بیانیه سیاست‌های سرمایه‌گذاری

صندوق سرمایه‌گذاری مبتنی بر کالای الگوریتم

شاخه کالایی مبتنی برفلز طلا با نماد «هیرا»

شهریور ماه ۱۴۰۵

۱. مقدمه، جایگاه هیرا و هدف از تدوین بیانیه

صندوق سرمایه‌گذاری مبتنی بر کالای الگوریتم، صندوقی قابل معامله در بورس با ساختاری Multi-NAV است که امکان ایجاد شاخه‌های کالایی مستقل و محاسبه جداگانه خالص ارزش دارایی‌ها برای هر شاخه را فراهم می‌کند. در این ساختار، هر شاخه کالایی دارای نماد معاملاتی، کد معاملاتی، دارایی‌ها، بدهی‌ها و ارزش خالص دارایی مستقل خواهد بود و عملکرد آن به صورت جداگانه قابل اندازه‌گیری و ارزیابی است. اساسنامه صندوق نیز «شاخه کالایی» را مجموعه‌ای از یک یا چند گواهی سپرده کالایی تحت یک عنوان مشخص تعریف کرده و امکان افزودن شاخه‌های کالایی جدید را در چارچوب مقررات و پس از طی مراحل قانونی پیش‌بینی کرده است.

«هیرا» نخستین شاخه فعالیت این صندوق و شاخه اختصاصی مبتنی بر طلا است. بر این اساس، هیرا یک صندوق مستقل خارج از ساختار صندوق مبتنی بر کالای الگوریتم نیست، بلکه یکی از NAV های کالایی آن به شمار می‌رود؛ همان‌گونه که در آینده امکان ایجاد شاخه‌های کالایی دیگری با نام و نماد مستقل در همین ساختار وجود خواهد داشت. موضوع اصلی فعالیت صندوق در مرحله فعلی نیز سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مبتنی بر کالا در شاخه فلز طلا تعریف شده و دارایی‌ها و بدهی‌های هر شاخه باید به صورت جداگانه نگهداری و گزارش شود.

این بیانیه با هدف تعیین چارچوب تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری هیرا تدوین شده است. وظیفه آن صرفاً بیان حدنصاب‌های قانونی نیست؛ بلکه مشخص می‌کند مدیر سرمایه‌گذاری در محدوده اختیارات قانونی با چه فلسفه‌ای پرتفوی را اداره خواهد کرد، چه نوع ریسک‌هایی را قابل پذیرش می‌داند، چه زمانی مجاز به فاصله گرفتن از ترکیب پایه است و عملکرد وی بر اساس چه معیاری ارزیابی خواهد شد.

فلسفه بنیادین هیرا بر این اصل استوار است که سرمایه‌گذار با خرید واحدهای این شاخه، در وهله نخست خواهان قرار گرفتن در معرض بازده طلا است. بنابراین وظیفه مدیریت صندوق ایجاد یک پرتفوی پیچیده با منابع متعدد بازده نیست؛ بلکه حفظ رفتار اقتصادی صندوق در نزدیکی شمش طلا و استفاده محدود، هدفمند و قابل‌کنترل از ظرفیت مدیریت فعال برای بهبود همین بازده است. به بیان دیگر، ریسک اصلی که سرمایه‌گذار آگاهانه می‌پذیرد ریسک طلاست؛ وظیفه مدیریت، جلوگیری از افزودن ریسک‌های غیرضروری به این ریسک پایه است.

۲. هدف سرمایه‌گذاری و معیار ارزیابی عملکرد

شاخص اصلی و طبیعی برای ارزیابی عملکرد هیرا، گواهی سپرده شمش طلای بورس کالای ایران است. انتخاب این معیار از یک منطق ساده ناشی می‌شود: بخش غالب دارایی‌های صندوق در شرایط عادی در شمش طلا نگهداری خواهد شد و در نتیجه، سرمایه‌گذار باید بتواند عملکرد مدیر صندوق را در مقایسه با ساده‌ترین گزینه قابل دسترس برای سرمایه‌گذاری مستقیم در شمش ارزیابی کند.

هدف هیرا صرفاً کسب بازده مثبت نیست. در شرایطی که قیمت طلا افزایش یافته باشد، کسب بازده مثبت به‌تنهایی چیزی درباره کیفیت مدیریت صندوق نشان نمی‌دهد. معیار واقعی عملکرد آن است که سرمایه‌گذار پس از پرداخت هزینه‌های صندوق، بازدهی متناسب با دارایی پایه دریافت کرده باشد. از این رو هدف عملیاتی مدیریت صندوق آن است که بازده خالص هیرا پس از کسر هزینه‌های مدیریت، بازارگردانی و سایر هزینه‌های صندوق، در افق مناسب حداقل هم‌سطح بازده گواهی سپرده شمش طلا باشد و در صورت وجود فرصت‌های مناسب، از آن فراتر رود.

این هدف دو پیامد مهم برای سیاست سرمایه‌گذاری دارد. نخست آنکه مدیریت فعال تنها زمانی ارزشمند است که بتواند هزینه‌ای را که به سرمایه‌گذار تحمیل می‌شود جبران کند یا بازدهی بالاتر از آن ایجاد نماید. دوم آنکه ایجاد بازده مازاد نباید با پذیرش سطحی از ریسک همراه باشد که ماهیت اقتصادی صندوق را تغییر دهد. هیرا قرار نیست با پذیرش اهرم سنگین یا معاملات جهت‌دار گسترده، بازدهی متفاوتی از طلا ایجاد کند؛ بلکه قرار است تا حد امکان همان Exposure اصلی به طلا را حفظ کرده و از مجموعه محدودی از ناکارایی‌ها و فرصت‌های بازار برای بهبود بازده استفاده کند.

بر همین اساس، مفهوم Alpha در هیرا نیز باید به صورت نسبی تعریف شود. آلفای مطلوب صندوق، بازدهی اضافه‌ای است که نسبت به شمش و پس از تعدیل بابت ریسک فعال ایجاد می‌شود. اگر یک استراتژی فعال بازده بیشتری ایجاد کند اما همزمان Tracking Error، احتمال زیان نسبی یا آسیب‌پذیری صندوق در برابر سناریوهای نامطلوب را به شکل نامتناسب افزایش دهد، صرف بازده بالاتر نمی‌تواند توجیه کافی برای استفاده از آن باشد.

از این منظر، مهم‌ترین ریسک مدیریتی هیرا نه افت قیمت طلا ــ که ذاتاً بخشی از ریسک سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذار است ــ بلکه عقب‌ماندگی معنادار و قابل اجتناب صندوق از شمش طلا است. تمام اجزای سیاست سرمایه‌گذاری، از تخصیص دارایی گرفته تا اندازه موقعیت‌های فعال و استفاده از مشتقات، باید نهایتاً با همین معیار سنجیده شوند.

۳. ساختار پرتفوی و منطق مدیریت فعال

ساختار سرمایه‌گذاری هیرا بر الگوی هسته و بخش فعال استوار است. هسته پرتفوی، گواهی سپرده شمش طلاست و بخش فعال تنها سهم محدودی از دارایی‌ها را در بر می‌گیرد. بر اساس امیدنامه، حداقل ۷۰ درصد ارزش دارایی هر شاخه کالایی باید در گواهی سپرده کالایی همان شاخه سرمایه‌گذاری شود. همچنین برای اوراق مشتقه، موقعیت‌های بدون پوشش و خرید اختیار معامله حدنصاب‌های جداگانه تعیین شده است.

سیاست داخلی هیرا از این حداقل قانونی محافظه‌کارانه‌تر است. در شرایط عادی، وزن هدف گواهی سپرده شمش طلا در حدود ۹۰ درصد پرتفوی خواهد بود و حداکثر حدود ۱۰ درصد از NAV به عنوان ظرفیت مدیریت فعال در نظر گرفته می‌شود. این ۱۰ درصد الزاماً نباید سرمایه‌گذاری شود و حتی می‌تواند به طور کامل در شمش یا وجه نقد باقی بماند. وجود این ظرفیت صرفاً به این معناست که مدیر صندوق اجازه دارد در صورت مشاهده فرصت با ارزش مورد انتظار مثبت، بخشی محدود از منابع را از ترکیب پایه خارج کند.

این بخش فعال می‌تواند متناسب با شرایط بازار میان سکه، نقره، موقعیت خرید اختیار معامله، وجه نقد و سایر ابزارهای مجاز تخصیص یابد. سقف استفاده از نقره پنج درصد پرتفوی و سقف موقعیت خرید اختیار معامله نیز در محدوده مجاز تعیین‌شده قرار خواهد داشت. در خصوص سکه، محدودیت داخلی مستقلی فراتر از سقف کلی بخش فعال تعیین نمی‌شود، زیرا نقش سکه در پرتفوی نه به عنوان یک دارایی دائمی، بلکه به عنوان جایگزین تاکتیکی شمش در مقاطع خاص تعریف شده است.

جابه‌جایی میان شمش و سکه زمانی توجیه‌پذیر است که تفاوت ارزش‌گذاری این دو بازار، حباب سکه، شرایط عرضه و تقاضا، وضعیت نقدشوندگی و بازده مورد انتظار نسبی، فرصت مناسبی ایجاد کرده باشد. بنابراین افزایش وزن سکه به این معنا نیست که مدیر صندوق دیدگاهی مستقل نسبت به «بازار سکه» اتخاذ کرده است؛ بلکه تصمیمی Relative Value است که باید نسبت به نگهداری شمش دارای توجیه اقتصادی باشد. زمانی که این توجیه از بین برود، بازگشت به شمش گزینه طبیعی پرتفوی خواهد بود.

همین منطق درباره نقره نیز برقرار است. سرمایه‌گذاری در نقره برای ایجاد تنوع ظاهری در پرتفوی انجام نمی‌شود. با توجه به هدف اصلی صندوق، تنوع‌بخشی تنها زمانی مطلوب است که به بهبود نسبت بازده به ریسک یا ایجاد بازده مازاد کمک کند. در نتیجه نقره یک ابزار تاکتیکی است و افزایش وزن آن تنها در شرایطی انجام می‌شود که مدیریت انتظار داشته باشد بازده مورد انتظار آن، با توجه به شرایط بازار داخلی و قیمت‌گذاری نسبی، از شمش جذاب‌تر باشد.

در حوزه مشتقات، اولویت با ساختارهایی است که حداکثر زیان آن‌ها از پیش قابل اندازه‌گیری باشد. از این رو خرید اختیار خرید می‌تواند در دوره‌هایی که مدیریت انتظار حرکت صعودی قابل توجهی در دارایی پایه دارد مورد استفاده قرار گیرد. در این حالت،

Premium پرداختی حداکثر زیان مستقیم موقعیت را مشخص می‌کند و مدیر می‌تواند با سرمایه‌ای محدود، Exposure صعودی بیشتری ایجاد نماید. این ویژگی اختیار خرید با فلسفه هیرا سازگارتر از فروش اختیار بدون پوشش است؛ زیرا هدف صندوق افزایش کنترل‌شده پتانسیل صعودی است، نه پذیرش زیان‌های بالقوه نامحدود.

نکته مهم آن است که سقف ۱۰ درصدی بخش فعال صرفاً یک حد حسابداری نیست. ممکن است ارزش اولیه یک موقعیت اختیار معامله محدود باشد، اما حساسیت اقتصادی آن نسبت به دارایی پایه بسیار بیشتر باشد. بنابراین مدیر صندوق موظف است در کنار ارزش ریالی موقعیت، Premium، Delta در معرض ریسک، سررسید، نوسان ضمنی و حساسیت موقعیت نسبت به تغییرات قیمت را نیز مدنظر قرار دهد. استفاده از مشتقات نباید موجب شود رفتار کل پرتفوی به شکل معناداری از رفتار شمش فاصله بگیرد.

در نتیجه، هسته شمش نقش «لنگر» پرتفوی را ایفا می‌کند و بخش فعال تنها برای ایجاد بهبود حاشیه‌ای در بازده مورد استفاده قرار می‌گیرد. این ساختار عمداً نامتقارن طراحی شده است: مدیر برای استفاده از فرصت‌های صعودی اختیار محدودی دارد، اما اجازه ندارد برای کسب بازده مازاد، ماهیت کم‌ریسک نسبی صندوق نسبت به شمش را تغییر دهد.

۴. فرآیند تحلیل، تصمیم‌گیری و بازمتوازن‌سازی

مهم‌ترین متغیر در فرآیند تحلیل هیرا، نرخ ارز در بازار داخلی ایران است. اگرچه قیمت داخلی طلا حاصل ترکیب قیمت جهانی طلا و نرخ ارز است، مدیریت صندوق تصمیمات فعال خود را عمدتاً بر اساس ارزیابی شرایط بازار ارز داخل کشور اتخاذ خواهد کرد.

این رویکرد از ماهیت اقتصاد ایران ناشی می‌شود. در بازاری که تغییرات نرخ ارز نقش محوری در قیمت‌گذاری دارایی‌های ریالی مبتنی بر طلا دارد، تشخیص اینکه دلار در مقایسه با متغیرهای بنیادی اقتصاد «ارزان»، «منصفانه» یا «گران» است، اهمیت بیشتری از پیش‌بینی کوتاه‌مدت اونس جهانی برای تصمیمات تاکتیکی صندوق خواهد داشت.

برای این منظور، مدیریت صندوق مجموعه‌ای از متغیرهای پولی و اقتصادی را به صورت مستمر بررسی خواهد کرد. نقدینگی و اجزای آن، رشد پایه پولی، تورم، انتظارات تورمی، سیاست‌های ارزی، وضعیت منابع و مصارف ارزی، شرایط مالی دولت، نرخ‌های سود، تحولات سیاسی و سایر عواملی که می‌توانند بر عرضه و تقاضای ارز اثرگذار باشند، ورودی‌های اصلی این فرآیند تحلیلی هستند. با این حال، هدف از بررسی این متغیرها تولید یک پیش‌بینی نقطه‌ای دقیق برای نرخ ارز نیست. آنچه برای مدیر صندوق اهمیت دارد، تشخیص جهت و عدم تقارن ارزش‌گذاری است.

پرسش اصلی چنین است: اگر نرخ ارز در سطح فعلی پایین‌تر از سطحی باشد که متغیرهای بنیادی اقتصاد توجیه می‌کنند، آیا نسبت بازده مورد انتظار به ریسک برای افزایش محدود Exposure صعودی مناسب است؟ اگر پاسخ مثبت باشد، مدیر می‌تواند بخشی از ظرفیت فعال را از شمش به ابزارهایی با Convexity یا Beta بالاتر منتقل کند؛ برای مثال افزایش وزن نقره، استفاده از اختیار خرید یا ورود تاکتیکی به سکه.

در مقابل، گران ارزیابی شدن نرخ ارز به معنای اتخاذ موقعیت فروش نخواهد بود. هیرا در محیط تورمی اقتصاد ایران، اصولاً بنا ندارد به صورت ساختاری در برابر دلار یا طلا Short شود. این تفاوت بخش مهمی از فلسفه سرمایه‌گذاری صندوق است. زمانی که ارز گران ارزیابی شود، پاسخ مدیر «فروش طلا» نیست، بلکه کاهش ریسک فعال و بازگشت پرتفوی به شمش است. به بیان دیگر، ساختار تصمیم‌گیری نامتقارن است: ارزندگی بازار می‌تواند مجوز افزایش محدود ریسک باشد، اما گران‌شدن بازار صرفاً موجب کاهش ریسک خواهد شد، نه معکوس کردن جهت پرتفوی.

متغیرهای جهانی از جمله اونس طلا، نرخ بهره آمریکا، نرخ بهره واقعی، سیاست‌های فدرال رزرو، شاخص دلار و سایر داده‌های اقتصاد جهانی نیز به طور مستمر رصد خواهند شد. با این حال هیرا تلاش نمی‌کند بازده مازاد خود را از طریق پیش‌بینی جهت اونس جهانی ایجاد کند. بنابراین انتظار کاهش اونس به‌تنهایی مبنای خروج گسترده از طلا یا ایجاد موقعیت نزولی نخواهد بود. از منظر مدیریت فعال، هدف آن است که ریسک جهت‌دار ناشی از متغیرهای جهانی تا حد امکان محدود باشد و تصمیم اصلی بر متغیرهایی متمرکز شود که تیم مدیریت مزیت تحلیلی بیشتری در آنها دارد.

فرآیند Rebalancing نیز بر همین مبنا طراحی خواهد شد. بازمتوازن‌سازی پرتفوی به یک تقویم ثابت محدود نخواهد بود و عمدتاً Trigger-Based خواهد بود. تغییر معنادار در ارزیابی نرخ ارز، تغییر حباب سکه، جذابیت نسبی نقره، تغییر قیمت‌گذاری اختیار معامله، تغییر نقدشوندگی بازار یا افزایش ریسک‌های سیستماتیک می‌تواند موجب بازنگری در ترکیب بخش فعال شود.

در این ساختار، مسئولیت نهایی تصمیم سرمایه‌گذاری با مدیر سرمایه‌گذاری خواهد بود. کمیته سرمایه‌گذاری نقش مشورتی و کنترلی دارد و وظیفه آن جایگزینی تصمیم مدیر نیست، بلکه بررسی منطق تصمیم، سطح ریسک، انطباق با سیاست سرمایه‌گذاری و جلوگیری از انباشت ریسک‌های غیرقابل مهار است. این تفکیک مسئولیت دو مزیت ایجاد می‌کند: از یک سو سرعت تصمیم‌گیری روزانه حفظ می‌شود و از سوی دیگر، هیچ تصمیم مهمی خارج از چارچوب ریسک مصوب و بدون امکان بازبینی مستقل باقی نمی‌ماند.

۵. مدیریت ریسک و آزمون شرایط بحرانی

ریسک باید در هیرا به دو بخش کاملاً متفاوت تفکیک شود: ریسک دارایی پایه و ریسک ناشی از مدیریت فعال. افت قیمت طلا جزئی از ماهیت صندوق است و سرمایه‌گذار با انتخاب هیرا این ریسک را می‌پذیرد. مدیر صندوق موظف نیست سرمایه‌گذار را

در برابر تمام افت‌های بازار طلا مصون سازد. آنچه باید کنترل شود، ریسکی است که در نتیجه تصمیم مدیر به ریسک طلا اضافه می‌شود.

بنابراین معیار اصلی مدیریت ریسک، میزان فاصله احتمالی بازده صندوق از شمش است. هر موقعیت فعال پیش از اتخاذ باید از منظر اثر آن بر Relative Return ارزیابی شود. اگر یک موقعیت سودآور باشد ولی در سناریوی نامطلوب بتواند فاصله بزرگی میان بازده صندوق و شمش ایجاد کند، اندازه آن باید کاهش یابد حتی اگر احتمال موفقیت سناریوی اصلی بالا ارزیابی شود.

این موضوع به‌ویژه در دوره‌هایی اهمیت دارد که مدیریت نرخ ارز را به شکل معناداری کمتر از ارزش بنیادی برآورد کرده است. در چنین شرایطی معمولاً جذابیت استفاده از بخش فعال بیشتر می‌شود و امکان افزایش وزن نقره، سکه یا اختیار خرید وجود دارد. دقیقاً در همین نقطه، ریسک تحلیل نیز بیشترین اهمیت را پیدا می‌کند؛ زیرا خطای اصلی ممکن است نه در انتخاب ابزار، بلکه در خود فرض اولیه درباره ارزندگی دلار باشد.

Stress Test هیرا باید بر همین سناریو متمرکز شود. فرض می‌شود مدیر بر اساس تحلیل بنیادی به این نتیجه رسیده است که نرخ ارز پایین‌تر از سطح تعادلی قرار دارد و به همین دلیل بخشی از Risk Budget فعال شده است. سپس یک سناریوی خلاف فرض بررسی می‌شود: نرخ ارز در دوره مورد انتظار افزایش نمی‌یابد یا حتی کاهش می‌یابد؛ همزمان نقره نسبت به طلا عملکرد ضعیف‌تری ثبت می‌کند، حباب سکه کاهش می‌یابد و بخشی یا تمام ارزش زمانی اختیار خرید از بین می‌رود.

در این آزمون، هدف پیش‌بینی احتمال این رویدادها نیست. پرسش اصلی این است که اگر تحلیل اصلی مدیر اشتباه باشد، چه میزان از عملکرد صندوق نسبت به شمش از دست خواهد رفت؟ اندازه موقعیت‌های فعال باید به گونه‌ای تنظیم شود که حتی تحت چنین سناریویی، عقب‌ماندگی صندوق از Benchmark در سطحی محدود و قابل جبران باقی بماند.

برای اختیار معامله علاوه بر سناریوی قیمت، کاهش ارزش زمانی، تغییر Volatility و نزدیک‌شدن به سررسید نیز باید در ارزیابی لحاظ شود. خرید Call اگرچه زیان اسمی محدودی دارد، اما اگر به دفعات و بدون کنترل اندازه موقعیت انجام شود، می‌تواند از طریق فرسایش Premium به منبع مستمر Tracking Difference منفی تبدیل شود. بنابراین محدود بودن زیان یک قرارداد به معنای کم‌ریسک بودن استراتژی در مقیاس پرتفوی نیست.

ریسک نقدشوندگی نیز بخشی از همین چارچوب است. یک دارایی ممکن است از نظر بازده مورد انتظار جذاب باشد، اما اگر امکان خروج مؤثر از آن در شرایط نامطلوب وجود نداشته باشد، اندازه موقعیت باید کاهش یابد. از این رو نقدشوندگی، عمق بازار، Bid–Ask Spread و حجم معاملات جزء ورودی‌های تصمیم سرمایه‌گذاری خواهند بود، نه صرفاً ملاحظات اجرایی پس از معامله.

۶. نقدشوندگی، بازارگردانی و مدیریت جریان‌های نقدی

با توجه به ماهیت قابل معامله هیرا، حفظ نقدشوندگی واحدهای سرمایه‌گذاری و کنترل فاصله قیمت بازار از NAV، یکی از اجزای اصلی سیاست عملیاتی صندوق خواهد بود. بازارگردان موظف است در چارچوب ضوابط بازارگردانی و تعهدات مربوطه، به‌طور مستمر سفارش‌های خرید و فروش ارائه کرده و از طریق مدیریت موجودی واحدها، صدور و ابطال و استفاده از ظرفیت‌های آربیتراژی، فاصله قیمت معاملاتی واحدهای صندوق از NAV را در حداقل سطح ممکن نگه دارد. سیاست صندوق بر جلوگیری از شکل‌گیری حباب مثبت یا منفی پایدار و حفظ ارتباط مؤثر میان قیمت تابلو و ارزش خالص دارایی‌ها استوار است.

مدیریت صندوق نیز ترکیب دارایی‌ها و سطح وجه نقد را به‌گونه‌ای تنظیم خواهد کرد که نیازهای ناشی از صدور، ابطال، تسویه معاملات و سایر الزامات عملیاتی، بدون اجبار به فروش نامناسب دارایی‌ها در شرایط نامساعد بازار پاسخ داده شود. بر این اساس، وجه نقد صرفاً به‌عنوان دارایی بدون بازده تلقی نخواهد شد و در مواقعی که نیازهای نقدینگی صندوق، شرایط بازار یا فقدان فرصت مناسب در بخش فعال اقتضا کند، سهم آن به‌صورت موقت افزایش خواهد یافت.

در انتخاب و نگهداری دارایی‌های بخش فعال، نقدشوندگی یکی از شروط اصلی ورود به موقعیت خواهد بود. مدیر سرمایه‌گذاری از ایجاد موقعیت‌هایی که خروج از آنها در شرایط عادی یا بحرانی با محدودیت قابل توجه مواجه باشد خودداری خواهد کرد و اندازه هر موقعیت متناسب با عمق بازار، حجم معاملات، فاصله قیمت خرید و فروش و امکان خروج مؤثر از آن تعیین می‌شود. در صورت کاهش محسوس نقدشوندگی یک دارایی، وزن آن در پرتفوی کاهش یافته یا موقعیت مربوطه بسته خواهد شد.

در شرایط غیرعادی بازار، مدیر صندوق در چارچوب ضوابط و ترتیبات مصوب، از ظرفیت‌های عملیاتی موجود در مجموعه سبدگردان الگوریتم و گروه مالی خوارزمی برای تسهیل مدیریت نقدینگی، هماهنگی معاملاتی و حفظ کارایی فرآیندهای صدور، ابطال و بازارگردانی استفاده خواهد کرد. با این حال، ساختار نقدشوندگی پرتفوی به‌گونه‌ای طراحی و مدیریت می‌شود که اتکای اصلی صندوق به نقدشوندگی ذاتی دارایی‌ها و سازوکارهای رسمی بازار باشد و استفاده از ظرفیت‌های گروه صرفاً نقش پشتیبان داشته باشد.

در مجموع، سیاست نقدشوندگی هیرا بر سه اصل استوار خواهد بود: حفظ حداقل فاصله ممکن میان قیمت بازار و NAV، نگهداری سطح کافی از دارایی‌های نقدشونده برای پاسخ‌گویی به جریان‌های نقدی، و اجتناب از ایجاد موقعیت‌هایی که خروج از آنها بتواند عملکرد صندوق را در شرایط نامساعد بازار تحت فشار قرار دهد..

۷. هزینه‌ها، ایجاد آلفا و پایش عملکرد

یکی از دلایل اصلی تعریف مدیریت فعال در هیرا، جبران فاصله‌ای است که هزینه‌های صندوق به طور طبیعی میان بازده صندوق و شمش ایجاد می‌کنند.

مطابق امیدنامه، کارمزد مدیر برای گواهی سپرده کالایی معادل پنج‌درهزار سالانه است و کارمزد بازارگردان نیز پنج‌درهزار متوسط روزانه NAV تعیین شده است. با در نظر گرفتن سایر هزینه‌های جاری، در طراحی سیاست سرمایه‌گذاری فرض می‌شود مجموع هزینه‌های صندوق می‌تواند در حدود حداکثر ۱.۵ درصد سالانه قرار گیرد.

به صورت مکانیکی، یک صندوق کاملاً Passive که صرفاً شمش نگهداری کند، پیش از درنظرگرفتن سایر عوامل به میزان هزینه‌های خود از Benchmark عقب خواهد ماند. بنابراین برای تحقق هدف «بازده خالص حداقل هم‌سطح شمش»، مدیر باید بتواند این فاصله را از طریق مدیریت فعال، کارایی اجرایی و کاهش هزینه‌های معاملاتی جبران کند. این موضوع به این معنا نیست که مدیر باید هر سال دقیقاً ۱.۵ درصد Alpha ایجاد کند؛ زیرا سطح واقعی هزینه‌ها، ترکیب دارایی‌ها و فرصت‌های بازار متغیر خواهد بود. اما از منظر فلسفه سرمایه‌گذاری، بازده ناخالص ناشی از مدیریت فعال باید در مجموع به اندازه‌ای باشد که مانع ایجاد Tracking Difference منفی پایدار پس از هزینه شود. این دقیقاً دلیل محدود کردن بخش فعال است. اگر برای جبران یک درصد هزینه، ریسک چندبرابری نسبت به شمش پذیرفته شود، طراحی صندوق از نظر اقتصادی توجیه خود را از دست می‌دهد. هدف هیرا ایجاد Alpha کوچک اما تکرارپذیر و با کیفیت است، نه بیشینه‌سازی Alpha به هر قیمت.

پایش عملکرد صندوق بر همین مبنا انجام خواهد شد. نخست بازده خالص هیرا با گواهی سپرده شمش طلا مقایسه می‌شود. سپس Tracking Difference و Tracking Error بررسی می‌شود تا مشخص گردد اختلاف عملکرد ناشی از هزینه‌های ساختاری بوده یا از تصمیمات فعال ناشی شده است. در مرحله بعد، Contribution هر یک از تصمیمات فعال به بازده پرتفوی بررسی خواهد شد. اثر جابه‌جایی شمش و سکه، سرمایه‌گذاری در نقره، اختیار معامله و نگهداری وجه نقد باید به صورت جداگانه قابل ارزیابی باشد. این فرآیند امکان می‌دهد مشخص شود آیا Alpha حاصل یک تصمیم تکرارپذیر و مبتنی بر فرآیند بوده یا نتیجه یک رخداد تصادفی. علاوه بر بازده، برای هیرا، Information Ratio و Tracking Error از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند، زیرا مسئله اصلی نه صرفاً نوسان مطلق صندوق، بلکه کیفیت بازده مازاد نسبت به Benchmark است.

۸. جمع‌بندی سیاست سرمایه‌گذاری

هیرا با این فلسفه طراحی شده است که سرمایه‌گذار بتواند از طریق یک صندوق حرفه‌ای و قابل معامله، Exposure پایدار به طلا داشته باشد، بدون آنکه برای کسب بازده مازاد، در معرض سطح نامتعارفی از ریسک فعال قرار گیرد.

هسته پرتفوی در شرایط عادی از گواهی سپرده شمش طلا تشکیل خواهد شد و وزن هدف آن در حدود ۹۰ درصد در نظر گرفته می‌شود. در کنار این هسته، حداکثر حدود ۱۰ درصد از پرتفوی به عنوان ظرفیت مدیریت فعال مورد استفاده قرار خواهد گرفت. این ظرفیت می‌تواند بسته به شرایط بازار در سکه، نقره، اختیار خرید، وجه نقد یا سایر ابزارهای مجاز تخصیص یابد و در صورت نبود فرصت مناسب، استفاده نکردن از آن نیز کاملاً منطبق با سیاست سرمایه‌گذاری صندوق خواهد بود.

مبنای اصلی تغییر Risk Budget، ارزش‌گذاری بازار ارز داخلی است. مدیریت صندوق تلاش خواهد کرد دوره‌هایی را شناسایی کند که نرخ ارز نسبت به متغیرهای بنیادی اقتصاد ایران کمتر از ارزش مورد انتظار قیمت‌گذاری شده است. در چنین شرایطی امکان افزایش کنترل‌شده Exposure صعودی وجود دارد. در مقابل، زمانی که نرخ ارز گران ارزیابی شود، سیاست صندوق نه اتخاذ موقعیت فروش، بلکه کاهش موقعیت‌های فعال و بازگشت به ساختار پایه شمش خواهد بود.

متغیرهای جهانی و اونس طلا به طور مستمر پایش می‌شوند، اما منبع اصلی ریسک فعال صندوق نخواهند بود. هیرا قرار نیست از طریق پیش‌بینی فدرال رزرو، نرخ بهره آمریکا یا جهت اونس جهانی Alpha ایجاد کند؛ مزیت تحلیلی مورد اتکای صندوق در شناخت متغیرهای داخلی، ارزش‌گذاری نرخ ارز، شرایط بازار داخلی طلا و فرصت‌های نسبی میان ابزارهای قابل معامله جست‌وجو خواهد شد.

در تمامی این فرآیندها، معیار اصلی تصمیم‌گیری حفظ ماهیت طلایی صندوق و کنترل ریسک عقب‌ماندگی از شمش است. هر تصمیم فعال باید پیش از اجرا از این منظر ارزیابی شود که در صورت صحیح بودن تحلیل چه میزان ارزش افزوده ایجاد می‌کند و در صورت اشتباه بودن تحلیل، چه میزان از بازده نسبی صندوق را در معرض خطر قرار می‌دهد.

بر این اساس، موفقیت مدیریت هیرا نه با تعداد معاملات، میزان استفاده از مشتقات یا فاصله‌گرفتن از ترکیب پایه سنجیده خواهد شد؛ بلکه با توانایی آن در حفظ Exposure مؤثر به طلا، کنترل Tracking Error، جبران هزینه‌های ساختاری صندوق و ایجاد بازده خالص حداقل هم‌سطح و در صورت وجود فرصت، بالاتر از گواهی سپرده شمش طلای بورس کالای ایران ارزیابی خواهد شد.

این چارچوب، مدیریت فعال را از یک فعالیت معاملاتی مستقل به یک ابزار مکمل برای ارتقای کیفیت سرمایه‌گذاری در طلا تبدیل می‌کند؛ به‌گونه‌ای که بازده مازاد، در صورت ایجاد، نتیجه پذیرش ریسک محدود، قابل‌اندازه‌گیری و دارای توجیه اقتصادی باشد، نه نتیجه تغییر ماهیت ریسک صندوق.

عضو هیئت مدیره و مدیرعامل
بهمن اسماعیلی

رئیس هیئت مدیره
فائزه مؤذن نماز

نایب‌رئیس هیئت مدیره
حجت سرهنگی

عضو هیئت مدیره
زهرا شمس

عضو هیئت مدیره
مرتضی شعبانیان