrum płynnych instrumentów pochodnych o niskich spreadach jest jednym z najlepszych rynków dla strategii opartych na analizie technicznej i dla systemów transakcyjnych opartych na analizie technicznej. Strategie te jednak odznaczają się wysokim poziomem ryzyka. Godziny otwarcia rynku oraz poziom skomplikowania analizy odnoszącej się do tak złożonego organizmu jak gospodarka narodowa, czy w przypadku stref walutowych gospodarka całego obszaru walutowego sprawia, że odpowiedzialne inwestowanie na rynku walutowym wymaga dużych nakładów pracy i czasu jaki inwestor będzie musiał poświęcić na przeprowadzenie odpowiednich analiz. Niedogodności te rekompensowane są w dużym stopniu przez pozytywny wpływ jaki inwestycje na rynku walutowym mogą wnieść do procesu dywersyfikacji całego portfela będącego w posiadaniu inwestora oraz przez poziom płynności rynku, który w dużym stopniu eliminuje jedno z podstawowych ryzyk związanych z procesem inwestycyjnym. Tak więc mimo wysokiego poziomu ryzyka związanego ze strategiami opartymi na rynku walutowym, należy pamiętać że ryzyko to w globalnym wymiarze składa się z innych składowych niż inne typy inwestycji, co stwarza wysoki potencjał do uzyskania istotnych korzyści z procesu dywersyfikacji między różne grupy aktywów. Można pokusić się o stwierdzenie, że inwestycje w tego typu aktywa powinny stanowić jeden z elementów wzorcowego portfela inwestycyjnego.

Ważnym rynkiem inwestycji o charakterze agresywnym jest również rynek instrumentów dłużnych. Również na tym rynku można spotkać aktywa cechujące się wysokimi poziomami zwrotu przy jednoczesnym wysokim ryzyku inwestycyjnym, co pozwala kwalifikować je jako inwestycje agresywne. Na rynku tym występuje również pewna ilość strategii o agresywnym charakterze. Do strategii tego typu należy zaliczyć wszelkie strategie oparte o instrumenty emitentów nieposiadających bardzo dobrej kondycji finansowej, a więc instrumenty opatrzone niskim ratingiem lub nieposiadające go jeżeli jest to połączone z nienajlepszą sytuacją finansową spółki. Kolejną grupę stanowią tu strategie oparte na obligacjach zamiennych lub wyposażonych w inne powiązanie o charakterze kapitałowym. Ponadto jako strategie o podwyższonym ryzyku można również zaliczyć wszelkiego rodzaju strategie oparte o długoterminowe instrumenty dłużne o niskich kuponach i stałej stopie oprocentowania jeżeli strategia zakłada krótszy okres niż zapadalność instrumentu dłużnego. Ta ostatnia grupa strategii nie zalicza się bezpośrednio do

33

strategii agresywnych, jednak poziom ryzyka jest w ich przypadku znacząco podwyższony. Ideą agresywnych strategii opartych na instrumentach dłużnych jest uzyskanie wysokiej stopy zwrotu reprezentowanej przez wysoki poziom kuponu lub dyskonta oraz uzyskaniu wypłaty wartości nominalnej instrumentu. Ważną kwestią jest tu również potencjał jaki może się pojawić w przypadku powiązania obligacji z equity kickerem. Jako główne cechy instrumentów będących podstawą strategii agresywnych należy wymienić wysoki poziom oprocentowania, przewyższający o 5-10 punktów procentowych poziom analogicznych obligacji rządowych oraz brak zabezpieczenia lub kondycji spółki dających bardzo wysoki poziom prawdopodobieństwa uzyskania wypłaty wartości nominalnej obligacji. Segment papierów dłużnych o wysokim stopniu ryzyka niewywiązania się emitenta ze zobowiązań cechuje się również zazwyczaj obniżonym poziomem płynności lub brakiem tej płynności w przypadku papierów nieposiadających żadnego rynku notowań. Analiza papierów dłużnych stawia przed inwestorami dwa zasadnicze obszary rozważań. Pierwszą kwestią jest analiza samego instrumentu rozumiana jako jego konstrukcja prawno – finansowa oraz otoczenia, w jakim instrument będzie funkcjonował po emisji. Istotne jest tu czy instrument posiada zabezpieczenie, czy będzie odznaczał się płynnością oraz jakimi cechuje się parametrami (okres zapadalności, poziom kuponu i periodyzacja wypłat, poziom dyskonta...). Kolejną kwestią jest analiza samego emitenta i jego kondycji finansowej. Analiza ta jest w bardzo podobna do analizy odnoszącej się do inwestycji w akcje, jednak nacisk kładziony jest tu nie na perspektywę wzrostu, a na prawdopodobieństwo wywiązania się spółki ze swoich zobowiązań względem obligatoriuszy. Tak więc istotne są tu: poziom długu netto spółki w stosunku do kapitałów, przewidywane wielkości przepływów pieniężnych w poszczególnych latach trwania obligacji, główne wskaźniki w poszczególnych latach, takie jak dług netto / EBITDA i EBITDA / Odsetki czy też poszczególne poziomy wskaźników płynności oraz wartość likwidacyjna spółki i wartość zabezpieczenia jeżeli występuje. Bardzo istotną kwestią przy realizacji tego typu strategii jest utrzymanie odpowiedniego poziomu dywersyfikacji. Obecnie występuje bardzo wiele wyspecjalizowanych funduszy zajmujących się realizacją tego typu strategii. Korzystanie z usług takich funduszy pozwala zarówno na uzyskanie odpowiedniego stopnia dywersyfikacji jak i na ograniczenie nakładów czasu jaki jest niezbędny do przeprowadzenia tego typu analiz. Z uwagi na fakt, że strategie takie ze względu na mniejszą tendencję do stosowania benchmarkingu odznaczają się większym stopniem wartości dodanej ze strony zarządzającego stosującego aktywne zarządzanie, należy stwierdzić, że korzystanie z usług wyspecjalizowanego funduszu w przypadku tego typu strategii znajduje wiele argumentów na swoją korzyść. Wysokie ryzyko jakie występuje podczas samodzielnego inwestowania w instrumenty tego typu, które zwykle nie pozwala na uzyskanie odpowiedniego poziomu dywersyfikacji sprawia, że jest to strategia odpowiednia jedynie dla osób o bardzo wysokim stopniu akceptacji ryzyka. Ryzyko to można natomiast znacznie obniżyć przez odpowiednią dywersyfikację. Zawsze pozostanie jednak w przypadku tych strategii podwyższone ryzyko związane z pogorszeniem się ogólnej sytuacji makroekonomicznej, które w przypadku tych instrumentów znacznie silniej oddziałuje na poziom

ceny instrumentu i zdolność emitenta do regulowania zobowiązań niż w przypadku obligacji o wysokim ratingu i ich emitentów.

STRATEGIE POŚREDNIE

Strategie pośrednie niekiedy określane również mianem zrównoważonych, to grupa strategii w których akcenty rozkładane są zarówno na zarządzanie poziomem ryzyka i poziomem maksymalnego obsunięcia kapitału od szczytu, jak i na maksymalizację rentowności jaka możliwa jest w granicach wyznaczonych przez założenia odnoszące się do maksymalnego akceptowanego poziomu ryzyka. Strategie te stanowią cenną alternatywę dla inwestora z długoterminowym podejściem do procesu inwestycyjnego gdyż dobrze sprawdzają się w okresach, w których inwestor może zaobserwować pełny cykl gospodarczy zarówno zawierający hossę, jaki i bessę. Główną zaletą tej grupy jest widoczne wygładzenie linii kapitału portfela w stosunku do portfeli agresywnych, poziomy przyjmowanego ryzyka umożliwiające przetrwanie złych okresów koniunktury oraz stosunkowo wysoki potencjał do osiągnięcia „rozsądnych” długoterminowych stóp zwrotu. Strategie tego typu rzadko również wymagają stosowania dźwigni finansowej.

Podobnie jak w przypadku strategii agresywnych również i tu najbardziej rozwinięte zostały strategie akcyjne, które doczekały się wielu odmian. Dostępne są tu zarówno strategie o charakterze pasywnym jak i o aktywnym podejściu do zarządzania. Do najprostszych strategii tego typu należy zaliczyć strategię „50/50”. Jest to strategia o pasywnym charakterze polegająca na utrzymywaniu w portfelu zrównoważonej struktury aktywów, na które składają się akcje oraz instrumenty dłużne o niskim ryzyku lub gotówka. Ideą tej strategii jest wykorzystywanie potencjału jaki dają akcje przy jednoczesnym utrzymaniu globalnego poziomu ryzyka portfela na umiarkowanym poziomie. Realizacja tej strategii polega na wyselekcjonowaniu grupy wysoko wartościowych akcji oraz instrumentów dłużnych. Najczęściej odbywa się to poprzez wybranie jako grupy akcyjnej uznanego indeksu akcji odnoszącego się do ustabilizowanych spółek, o dużej kapitalizacji oraz na wyborze jako grupy instrumentów dłużnych obligacji skarbu państwa. Następnie inwestor dokonuje okresowego równoważenia stanu portfela do poziomów wynikających z nazwy strategii. Dostosowywanie to najczęściej odbywa się z częstotliwością kwartalną, półroczną lub roczną. Mechanizm ten sprawia, że w momencie kiedy ceny akcji w trendzie średniookresowym lub długookresowym spadają inwestor podczas równoważenia ma do czynienia z sytuacją kiedy część dłużna portfela jest większa niż akcyjna. Wtedy następuje sprzedaż części instrumentów dłużnych i zakup akcji po niższych cenach niż uprzednio co sprawia, że średnia cena zakupu akcji spada. Następnie w okresie kiedy akcje uzyskują zadawalające stopy zwrotu i ich cena wzrasta do poprzedniego poziomu lub go przewyższa, portfel inwestora cechuje się większym udziałem akcji niż papierów dłużnych. Skutkuje to na bazie realizacji strategii sprzedażą części akcji i zakupem za tą kwotę instrumentów dłużnych. Mechanizm ten sprawia że inwestor uzyskuje dodatkową wartość dodaną niż w przypadku gdyby kupił określone ilości akcji i obligacji i nie wykonywał na nich żadnych transakcji. Strategia ta bardzo prosta w stosowaniu, nie wymagająca ani dużego nakładu czasu, ani pracy związanej z przeprowadzeniem żmudnych analiz

była i jest obecnie powszechnie stosowana przez inwestorów posiadających konserwatywne podejście do procesu inwestowania. Obecnie jednak ustępuje ona popularnością bardziej rozwiniętym wariantom strategii bazujących na zbliżonym podejściu do inwestycji. Niekwestionowaną zaletą tej metody pozostaje jednak jej prostota i logiczne oraz łatwe do zdefiniowania przesłanki przemawiające za jej skutecznością. Do zalet należy tu też zaliczyć poziom ryzyka, który sprawia, że metoda ta jest akceptowalna dla szerokiego grona inwestorów. Istnieją również odmiany tej strategii oparte na innych instrumentach o agresywnym charakterze takich jak surowce. Jednak największą popularność tej strategii obserwować mogliśmy na rynku akcyjnym. Strategia ta mimo swojego odległego rodowodu nadal może być stosowana z sukcesem przez inwestorów i do dziś cieszy się zainteresowaniem konserwatywnych inwestorów nie posiadających wysokich kwalifikacji w zakresie oceny instrumentów finansowych i aktualnego stanu cyklu koniunkturalnego. Kolejną strategią o odległym rodowodzie jest strategia uśrednionego kosztu zakupu. Strategia ta popularna w dawnych czasach, obecnie jednak nie cieszy się już tak dużą popularnością. Ideą strategii tego typu było dokonywanie okresowych zakupów za stałą kwotę instrumentów akcyjnych, co miało w założeniu zabezpieczyć inwestora przed dokonaniem zakupu po cenach zbliżonych do maksymalnych poziomów i wprowadzić nawyk systematycznego inwestowania. Strategia ta nie definiuje jednoznacznie podejścia do podziału portfela na część bezpieczną i agresywną. Ogólnie można postawić tezę, że w podstawowej odmianie strategia ta w początkowym okresie swojej realizacji cechuje się znaczną przewagą bezpiecznej części portfela. Sytuacja ta jednak odwraca się w miarę upływu czasu i dokonywania kolejnych zakupów. Z czasem też zmieniają się akcenty między wagą części, za którą dokonujemy inwestycji w danym okresie, a częścią skumulowanych inwestycji z poprzednich okresów. Generalnie strategia ta również posiada silnie pasywny charakter. W swoim założeniu strategię tego typu opierały się na akcjach uznanych spółek o bardzo dobrej reputacji. Spółki takie reprezentowane były przez uznane indeksy. Strategia taka może być jednak realizowana również w odniesieniu do pojedynczych walorów lub innych instrumentów takich jak surowce. Strategia ta posiada niewątpliwe zalety jakimi są usystematyzowanie procesu inwestycji, prostota stosowania oraz eliminacja niektórych ryzyk. Jednak posiada ona również wiele wad. Do głównych wad należy zaliczyć spadek pozytywnych efektów jakie strategia ta ma na eliminację ryzyka zmienności rynku, które następuje w miarę wzrostu znaczenia skumulowanej kwoty inwestycji w całości zmian wartości portfela inwestycyjnego. Bardziej zaawansowane odmiany tej strategii niwelują jednak pewną część wad podstawowego wariantu. Jedną z takich zaawansowanych odmian jest odmiana zakładająca okresy systematycznych inwestycji, a następnie czekanie do momentu, aż kursy powrócą do maksymalnego poziomu z okresu inwestycji systematycznych. Strategię tego typu nie znalazły jednak szerszego zastosowania i uznania inwestorów, a do historii przeszła głównie podstawowa odmiana tej strategii. Zainteresowanie inwestorów w przypadku tej strategii, o czym warto również pamiętać, było w dużej mierze spowodowane nośnością haseł odnoszących się do systematyczności inwestowania, co znalazło uznanie odbiorców. Pamiętając o pozytywnym aspekcie systematyczności podejścia do procesu inwestycyjnego, należy jednak stwierdzić, że

liczne wady tej strategii i stosunkowo wysoki stopień ponoszonego przez inwestora ryzyka zwłaszcza w późniejszych okresach realizacji strategii sprawiają, że nie jest ona optymalnym wyborem dla inwestora o długoterminowym podejściu do inwestowania. Wskazuje ona jednak pewną drogę, która może okazać się niezwykle przydatna podczas rozpoczynania inwestycji w instrumenty agresywne. Istotnym rozwinięciem powyższych strategii jest strategia aktywnego lub pasywnego zarządzania wielkością pozycji. Strategia ta czerpie podstawy ideowe zarówno z pasywnych strategii pośrednich jak i z aktywnie zarządzanych strategii akcyjnych. W swoich pasywnych odmianach, wśród których jako najciekawsze należy uznać strategie, których korzenie ideowe sięgają jeszcze dawnych gier hazardowych, w których reguły gry były zbliżone do gry o sumie zerowej, strategie te wykorzystują proste mechanizmy statystyczne. Jedną z odmian takiej strategii jest strategia polegająca na wyborze płynnego i uznanego instrumentu finansowego, którym najczęściej jest indeks giełdowy. Następnie inwestor dokonuje podziału jego wartości nominalnej na określone w założeniach strategii poziomy. Kolejną czynnością jest podobne podzielenie posiadanego kapitału na taką samą ilość części. Jako najprostszy wariant tej strategii, a zarazem najbardziej radykalny w zakresie odwołań do swoich podstaw ideowych, należy uznać wariant, w którym poziom ceny indeksu jest określany na 100% ceny 50% ceny oraz 25% ceny. Jak widzimy kolejne progi powstają poprzez podzielenie przez 2 poprzedniego poziomu. Następnie inwestor dokonuje podziału kapitału na bazie zasady mówiącej, że należy mnożyć stawkę podstawową i każdą kolejną przez 2. Istnieje oczywiście wysoka dowolność w ustalaniu ilości i rozmieszczenia progów oraz podziału stawek i rzadko zdarza się aby inwestorzy stosowali wariant podstawowy. Następnie inwestor inwestuje stawkę podstawową i jeżeli rynek idzie do góry to po określeniu określonej stopy zwrotu inwestor wycofuje zysk pozostawiając stawkę podstawową i inwestując wycofany zysk podobnie jak resztę kapitału w płynne i wysoce bezpieczne instrumenty dłużne. Jeżeli rynek i wycena instrumentu spada inwestor czeka aż instrument osiągnie założony przez niego próg i wtedy inwestuje kolejną część kapitału, w tym przypadku dwukrotnie przewyższającą pierwotną stawkę. Sprawia to że inwestor posiada po dokonaniu dokupienia walorów pięciokrotnie więcej walorów niż na początku, co znacząco wpływa na obniżenie średniego kosztu zakupu. Następnie inwestor czeka na osiągnięcie określonego jednego z założonych progów. Jeżeli wycena powróci do pierwotnego progu inwestor realizuje zysk i pozostawia stawkę podstawową. W przypadku spadku do kolejnego progu inwestor dokonuje kolejnego podwojenia zainwestowanej sumy i czeka na powrót wycen do wyższego progu. Wysoka elastyczność strategii w zakresie progów i sposobu zwiększania zaangażowania sprawia, że realizowane strategie cechują się daleko większym stopniem komplikacji niż przedstawiony powyżej przykład. Ich cechą wspólną jest natomiast zdolność do osiągnięcia zysku już przy odrobieniu przez dany instrument bazowy niewielkiej części uprzedniej straty. Należy pamiętać, że strategia tego typu zwykle nie stanowi jedynego podejścia do inwestycji, a jedynie uzupełnienie dla innych strategii. Tak więc dla inwestora główną zaletą takiej strategii jest posiadanie bufora na rynku rosnącym w postaci bezpiecznych instrumentów jakie wtedy występują w tej strategii i znaczące skrócenie okresu drowdawnu. Wygładzenie linii kapitału i skrócenie okresu kiedy portfel

odzyskuje swoją wartość sprawia, że w długoterminowej perspektywie inwestor znacząco może podnieść poziom stopy zwrotu z inwestycji nie zwiększając jednocześnie znacznie poziomu ryzyka portfela. Mechaniczność podejścia sprawia ponadto, że inwestor nie jest obciążony koniecznością wykonywania analiz rynku. Do aktywnych odmian strategii zarządzania wielkością pozycji zaliczyć natomiast należy dwie jej podstawowe odmiany. Odmianą o silnym umocowaniu w historii inwestycji jest aktywne zmienianie alokacji w przedziale 25%-75% lub innym przyjętym przedziale. Zadaniem inwestora jest tu określenie atrakcyjności inwestycji w akcje w danym momencie. W wariancie standardowym inwestor posiada w portfelu 50% instrumentów bezpiecznych i tyle samo agresywnych reprezentowanych np. przez akcje z uznanego indeksu. W momencie gdy inwestor uzna, że akcje posiadają silnie atrakcyjne wyceny zwiększa stopniowo zaangażowania aż do osiągnięcia 75% ich udziału w portfelu. Analogicznie gdy opinia inwestora określa akcje jako przewartościowane dokonuje on redukcji pozycji akcyjnej aż do poziomu 25%. Działania takie oparte na szerokiej analizie rynku pozwalają inwestorowi na wykorzystanie potencjału instrumentów agresywnych przy jednoczesnym nierezygnowaniu całkowicie z tego potencjału w okresach spadkowych i pozostawieniu buforu bezpieczeństwa w okresie wzrostowym na rynku. Strategie tego typu są obecnie bardzo popularne wśród inwestorów o umiarkowanej akceptacji ryzyka. Powstała również duża liczba funduszy, których strategie oparte są na powyższych założeniach. Ta odmiana strategii alokacyjnej podobnie jak aktywne zarządzanie w strategiach akcyjnych wymaga dużych nakładów czasu i wiedzy jaka jest konieczna do oceny sytuacji rynkowej. Analizy w tym zakresie są analogiczne jak w opisanych wcześniej strategiach akcyjnych. Bardziej pasywną odmianą powyższej strategii jest strategia, w której szeroka analiza fundamentalna została zastąpiona wielowymiarową analizą porównawczą na bazie metod fundamentalnych. Strategia taka zakłada okresową weryfikację składu portfela na bazie wartości wskaźnika zagregowanego będącego wynikiem wielowymiarowej analizy porównawczej lub na bazie średniego poziomu wskaźników opisujących poziom wycen spółek notowanych na rynku. Strategie tego typu odznaczają się wysokim potencjałem oraz występowaniem znacznego wygładzenia linii kapitału przy zachowaniu umiarkowanego poziomu ryzyka. Czynniki te w połączeniu z prostotą i klarownością ich podstaw ideowych powodują, że w swoich licznych odmianach zajmują one obecnie znaczące miejsce wśród strategii zrównoważonych i cieszą się popularnością wśród inwestorów zarówno indywidualnych jak i instytucjonalnych. Ułatwieniem w ich stosowaniu jest również duża liczba okresowych rekomendacji odnoszących się do wag alokacji aktywów wydawanych przez czołowe instytucje finansowe, oraz brak bardzo silnej presji czasowej w zakresie dostosowywania składu portfela do warunków rynkowych. Jako odmianę strategii umiarkowanych należy również uznać szczególny podtyp powyższych strategii, w których część akcyjna opiera się na tzw. spółkach dywidendowych, czyli wypłacających systematycznie wysoką dywidendę swoim akcjonariuszom.

Do rozpowszechnionych podejść inwestycyjnych w tym segmencie zaliczyć należy również strategie oparte na aktywnym podejściu do zarządzania. Najpowszechniejsze są tu strategie zrównoważone w ich odmianie jaką stosują różnorodne fundusze inwestycyjne. Strategie tego typu

39

polegają na aktywnym zarządzaniu zarówno pulą odnoszącą się do instrumentów dłużnych, jak i pulą opartą na aktywach agresywnych takich jak akcje i przy mniejszym udziale instrumenty pochodne. Strategie tego typu mają za cel optymalizację stopy zwrotu przy zachowaniu pewnego bufora bezpieczeństwa w postaci instrumentów bezpiecznych. Pomijając wszelkie standardowe wady związane ze zbiorowym inwestowaniem, należy stwierdzić że strategie tego typu są produktem dla inwestorów o umiarkowanym lub nieznacznie większym stopniu akceptacji ryzyka. Aktywne zarządzanie zarówno częścią dłużną jak i akcyjną wymaga niestety od inwestora dużej wiedzy oraz nakładu czasu niezbędnego do przeprowadzania stałych analiz na obu wymienionych rynkach. Dlatego też ten typ strategii jest często realizowany przez inwestorów za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych. Ważną grupą strategii aktywnych jest również konserwatywna odmiana strategii akcyjne opartej na wartości wewnętrznej (potencjalnej) akcji wynikającej z potencjału spółki do generowania zysków oraz wartości posiadanego przez nią majątku. Ta konserwatywna odmiana stawiająca za cel selekcję stabilnych podmiotów niedowartościowanych przez rynek, których wyceny odnoszące się do generowanych przez podmiot zysków znajdują się na niskich poziomach posiada wieloletnie ugruntowanie w historii finansów. Strategia taka bazuje głównie na instrumentach jakimi są akcje traktując inne instrumenty i gotówkę jedynie jako alternatywę w wypadku braku odpowiednich alternatyw inwestycyjnych na rynku akcyjnym w momentach, kiedy wyceny rynkowe są zbyt wysokie aby można było dokonać transakcji na zadawalających inwestora poziomach. To jednak z uwagi na swój konserwatyzm widoczny głównie w kwestii akceptowalnych poziomów wycen oraz przywiązania do inwestycji, w przypadku których majątek obrotowy netto będący w posiadaniu spółki jest zbliżony do poziomu kapitalizacji podmiotu należy zaliczyć ten typ strategii do grona podejść umiarkowanych pod względem ryzyka o zmiennej stopie alokacji. Ta konserwatywna strategia, której popularność powraca regularnie w momentach rynków spadkowych w ostatnich czasach nie cieszy się jednak powszechnym zainteresowaniem, gdyż nie nastawia się na osiągnięcie spektakularnych poziomów rentowności, a nacisk kładzie na osiągnięcie długoterminowych stabilnych stóp zwrotu oraz zachowywanie marginesu bezpieczeństwa, rozumianego jako rezygnacja z inwestycji w podmioty o wysokim poziomie wycen w stosunku do generowanych zysków i posiadanych aktywów. Istotną różnicą z obecnie panującym nurtem w inwestycjach jest też w przypadku tej strategii jej długoterminowy charakter oraz brak nakierowania na częste zawieranie transakcji. Zaletą tego typu podejścia jest niewątpliwie przykładanie wysokiej wagi do dogłębnego poznania podmiotu będącego przedmiotem analizy inwestycyjnej. Do wad należy natomiast niewątpliwie zaliczyć wysoki wkład czasu i pracy jaką inwestor musi włożyć w analizę podmiotu, która w tym przypadku bardziej przypomina proces due diligence niż analizę jedynie podstawowych informacji charakteryzujących podmiot. Jako jedną z ciekawszych strategii z tego segmentu należy również zaliczyć strategie typu absolut return. Strategie tego typu za swój cel uznają osiągnięcie zysku niezależnie od warunków rynkowych, to znaczy zarówno przy spadku rynku, jak i na jego wzroście. Jako podstawowy wariant tego typu inwestycji należy uznać strategię akcyjną polegającą na połączeniu krótkiej sprzedaży i tradycyjnych zakupów akcji. Możliwe jest tu też zastąpienie instrumentów bazowych przez instrumenty pochodne, co wielokrotnie ułatwia

realizację transakcji. Realizując tego typu strategię inwestor dokonuje selekcji grupy „najgorszych” spółek na rynku, które odznaczają się najslabszą kondycją finansową oraz najslabszymi perspektywami rozwoju. Następnie należy wyselekcjonować grupę podmiotów o najlepszej kondycji finansowej i perspektywach rozwoju. Po dokonaniu dokładnych analiz i selekcji podmiotów inwestor dokonuje zakupu akcji lub instrumentów pochodnych na podmioty z grupy wzrostowej, a następnie dokonuje krótkiej sprzedaży lub sprzedaży instrumentów pochodnych na podmioty z grupy spadkowej. Zachowując takie same wagi dla obu grup inwestor oczekuje w sytuacji wzrostu rynku, że podmioty z grupy wzrostowej będą odznaczały się szybszym wzrostem niż spółki z grupy spadkowej, co zaowocuje pojawieniem się zysku dla inwestora w postaci różnicy wynikającej z odmiennych dynamik wzrostu. Analogicznie na rynku spadkowym inwestor oczekuje wolniejszego spadku wartości spółek z grupy wzrostowej, co skutkować ma pojawieniem się analogicznie jak w poprzednim przypadku zysku dla inwestora. Jak widzimy strategia tego typu dając możliwości zarabiania zarówno podczas hossy jak i bessy jest interesującą alternatywą dla części składowej globalnego portfela inwestycyjnego. Oprócz wspomnianej zalety zaznaczyć należy również niski stopień korelacji ze zmianami wartości szerokiego rynku. Jednak oprócz niewątpliwych zalet alokacja taka ma też swoje oczywiste wady w postaci konieczności akceptacji umiarkowanych poziomów rentowności oraz jednego z większych nakładów zarówno czasu jak i wysiłku niezbędnego do realizacji transakcji. Obecnie strategię tego typu znajdują swoich zwolenników zarówno wśród inwestorów indywidualnych, jak i wśród wyspecjalizowanych w tego typu strategiach funduszy inwestycyjnych. Należy również pamiętać, że inwestor realizujący tego typu strategię jest również wystawiony na ryzyko popełnienia błędu przy dokonywaniu selekcji spółek do obu grup. Mamy tu jednak do czynienia z podobnym mechanizmem ograniczenia ryzyka poprzez znoszenie się części zmian ceny w obu grupach, jak to miało miejsce w przypadku ograniczenia potencjalnego poziomu zysków. Ograniczony poziom ryzyka oraz niska korelacja z szerokim rynkiem sprawiają, że ten typ inwestycji może przyczynić się znacząco do wygładzenia linii kapitału całego portfela, co w długoterminowym okresie wpływa korzystnie na poziom osiąganego zwrotu z zainwestowanego kapitału. Do niszowych strategii z tej podgrupy należy również zaliczyć strategię bazującą na zakupie akcji na rynku pierwotnym. Ta interesująca strategia jako swoje główne założenie i cel stawia wykorzystanie potencjału na osiągnięcie zysku, jaki rodzi proces upublicznienia spółki i różnice w wycenie analogicznych podmiotów publicznych i niepublicznych. Różnice te oprócz ryzyka związanego z mniejszym stopniem wiedzy o spółce wynikają również z braku analogicznej płynności oraz oczekiwaniu dyskonta wynikającego z ogólnego poziomu wątpliwości i braku wiedzy odnośnie podmiotu przeprowadzającego ofertę publiczną. Wszystko to sprawia, że możliwe staje się osiągnięcie zysku na zakupie spółki podczas IPO i sprzedaży jej po momencie jej zadebiutowania na rynku publicznym. Istnieje wiele przyczyn, które sprawiają że strategię tego typu budzą zainteresowanie inwestorów. Wymienić tu należy między innymi brak presji podażowej wynikający zarówno ze zobowiązań dotychczasowych właścicieli do nie dokonywania sprzedaży w najbliższym okresie, jak również do braku na rynku akcji kupowanych po niższych cenach. Zachęcającą przesłanką inwestycyjną jest również krótki okres od wejścia w

transakcję do jej zakończenia. Ponadto specyfika rynku pierwotnego sprawia, że oferty pojawiają się na nim w okresach wzrostu rynku. W okresach spadkowych brak jest znaczącej ilości ofert, co skutkuje procentowo większym prawdopodobieństwem zawarcia transakcji na rynku rosnącym. Należy jednak pamiętać że ta zaleta w przypadku podejścia polegającego na szybkim wychodzeniu z transakcji po debiucie spółki staje się wadą w przypadku chęci utrzymywania walorów przez dłuższy okres, gdyż wtedy inwestor jest skazany na kupno walorów na „szczyście rynku”. W rozważanym wariantcie pozostaniemy jednak przy strategii zakładającej szybkie upłynnienie walorów. Zalety strategii zakładającej wykorzystanie dyskonta obserwowanego podczas wycen podmiotów przeprowadzających IPO są również poszerzone o jej umiarkowaną korelację z szerokim rynkiem. Strategie tego typu posiadają jednak również istotne wady, do których zaliczyć należy minimalną dywersyfikację, która przy złym doborze walorów, lub niekorzystnych czynnikach zewnętrznych może skutkować poniesieniem dotkliwych strat. Do najkorzystniejszych inwestycji na tym rynku należą emisje z opcją stabilizacyjną, która znacząco zmniejsza ryzyko poniesienia straty przez inwestora. Ważną kwestią jest tu również fakt występowania dwóch rodzajów zapisów na akcje, czyli zapisów indywidualnych i instytucjonalnych (poprzez book building), w których przypadkach znacząco skraca się czas zaangażowania środków pieniężnych w transakcję. Analizując wady i zalety powyższej strategii można postawić tezę, że jest ona interesującym uzupełnieniem dla portfela inwestycyjnego pozwalającym na uzyskanie niskiego stopnia korelacji i wysokiego potencjału na zysk.

Podgrupa strategii pośrednich posiada też w swoim obrębie strategie oparte na instrumentach strukturyzowanych. Strategie z tej grupy cechują się wysoką precyzją w zakresie określania dopuszczalnych poziomów obsunięcia kapitału. Idea jaka stoi za tego typu produktami jest klarowna i prosta. W swoim założeniu instrumenty tego typu mają dawać posiadaczowi szansę na wykorzystanie potencjału tkwiącego w instrumentach o agresywnym charakterze, przy jednoczesnym zapewnieniu określonego poziomu zabezpieczenia kapitału wejściowego, w zakresie całej inwestycji, lub jak to ma zazwyczaj miejsce w momencie zapadalności inwestycji. Idea ta charakteryzuje się bardzo dobrym odbiorem w momencie występowania rynków spadkowych kiedy to inwestorzy większą wagę przywiązują do poziomu ponoszonego przez nich ryzyka. Do najprostszych instrumentów tego typu należy połączenie w jednym instrumencie bezpiecznego instrumentu dłużnego, takiego jak obligacja skarbową oraz opcji na indeks giełdowy. Instrument taki będzie mógł partycypować we wzroście indeksów giełdowych przy jednoczesnym zapewnieniu określonego poziomu zabezpieczenia kapitału. To oczywiście najprostszy przykład obrazujący schemat działania instrumentu strukturyzowanego. W przykładzie tym podczas tworzenia instrumentu o 100% zabezpieczeniu kapitału dokonywany jest zakup obligacji, za kwotę jaka umożliwi po doliczeniu kuponów uzyskanie w momencie zapadalności inwestycji kwoty stanowiącej 100% całego inwestowanego kapitału. Pozostała część wkładu inwestowana jest w opcje na indeks. W ten sposób inwestor dysponuje instrumentem, którego wartość na koniec

inwestycji, w przypadku wygaśnięcia opcji bez możliwości realizacji zysku, będzie równa zainwestowanemu wkładowi. W przypadku możliwości realizacji opcji z zyskiem inwestor uzyska zwrot zainwestowanego kapitału powiększony o profity wynikające z realizacji opcji z zyskiem. Mimo prostoty przykładu dobrze obrazuje on mechanizm tworzenia instrumentów tego typu. Obecnie dostępne instrumenty strukturyzowane cechują się wysokim stopniem skomplikowania oraz elastyczności. Są one oparte często o wiele instrumentów bazowych, a poziom zabezpieczenia i partycypacji w zyskach cechuje się wysoką elastycznością. Zasady ich tworzenia pozostają jednak analogiczne. Skutkuje to występowaniem zarówno standardowych wad związanych z zakupem instrumentów o specyfice opcji jak i zalet jakie są z nimi związane. Do wad inwestycji w instrumenty strukturyzowane należy zaliczyć przede wszystkim prowizję jaką pobiera twórca i dystrybutor instrumentu, która wielokrotnie zmniejsza potencjał analogicznego instrumentu utworzonego przez inwestora samodzielnie. Należy tu jednak pamiętać, że indywidualny inwestor rzadko jest w stanie stworzyć samodzielnie skomplikowany i efektywny instrument strukturyzowany. Z powodu wysokich korzyści skali jakie występują przy tworzeniu tego typu instrumentów oraz wysokiego stopnia skomplikowania, do stworzenia efektywnego instrumentu konieczne jest posiadanie znacznych środków pieniężnych i wiedzy fachowej. Należy jednak przyznać, że podstawowe formy tych instrumentów mogą być z powodzeniem tworzone przez szerokie grono inwestorów. Kolejna wada wynika z danych statystycznych jakie cechują opcje. Należy pamiętać, że większość opcji wygasa bez możliwości realizacji zysku. Tak więc analogicznie można spodziewać się, że wiele instrumentów strukturyzowanych również może wygasnąć nie dając możliwości realizacji zysku. Do niewątpliwych zalet należy natomiast zaliczyć możliwość eliminacji lub znacznego ograniczenia strat zależne od specyfiki danego instrumentu. Zaletą jest również obserwowany trend do tworzenia instrumentów strukturyzowanych indywidualnie dostosowywanych do potrzeb i preferencji inwestora. Podczas rozważania zalet i wad instrumentów tego typu należy pamiętać, że w założeniu ma to być instrument uniwersalny do stosowania zarówno na rynkach spadkowych jak i rosnących. Dlatego też odznacza się on umiarkowaną skutecznością na obu tych rynkach. Spotkać można natomiast również instrumenty tego typu o bardzo ciekawej konstrukcji, których twórcy potrafią wnieść wiele wartości dodanej zawartej w takim instrumencie. Wartość ta może wynikać zarówno z samej konstrukcji finansowej jak i prawnej struktury instrumentu. Należy zatem uważnie obserwować ten rynek, gdyż tego typu strategie mogą okazać się ciekawym uzupełnieniem portfela inwestycyjnego. Inwestor jednak w tym wypadku powinien wykazać się wysokim stopniem ostrożności, gdyż skomplikowanie instrumentów może sprawić, że dokona on błędnego oszacowania atrakcyjności inwestycji i zakupi instrumenty nie wnoszące dodatkowej wartości do portfela.

Wśród strategii pośrednich istotną rolę odgrywają również inwestycje typu private equity (przy zachowaniu niskiego poziomu lewarowania lub jego braku). Inwestycje typu private equity to inwestycje w podmioty dojrzałe, poszukujące źródeł finansowania na dalszy rozwój oraz konsolidacje rynku. Z uwagi na późne stadium rozwoju często podmioty tego są już notowane na rynku publicznym. W większości przypadków są to jednak jeszcze podmioty niepubliczne.

43

Inwestycje tego typu należy uznać za alokację cechującą się małą płynnością, a standardowy horyzont inwestycyjny to około 3-4 lat. Ideą stojącą za inwestycjami tego typu jest uzyskiwanie wysokich stóp zwrotu wynikających z selekcji wysoce perspektywicznych podmiotów, które jeszcze nie zdobyły wysokiego stopnia zainteresowania ze strony inwestorów, a ceny jakie trzeba zapłacić za ich udziały nie są jeszcze wygórowane. Ponadto często potencjał wzrostowy w tego typu transakcjach wynika z planowanego procesu restrukturyzacji lub konsolidacji rynku. Jako podstawowe założenie tego typu inwestycji należy uznać aktywny udział inwestora w budowaniu sukcesu rynkowego podmiotu będącego celem inwestycji. Wynika to z wysokiego standardowego udziału funduszu w akcjonariacie podmiotu. Fundusz w wielu wypadkach inwestuje w pakiety dające kontrolę nad spółką, a minimalny udział funduszu rzadko spada poniżej 30% udziału w kapitale. Z tego też powodu do rzadkości należy dokonywanie transakcji tego typu przez inwestorów indywidualnych. Jest to również wynikiem wysokich wymogów jakie stawiają transakcje tego typu w aspekcie wymaganego nakładu czasu jaki jest związany z przeprowadzeniem rzetelnego procesu due diligence i wysokiego stopnia wiedzy fachowej jaka jest konieczna do realizacji tego procesu. Należy uznać, że to właśnie aktywne budowanie strategii podmiotu i wsparcie merytoryczne decyduje w głównej mierze o sukcesie tego typu strategii. Drugim podstawowym czynnikiem jest tu dokapitalizowanie podmiotu przez fundusz, które pozwala na realizację strategii mającej na celu wzrost skali działalności wynikający np. z konsolidacji rynku, poprawy rentowności, czy też optymalizacji struktury organizacyjnej i finansowej. Inwestycje tego typu związane są głównie z podmiotami posiadającymi ugruntowaną pozycję na rynku lub w niszy rynkowej, a także z podmiotami które są w stanie uzyskać taką pozycję przy wsparciu funduszu. Potencjalny inwestor przy rozpatrywaniu inwestycji typu private equity opiera się na trzech zasadniczych przesłankach. Podstawową przesłanką inwestycyjną jest tu potencjał wzrostu danego podmiotu w okresie najbliższych lat oraz aktualna pozycja i udziały rynkowe. Potencjał ten rozumiany jest zarówno, jako potencjał rynku docelowego dla danego podmiotu w rozumieniu zakresowym oraz terytorialnym, jak również wewnętrzny potencjał danego podmiotu. Oznacza to, iż podmioty będące celami inwestycyjnymi powinien odznaczać się działaniem na rozwojowym rynku, który generuje stale rosnący popyt wynikający z czynników o charakterze fundamentalnym. Od strony wewnętrznej podmioty te powinny z kolei odznaczać się wysokim stopniem jakości w aspekcie produktowym oraz w aspekcie modelu biznesowego. Oznacza to, iż powinny one dysponować jasno zarysowanymi przewagami konkurencyjnymi w horyzoncie średnio i długoterminowym. Zwracanie uwagi na obecną pozycję rynkową oznacza natomiast, że inwestorzy preferują podmioty będące liderami na danym rynku lub w określonej niszy. Ponadto w przypadku inwestycji typu private equity bardzo istotną kwestią jest również potencjał do konsolidacji rynku oraz uzyskanie w ten sposób istotnych przewag konkurencyjnych i efektów synergii. Podstawową kwestią wynikającą ze sposobów finansowania tego typu inwestycji przez podmiot dający finansowanie jest również generowanie przez biorcę wysokiego i stabilnego poziomu EBITDA (zysk operacyjny + amortyzacja), pozwalającego na obsługę zadłużenia oraz poziom długu netto do EBITDA, determinujący możliwość zwiększania długu. Silne equity story oraz przewagi

konkurencyjne, jakimi dysponuje dany podmiot są tu, jak i w przypadku pozostałych inwestycji typu equity, podstawowym czynnikiem decydującym o atrakcyjności inwestycyjnej. Istotną kwestią jest również często występujące lewarowanie tego typu inwestycji przez fundusz, co wpływa zarówno na potencjalną stopę zwrotu z inwestycji, jak również na ponoszone ryzyko. Dlatego też inwestycje tego typu zaliczyć należy do strategii umiarkowanych jedynie przy rezygnacji z lewarowania transakcji kapitałami obcymi. Ryzyko tych inwestycji jest jednak znacząco zmniejszane przez fakt dogłębnego poznania spółki, który jest szczególnie specyficzny dla tego typu inwestycji gdyż zazwyczaj wiążą się one z przeprowadzeniem pełnego due diligence obejmującego zarówno kwestie biznesowe, jak i prawne czy audyt środowiskowy. Wszystko to sprawia że inwestycje tego typu cechują się wysokim poziomem wartości dodanej wynikającym z dużego wkładu pracy jaki wiąże się z tymi inwestycjami. Powszechną formą inwestycji są tu również inwestycje pośrednie polegające na inwestycji nie w konkretne podmioty ale w fundusz PE. Rozwiązanie takie pozwala na znaczne zmniejszenie nakładu pracy po stronie inwestora oraz przyczynia się do zwiększenia dywersyfikacji. Jest to rozwiązanie korzystne, gdyż pozwala na uczestnictwo w wysoce rentownych inwestycjach przy niewielkim nakładzie czasu i pracy, które sprawia, że ten wariant inwestycji przyjmuje w skrajnych przypadkach dla inwestora nawet pasywny charakter. Istotna jest również możliwość zarządzania indywidualnym stopniem dźwigni finansowej poprzez podział części portfela odnoszącej się do inwestycji w fundusz PE na inwestycje w obligacje i w fundusz. Minusami tego typu inwestycji pośredniej są natomiast koszty zarządzania funduszem jakie obciążają wynik prowadzonych inwestycji. Analizując jednak plusy i minusy inwestycji tego typu należy uznać, iż strategia taka może być bardzo przydatna dla inwestorów chcących budować długoterminowy portfel oparty na inwestycjach w instrumenty o charakterze udziałowym.

Interesującą strategią zaliczaną do grupy o umiarkowanym poziomie ryzyka jest również strategia „long debt short equity”. Strategie takie obecnie będące głównie domeną wyspecjalizowanych funduszy typu hedge opierają się na wykorzystaniu zmian sytuacji podmiotów będących w złej kondycji finansowej. Realizacja powyższej strategii polega na zajęciu długiej pozycji na obligacjach spółki przeżywającej trudności finansowe i jednocześnie krótkiej pozycji na jej akcjach. W założeniu inwestor oczekuje, że w przypadku pogorszenia się sytuacji finansowej spółki i fiaska programu restrukturyzacyjnego uzyska on zysk na akcjach wynikający ze spadku ich kursu oraz odzyska część środków włożonych w obligacje spółki w wyniku procesu jej likwidacji. W przypadku odwrotnej sytuacji i wzrostu kursu akcji inwestor poniesie straty na akcjach, które w pewnym stopniu zostaną zrekompensovane przez zyski uzyskane z kuponów obligacji, które zwykle są wysokie z powodu podwyższonego poziomu ryzyka jakim cechuje się dana spółka z powodu swojej sytuacji finansowej. Tak więc inwestor realizujący strategię tego typu oprócz wysokiego potencjału wzrostowego, zabezpiecza się jednocześnie przed poniesieniem znaczącej straty. Strategie takie są obecnie rzadko stosowane przez inwestorów indywidualnych, gdyż w celu uzyskania stabilnych stóp zwrotu wymagają one wysokiego stopnia dywersyfikacji. Kolejną kwestią jaka odstrasza inwestorów indywidualnych od takich podejść inwestycyjnych jest długość procesu odzyskiwania środków zainwestowanych w obligacje spółki w przypadku jej bankructwa. Z

45

powyższych powodów skuteczna i „bezpieczna” realizacja tej strategii wymaga udziału wyspecjalizowanego funduszu. Jest to również związane z koniecznością przeprowadzenia dogłębnych analiz, które wynikają głównie z trudnej sytuacji spółki i związanym z tym podwyższonym poziomem ryzyka analiz, które muszą większą wagę przywiązywać do analiz jakościowych niż ilościowych. Do zalet tego typu podejścia należy zaliczyć niski stopień korelacji z szerokim rynkiem, co dla portfela stwarza wysoki potencjał do dokonania skutecznej dywersyfikacji i wygładzenia linii kapitału. Jest to z pewnością ciekawa alternatywa dla inwestorów pragnących wzbogacić swój portfel aktywów o składnik nisko skorelowany odznaczający się wysokim potencjałem do osiągnięcia „zadawalających” stóp zwrotu.

Kolejną grupą strategii pośrednich są również strategie polegające na połączeniu inwestycji dłużnych z equity kickerem. Strategie z tej podgrupy, do których zalicza się inwestycja w fundusze mezzanine financing, lub też bezpośrednie inwestycje tego typu oraz inwestycje w obligacje zamienne stanowią ważną i powszechną grupę strategii o umiarkowanym podejściu do ryzyka. Fundusze typu mezzanine to podmioty udzielające finansowania hybrydowego, na które składa się zazwyczaj finansowanie dłużne, rozszerzone o tzw. equity kicker, który może przybierać różne formy pozwalające na uczestnictwo podmiotu finansującego we wzroście wartości wynikającym z zagospodarowania pozyskanego finansowania. Najczęściej spotykaną formą equity kickera jest przyznanie podmiotowi udzielającemu finansowania opcji na akcje spółki. Finansowanie to swoje główne zastosowanie znajduje w dwóch przypadkach. Pierwszy przypadek to traktowanie tego typu finansowania, jako finansowanie pomostowe mające zaspokoić potrzeby finansowe do czasu pozyskania właściwego finansowania o niższym koszcie. Sytuacja taka ma najczęściej miejsce w przypadkach, kiedy wymagana jest szybka realizacja programu inwestycyjnego lub zgromadzenie środków na przejęcie i gdy szybkość działania skutkuje uzyskaniem dodatkowych korzyści finansowych dla podmiotu pozyskującego finansowanie przewyższających wysoki koszt finansowania. Kolejnym przypadkiem wykorzystywania tego typu finansowania jest sytuacja, w której podmiot nie może uzyskać finansowania dłużnego z tańszych źródeł np. ze względu na krótką historię finansową lub złą kondycję finansową w przeszłości, a także w przypadkach pozyskiwania finansowania na działania restrukturyzacyjne, które mają doprowadzić do uzyskania rentowności przez podmiot. Inwestor udzielający tego typu finansowania lub inwestujący w podmioty trudniące się taką działalnością stawia sobie za cel uzyskanie wysokiej stopy zwrotu wynikającej z podwyższonego poziomu ryzyka oraz większej elastyczności i szybkości swojego działania niż to ma miejsce np. w przypadku finansowania bankowego. Wspomniane ryzyko jest jednak znacząco ograniczone poprzez dokonanie dogłębnych analiz przez inwestora lub fundusz podczas procesu due diligence. Podstawową przesłanką inwestycyjną jaką kieruje się inwestor lub fundusz jest tu zdolność podmiotu do zwrotu pożyczonych kwot oraz potencjał wzrostu w okresie najbliższych lat zarówno poprzez organiczne rozbudowywanie mocy wytwórczych, jak i poprzez konsolidację rynku. Potencjał ten ma tu znaczenie ponieważ inwestor oprócz zysków z odsetek oczekuje również możliwości partycypacji we wzroście wartości spółki. Akcenty na poziom zabezpieczeń i potencjał wzrostu podmiotu są tu ściśle uzależnione od struktury udzielonego

46

finansowania i wielkości equity kickera. Silne equity story oraz przewagi konkurencyjne, jakimi dysponuje danych podmiot w połączeniu z występowaniem zabezpieczenia (2-go stopnia) dla udzielanej pożyczki są tu podstawowymi czynnikami decydującymi o atrakcyjności inwestycyjnej. Należy przy tym pamiętać, że standardowy poziom zabezpieczeń oczekiwanych przez fundusze znacząco przewyższa poziom udzielonej pożyczki. W większości przypadków jednak pożyczki te nie są zabezpieczone lub występują jedynie zabezpieczenia 2-go stopnia. Ważną kwestię odgrywa również w przypadku tego typu finansowania poziom generowanych operacyjnych przepływów pieniężnych pozwalający na obsłużenie obciążeń wynikających z udzielonej pożyczki. Z analogiczną sytuacją mamy do czynienia w przypadku inwestycji w obligacje zamienne. Również tutaj inwestor oprócz zysków z odsetek liczy na możliwość zwiększenia stopy zwrotu poprzez wykorzystanie opcji zawartej w obligacji do zamiany długu na walory spółki po z góry ustalonym parytecie. Do niewątpliwych zalet tego typu inwestycji należy zaliczyć wysoki potencjał wzrostu wartości inwestycji wynikający zarówno z samego wysokiego poziomu oprocentowania tego typu zadłużenia, jak i z dodatkowej możliwości partycypacji we wzroście wartości podmiotu. Zaletą jest również wysoki poziom poznania podmiotów jakim inwestor użycza swoich środków. Istotną zaletą tego typu inwestycji jest również możliwość bezpośredniego oddziaływania inwestora na podmiot będący biorcą finansowania oraz szeroki zakres nadzoru jaki możliwy jest w tego typu inwestycjach, dorównujący niemal poziomowi spotykanemu w przypadku inwestycji typu venture capital i private equity. Do wad tego typu transakcji zaliczyć należy natomiast zarówno stopień skomplikowania całego procesu badania spółki oraz opracowania umowy inwestycyjnej, jak i wymagany do tego duży nakład czasu i energii. Analizując wady i zalety tego typu inwestycji należy uznać, że mogą one stanowić istotny składnik portfeli inwestycyjnych o umiarkowanym podejściu do ryzyka. Cechą tego typu strategii jest niewątpliwie wysoki poziom wytworzonej wartości dodanej, jakiej może spodziewać się inwestor decydujące się na realizację tego typu strategii. Obecnie z uwagi na wysoki stopień trudności, jakie stwarza realizowanie takich strategii są one domeną głównie wyspecjalizowanych funduszy. A inwestorzy chcący włączyć tego typu strategię do swojego portfela zwykle realizują ją w postaci pośredniego typu tych inwestycji. Prowadzi to do spadku poziomu osiąganego przez nich zysku, jednak zwalnia ich praktycznie całkowicie z konieczności zaangażowania własnych sił w proces inwestycyjny oraz owocuje zwiększeniem stopnia dywersyfikacji w ramach strategii.

Ważną grupę strategii o umiarkowanym ryzyku stanowią również strategie oparte na arbitrażu niesymetrycznym, to znaczy nieniwelującym całkowicie ryzyka inwestycji, a jedynie częściowo je ograniczającym poprzez znoszenie się części zmian wyceny poszczególnych instrumentów wchodzących w skład strategii. Ideą jaka stoi za tego typu strategiami jest ograniczenie statystycznego poziomu ryzyka oraz pozostawienie stosunkowo wysokiego potencjału na uzyskanie satysfakcjonujących stóp zwrotu przez inwestora. Strategia ta polega na wykorzystywaniu wysokich rozbieżności w wycenach par dóbr o wysokim stopniu substytucyjności jaki rzadko pojawia się w przeszłości i jaki nie znajduje uzasadnienia na bazie analizy jakościowej, w szczególności różnic występujących między oboma dobrami. Należy tu pamiętać, że dobra te

47

muszą posiadać wysoką zbieżność względem siebie. Mogą to być np. podklasy jakiegoś towaru lub dobra zamienne pod względem możliwości zastosowania. Ogólnie mimo braku możliwości ich pełnej zamiany muszą się one cechować bardzo zbliżonymi korelacjami z głównymi zmiennymi kształtującymi ich cenę. Strategia ta posiada wiele analogi z arbitrażem statystycznym opisywanym przy strategiach agresywnych. Główną różnicę stanowi tu większy nacisk kładziony na analizę jakościową oraz większy stopień zbieżności obu dóbr i korelacji między ich cenami. Zaletą tego typu podejścia inwestycyjnego jest niski stopień korelacji z szerokim rynkiem. Z uwagi na konieczność utrzymywania wysokiego stopnia dywersyfikacji i analizy dużego obszaru rynku strategię tego typu stosowane są głównie przez fundusze hedge posiadające odpowiednie zaplecze oraz możliwości techniczne umożliwiające prawidłową realizację tego typu strategii. Powszechność funduszy, które trudnią się prowadzeniem tego typu strategii sprawia, że stają się one coraz częściej elementem składowym różnorodnych portfeli inwestycyjnych i spełniają w nich funkcję mającą za cel wygładzanie linii kapitału.

Istotną strategią inwestycyjną sięgającą swoją historią początków historii inwestycji są inwestycje w kruszce szlachetne. W swoich podstawach ideowych inwestycje tego typu ze szczególnym uwzględnieniem złota mają być inwestycjami na „gorsze czasy”. W powszechnej opinii inwestycje tego typu są również uważane za grupę inwestycji bezpiecznych. W rzeczywistości jednak powinny być one kwalifikowane na pograniczu inwestycji o umiarkowanym ryzyku i inwestycji agresywnych. Kruszcze szlachetne podobnie jak inne surowce cechują się wysokim poziomem zmienności ceny zarówno w horyzoncie krótkookresowym jak i długookresowym. Należy pamiętać, że obecnie są one stosowane szeroko w przemyśle co sprawia że są one podatne na zmiany popytu wywołane zmianami koniunktury gospodarczej. Wykazują one również podobnie jak w przypadku innych surowców podatność na zmiany ceny wywołanej zmianami podaży pieniądza na rynku. Mniejszy stopień podatności na wahania jest jedynie spowodowany ich stosowaniem do wytwarzania dóbr luksusowych, które same w sobie cechują się większą odpornością podczas okresów bessy. Niemniej jednak należy uznać, że poziom zmienności jest tu znaczny. Należy również pamiętać, że bezpieczeństwo tego typu inwestycji w większości przypadków utożsamiane było z inwestycjami spotowymi, w których inwestor nabywał kruszec i przechowywał go w jego podstawowej formie. Obecnie kiedy większość inwestycji tego typu opiera się na kontraktach terminowych i zapisach księgowych, podstawowa zaleta tego typu inwestycji traci swoją aktualność. Dlatego też kwalifikując strategię polegającą na zakupie kruszców do grupy o umiarkowanym ryzyku odwoływać się będziemy do pierwotnych form tej inwestycji polegających na nabywaniu realnego kruszcu. Obecnie inwestor nadal posiada możliwość zakupu np. sztab złota które cechują się wysokim stopniem płynności i cenami ustalonymi na bazie cen z giełd światowych. Dokonanie takich inwestycji mimo wysokiej zmienności cen złota znacząco ogranicza ryzyko związane z pogorszeniem się kondycji finansowej pośredników transakcyjnych i podmiotów przechowujących aktywa inwestora. Tak więc inwestor znacząco ogranicza trudne do eliminacji w pozostałych strategiach grupy ryzyka, wyjątkiem jest tu posiadanie nie zdeponowanej na rachunkach gotówki, która odznacza się podobnymi cechami względem ryzyka zdarzeń nadzwyczajnych. Brak

48

dotkliwych problemów związanych z przechowywaniem takiego aktywa (można tego dokonać między innymi poprzez złożenie w bankowej skrytce depozytowej) skutkuje łatwością realizacji tego typu strategii i sprawia, że są one nadal wartościową alternatywą dla części portfela inwestycyjnego. Tak więc inwestor akceptujący poziom zmienności jakim cechuje się to aktywne nie powinien o nim zapominać i całkowicie eliminować go ze swojego portfela inwestycyjnego, gdyż podstawowa odmiana tej strategii może okazać się przydatna do zabezpieczenia się przed skrajnymi sytuacjami gospodarczymi.

Podobną powszechną opinię jak złoto mają również inwestycje w nieruchomości. Również i w tym przypadku powinny być one jednak klasyfikowane jako inwestycje o umiarkowanym ryzyku lub na pograniczu strategii pośrednich i agresywnych. Ideą tego typu alokacji jest uzyskanie zwrotu z inwestycji przekraczającej poziom inflacji, a co za tym idzie ochronę realnej wartości kapitału i uzyskanie nieznacznej nadwyżki rekompensującej niski poziom płynności i zmienność cenową. Zasadniczo mamy tu do czynienia z dwoma podstawowymi podejściami do tego typu inwestycji. Pierwszą grupę stanowią tu strategie polegające na bezpośrednim zakupie nieruchomości. Podgrupa ta dzieli się ponadto na podtypy odnoszące się do różnych rodzajów nieruchomości. Druga podgrupa to strategie polegające na zakupie udziałów w spółkach, których biznes zależy od ceny nieruchomości lub które operują na nieruchomościach. W segmencie tym istnieją też strategie ukierunkowane na konkretną niszę segmentu. Takimi strategiami są np. inwestowanie w grunty, co do których możemy spodziewać się zmiany statusu prawnego czy w nieruchomości czynszowe. Różnorodność strategii w tym segmencie sprawia, że rozpiętość ich poziomu ryzyka jest również szeroka. Wspólną cechą większości z przytoczonych podejść jest jednak długoterminowy horyzont inwestycyjny, oraz konieczność posiadania specyficznej wiedzy sektorowej do dokonania prawidłowej oceny potencjału danej inwestycji. Cechy te sprawiają, że inwestycje tego typu odbywają się obecnie głównie za pośrednictwem wyspecjalizowanych funduszy lub przy udziale podmiotów doradczych. Analizując tego typu strategie należy uznać, że są one ważną grupą alternatyw inwestycyjnych, atrakcyjne dla inwestora okazać mogą się szczególnie inwestycje w regionach o niższym poziomie rozwoju lub takich, które w okresie najbliższych lat mogą znacząco poprawić swój status geopolityczny. Należy jednak pamiętać, że strategie tego typu cechują się niską płynnością i wysokimi kosztami transakcyjnymi, co sprawia że inwestor musi posiadać długi horyzont inwestycyjny, z tego też powodu nie są one preferowane jako podstawowy składnik portfela inwestycyjnego.

Kolejną grupą strategii pośrednich jest aktywne zarządzanie instrumentami dłużnymi. Instrumenty dłużne stosowane w tym typie strategii to najczęściej obligacje korporacyjne o pozytywnym ratingu kredytowym. Jednak nie są one zaliczane do grona najbezpieczniejszych. Instrumenty takie pozwalają na uzyskanie rentowności przewyższających stopę zwrotu z instrumentów gwarantowanych przez skarb państwa przy umiarkowanym podniesieniu poziomu ryzyka. Istotną kwestią jest tu oczywiście dokonanie dokładnej analizy struktury papierów wartościowych i jakości zabezpieczenia w nich oferowanego. O stopniu ponoszonego przez inwestora ryzyka decyduje tu

w dużym stopniu to czy inwestor zamierza trzymać takie papiery do momentu ich zapadalności, czy też zależy mu na ich płynności i wcześniejszym wyjściu z inwestycji. Warto tu zwrócić uwagę, że papiery tego typu mogą cechować się wysokim poziomem zmienności w okresie do zapadalności. Zmienność ta zależy od stosunku ceny sprzedaży do nominału, okresu zapadalności i wielkość oraz periodyzacji wypłaty kuponu, a także od sposobu ustalania wielkości oprocentowania. Przy czym papiery o długim okresie zapadalności, niskim kuponie i stałym oprocentowaniu są znacznie bardziej narażone na zmianę wartości w okresie do wygaśnięcia, co może być spowodowane np. zmianami stóp procentowych. Wśród podejść inwestycyjnych do grupy o umiarkowanym poziomie ryzyka zaliczyć należy właśnie aktywne zarządzanie portfelem obligacji, gdyż pozostałe metody charakteryzują się ryzykiem, które w większości przypadków pozwala na klasyfikację strategii do grona strategii defensywnych. Strategia aktywna w tym przypadku polega na aktywnym zarządzaniu składem portfela i dobieraniu walorów w celu uzyskiwania zysku wynikającego ze wzrostu wartości obligacji spowodowanego między innymi zmianami stóp procentowych. Takie podejście wiąże się jednak w koniecznością akceptacji istotnego poziomu ryzyka. Aktywne zarządzanie portfelem obligacji stawia inwestorowi wysokie wymagania zarówno pod względem czasowym jak i wymaganych kompetencji. W tym przypadku inwestor powinien się zastanowić czy wydatek w postaci prowizji pobieranej przez fundusz oferujący prowadzenie tej strategii w ramach swoich struktur nie jest opłacalny, gdyż oprócz zwolnienia z konieczności podejmowania decyzji i przeprowadzenia analiz inwestor dostaje w tym przypadku również wysoki poziom dywersyfikacji chroniący go w znacznej mierze przed inwestycją kończącą się utratą znacznej części kapitału.

Do grupy strategii umiarkowanych należą też multistrategie. Podejście to bazujące na maksymalnym wygładzeniu linii kapitału i minimalizacji ryzyka bez znaczącego zmniejszania rentowności jest wyrazem kompleksowego podejścia do procesu budowy globalnego portfela aktywów. W przypadku tym inwestor dzieli swój portfel na wiele części, dla których dobiera odmienne strategie o niskim stopniu korelacji między sobą. Głównym celem inwestora jest tutaj wygładzenie linii kapitału, co owocuje zmniejszeniem poziomów obsunięć kapitału, a co za tym idzie wpływa pozytywnie na osiągnięcie zadawalających stóp zwrotu. Obniżenie obsunięć w tym typie strategii sprawia również, że inwestor przy zachowaniu swoich preferencji względem maksymalnego dopuszczalnego poziomu obsunięcia jest w stanie podwyższyć limity zaangażowania poszczególnych strategii znajdujących się w koszyku inwestycyjnym i tym samym podnieść oczekiwaną stopę zwrotu. Strategie takie mogą powstawać na bazie innych przytoczonych w tekście sposobów alokacji aktywów. Rozpatrując ten typ strategii należy traktować go jako wyraz kompleksowego podejścia do tematyki alokacji aktywów. Do głównych idei należy tu również zaliczyć chęć wykorzystania zalet poszczególnych podejść inwestycyjnych i próbę adaptacji portfela do zróżnicowanych warunków rynkowych. Portfele tego typu dają inwestorowi wiele powodów do zadowolenia, jednak jak każde podejście inwestycyjne tak i to posiada swoje wady i zalety. Zaletami jest tu gładka linia kapitału, umiarkowane ryzyko, stabilna stopa zwrotu. Wadą jest z kolei wysoki poziom nakładów czasu i pracy, jakiej wymaga realizacja

50

tego typu strategii. Do wad zaliczyć należy również utrudnioną analizę tak szerokiego portfela, która owocuje ryzykiem utraty kontroli nad składem i zmianami portfela. Inwestor decydujący się na taką strategię powinien również zastanowić się czy wybrać produkt gotowy oferowany przez wyspecjalizowany podmiot, czy też samodzielnie podjąć się budowy strategii tego typu. Szczególnie ważna jest w tym przypadku analiza własnych możliwości oraz preferencji względem portfela. Niewątpliwie ta zaawansowana strategia jest głównie skierowana do wykwalifikowanych inwestorów, dla których inwestycje stanowią podstawową formę działalności. Dla takich inwestorów strategia ta może również okazać się niezwykle korzystna, jednak inwestor nie posiadający odpowiedniego poziomu kwalifikacji może nie sprostać wymaganiom stawianym przez tego typu strategię.

STRATEGIE DEFENSYWNE

Istnieje wiele strategii o charakterze defensywnym jednak nawet ten typ strategii nie eliminuje całkowicie ryzyka jakie zawsze jest związane z różnymi metodami alokacji posiadanych aktywów. Strategie te charakteryzują się natomiast najniższym ryzykiem oraz nie stawiają za cel maksymalizacji poziomu rentowności. Ideą przyświecającą tego typu strategiom jest zachowanie realnej wartości kapitału oraz wypracowanie umiarkowanych zysków przy zachowaniu niskiego poziomu ryzyka. Należy jednak pamiętać, że nie istnieją instrumenty wolne od ryzyka, nawet instrumenty gwarantowane przez skarb państwa, czy posiadające zabezpieczenie na nieruchomościach są obarczone pewnym poziomem ryzyka, które inwestor powinien przeanalizować przed podjęciem decyzji inwestycyjnej.

Jedną z popularnych strategii tego typu jest strategia arbitrażowa o neutralnym podejściu do ryzyka. Strategia ta polega na wykorzystaniu występujących na rynku luk efektywności. Zastosowanie tej strategii pozwala na jej stosowanie na różnorodnych rynkach oraz w odniesieniu do szerokiego spektrum instrumentów finansowych zarówno pochodnych jak i bazowych. Strategia ta w swojej najbardziej powszechnej odmianie polega na dokonaniu dwóch transakcji. Jedna z transakcji jest wykonywana na instrumencie bazowym, a kolejna na instrumencie pochodnym opartym na tym instrumencie bazowym. Wykonanie przeciwnych transakcji na takich instrumentach w przypadku występowania znaczącej rozbieżności między ceną spotową i terminową pozwala na uzyskanie zysku, który jeżeli przewyższa stopę zwrotu jakiej inwestor mógłby oczekiwać w okresie trzymywania instrumentów z aktywów „wolnych od ryzyka”, to transakcja taka stanowi wartościową alternatywę dla inwestycji „wolnej od ryzyka”. Kolejna z popularnych strategii arbitrażowych polega na wykorzystaniu występujących niekiedy rozbieżności w cenach aktywów na określonych rynkach. Jeżeli rozbieżność taka przekracza ewentualne koszty transportu wówczas można uzyskać zysk z takiej transakcji. Istnieje również wiele strategii arbitrażowych odnoszących się do dwóch aktywów cechujących się mniejszym stopniem substytucyjności. Jednak strategię tego typu należy zaliczać do transakcji o wyższym poziomie ryzyka, które wyklucza je z grona strategii defensywnych. Ryzyko to mimo, iż wielokrotnie nie ujawniane podczas normalnego przebiegu cyklu koniunkturalnego to podczas gwałtownych zmian rynkowych może znacząco wpłynąć na możliwość powstania znacznej straty dla inwestora. Specyfika tego typu strategii polegająca na obserwowaniu szerokiego obszaru rynku i analizowaniu cen i specyfiki instrumentów w celu wychwycenia możliwości dokonania transakcji arbitrażowej sprawia, że realizacja tego typu transakcji wymaga dużego nakładu czasu i szybkości podejmowania decyzji inwestycyjnych. Wada ta niesie z sobą jednak również korzyści jakie wiąże się np. z możliwością utrzymywania środków na koncie posiadającym oprocentowanie, co wpływa korzystnie na podniesienie poziomu rentowności strategii. Można tu rozpatrywać dwa podejścia. Pierwsze podejście będące domeną inwestorów indywidualnych to utrzymywanie środków na rachunku korzystając z oprocentowania i wykorzystywanie arbitrażu jako sposobu na uzyskanie

52

dotychczasowej rentowności. Drugie podejście typowe dla funduszy typu hedge to utrzymywanie jednocześnie wielu otwartych transakcji na różnych rynkach i instrumentach finansowych. Podejście to stawia arbitraż jako główne narzędzie do budowania rentowności w strategii alokacji. Często strategię funduszy są również obciążone wysokim poziomem dźwigni finansowej, co podnosi oczekiwaną stopę zwrotu jednak w okresach gwałtownych ruchów rynkowych może powodować wzrost ryzyka do wysokich poziomów. Należy zatem stwierdzić, że arbitraż w swojej podstawowej formie może okazać się narzędziem pomocnym w poprawie efektywności defensywnego portfela inwestycyjnego bez znaczącego wzrostu ryzyka inwestycyjnego. W bardziej zaawansowanych formach może jednak okazać się strategią o zbyt wysokim poziomie ryzyka aby można zakwalifikować go do strategii defensywnych. Istotną kwestią przemawiającą na niekorzyść dla strategii arbitrażowych jest również coraz rzadsze występowanie sytuacji sprzyjających arbitrażowi oraz znaczące skrócenie się czasu utrzymywania się takich sytuacji. Jest to wynikiem coraz wyższego poziomu informacji dostępnych na rynku oraz rozwoju narzędzi służących przeszukiwaniu rynku w poszukiwaniu możliwości arbitrażu. Niemniej jednak nawet w obecnych czasach zdarzają się sytuacje, w których inwestor defensywny jest w stanie uzyskać dzięki tego typu strategii dodatkową stopę zwrotu z posiadanego kapitału. Niewątpliwą zaletą tego typu sytuacji jest również brak silnej korelacji ze zmianami wartości innych aktywów posiadanych w portfelu przez inwestora. Wszystko to sprawia, że strategię arbitrażowe zarówno realizowane indywidualnie jak i poprzez udział w wyspecjalizowanym funduszu są ciekawą alternatywą inwestycyjną i pomagają w budowie efektywnego portfela inwestycyjnego o niskim poziomie ryzyka.

Kolejną grupą strategii defensywnych są inwestycje w instrumenty dłużne takie jak listy zastawne, posiadające zabezpieczenie. Instrumenty takie pozwalają na uzyskanie rentowności nieznacznie przewyższających stopę zwrotu z instrumentów gwarantowanych przez skarb państwa przy jedynie nieznacznym podniesieniu poziomu ryzyka. Istotną kwestią jest tu oczywiście dokonanie dokładnej analizy struktury papierów wartościowych i jakości zabezpieczenia w nich oferowanego. Analogiczną grupę papierów stanowią papiery dłużne spółek posiadających dobrą kondycję finansową posiadające dodatkowo zabezpieczenie na aktywach spółki. O stopniu ponoszonego przez inwestora ryzyka decyduje tu w dużym stopniu to czy inwestor zamierza trzymać takie papiery do momentu ich zapadalności czy też zależy mu na ich płynności i wcześniejszym wyjściu z inwestycji. Warto tu zwrócić uwagę że papiery dłużne takie jak obligacje również cechują się wysokim poziomem zmienności w okresie do zapadalności. Zmienność ta zależy od stosunku ceny sprzedaży do nominału, okresu zapadalności i wielkości oraz periodyzacji wypłaty kuponu, a także od sposobu ustalania wielkości oprocentowania. Przy czym papiery o długim okresie zapadalności, niskim kuponie i stałym oprocentowaniu są znacznie bardziej narażone na zmianę wartości w okresie do wygaśnięcia, co może być spowodowane np. zmianami stóp procentowych. Istnieje kilka głównych nurtów definiujących strategię inwestycji w tego typu instrumenty. Najprostszy z nich zakłada kupno i trzymanie papierów do momentu ich zapadalności. Jest to również najbezpieczniejszy typ strategii, gdyż zakładając wysoki stopień wiarygodności emisji oraz

53

utrzymanie instrumentów do momentu zapadalności okresowe zmiany wartości inwestycji nie stanowią dla inwestora istotnego ryzyka. Ryzyko w tym wypadku zależy od sposobu ustalania oprocentowania i jego wypłaty, ryzyko zmiany wartości bieżącej nominału przestaje mieć natomiast duże znaczenie. Kolejnym podejściem jest dostosowywanie średniego okresu trwania obligacji wchodzących w skład portfela do długości zakładanej inwestycji. Podejście to ma na celu minimalizację globalnego poziomu ryzyka związanego z portfelem obligacji. Najbardziej agresywnym podejściem jest podejście polegające na aktywnym zarządzaniu składem portfela i dobieraniu walorów w celu uzyskiwania zysku wynikającego ze wzrostu wartości obligacji spowodowanego między innymi zmianami stóp procentowych. Takie podejście wiąże się jednak w koniecznością akceptacji istotnego poziomu ryzyka, które wielokrotnie skłania do klasyfikacji tej ostatniej strategii do grupy strategii umiarkowanych. W zależności od przyjętej strategii zmieniają się również wymogi pod względem czasowym i niezbędnych kwalifikacji jakich wymaga realizacja poszczególnych strategii. Podstawowe odmiany nie wymagają od inwestora dogłębnej wiedzy na temat rynku i prognozowania zmian wskaźników takich jak poziom stopy procentowej, strategię te nie wymagają również dużego nakładu czasu. Aktywne zarządzanie portfelem obligacji stawia natomiast wysokie wymagania zarówno pod względem czasowym jak i wymaganych kompetencji. O ile w pierwszym przypadku koszt opłat za zarządzanie pobieranych przez fundusze obligacyjne byłby nie do końca uzasadniony o tyle w przypadku podejścia aktywnego inwestor powinien się zastanowić czy wydatek ten nie jest opłacalny, gdyż oprócz zwolnienia z konieczności podejmowania decyzji i przeprowadzenia analiz inwestor dostaje w tym przypadku również wysoki poziom dywersyfikacji chroniący go w znacznej mierze przed inwestycją kończącą się utratą znacznej części kapitału. Generalnie jednak należy stwierdzić, że inwestycje tego typu są w dużym stopniu zbieżne z inwestycjami w obligacje skarbowe lub gwarantowane przez skarb państwa.

Do podstawowych inwestycji o charakterze defensywnym zaliczyć należy inwestycje w papiery dłużne emitowane przez skarb państwa lub posiadające gwarancje udzieloną przez skarb państwa. Wyróżnić tu należy trzy główne grupy instrumentów. Pierwszą grupą instrumentów są krótkookresowe instrumenty dłużne takie jak bony skarbowe, które cechują się też najniższym poziomem ryzyka. Drugą grupę stanowią obligacje skarbowe, które ze względu na swój dłuższy termin zapadalności cechują się nieco wyższym poziomem ryzyka. Ostatnią grupą są instrumenty gwarantowane przez skarb państwa takie jak np. obligacje komunalne emitowane przez jednostki samorządowe. Ideą tego typu inwestycji jest uzyskanie stopy zwrotu przewyższającej poziom inflacji, a więc chroniących realną wartość pieniądza przy zachowaniu wysokiego stopnia płynności inwestycji oraz zachowaniu minimalnego poziomu ryzyka. Wspomniany poziom ryzyka oraz realizacja celu inwestycji może być dokonana oczywiście przy założeniu, że inwestor inwestuje w emisje o oparte o instrumenty państw posiadających „zdrową gospodarkę” z ominięciem emisji państw o słabej kondycji finansowej. W przypadku krótkookresowych instrumentów dyskontowych inwestor narażony jest praktycznie jedynie na ryzyko związane z wiarygodnością emitenta i jego zdolnością do spłaty zadłużenia. Można tu postawić tezę, że przy dołożeniu należytej staranności przy wyborze instrumentów emitenta posiadającego dobrą sytuację finansową, ryzyko inwestora

jest w tym przypadku na minimalnym poziomie. W przypadku strategii opartych o instrumenty o dłuższym okresie zapadalności takie jak obligacje skarbowe, sytuacja jest analogiczna jak w opisanych powyżej strategiach obligacyjnych. Mamy tu do czynienia z trzema podstawowymi rodzajami strategii opartych o te instrumenty, a ich wspólną cechą jest mniejszy niż w powyższym przypadku poziom zmian ceny oraz wyższy poziom płynności inwestycji. W przypadku strategii opartych o instrumenty emitowane przez jednostki samorządowe inwestor dąży do uzyskania nieco wyższej stopy zwrotu przy praktycznie niezauważalnym wzroście poziomu ryzyka. Wyższy poziom rentowności jest tu zwykle spowodowany mniejszym stopniem płynności tych instrumentów. Również tu mamy do czynienia z trzema podstawowymi wariantami strategii opartych na instrumentach dłużnych. Generalnie strategie oparte na powyższych trzech grupach instrumentów są uważane za jedne z najmniej ryzykownych. Jednak nawet i tu inwestor może popełnić błędy skutkujące obniżeniem się poziomu kapitału i poniesieniem straty na inwestycji. Strata ta jednak z założenia nie powinna być znaczna w przypadku wyboru instrumentów emitentów cieszących się dobrą reputacją i odznaczających się solidną kondycją finansową. Instrumenty takich emitentów bowiem nie powinny poddawać się gwałtownym przeceną na rynku nawet w okresach kryzysów finansowych. Z powodu wielu zalet instrumenty te cieszą się dużym uznaniem inwestorów oraz są powszechnie stosowane do zabezpieczenia portfela przed utratą wartości, oraz wygładzenia linii kapitału globalnego portfela aktywów posiadanych przez inwestora. Wiarygodność emitenta skutkuje w tym wypadku również zmniejszonym znaczeniem dywersyfikacji, co sprawia że strategie tego typu odznaczają się niewielkimi nakładami czasu niezbędnego do ich realizacji. Niewielki czas analiz oraz niski poziom ryzyka i wysoka płynność sprawiają, że instrumenty tego typu w odmianach skierowanych na rynek detaliczny są chętnie kupowane przez inwestorów indywidualnych. W wielu przypadkach analogiczną funkcję jak powyższe instrumenty mogą spełnić krótkoterminowe depozyty bankowe. Cechują się one podobnym poziomem płynności, a ich ryzyko w przypadku zachowania dywersyfikacji wkładów i w okresie krótkookresowym nie odbiega znacząco od poziomu spotykanego przy instrumentach skarbowych. Długoterminowe depozyty bankowe o wielkościach przekraczających poziom gwarantowanych wkładów należy jednak uznać za instrumenty cechujące się wyższym poziomem ryzyka niż papiery skarbowe, rzadko udaje się również w ten sposób w długim terminie uzyskać rentowność przewyższającą rentowność papierów skarbowych. Tak więc należy uznać depozyty bankowe raczej jako alternatywę dla części portfela mającej za zadanie zachowanie płynności gdyż cechują się one większą elastycznością w zakresie terminu zapadalności i mniejszym poziomem wahań niż inne instrumenty dostępne na rynku odznaczające się podobnym poziomem ryzyka i rentowności. Inwestorzy instytucjonalni są jednak w stanie uzyskać podobny efekt korzystając z instrumentów skarbowych, dlatego też depozyty bankowe należy uznać za domenę inwestorów indywidualnych.

Najstarszą i najprostszą formą strategii inwestycyjnej o charakterze defensywnym jest utrzymywanie w portfelu inwestycyjnym gotówki. W okresie występowania inflacji inwestycja taka nie pozwala na ochronę realnej wartości portfela. W okresach deflacji sytuacja nie jest już jednak tak zła. Idea jaka przyświeca tej strategii nie opiera się jednak na uzyskiwaniu rentowności

bezpośrednio z posiadania aktywa. Aktywo to ma za zadanie głównie utrzymanie płynności w portfelu oraz wysokiego stopnia elastyczności dla alternatyw decyzyjnych i wykorzystywania nadarzających się okazji inwestycyjnych o innym charakterze. Gotówka jako najlepszy środek wymiany pozostając w portfelu pozwala na najszybsze i najtańsze jej zamienienie na aktywo, którego cenę w danym okresie uznamy za okazijną, a które wymagałoby podjęcia szybkiej decyzji inwestycyjnej. Aktywo to sprawdza się szczególnie w okresie kiedy na rynku brak jest alternatyw inwestycyjnych spełniających wymogi inwestora, a zakup aktywów defensywnych przy braku sprecyzowanego okresu ich przetrzymywania inwestor uznałby za zbyt ryzykowny i ograniczający jego elastyczność decyzyjną. W takich okresach gotówka jest uważana za najlepszą i najbardziej oczywistą alternatywę inwestycyjną. Strategia polegająca na utrzymywaniu w portfelu poziomu gotówki wykraczającego poza poziom wynikający z chęci utrzymania określonej płynności portfela posiada zarówno wady jak i zalety. Zaletą jest niski poziom ryzyka związanego z ponoszeniem strat nominalnych, najwyższa płynność i elastyczność. Wadą jest ryzyko w postaci możliwości poniesienia realnych strat związanych z inflacją. Niemniej jednak aktywo to jest jednym z podstawowych aktywów jakie powinny znaleźć się w portfelu inwestycyjnym. Kwestią sporną jest natomiast poziom w jakim aktywo to powinno wypełniać portfel inwestora. Można postawić tezę, że każdy portfel inwestycyjny powinien być wyposażony w to aktywo na poziomie zapewniającym podstawową płynność i możliwość reakcji na zdarzenia nadzwyczajne o umiarkowanych skutkach. Utrzymywanie wyższego poziomu tego aktywa wiąże się jednak z wysokim poziomem kosztu utraconych możliwości, co może znaleźć swoje uzasadnienie jednak powinno wiązać się dogłębną analizą preferencji inwestora i dokładnym rozważeniem zalet i wad takiego podejścia. Znajduje to głównie zastosowanie przy wysokim stopniu unikalności stosowanych przez inwestora strategii, oraz w przypadku posiadania przez inwestora w portfelu aktywów o wysokiej zmienności i stopniu ryzyka, które powinny znaleźć zabezpieczenie w innych częściach portfela.