

PRODUKT INWESTYCYJNY

# CITADEL

---

## OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA PORTFELA

Portfel bezpieczny, który ma za zadanie generować 5-6% zysku rocznie przy minimalnych wahaniami wartości zgromadzonych aktywów. W portfelu przeważały będą instrumenty o stałym dochodzie, tj. głównie polskie i zagraniczne obligacje korporacyjne, rządowe lub całe zdywersyfikowane paczki obligacji złożone, np. z długu rynków wschodzących.

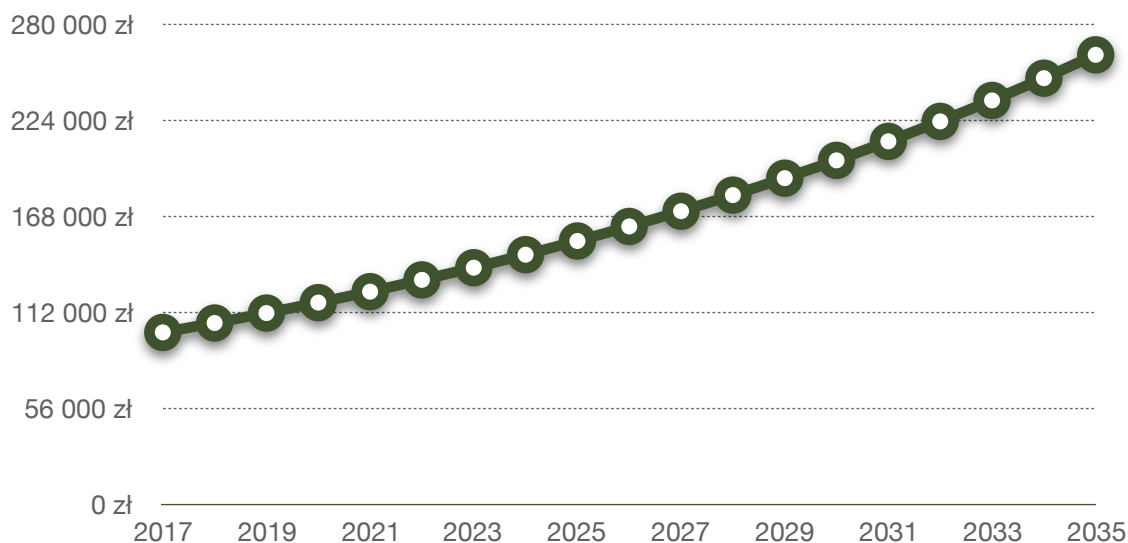
Za sprawą znajdujących się w portfelu innych instrumentów (które są w mniejszości), czyli np. akcji, ETF-ów, metali szlachetnych i walut możliwe jest uzyskanie wyższego wyniku procentowego w perspektywie kilku lat, jednak nie należy oczekiwać, iż zysk przekroczy 7-8% rocznie.

Podejście inwestycyjne zakłada bardzo częste stosowanie strategii hedgingowych, których zadaniem jest przede wszystkim niedopuszczenie do strat podczas całego trwania inwestycji, ani do nadmiernych wahań kapitału, a także zamrożenie i zabezpieczenie już wypracowanych zysków na poziomie co najmniej 5-6%.

Strategie hedgingowe stosowane przez większość czasu trwania inwestycji są bardzo kosztowne i w znaczny sposób ograniczają maksymalny potencjalny dochód możliwy do wypracowania, jednak w tego typu portfelu priorytetem nie jest wysokość zysku, a ochrona kapitału.

Portfel idealnie nadaje się jako tzw. tymczasowa przechowalnia oszczędności, które w ciągu dwóch-trzech lat wykorzystane zostaną do innego celu i inwestycja w bardziej ryzykowne aktywa o większej zmienności nie będzie pierwszym sugerowanym rozwiązaniem.

### ZYSK NA PRZESTRZENI LAT DLA 100 000 ZŁ UŁOKOWANYCH W PORTFELU



## OPIS STRATEGII INWESTYCYJNEJ

Strategia inwestycyjna wyklucza spekulację, użycie dźwigni finansowej oraz granie na spadek wartości aktywów. Podejście inwestycyjne opiera się przede wszystkim na zabezpieczeniu i ochronie zgromadzonego kapitału, a dopiero w drugiej kolejności na wypracowaniu dochodu.

Priorytetem nie jest dążenie do maksymalizowania zysków, lecz do optymalizacji zysków w stosunku do ponoszonego ryzyka. Aby jednak osiągnąć zwrot przekraczający 5% niezbędna będzie inwestycja w nieco bardziej rentowne walory charakteryzujące się także podwyższoną zmiennością, takie jak ETF-y na całe gospodarki lub akcje pojedynczych firm dywidendowych.

Inwestycje tego typu zawsze zabezpieczone będą jednak przed wahaniami poprzez zastosowanie opcyjnych strategii hedgingowych.

Modelem docelowym jest skonfigurowanie wyjściowego portfolio i późniejsza jak najmniejsza ingerencja w jego skład oraz ograniczenie liczby zawieranych transakcji, aby zminimalizować koszty obsługi portfela.

### Wybór aktywów

Preferowanym składnikiem portfela w pierwszej kolejności będą aktywa wypłacające stałe odsetki, które ustanowią stabilną bazę zapewniającą 3-4% zwrotu dla przynajmniej połowy portfela.

Możliwymi aktywami tego typu, które znajdą tu zastosowanie, są przede wszystkim polskie i zagraniczne obligacje korporacyjne dużych i stabilnych firm z mocnym ratingiem kredytowym, a także obligacje rządowe państw charakteryzujących się stopami procentowymi przynajmniej na poziomie 3%.

W portfelu mogą znaleźć się także całe grupy zdywersyfikowanych obligacji rządowych i/lub korporacyjnych pochodzących, na przykład z rynków wschodzących.

Warunkiem wyboru odpowiednich obligacji jest pewny rating kredytowy przyznany danemu krajowi/firmie oraz przeprowadzenie przez zarządzającego analizy fundamentalnej gospodarki/przedsiębiorstwa w poszukiwaniu ewentualnych symptomów poprawienia lub pogorszenia kondycji w nadchodzących latach. Do portfela wybierane będą tylko te aktywa, których perspektywa wydaje się niczym nie zagrożona.

Jeśli chodzi o akcyjną część portfolio, to pierwszym etapem w wyborze składnika do portfela jest identyfikacja niedowartościowanej gospodarki/branży/spółki, która ma duże szanse rozwoju lub ekspansji i dla której istnieją racjonalne powody, aby w ciągu najbliższych lat zakładać zwiększenie przychodów i wartości firmy. Ocena niedowartościowania następuje na podstawie wskaźników fundamentalnych, takich jak obecne oraz prognozowane EPS, P/E, P/B, P/S i innych, a także na podstawie porównania firmy do benchmarku i do konkurencji (jeśli to możliwe).

Ocena potencjału rozwojowego spółki następuje na podstawie badania prognoz oraz zakładanego zapotrzebowania na produkty czy usługi firmy lub całej branży, a także na podstawie analizy panujących

trendów, strategicznych planów rozwoju przedsiębiorstwa czy opracowań analityków dotyczących przyszłych przychodów/zysków danej spółki.

W wyjątkowych sytuacjach globalnego zagrożenia (politycznego, militarnego, ekonomicznego) portfel może realokować większą część aktywów w instrumenty bezpieczne w rodzaju złota, srebra lub walut typu frank szwajcarski czy jen japoński.

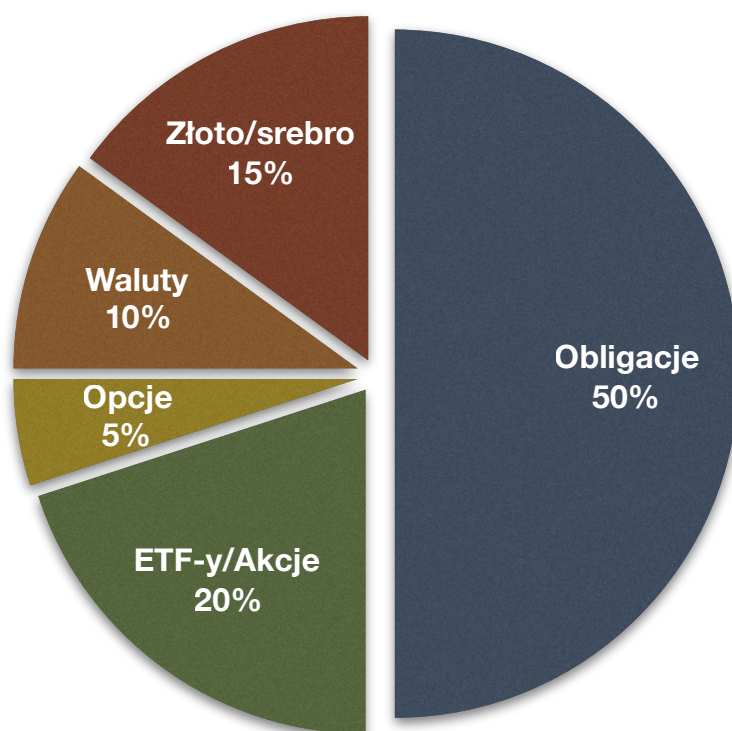
### Wykorzystywane instrumenty

Portfel zakłada posługiwanie się przede wszystkim instrumentami takimi jak obligacje korporacyjne i rządowe, waluty, REIT-y, ETF-y złożone z wielu pojedynczych spółek oraz sporadycznie – kiedy nie istnieje pożądany ETF lub kiedy jego zakup nie jest uzasadniony – akcjami konkretnych firm. Taka sytuacja jest możliwa, na przykład w przypadku, gdy cały ETF znajduje się w stanie przewartościowania, lecz pojedyncze spółki, które wchodzi w jego skład, znacznie odstają od średniej z ETF-a.

Instrumenty i aktywa mogą pochodzić z każdej publicznej i niepublicznej giełdy oraz rynku over-the-counter w dowolnym kraju. Obok akcji istnieje także możliwość posługiwania się tzw. ADR-ami notowanymi w głównej walucie rozliczeniowej portfela, aby uniknąć niepotrzebnego przewalutowania lub zminimalizować koszty transakcyjne.

Sporadycznie możliwe jest wykorzystanie opcji w celach innych niż hedging, zawsze będą to jednak pozycje o ograniczonym i z góry znanym ryzyku. Przykładem takiej strategii mogą być wystawiane spready o bardzo małym ryzyku i bardzo małym potencjale zysku, a także pozycje syntetyczne czy polityka Covered CALL wykorzystywana do tego, aby zamrozić lub zmaksymalizować wypracowane do tej pory zyski z ETF-a lub z akcji.

### PROPORCJONALNY SKŁAD PORTFELA W PODZIALE NA STOSOWANE INSTRUMENTY INWESTYCYJNE



Dopuszczanym przypadkiem może być wystawienie zabezpieczonych gotówką opcji PUT w celu rzeczywistego zakupu akcji lub ETF-ów po niższej cenie niż obecna. Jednak w ramach portfela użycie opcji nigdy nie będzie odbywało się w celach spekulacyjnych.

### **Horyzont inwestycyjny**

Minimalny okres zamrożenia kapitału w portfelu wynosi 2 lata. Przed upływem tego terminu z dużym prawdopodobieństwem nie uda się uzyskać wyniku 5% rocznie. 1 rok jest to natomiast minimalny okres, po którym portfel zacznie przynosić jakikolwiek zysk.

Wysoki próg czasowy wynika z faktu, iż obligacje dużych i stabilnych korporacji o dobrym ratingu kredytowym, które wypłacają 5-6% odsetek, bardzo rzadko można kupić na rynku wtórnym za ich cenę nominalną. Zazwyczaj za tego typu papiery zapłacić trzeba jednorazowe premium w wysokości 103-104% ich wartości, dlatego dopiero minimalnie dwuletni okres wypłaty odsetek będzie w stanie zrekompensować część jednorazowej nadpłaty poświęconej na początku inwestycji.

Akcyjna część portfela także potrzebuje czasu, aby wzrost wartości papierów pokrył w pierwszej kolejności koszt zakupu dodatkowego ubezpieczenia opcyjnego, które towarzyszyć będzie większości zawieranych transakcji.

### **Realizacja zysków**

Sprzedż obligacji następuje w momencie, gdy znacznie pogarsza się sytuacja ekonomiczna kraju lub przedsiębiorstwa, gdy zmienia się perspektywa kredytowa na negatywną lub gdy ad hoc obniżany jest rating kredytowy kraju/przedsiębiorstwa.

Pozbycie się obligacji może też nastąpić w przypadku, gdy dług udało się kupić z dyskontem w stosunku do ceny nominalnej i gdy po czasie kurs obligacji wyrówna się (lub przekroczy) ich wartość nominalną.

Zamknięcie pozycji na instrumentach bezpiecznych (metale szlachetne, waluty) następuje w momencie, gdy ustąpi napięcie lub zagrożenie polityczne/ekonomiczne lub gdy instrumenty te odnotują ponadnormatywny skok wartości w krótkim czasie i drastycznie podniesie się ryzyko wystąpienia korekty w krótkim terminie.

Wyjście z inwestycji akcyjnych następuje w momencie, w którym czynniki fundamentalne przestają wskazywać na dalszy potencjał do rozwoju, na przykład jeśli spółka nasyciła już rynek swoimi produktami lub usługami, jeśli zmieniła się sytuacja prawno-ekonomiczna, jeśli pojawił się nowy lepszy produkt/usługa, jeśli prognoza przychodów na kolejne lata przestała rosnąć i tym podobne.

Drugi przypadek, w którym następuje wyjście z inwestycji, to osiągnięcie momentu, gdy spółka staje się przewartościowana i wycena jej akcji na giełdzie przestaje być adekwatna do zysków generowanych przez przedsiębiorstwo czy przez grupę przedsiębiorstw w przypadku ETF-a.

Podobnie jest w przypadku inwestycji w całe gospodarki. Zamknięcie pozycji następuje, gdy pozytywne trendy w ekonomii danego kraju zaczynają słabnąć, gdy psują się wskaźniki, gdy maleje impet wzrostowy i/lub gdy rynek staje się przewartościowany.

Zamykanie pozycji może następować na raty w miarę realizowania zysków z coraz większych części pozycji lub natychmiastowo i jednorazowo, na przykład w przypadku nagłej zmiany sytuacji geopolitycznej (zaskakujący wynik wyborów, niespodziewany konflikt zbrojny itd).

---

## SYSTEM ZARZĄDZANIA RYZYKIEM

Kluczowym elementem strategii jest zarządzanie ryzykiem w taki sposób, aby zminimalizować obsunięcia kapitału, zmniejszyć do minimum amplitudę jego wahań, a także ograniczyć wszelkie potencjalne straty, nawet kosztem uzyskania przychodu. W tym celu stosowany jest cały szereg działań adekwatnych do specyfiki danej pozycji.

### **Dywersyfikacja i korelacja**

Najważniejszą zasadą przy konstruowaniu portfela jest jego realna dywersyfikacja zarówno jeśli chodzi o same klasy aktywów, jak i o instrumenty oraz giełdy, na których są one notowane. Stosowana dywersyfikacja ma charakter wielopoziomowy i odbywa się na szczeblu instrumentu, kontynentu, kraju, branży oraz pojedynczej spółki.

Specyfika zawartości portfolio składającego się z aktywów odzwierciedlających stan zupełnie odmiennych gospodarek czy sektorów z różnych krajów sama w sobie wydaje się już odpowiednią dywersyfikacją, jednak aby podnieść stopień pewności, przy każdej inwestycji dokładnie sprawdzany jest poziom korelacji nowego instrumentu z tymi, które już są w portfelu obecne oraz z większością światowych indeksów giełdowych, aby przeprowadzić symulację pod postacią tzw. stress testów, czyli sprawdzić jak dodanie nowego instrumentu do portfela wpłynie na zmianę parametru VaR oraz poziom P&L całego portfolio.

### **Ucieczka w instrumenty bezpieczne**

W przypadku znacznego pogorszenia się nastrojów na rynkach, spowolnienia gospodarczego, wystąpienia zagrożeń militarnych, pojawienia się objaw recesji w którejś z dużych gospodarek lub w przypadku jakiegokolwiek innego czynnika, który w krótkim lub w dłuższym terminie zachwiać może światową lub lokalną

gospodarką, nastąpi błyskawiczna realokacja akcyjnej części aktywów portfela w instrumenty bezpieczne, takie jak metale szlachetne lub bezpieczne waluty.

W przypadku dalszego pogarszania się sytuacji, odsprzedane zostaną także obligacje krajów/przedsiębiorstw bezpośrednio lub pośrednio narażonych na zagrożenia płynące z zaistniałej sytuacji.

### **Zabezpieczanie pozycji opcjami**

W związku z tym, iż w portfelu niedopuszczalne są pokaźne wahania jego wartości, bardzo często przy wchodzeniu w inwestycję, a także w trakcie jej trwania, stosowane będą strategie hedgingowe mające na celu ubezpieczenie posiadanych pozycji od ewentualnych spadków.

Strategia Married PUT stosowana będzie najczęściej w przypadku otwierania pozycji bezpośrednio po mocnych korektach. Jednoczesne ubezpieczenie zakupu akcji poprzez zakup opcji PUT at-the-money ma na celu zagwarantowanie, że na transakcji nie pojawią się znaczne straty w sytuacji, gdyby od razu po zakupie instrumentu jego kurs w dalszym ciągu spadał.

Zabezpieczenie opcjami może też nastąpić po gwałtownych i ponadnormatywnych wzrostach notowań. Wtedy zastosowane będą opcje PUT, aby chronić już wypracowane zyski przed ich utratą w przypadku, gdy spodziewana jest drobna korekta, ale jednocześnie oczekiwane są dalsze wzrosty wartości instrumentu w dłuższym terminie.

Drugą możliwością jest zminimalizowanie ryzyka utraty wypracowanych zysków poprzez wystawienie opcji CALL na posiadany instrument i tym samym zmaksymalizowanie osiągniętego zarobku w przypadku dalszych wzrostów lub pomniejszenie straty w sytuacji wystąpienia korekty.

### **Poziomy stop loss**

Dla wszystkich pozycji akcyjnych z jakichś powodów nieubezpieczonych opcjami ustawione zostaną bardzo ciasne poziomy stop loss. Metody wyboru konkretnych stop lossów są wielorakie i za każdym razem zależą od specyfiki danej inwestycji i instrumentu.

Poziomy stop loss mogą opierać się na wartościach procentowych, na sytuacji technicznej na wykresie cenowym, na kwotowej maksymalnej dopuszczalnej stracie generowanej przez daną pozycję, a w sporej części przypadków mogą być także poziomami ruchomymi, tzw. trailing stop, które podążają za ceną i dopasowują się na bieżąco do rozwoju wypadków.

### **Wielkość pozycji i rebalansowanie**

Bardzo ważnym aspektem systemu zarządzania ryzykiem jest dobór odpowiedniej wielkości pozycji. Ideą jest stosowanie pojedynczych pozycji na tyle małych, aby ewentualne straty wywołane przez spadek wartości jednej z nich nie wpłynęły znacznie na stan i wahania całego portfolio.

Łączna wielkość pojedynczej pozycji w portfelu nie powinna przekraczać 10%. Pojedynczą pozycję rozumie się nie jako pojedynczy instrument, lecz jako grupę/klasę instrumentów, która jest ze sobą skorelowana w stopniu przekraczającym poziom 0.65. Ma to zapobiec tzw. pozornej dywersyfikacji i sytuacji, w której jedno tylko wydarzenie ekonomiczne/polityczne jest w stanie wpłynąć na zachowanie się istotnej części portfela.

### **Ryzyko strat w krótkim terminie**

W związku ze specyfiką portfela, ryzyko poniesienia strat w ciągu pierwszych dwóch lat trwania inwestycji jest bardzo małe. Istnieje jednak znaczne ryzyko, iż w ciągu pierwszego roku portfel nie przyniesie jeszcze zakładanego zysku na poziomie 5%. Wiąże się to przede wszystkim z faktem, iż przy pierwszym konstruowaniu i uruchamianiu portfela konieczne jest poniesienie dodatkowych kosztów przy zakupie obligacji oraz przy ubezpieczaniu opcjami zawieranych transakcji.

Gdyby koszty te okazały się większe niż zakładano, dopuszczalna będzie możliwość ich zredukowania poprzez jednoczesne lub późniejsze wypisywanie spreadów opcyjnych typu credit na danych aktywach akcyjnych, a także wypożyczanie akcji za opłatą w celu dokonania na nich krótkiej sprzedaży.

---

## PRZYKŁADOWE INWESTYCJE I SKŁAD PORTFELA

Nadrzędną filozofią inwestycyjną portfela jest wybór aktywów charakteryzujących się najniższą relatywną ceną, najniższym ryzykiem i najwyższym potencjałem do utrzymania swojej wartości (obligacje, waluty) lub do jej zwiększania (akcje, metale szlachetne).

W przypadku obligacji, których rentowność i ceny na rynku wtórnym zmieniają się w czasie rzeczywistym, nie istnieje możliwość wybrania odpowiednich aktywów „na przyszłość”, gdyż to będzie zależało w dużej mierze od momentu uruchomienia portfela. W krajach, które wychodzą z recesji (Brazylia, Rosja) stopy procentowe zmieniają się praktycznie na każdym posiedzeniu Banku Centralnego, a więc sytuacja za pół roku może być już diametralnie różna od tej, która jest dzisiaj.

Niemniej na dzień dzisiejszy w portfelu znalazłyby się serie obligacji pochodzących przede wszystkim z rynków wschodzących (zarówno obligacje rządowe jak i korporacyjne), takich jak Polska, Brazylia, Rosja, Turcja czy Malezja.



Jeśli chodzi o część akcyjną portfela, w dużej mierze trafiłyby do niej najsilniejsze spółki czy ETF-y na całe sektory/gospodarki z portfela Manhattan. Dodatkowym kryterium wyboru tych aktywów byłby jednak fakt wypłacania dywidendy, minimalny zakres wahań oraz jak najszybszy implikowany czas wzrostu wartości danych aktywów.

---

## DLA KOGO PRZEZNACZONY JEST PORTFEL

Portfel złożony z aktywów o podobnej charakterystyce jak te wymienione powyżej będzie idealny dla osób, którym nie zależy na osiągnięciu ponadprzeciętnych zysków, ale jednocześnie dochód z lokat jest dla nich niewystarczający.

W związku z dość niskim ryzykiem towarzyszącym tego rodzaju inwestycji portfel świetnie nada się jako ochrona pieniędzy przed inflacją lub tzw. przechowalnia gotówki, dla której określony został inny cel wykorzystania w perspektywie kilku najbliższych lat.

— *Kontakt do osoby sporządzającej dokument: [portfolio@asqassetadvisors.com](mailto:portfolio@asqassetadvisors.com)* —





