

EWELINA
SOKOŁOWSKA

**ALTERNATYWNE FORMY INWESTOWANIA
NA RYNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH**



WYDAWNICTWO NAUKOWE
UNIWERSYTETU MIKOŁAJA KOPERNIKA

UNIWERSYTET MIKOŁAJA KOPERNIKA

ROZPRAWA HABILITACYJNA

Ewelina Sokołowska

**ALTERNATYWNE FORMY INWESTOWANIA
NA RYNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH**



TORUŃ 2010

Recenzenci
Prof. dr hab. Wiesław Dębski
Prof. zw. dr hab. Jan Głuchowski

Opracowanie redakcyjne
Mirosława Szprenglewska

Projekt okładki
Paweł Banasiak

© Copyright by Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika
Toruń 2010

ISBN 978-83-231-2499-3

Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika
ul. Gagarina 5, 87-100 Toruń
Redakcja: tel. (56) 611 42 95, fax 611 47 05
e-mail: wydawnictwo@umk.pl

Dystrybucja: ul. Reja 25, 87-100 Toruń
tel./fax: (56) 611 42 38, e-mail: books@umk.pl
www.wydawnictwoumk.pl

Wydanie pierwsze
Skład: Paweł Banasiak
Druk: Drukarnia Cyfrowa UMK
ul. Gagarina 5, 87-100 Toruń

SPIS TREŚCI

Wstęp.....	13
------------	----

Rozdział 1

EWOLUCJA RYNKU INNOWACJI FINANSOWYCH

1.1. Geneza rynku innowacji finansowych	23
1.2. Definicje innowacji finansowych	31
1.3. Przyczyny rozwoju rynku innowacji finansowych	37
1.3.1. Globalizacja	38
1.3.2. Liberalizacja przepływów kapitałowych	41
1.3.3. Postęp techniczny i technologiczny	43
1.4. Rola i miejsce innowacji w systemie finansowym	45
1.5. Klasyfikacja innowacji finansowych	49

Rozdział 2

INWESTYCJE ALTERNATYWNE JAKO WSPÓŁCZESNE INNOWACJE FINANSOWE

2.1. Pojęcie inwestycji alternatywnych	56
2.2. Istota alternatywnych form inwestowania na współczesnym ryнку papierów wartościowych	61
2.3. Klasyfikacja inwestycji alternatywnych	65
2.4. Ryzyko alternatywnych form inwestowania	69
2.5. Metody oceny efektywności wybranych form inwestowania alternatywnego	75
2.6. Podmioty rynku inwestycji alternatywnych	88

Rozdział 3
UREGULOWANIA MIĘDZYKARODOWEGO RYNKU
INWESTYCJI ALTERNATYWNYCH

3.1. Specyfika regulacji sektora inwestycji alternatywnych	101
3.2. Uregulowania rynku inwestycji alternatywnych w USA	106
3.2.1. Ustawa o papierach wartościowych (The Securities Act of 1933)	106
3.2.2. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi (The Securities Exchange Act of 1934)	108
3.2.3. Ustawa o przedsiębiorstwach inwestycyjnych (The Investment Company Act of 1940)	109
3.2.4. Ustawa o doradcach inwestycyjnych (The Investment Advisers Act of 1940)	110
3.2.5. Inne regulacje mające wpływ na sektor alternatywnych form inwestowania	112
3.3. Uregulowania rynku inwestycji alternatywnych w państwach UE	114
3.4. Wewnętrzne regulacje sektora inwestycji alternatywnych w wybranych państwach UE	117
3.4.1. Uregulowania rynku inwestycji alternatywnych we Francji	118
3.4.2. Uregulowania rynku inwestycji alternatywnych w Niemczech	120
3.4.3. Uregulowania rynku inwestycji alternatywnych we Włoszech	126
3.4.4. Uregulowania rynku inwestycji alternatywnych w Hiszpanii	128
3.4.5. Uregulowania rynku inwestycji alternatywnych w Irlandii	129

Rozdział 4
FUNDUSZE HEDGINGOWE

4.1. Specyfika funduszy hedgingowych	135
4.2. Funkcjonowanie współczesnych funduszy hedgingowych	139

4.3. Klasyfikacja funduszy hedgingowych	145
4.4. Formy prawne tworzenia funduszy hedgingowych	147
4.5. Struktura funduszy hedgingowych	150
4.6. Bazy danych funduszy hedgingowych	159
4.7. Błędy baz danych	162
4.8. Indeksy funduszy hedgingowych	165
4.9. Fundusze hedgingowe i ich wpływ na rynek finansowy	171
4.10. Wybrane przykłady funduszy hedgingowych w USA	172
4.10.1. Bridgewater Associates	172
4.10.2. Citadel Investment Group	173
4.10.3. D. E. Shaw&Co.	174
4.11. Rynek funduszy hedgingowych na świecie	174
4.12. Rynek funduszy hedgingowych w Polsce	181

Rozdział 5

STRATEGIE INWESTYCYJNE FUNDUSZY HEDGINGOWYCH

5.1. Pojęcie i ryzyko strategii inwestycyjnych	186
5.2. Klasyfikacja strategii inwestycyjnych	190
5.3. Strategie wartości względnej (<i>relative value</i>)	199
5.3.1. Strategia <i>convertible bond arbitrage</i>	201
5.3.2. Strategia <i>fixed income arbitrage</i>	201
5.3.3. Strategia <i>equity market neutral</i>	204
5.4. Strategia <i>event driven</i> lub <i>specialist credit</i>	205
5.4.1. Strategia arbitrażu fuzji i przejęć (<i>merger arbitrage</i>)	206
5.4.2. Strategia <i>distressed securities</i>	209
5.5. Strategie oportunistyczne (<i>directional trading</i>)	211
5.5.1. Strategia <i>global macro</i>	212
5.5.2. Strategia krótkiej sprzedaży	215
5.5.3. Strategia <i>long/short equity</i>	218
5.5.4. Strategia rynków wschodzących (<i>emerging markets</i>)	221

Rozdział 6 FUNDUSZE FUNDUSZY

6.1. Geneza funduszy funduszy	222
6.2. Definicja funduszy funduszy	223
6.3. Rodzaje funduszy funduszy	224
6.4. Konstrukcje funduszy funduszy	227
6.5. Zalety inwestowania w fundusze funduszy	228
6.6. Wady inwestowania w fundusze funduszy	231
6.7. Rynek funduszy funduszy na świecie	233
6.8. Rynek funduszy funduszy w Polsce	235

Rozdział 7 INWESTYCJE *MANAGED FUTURES*

7.1. Geneza inwestycji <i>managed futures</i>	239
7.2. Koncepcja inwestycji <i>managed futures</i>	242
7.3. Formy inwestycji <i>managed futures</i>	246
7.4. Zastosowanie transakcji <i>managed futures</i>	250
7.5. Automatyczne systemy transakcyjne w działalności <i>Commodity Trading Advisors</i>	254
7.6. Możliwości inwestowania za pomocą <i>managed futures</i> w Polsce	256

Rozdział 8 PRODUKTY STRUKTURYZOWANE

8.1. Pojęcie produktów strukturyzowanych	258
8.2. Rodzaje produktów strukturyzowanych	260
8.3. Konstrukcje produktów strukturyzowanych	264
8.4. Certyfikaty strukturyzowane	267
8.4.1. Certyfikaty indeksowe	267
8.4.2. Certyfikaty bonusowe	268
8.4.3. Certyfikaty koszykowe	270
8.5. Produkty strukturyzowane z maksymalizowaną stopą zwrotu – Certyfikaty dyskontowe	270

8.6. Produkty strukturyzowane z ochroną kapitału	271
8.6.1. Certyfikaty gwarantowane	272
8.6.2. Obligacje strukturyzowane	273
8.7. Rynek produktów strukturyzowanych na świecie	275
8.8. Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce	280

Rozdział 9

INWESTYCJE *PRIVATE EQUITY/VENTURE CAPITAL*

9.1. <i>Private equity/venture capital</i> – pojęcia i ich interpretacje	288
9.2. Klasyfikacja inwestycji typu <i>private equity/venture capital</i>	292
9.3. Formy prawne funduszy PE/VC	295
9.4. Etapy inwestycji PE/VC	299
9.5. Rynek funduszy PE/VC na świecie	302
9.6. Rynek funduszy PE/VC w Polsce	306
9.7. Giełdowe i pozagiełdowe rynki inwestycji alternatywnych w Europie	311
9.8. Alternatywny System Obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie	313

Rozdział 10

PERSPEKTYWY ROZWOJU RYNKU

ALTERNATYWNYCH FORM INWESTOWANIA W POLSCE

10.1. Wybrane badania sektora inwestycji alternatywnych na świecie	316
10.2. Charakterystyka ogólna rodzimych badań ankietowych na temat alternatywnych form inwestowania w Polsce	325
10.3. Wyniki badań opinii społecznej na temat rynku inwestycji alternatywnych w Polsce	327
10.3.1. Poziom wiedzy polskiego społeczeństwa na temat inwestycji alternatywnych	327
10.3.2. Skłonności do oszczędzania obywateli RP	330
10.3.3. Kryteria inwestowania własnych pieniędzy przez Polaków	334

10.3.4. Czynniki decydujące o inwestowaniu wolnych środków pieniężnych	337
10.3.5. Skłonności do poszukiwania nowych możliwości inwestycyjnych	342
10.4. Perspektywy rozwoju alternatywnych form inwestowania w Polsce	343
10.5. Bariery rozwoju alternatywnych form inwestowania w Polsce	348
Zakończenie	350
Spis schematów, tabel i wykresów zawartych w pracy.....	354
Bibliografia	361

WSTĘP

W ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat system finansowy przeszedł bardzo istotne przeobrażenia. Jedną z grup czynników, które spowodowały zmianę jego architektury, było pojawienie się i dynamiczny rozwój licznych innowacji finansowych, które stanowią obecnie integralny element rynku finansowego. Umiejscowienie finansów w centrum nauk ekonomicznych i ich istotny wpływ na potencjalny wzrost gospodarczy podnosi również znaczenie innowacji finansowych. Pomimo niezwykle długiej historii rynku innowacji finansowych można zaobserwować, że lata 70. i 80. XX wieku charakteryzowały się intensyfikacją procesów rozwoju nowoczesnych produktów i usług. Powstała obszerna literatura, w której omówione zostały współczesne innowacje finansowe. Wysłunięto wiele hipotez badawczych o ich powstaniu (Van Horne 1985; Miller 1986, 1992; Mayer 1986; Cooper 1986; Faulhaber i Baumol 1988; Campbell 1988; Siegel 1990; Finnerty 1992; Merton 1992, 1995; Kopcke 1995; Tufano 1995, 2003; Lea 1996; Finnerty i Emery 2002). Innowacje finansowe jako niezwykle interesujące zjawisko rozwoju rynku finansowego stanowiły przedmiot wielu analiz. Ich rozwój ma znaczenie zarówno w skali mikro-, jak i w makroekonomicznej.

Inwestycje alternatywne należą do współczesnych innowacji finansowych. Koncepcja alternatywnych form inwestowania na rynku finansowym pojawiła się relatywnie niedawno. Wzrost zainteresowania kategorią alternatywnych sposobów inwestowania kapitału uwidocznił się w sposób szczególny w latach 2000–2002. Okres ten charakteryzował się widoczną tendencją spadków cen na rynkach finansowych. Prowadzona w USA przez FED od 2000 r. polityka pieniężna spowodowała obniżenie poziomu stóp procentowych do najniższego na przestrzeni ostatnich 40 lat stanu (Wajszczuk 2006). Spadek oprocentowania krótkoterminowych papierów skarbowych w USA do poziomu 1% w roku 2003 i obniżenie oprocentowania obligacji skarbowych poniżej 4,2%

w roku 2005 skłoniły w sposób zdecydowany do poszukiwania form inwestowania dających szansę osiągnięcia wyższych dochodów. Słabe wyniki działalności standardowych funduszy inwestycyjnych spowodowały ograniczenie zaufania inwestorów do tej formy inwestowania.

W Polsce w roku 2008 wartość środków zainwestowanych w fundusze inwestycyjne spadła aż dwukrotnie w porównaniu do roku 2007. Zmieniający się popyt na produkty inwestycyjne jest również efektem demograficznych zmian strukturalnych społeczeństwa. Rozwój rynku alternatywnych form inwestowania jest konsekwencją zmian dokonujących się w drodze jego ewolucji, a także zmieniających się w związku z tym oczekiwań podmiotów biorących udział w procesie transferu kapitału. Zmiany warunków ekonomicznych prowadzą również do zmian w preferencjach zarówno podmiotów będących dawcami kapitału, jak i jego biorców. Następstwem globalizacji i liberalizacji przepływów kapitałowych, a także wzrostu konkurencji na międzynarodowym rynku finansowym jest pojawianie się coraz bardziej złożonych form inwestowania. Rozwój alternatywnych form inwestowania jest więc odpowiedzią na poszukiwanie przez inwestorów innych form inwestowania środków, które umożliwią generowanie atrakcyjnych stóp zwrotu.

Inwestycje alternatywne stanowią nowy segment produktów finansowych, w których zakłada się wypracowywanie dochodu niezależnie od bieżących tendencji rynkowych. Wskazuje się, że podstawowe korzyści wynikające z inwestowania alternatywnego obejmują: zmniejszenie zmienności portfela, możliwości jego dywersyfikacji dzięki wykorzystaniu niskiej korelacji lub też braku korelacji stóp zwrotu z tych inwestycji ze stopami zwrotu z tradycyjnych klas aktywów. Z drugiej strony wskazuje się na niebezpieczeństwa związane z bardzo dynamicznym rozwojem rynku inwestycji alternatywnych. Niewątpliwie inwestycje te cechują się wysokim stopniem złożoności. Zawierane są na rynkach o obniżonych wymogach informacyjnych i niskiej transparentności. Konsekwencją tego jest brak możliwości rzetelnej oceny zagrożeń, które mogą powodować te transakcje. Stosowanie złożonych strategii inwestycyjnych, wykorzystujących działanie dźwigni, która uruchamia znaczące kwoty kapitału, stanowi ważne wyzwanie dla bezpieczeństwa całego systemu finansowego.