

ИНВЕСТИЦИОНЕН МЕНИДЖМЪНТ – УПРАВЛЕНИЕ НА ИНВЕСТИЦИОННО ПОРТФОЛИО

(Investment Management – Portfolio Management)

Управлението на инвестиционно портфолио включва *серия от решения и действия, които следва да бъдат извършени от всеки инвеститор*, независимо дали е институционален или индивидуален. **Инвестиционните портфолия трябва да бъдат управлявани**, независимо дали инвеститора следва пасивен или активен подход при избора и държането на финансовите си активи.

Ключово е *портфолио мениджмънта да бъде разглеждан като продължаващ систематичен и динамичен процес*. Разглеждането на портфолио мениджмънта като процес позволява на портфолио мениджъра да *приложи една устойчива рамка към управлението на портфолиото на който и да било инвеститор* – индивидуален или институционален. То също позволява да се съобразят и някои въпроси като тези касаещи *данъците, защитата срещу инфлацията, вероятностите за потенциалната възвръщаемост на пазара, етапа от жизнения цикъл на инвеститора* и други важни за всеки инвеститор въпроси.

Както знаем от **Теорията на портфолиото** – *връзките и взаимозависимостите между различните инвестиционни алтернативи (активи), които се държат в рамките на портфолиото, следва да бъдат съобразени*, ако инвеститорът иска да държи оптималното портфолио и да постигне инвестиционните си цели.

Следователно, **портфолио мениджмънта следва да бъде възприеман като процес**. Този процес може да бъде приложен към всеки инвеститор и от всеки инвестиционен мениджър

Предстои ни да разгледаме портфолио мениджмънта като процес и да видим, че *съществува логичен и подреден поток на процеса*. Да имаме този процес ясно в съзнанието си е много важно, тъй като това позволява на инвеститора да действа в правилния ред. Подробностите може и да се различават от инвеститор на инвеститор, но процесът остава същия.

Портфолио мениджмънта като процес (Portfolio Management as a Process)

Процесът на портфолио мениджмънта (the Portfolio Management Process) е описан от Магин (Maginn) и Тутъл (Tuttle) в труд, който според *CFA Institute (Certified Financial Analysts Institute)* формира основите на портфолио мениджмънта като теория.

Книгата на авторите е наречена „*Управление на инвестиционни портфолия*” (*Managing Investment Portfolios, 2nd edition, John L. Maginn, CFA and Donald L. Tuttle, CFA, 1990*).

Структурирането на портфолио мениджмънта като процес е *важно постижение* поради контраста му с миналото, когато *портфолио мениджмънта беше третиран на случаен принцип*, което водеше до избор на инвестиционни портфолия от страна на инвеститорите на базата на лични предпочитания. Портфолио мениджмънта трябва да бъде структуриран по такъв начин, че *всяка инвестиционна фирма да може да го прилага по ефективен и навременен начин*, без сериозни пропуски за който и да било клиент.

Магин и Тутъл наблягат на това, че *портфолио мениджмънта е процес, който интегрира определен набор от действия по логически и подреден начин*. Като имаме предвид обратната връзка и мониторинга, които са включени в процеса, последният е както *продължителен, така и систематичен*. Портфолио мениджмънта е динамична и гъвкава концепция и касае всички портфолио инвестиции, включително недвижими имоти, злато и други реални активи.

Процеса на портфолио мениджмънта касае всички видове инвестиционни организации и инвестиционни стилове. На практика Магин и Тутъл умишлено избягват да препоръчват как трябва да бъде организиран процеса от компаниите за управление на пари (Money Management Companies) или другите инвестиционни фирми, кой следва да взема решенията и т.н. Всяка организация занимаваща се с инвестиционен мениджмънт *следва да реши за себе си как по най-добрия начин да извършва дейностите си в съзвучие с това да разглежда портфолио мениджмънта като процес*.

След като е структуриран портфолио мениджмънта като процес *всеки портфолио мениджър е в състояние да взема необходимите решения в полза и сметка на инвеститора*. По този начин, ако мениджърът напусне определената фирма някой друг може да заеме неговата позиция и да поеме процеса, *тъй като самия процес е отделен от мениджъра и остава налице*. Процесът *осигурява рамката и контрола над разнообразните дейности, които са включени в него* и позволява всеки инвеститор, индивидуален или институция, да бъде обслужен по систематичен и подреден начин.

Както е описан от Магин и Тутъл, портфолио мениджмънта е протичащ процес, чрез който:

1. Се идентифицират целите, ограниченията и предпочитанията на всеки един инвеститор. Това води до оформянето на изрично *изявление за инвестиционната политика (Investment Policy Statement)*, което се използва, за да се насочва процеса по управление на средствата.

2. Изявяват се и се излагат в цифров вид очакванията на капиталовия пазар за икономиката, индустриите, секторите и отделните компании.

3. Разработват се и се прилагат стратегии. Това включва *решения за разпределяне на класовете активи, оптимизацията на портфолиото и избора на ценни книжа (индивидуални активи).*

4. Наблюдават се показателите на портфолиото и се предприемат действия при *промяна на целите на инвеститора, ограниченията му или при промяна по отношение очакванията за пазара.*

5. Когато това е нужно, портфолиото се ребалансира чрез повторение на стъпките за разпределение на класовете активи, избора на портфолио стратегията и на индивидуалните активи.

6. Измерва се и се оценява представянето на портфолиото с цел *подсигуряване постигането на инвестиционните цели на инвеститора.*

Процесът на изграждане, наблюдение и ревизия на портфолиото започва с *определяне на целите, ограниченията и предпочитанията на инвеститора.* Тяхното определяне прави възможно формулирането на *изявлението за политиките и стратегиите на портфолиото.* След това, очакванията за състоянието на икономиката и на отделните активи от гледна точка на капиталовия пазар следва да бъдат формулирани и остойностени.

Комбинирането на портфолио политиките и стратегиите с очакванията на капиталовия пазар снабдява инвестиционния мениджър с *базата за построяване и ревизия на портфолиото.* В тази база се включва и *решението за класовете активи,* което е много важна определяща за успеха на инвестиционната програма. Тук се включват и етапите на *оптимизацията на портфолиото* и на *избора на конкретни инвестиции,* т.е. инвестиционният мениджър следва да определи *подходящите и точни портфолио стратегии и техники* за всеки един клас активи и за избора на отделните активи.

Наблюдението е важна част от процеса на портфолио мениджмънт. Портфолио мениджърът трябва и е длъжен да наблюдава както факторите свързани с отделния инвеститор, така и състоянието на икономиката и пазарите и да ребалансира, когато е необходимо. Например, мениджърът ще трябва да реагира на *всички промени в целите или ограниченията на инвеститора,* както и на промените в очакванията на капиталовия пазар. *Ребалансирането на портфолиото е важна част от всеки протичащ портфолио мениджмънт процес.*

Процесът на портфолио мениджмънт е изцяло фокусиран върху постигането на целите на инвеститора. За да определим в каква степен са постигнати целите на инвеститора ние трябва да *измерваме и оценяваме резултатите на портфолиото.*

Индивидуални и институционални инвеститори (Individual and Institutional Investors)

Инвеститорите могат да инвестират *директно или чрез институционален инвеститор*, като е важно да се разберат и двата съответстващи начина за вземане на инвестиционни решения.

Между отделните инвеститори съществуват *значителни различия по отношение на техните цели, ограничения и предпочитания*, но базовият процес на инвестиционния мениджмънт е приложим за всички инвеститори – и индивидуални и институционални.

Често обаче индивидуалните инвеститори са и клиенти на институционалните и като такива са бенефициенти на решенията, които институционалните инвеститори вземат, ето защо е желателно да се разбере и как институционалните инвеститори се вписват в процеса.

Основната разлика между индивидуалните и институционалните инвеститори съществува по отношение на времевия хоризонт на инвестициите. Институционалните инвеститори се разглеждат като такива инвестиращи на *перманентна основа*, докато индивидуалните на *база жизнен цикъл* – от началото на кариерата на инвеститора, до пенсионирането му. Последният период е със слаба полезност за институционалните инвеститори, тъй като обикновено те поддържат относително постоянен профил във времето.

Kaizer (Kaiser) описва различията между индивидуалните и институционалните инвеститори чрез следното обобщение:

1. Индивидуалните инвеститори определят риска като *вероятността да загубят пари*, докато институционалните използват *количествени методи за оценка като обикновено дефинират риска чрез стандартното отклонение.*

2. Индивидуалните инвеститори се характеризират с техните *личностни качества*, а при институциите съобразяваме *инвестиционните характеристики на тези, които имат интерес в портфолиата* управлявани от институциите.

3. *Целите* са основна част от мотивацията на индивидуалния инвеститор за да инвестира, заедно с техните *активи*, докато при институциите картината се върти около *общия им пакет от активи и пасиви.*

4. Индивидуалните инвеститори имат значително по-голяма *свобода* по отношение на инвестирането, докато при институциите то е обект на *многобройни правни и други регулативни ограничения.*

5. *Данъците* често са много важен въпрос за индивидуалните инвеститори, докато много институции, като пенсионните фондове напр., са освободени от този въпрос.

Влиянието на всички тези въпроси върху процеса на инвестиционния мениджмънт са следните:

* *За индивидуалните инвеститори* – тъй като индивидуалният финансов профил е различен при всеки инвеститор, то следва да се разработи и *индивидуална инвестиционна политика*, която да включи и специфичните за инвеститора фактори. На практика, **предпочитанията са самоналожени ограничения.**

* *За институционалните инвеститори* – имайки предвид увеличаващата се сложност при управлението на институционални портфолия е ключово, да бъде установена *добре дефинирана и ефективна инвестиционна политика*. Тази политика следва ясно да посочва целите, които се преследват, толерантността към риска на институционалния инвеститор и инвестиционните ограничения и предпочитания, при които трябва да се инвестира.

Основната причина, поради която следва да бъде установена **дългосрочна инвестиционна политика** за институционалните инвеститори е двояка:

1. Тя *предпазва от произволни изменения на надеждно изработената инвестиционна политика.*
2. Помага на портфолио мениджъра да *планира и действа на дългосрочна основа, като устоява на краткосрочния натиск, който би могъл да провали (да дерайлира) плана.*

Формулиране на адекватна инвестиционна политика (Formulate an Appropriate Investment Policy)

Определянето на *политиката на портфолиото* – създаването на „**Изявлението за инвестиционна политика**” (**Investment Policy Statement**) е първата стъпка в инвестиционния процес. То обобщава *целите, ограниченията и предпочитанията на инвеститора*. Препоръчан подход при формулирането на изявлението за инвестиционната политика е просто да се предостави информация за всеки инвеститор, индивидуален или институционален, в следния ред:

Цели:

- *Изисквания за доходност*
- *Толерантност към риска*

последвани от:

Ограничения и предпочитания:

- *Ликвидност*
- *Времеви хоризонт*
- *Законова рамка и регулации*
- *Данъци*
- *Специфични предпочитания и условия*

Цели (Objectives):

Портфолио целите винаги се фокусират върху риска и възвръщаемостта, тъй като тези два показателя са от най-висок интерес за инвеститорите. Наистина, *възвръщаемостта и риска са основата на всички финансови решения по принцип* и на инвестиционните решения в частност. Инвеститорите искат възвръщаемост, но трябва да поемат и риск, за да реализират тази възвръщаемост. Добра начална точка тук е да се мисли по посока на *съотношението доходност/риск*, което се характеризира с нарастване на очакваната доходност при увеличаване на риска и обратното.

Алтернативно, може да бъде приложен и *подхода на жизнения цикъл на инвеститора*. При този подход земния живот на инвеститора се разделя на 4 фази, но следва да се има предвид, че границите между фазите не са точно и ясно определени и всяка фаза може да отнеме доста години преди да бъде завършена. Още повече, че инвеститорът може да включва няколко фази по едно и също време:

1. *Етап на натрупване* – в ранния стадий на жизнения цикъл нетното богатство обикновено е малко, но времеви хоризонт е дълъг. Инвеститорът може да си позволи да поема високи рискове.

2. *Етап на консолидация* – в този стадий, включващ средата или края на кариерата на инвеститора, доходите надвишават разходите и може да бъде придобито инвестиционно портфолио. При инвестирането се търси баланс, който да осигури умерено съотношение на възвръщаемостта към риска.

3. *Етап на харчене* – в тази фаза жизнените разходи се покриват предимно от доходите на инвестициите и по-малко от доходите от труд. Все още инвеститорът е склонен да поема риск, но ударението е върху сигурността, което резултира в сравнително ниско съотношение доходност/риск.

4. *Етап на ликвидиране на инвестициите* – в тази фаза отношението към смисъла на инвестирането се променя. Основната позиция на съотношението доходност/риск остава същата като при фаза 3.

Знаем, че инвеститорите следва да мислят в рамките на очакваната доходност, което иманентно включва *разпределяне на вероятностите (Probability Distributions)*. Бъдещето е несигурно и най-доброто, което инвеститорите могат да направят е да извършат *оценка (предположение) за степените на вероятност на различните нива на*

доходността за някакъв определен период – напр. 1 год. И тъй като бъдещето е несигурно, *грешката е неизбежна, но такава е природата на вземането на инвестиционни решения.* Независимо от несигурността, следва да се направят предположения (оценки) на очакваната доходност, като се използва най-надеждната, точна и актуална информация и най-съвършения инвестиционен процес, с който можем да се снабдим.

Във фазата на финалния анализ, може би най-добрия начин да мислим за целите на инвеститора, е този да мислим за *неговата степен на толерантност към риска.* Инвеститорът трябва да реши каква степен на риск е склонен да поеме и да се опита да *максимизира възвръщаемостта при тази степен на риск.* Ако инвеститорът се чувства комфортно, ако е инвестирал 100 % от средствата в акции, това предполага и съответните стратегии и вероятни резултати по отношение на очакваната доходност.

Установяване на степента на портфолио риска (Establishing a Portfolio Risk Level): инвеститорите трябва да установят *ниво на риска на портфолиото, което е подходящо за тях* и след това да *търсят най-високата възможна доходност за това ниво на риска.* Тук ще предположим, че инвеститорите имат *дългосрочен хоризонт на инвестиране.* Ако това не е така инвеститорът следва да избягва инвестициите в акции или поне да ги минимизира.

Ако предположим, че Вие сте дългосрочен инвеститор и държите портфолиото от типа на S&P 500, следва да се запитате – *кое е най-лошото, което може да се случи на портфолиото ми?* Ако игнорираме Голямата депресия, която да се надяваме, че няма да се случи отново, през периода 1973 – 1974 инвеститорите биха могли да загубят до 37 % от портфолио инвестирано в S&P 500, а през периода 2000 – 2002 – 40 %. Ето защо, ако имаме предвид дългосрочен период, можем основателно да очакваме *1 или 2 меча пазара със загуби до около 40 %.*

Ако инвеститорът може да си позволи такава загуба един или два пъти в своя инвеститорски живот и по принцип е оптимистично настроен за икономиката и акциите, този инвеститор може да инвестира в щатски акции напр. От друга страна, ако такъв потенциален срив е неприемлив, инвеститорът следва да конструира портфолио с *по-нисък профил на риска,* състоящо се от 50 % акции и 50 % ДЦК напр., което би намалило риска наполовина. Други алтернативни комбинации на акции и облигации също биха могли да намалят риска.

Съображения относно инфлацията (Inflation Considerations): *изявленията за инвестиционната политика (Investment Policy Statements)* често съдържат и описание на доходността, коригирана с инфлацията, тъй като влиянието на инфлацията се получава в дългосрочен план. Например, изявлението за инвестиционна политика на един заможен индивидуален инвеститор може да бъде изразено в смисъл на *максимална доходност след данъчно облагане и коригиране с инфлацията* и да бъде съобразено с рисковия профил на инвеститора, докато основната цел по отношение на доходността на друг инвеститор би могла да бъде изразена като: *съобразена*

(коригирана) с инфлацията защита на капитала, отразяваща предпочитанията за растеж на капиталовата стойност във времето.

Инфлацията определено е проблем за инвеститорите, тъй като *тя има негативно влияние върху реалното богатство на инвеститора (покупателната му способност), защото го ерозира*. Дори и акциите, противно на мнението на мнозина, не винаги са надеждна защита срещу инфлацията (Inflationary Hedge).

Ограничения и предпочитания (Constraints and Preferences):

Тъй като инвеститорите се различават силно в техните ограничения и предпочитания, тези детайли също варират широко в изявленията за инвестиционната политика. Те включват:

- **Времевия хоризонт (Time Horizon):** инвеститорите трябва да *определят времевия хоризонт, за който инвестират*. Целите, които се преследват може да налагат да се *направи изявление за инвестиционната политика, което да определи специфични времеви хоризонти на планиране*. В случая с индивидуалните инвеститори, това направо би могло да бъде времето на живота на инвеститора. В случая с институционалните инвеститори времевия хоризонт може да бъде доста дълъг. Например, за компания, която има определен план за пенсионни вноски в полза на работниците, които работници са млади и която компания няма краткосрочна нужда от ликвидни средства (няма краткосрочни ликвидни проблеми), времевия хоризонт може да бъде наистина дълъг.
- **Ликвидни нужди (Liquidity Needs):** както е известно, ликвидността представлява лекотата, с която определен актив може да бъде продаден (превърнат в пари в брой), без да претърпи рязка промяна в цената. Очевидно, *паричните еквиваленти (инструментите на паричния пазар)* имат силна степен на ликвидност и е лесно да бъдат продадени на стойност близка до номиналната (*Face Value*). Много от акциите също имат добра ликвидност, но цената на която могат да бъдат реализирани винаги отразява текущата им пазарна оценка. В този смисъл инвеститорите следва да решат колко вероятно е в краткосрочен план да се наложи да продадат част от портфолиото си. Като част от *решението за разпределение на активите (Asset Allocation Decision)* те трябва да решат и каква част от портфолио средствата да държат в парични еквиваленти.
- **Данъчни въпроси (Tax Considerations):** индивидуалните инвеститори, за разлика от някои институционални такива, трябва да *оценят и влиянието на режима на данъчното облагане върху тяхната инвестиционна програма*. Данъчното третиране на обикновения инвестиционен доход, в противовес на третирането на капиталовите приходи (Capital Gains), е важен въпрос, тъй като обикновено за тях се прилагат различни данъчни ставки. Също така, данъчните ставки подлежат на ежегодно разглеждане и евентуална промяна, което прави неясно това каква данъчна ставка ще бъде приложена при реализирането на инвестициите. В допълнение към разликата в режима на третиране на различния

вид доход, капиталовите приходи не се облагат до момента на реализирането на инвестицията. Това фактическо отлагане на облагането с данък е своеобразна форма на данъчен кредит и данъкът остава инвестиран за полза на инвеститора – данъкоплатец. Това води до ефекта, че някои инвестиции остават „заклучени“, поради нежеланието и упоритостта на инвеститорите да реализират инвестициите като ги продадат и съответно платят данъка за капиталовия приход. Програмите за пенсионни вноски предлагат данъчни облекчения с това, че регулярния доход от инвестициите и капиталовите приходи не се облагат до момента, в който средствата не се изтеглят от пенсионната сметка.

- **Законови и други регулативни изисквания (Legal and Regulatory Requirements):** инвеститорите трябва да се справят и с нарастващия брой законови и други регулаторни изисквания. *Индивидуалните инвеститори са засегнати от по-малък брой такива изисквания*, докато едно институционално инвестиционно портфолио, на пенсионен фонд например, е обект на множество такива регулации. В американския инвестиционен мениджмънт, във връзка със задълженията при паричното попечителство, една от най-известните концепции е тази на *правилото на „Внимателния човек“ (The Prudent Man Rule)*. Това правило, датиращо от 1830 г., гласи, че *при управлението на чуждите средства, попечителят трябва да се грижи и да действа като „човек с достойнство, дискретност и интелигентност“, управляващ своята собствена дейност.* **Формулираната по този начин инвестиционна политика е оперативен инструмент.** Тя ясно определя действията, които следва да се предприемат в стремеж да се постигнат целите на инвеститора със съобразяване на предпочитанията и ограниченията наложени от инвеститора. Независимо, че въпросите на портфолио инвестирането са предимно от качествен характер, те помагат да се достигне до едно количествено определяне на изискванията за възвръщаемостта и риска, които отговарят на нуждите на определения инвеститор.
- **Уникални (специфични) нужди и условия (Unique Needs and Circumstances):** инвеститорите често трябва да се справят с *набор от уникални за тях изисквания и условия*, например изисквания поставени от осигуряващите портфолио средствата по отношение на класовете активи, в които може да се инвестира или дори за конкретни индивидуални активи, които да бъдат закупени. Индивидуалният инвеститор пък би могъл да бъде повлиян във времевия хоризонт на своята инвестиционна програма от неочаквана болест и т.н.

Определяне и цифрово изразяване на очакванията за капиталовия пазар (Determine and Quantify Capital Market Expectations)

След като сме съобразили инвестиционните цели и ограничения, следващата стъпка е да се *изработи набор от инвестиционни стратегии, основани на изявлението*

за инвестиционната политика. Тук се включва решението на такива въпроси като *разпределяне на класовете активи, диверсификацията на портфолиото и влияние на данъчното облагане*. След разработване на портфолио стратегиите, те влизат в употреба, наред с очакванията на инвестиционния мениджър за капиталовия пазар и за индивидуалните активи, за да се избере портфолио от активи, като *най-важното решение, което следва да се вземе е това за класовете активи, в които ще се инвестира*.

Формиране на очакванията (Forming Expectations):

Формирането на очакванията преминава през 2 стадия:

1. *Формиране на очакванията на база на макро-факторите* – тези фактори влияят върху пазарите на облигации, акции и др. активи, както на местния, така и на международния пазар. Това означава да се формират очакванията за капиталовите пазари.
2. *Очаквания формирани на база микро-факторни влияния* – тези фактори се съотнасят към икономическите агенти, които формират резултатите на микро ниво, като факторите влияят върху оценката на очакваната доходност и риск и определят избора на конкретни активи за инвестиционното портфолио.

Предположения за нивото на възвръщаемост (Rate of Return Assumptions):

Повечето инвеститори базират своите действия на някакви *очаквания за възвръщаемостта на отделните активи*. Очевидно, за инвеститорите е важно *да планират своята инвестиционна програма на база реалистични очаквания за нивата на доходността*. За начало инвеститорите следва внимателно да разучат историческите данни за нивата на доходността на различните активи. Днес ние разполагаме с информация за *историческите нива на доходност и стандартните отклонения в доходността* на основните класове активи като *акции, облигации и ДЦК*.

След като сме анализирали историческите данни за доходността са налице следните *трудности при формиране на очакванията за бъдещата доходност*:

- например, *в каква степен следва инвеститорът да се влияе от последните резултати на капиталовия пазар, особено когато те са необичайно високи или ниски?*

- на второ място, при мисленето на очакваната доходност и то на тази, която реалистично може да бъде очаквана, *инвеститорите трябва да разберат, че акциите носят значителен риск*. Например, независимо, че средната съвкупна доходност на американския фондов пазар за периода 1920 – 2005 г. е 10,2 %, това не значи, че инвеститорите реалистично могат да очакват да реализират такава доходност. Това се

вижда, когато анализираме вероятностите за реализирането на практика на различните варианти на съвкупна доходност във времето. Споменатото по-горе изследване на американския фондов пазар например сочи, че *вероятността за реализиране на средна доходност от 10,5 % на съвкупна основа е 50 %*, без значение на периода на държане на инвестицията, тъй-като вероятностите това ниво на доходността да бъде реализирано намаляват във времето, обратно на становището на много от наблюдателите на пазара, които пропагандират, че риска да държиш акции намалява във времето. *Това ни носи важно послание. Базиран на познатата история на възвръщаемостта на акциите, шансът инвеститорът да реализира някаква съвкупна доходност във времето не е толкова висок, колкото инвеститорите смятат.* Истината е, че **инвестициите в обикновени акции (Common Stock) са рискови и доходността не е гарантирана.**

Разработване и приложение на инвестиционни стратегии (Developing and Implementing Investment Strategies)

След съобразяване на инвестиционните цели и ограничения и след формирането на очакванията за капиталовия пазар, следващата стъпка е *инвестиционното портфолио да бъде конструирано и преразглеждано на база на формираната инвестиционна политика и очакванията за капиталовия пазар.* Тук се включват въпросите за *избор на класовете активи, оптимизацията на портфолиото и избора на отделните активи.* Накратко, след като портфолио стратегиите са вече разработени, те се използват, наред с очакванията на портфолио мениджъра за капиталовия пазар и за състоянието на индивидуалните активи, за да се избере портфолиото от активи.

Процеса на построяване на портфолиото може да бъде разглеждан от широка гледна точка, като включващ следните стъпки (при налично изявление за инвестиционната политика и формулирани очаквания за капиталовия пазар):

1. *Дефиниране на кръг (Universe) от активи подлежащи на включване в определеното портфолио.* За институционалните инвеститори това означава дефиниране на класовете активи и тук традиционно се включват класове активи като акции, облигации и парични еквиваленти.

Напоследък, този кръг от инвестиционни алтернативи се разшири с включването на *чуждестранни акции, акции с ниска пазарна капитализация, недвижими имоти, стартов капитал (Venture Capital) и т.н.* Това е стъпката на решението за избор на класове активи и това е ключовото решение, което инвестиционните мениджъри вземат.

2. *Внедряване на оптимизационна процедура за избор на индивидуални активи и определяне на подходящите портфолио тегла за тях.*

Избор на класове активи (Asset Allocation):

Решението за избор на класове активи включва *решението за частта (процента) от средствата на портфолиото, която да бъде инвестирана в акции, облигации, парични еквиваленти и т.н.* Инвеститорът избира кои видове активи да включи в портфолиото си и в каква пропорция. Независимо, че на разположение съществуват много класове активи, принципно е прието да се говори за решение за избор на класове активи в категориите: *акции, облигации и сигурни или безопасни активи (ДЦК)*, тъй като повечето инвеститори държат някои или всички от тези видове активи.

Възвръщаемостта на добре диверсифицирано портфолио от определен клас активи е в тясна връзка с възвръщаемостта на класа изобщо. Т.е. *различни портфолия от един и същ клас активи имат тенденцията да показват сходни резултати във времето.* Обаче *различните класове активи имат тенденцията да показват доста различаващи се резултати.* Поради това, *различията в избора на класове активи са ключовия фактор във времето, който води до различия в резултатите на портфолиото.*

Уилям Шарп, носител на Нобелова награда за икономика заявява, че когато постави на масата резултатите на мениджърите на пенсионни фондове включващи не само основните класове активи, но и растящи и стойностни акции (Growth and Value Stocks), се вижда, че решението за избора на класове активи допринася за 98 % от резултатите. А това е наистина значителен процент.

Изборът на класове активи е най-важното решение, което инвеститорите правят, тъй като *то е определящо за възвръщаемостта и риска на портфолиото.* След като портфолио средствата са разпределени към класовете активи, съдбата на инвестиционното портфолио е до голяма степен определена.

Решението за избор на класове активи (the Asset Allocation Decision):

Сред факторите, които следва да се съобразят при вземането на решението за избор на класове активи, са *изискванията на инвеститора за нивото на възвръщаемост, толерантността му към риска и времевия хоризонт за инвестиране.*

Решението се взема в синхрон с очакванията на мениджъра за развитието на капиталовия пазар и индивидуалните активи, както беше описано по-горе.

Но как на практика инвеститорите вземат решението за избор на класове активи е въпрос, който не е много добре изяснен от теоретиците. *Практиката показва, че много често инвеститорите избират активи значително по-различни от тези, които са казали, че ще изберат.*

Според някои проучвания, *избора на класове активи е тясно свързан с възрастта на инвеститора.* Това е свързано и с т.нар. *Теория на жизнения цикъл при*

разпределянето на активите (Life-Cycle Theory of Asset Allocation). Тази теория има интуитивен смисъл, тъй като нуждите и финансовите възможности на един работник на 20 и на 50 год. често значително се различават. Според теорията на жизнения цикъл, с приближаване на пенсионна възраст инвеститорите стават все по-чувствителни към риска и се стараят да го избягват. Като цяло обаче *решенията за избор на класове активи е по-вероятно да зависят повече от целите на инвеститора, отколкото от възрастта му.* Но ключовият момент е, че инвеститорите трябва да вземат решението за избор на класове активи и че това решение ще има значително влияние върху резултатите на инвестиционното портфолио, които ще бъдат постигнати.

Толерантността на инвеститора спрямо риска също влияе върху решението за избор на класове активи. Проучване направено сред домакинствата в САЩ, на базата на дефиниране на термина толерантност към риска като склонност за поемане на риск, съпоставена с размера на доходите, е установило *ясни отлики в склонността за поемане на инвестиционен риск между 3 групи:* хора над 65 год.; такива с много високо ниво на доходите и с доходи под нивото на бедност. Проучването разкрива, че *има ясна връзка между склонността за поемане на риск и размера на доходите, като с увеличаване на размера на доходите расте и склонността за толерантност към риска.*

Видове разпределяне на класове активи (Types of Asset Allocation): Уилям Шарп описва няколко вида разпределение на активите. Ако всички основни аспекти на процеса се съобразят, се получава т.нар. *интегрирано разпределяне на активите (Integrated Asset Allocation).* Тези аспекти включват специфичните за всеки инвеститор въпроси като *неговата толерантност към риска напр., както и въпроси свързани с капиталовия пазар, като прогнозите за очакваната доходност, риск и корелациите.* Ако някои от тези стъпки се пропуснат подходът към разпределението на класовете активи става по-специализиран. Такива подходи включват:

1. **Стратегическо разпределяне на активите (Strategic Asset Allocation):** този тип разпределяне на класовете активи *обикновено се прави веднъж на няколко години* с използването на симулационни процедури, за да се определи вероятния обхват на инвестиционните резултати за всеки един микс на класовете активи. *Инвеститорът преценява обхвата на инвестиционните резултати за всеки един микс и избира един предпочитан, като по този начин установява дългосрочен или стратегически микс на активите.*
2. **Тактическо разпределяне на активите (Tactical Asset Allocation):** *този тип разпределяне се извършва рутинно,* като част от протичащия процес на управление на активите. Промените в микса от активи, които се предприемат, са на база настъпили изменения в очакваната доходност на различните активи. *С промяна на очакванията за доходността на различните класове активи като акции, облигации и др., се предприемат и промени в процентното тегло на тези активи в портфолиото.* На практика,

тактическото разпределяне на активите е *подход, който цели да „уцели“ пазара и да увеличи експозицията към определен пазар, когато неговото представяне се очаква да се подобри и да намали експозицията към пазар, чието представяне се очаква да се влоши.*

Оптимизация на портфолиото (Portfolio Optimization):

Описано възможно по най-прост начин, *изграждането на инвестиционното портфолио включва избора на активи, които да бъдат включени в портфолиото и определяне на размера на средствата на портфолиото (портфолио теглата), които да бъдат вложени във всеки един актив.* Както знаем от Теорията на портфолиото, моделът на Марковиц ни снабдява с основата на научното изграждане на портфолиото, вседствие на което стигаме до *дефинирането на ефикасните портфолия* – тези имащи възможно най-високата доходност за определеното ниво на риск, респ. възможно най-нисък риск за определеното ниво на очаквана доходност.

На формална база, моделът на Марковиц ни снабдява с *организирана рамка за оптимизиране на портфолиото*, което позволява на инвеститорите да изградят портфолия, които са ефикасни.

Наблюдение на състоянието на пазара и ситуацията на инвеститора (Monitor Market Conditions and Investor Circumstances)

Наложително е да бъдат наблюдавани условията на пазара, свързания с тях микс от активи и ситуацията на инвеститора. Инвестирането е динамичен процес, който не спира с вземането на инвестиционното решение, а често и бързо се случват промени

Наблюдение на условията на пазара: нуждата да се наблюдават условията на пазара е очевидна. Инвестиционните решения се взимат в динамична пазарна среда, в която промените се случват по принцип. Ключови макро-променливи, като инфлацията и лихвените равнища, следва да бъдат следени регулярно. Информацията за перспективите и очакваните корпоративни резултати очевидно е важна, тъй като тези резултати оказват влияние върху цените на акциите.

Промени в ситуацията на инвеститора: ситуацията на инвеститора може да се промени по много причини, които могат да бъдат групирани в следния ред, на база на описаната по-горе рамка за определяне на политиката на портфолиото:

**Промяна в имущественото състояние* – една промяна в имущественото състояние може да накара инвеститора да се държи по различен начин, вероятно да поема повече рискове, ако богатството му е нарастнало и да отбягва риска, ако то е намаляло.

**Промяна във времевия хоризонт на инвестиране* – традиционно се счита, че с остаряването инвеститорът става по-консервативен в инвестиционния си подход.

**Промени в изискванията за ликвидност* – възникнала нужда от по-висок текущ доход би могла да засили фокуса върху плащащите дивидент акции, докато намаляне на нуждата от текущ доход би могла да доведе до увеличено инвестиране в малки акции, потенциалния доход от които може да се получи години след като е инвестирано.

**Промени в данъчните условия* – инвеститор, който е прескочил максималния подлежащ на облагане доход би могъл да засили интереса си към носещите текущ доход инвестиции. Също, времето на реализиране на едно нарастване на капиталовата стойност би могло да стане по-важно.

**Промени в законовите и другите регулаторни режими* – уредбата касаеща инвестиционния процес се променя регулярно, независимо дали става въпрос за данъчната рамка или регулациите касаещи пенсионните фондове, капиталовия пазар и т.н.

**Промени в специфичните нужди и условия на инвеститора* – инвеститорите са изправени пред редица възможни промени през живота си, зависещи от икономически, социални, политически, здравни и свързани с кариерата фактори.

Ребалансирание на портфолиото (Rebalancing the Portfolio): дори най-внимателно изграденото портфолио не е създадено така, че да издържи неизменно. *Портфолио мениджърите влагат голяма част от времето си в наблюдение и ребалансирание на техните портфолия.* Ключово е обаче да се знае кога и как да се ребалансира, тъй като тук има включен залог: *цената на това да търгуваш срещу цената на това да не търгуваш.*

Цената на това да се търгува включва комисионни, възможно влияние върху пазарните цени и времето нужно, за да се вземат решенията свързани с търгуването.

Цената обаче на това да не се търгува е да се държат позиции, които нарушават плана за разпределяне на класовете активи, поддържане на портфолио, което не е адекватно диверсифицирано и т.н.

Един от проблемите свързан с ребалансирането е т.нар. „*проблем на заключването*”. Такава ситуация възниква, когато се държат инвестиции натрупали ръст на капиталовата им основа и които биха били обект на данъчно облагане при реализирането им. В такава ситуация инвеститорът може да отлага реализирането на инвестициите до подходящото време, поради желанието да избегне данъка върху капиталовия приход.

Много от индивидуалните инвеститори, веднъж отделили време и взели решението за разпределяне на класовете активи, забравят да ребалансират техните

портфолия. Това означава, че те може и да загубят ползите от това, че са направили план за разпределяне на активите. *Ребалансирането намалява риска от резки загуби*, тъй като по принцип ребалансираното портфолио е по-слабо волатилно от небалансираното такова.

За много от инвеститорите е трудно да ребалансират, защото **ребалансирането представлява контрираща стратегия**. При ребалансирането **инвеститорите продават тези класове активи, които са поскъпнали и купуват такива, които не са**. Това обаче е много трудно да се направи от психологическа гледна точка, особено, когато пазарът не спира да расте. В крайна сметка обаче ефектът от ребалансирането се вижда, когато пазарът спре да расте и започне да пада, а пазарът на непоскъпналите активи от друга страна тръгне към растеж.

Ребалансирането си струва усилията (Rebalancing is Worth the Effort): периодичният преглед и ревизиране на разпределението на класовете активи може да се превърне в *дисциплиниран начин да се продава високо и купува ниско*, позволявайки Ви да заключите придобитите печалби и да намалите риска.

Да се ребалансира означава просто *периодично да се прави преглед на портфолиото, за да се подсигурите, че то все още изпълнява Вашите инвестиционни цели*. Ако например сте построили портфолиото си преди 3 години в баланс 60 % акции и 40 % облигации, едно по-добро представяне и поскъпване на облигациите е вероятно да е обърнало баланса в съотношение 40/60 и Вашето портфолио да не отговаря вече на заложената стратегия за разпределение на класовете активи. В такъв случай, *продавайки част от облигациите и купувайки акции Вие възстановявате желанието баланс на активите в портфолиото Ви*.

Много от инвеститорите не обичат да ребалансират, тъй като **да ребалансираш включва продаване на активите-победители и купуване на губещи активи**. То също може да включва *транзакционни такси, данъци върху реализираните капиталови приходи и др.* Но повечето професионални финансисти вярват, че ползите от ребалансирането надхвърлят вредите.

Ребалансирането ни напомня, че трябва да продаваме. То ни дава дисциплината да определим кога и какво да продадем. *Идеята е, че никой не може да предвиди пазара*. Ребалансирането е гарантиран начин *да продаваме високо, независимо, че може би няма да е в най-високата точка и да купуваме ниско, независимо, че може би няма да е в най-ниската точка*.

Колко често да се ребалансира? Повечето експерти препоръчват това да се прави *минимум веднъж годишно*. Други – при отклонение на портфолиото от заложенания план за разпределяне на класовете активи с повече от 5 % напр.

Може да се ребалансира и без да се продава и без по този начин да се предизвикват данъци върху капиталовия приход, *ако се инвестират нови пари за ребалансирането.*

Ако ребалансирането ще доведе до възникването на данъчни задължения си струва да прецените кога да го извършите – *в текущата година или в началото на новата година*, като по този начин ще постигнете отлагане на данъчното задължение с 1 година.

Важното нещо, което трябва да следите, е това **Вие да контролирате портфолиото, а не то само да се контролира.**

Оценка на представянето (Performance Measurement)

Процесът на портфолио мениджмънт е създаден, *за да подпомага вземането на инвестиционни решения по организиран и систематичен начин.* Ясно е, че е важно да се оценява ефективността на цялостния процес на вземане на решения. Оценката на представянето на портфолиото позволява на инвеститорите да преценят успеха на портфолио мениджъра в управлението на процеса на портфолио мениджмънта. Оценката е ключова част от *наблюдението на инвестиционната стратегия, базирана на целите, ограниченията и предпочитанията на инвеститора.*

Оценката на представянето на портфолиото е важна както за използващите портфолио мениджъри, така и за инвестиращите самостоятелно. Тя позволява на инвеститора да оцени рисковете, които са били поети, причините за успеха или провала на инвестиционната програма и цената на поставените ограничения пред портфолио мениджъра. Това от своя страна може да доведе до ревизиране на процеса.

В оценката на представянето съществуват и неразрешени въпроси, въпреки възникването на цяла индустрия за осигуряване на данни и анализи за историческото представяне на активите. Но *оценката на представянето на портфолиото е възлова част от процеса на инвестиционния мениджмънт* със свое собствено място в науката изучаваща инвестирането.

© “ИНТЕР АКАУНТ Файненшъл Сървисиз” ЕООД

м. ноември 2014 г., София

www.interaccount.eu

Използван източник: *Investments, Tenth Edition, Charles P. Jones, 2007, John Wiley & Sons*

Настоящата публикация има информативна и образователна цел. Тя е създадена, за да ви запознае с основни теоретични постановки в областта на инвестиционния мениджмънт. Използването на настоящата публикация следва да бъде ограничено само до образователната и цел (и във връзка с разпоредбите на Чл. 24 (1), т. 3 от Закона за авторското право и сродните му права). Публикацията не представлява консултация или съвет за вземането на конкретни финансови или инвестиционни решения и не следва да бъде използвана с такава цел. Дружество с ограничена отговорност "ИНТЕР АКАУНТ Файненишъл Сървисиз" не може да бъде държано отговорно по какъвто и да е начин за резултатите от използването на настоящата публикация.