

Smjer **Finansije**
Portfolio Menadžment

Lectureres Notes No.2

STRATEGIJE UPRAVLJANJA PORTFOLIOM AKCIJA

Marko Miročević

1. Pojam aktivnih i pasivnih strategija upravljanja portfoliom akcija

Prethodno elaborirano kvantifikovanje opštih karakteristika hartija od vrijednosti, kao i mogućnost utvrđivanja efikasnog portfolija, predstavlja analitičku osnovu za formulisanje strategija upravljanja portfoliom hartija od vrijednosti.

Zbog dinamičnih promjena na tržištu kapitala, kao i promjena u stavovima investitora, portfolio menadžeri moraju da upravljaju portfolijima i donose investicione odluke. U tom cilju, oni koriste različite strategije u zavisnosti od sklonosti ka riziku, poznavanja tržišta hartija od vrijednosti i ciljeva investiranja. Kao posljedica toga, u skorijoj prošlosti došlo je do naglog razvoja velikog broja novih stilova upravljanja portfoliom hartija od vrijednosti.

Osnovne strategije koje svaki investitor koristi, nezavisno od vrste portfolija, dijele se na aktivne i pasivne. Podjela na aktivne i pasivne strategije upravljanja portfoliom hartija od vrijednosti napravljena je u zavisnosti od uvjerenja investitora o efikasnosti tržišta kapitala. Pri tome, pod efikasnošću tržišta kapitala podrazumijevamo njegovu informacionu efikanost, po kojoj se cijene hartija od vrijednosti vrlo brzo i precizno prilagođavaju novim informacijama.

U modernoj portfolio teoriji posebno se analiziraju aktivne i pasivne strategije upravljanja portfoliom akcija i aktivne i pasivne strategije upravljanja portfoliom obveznica. "Ova podjela napravljena je iz sledećih razloga:

- u oblasti obveznica razvili su se neki novi tipovi produkata investiranja kojih još uvijek nema u oblasti akcija;

- kako zbog ograničenog roka dospijeća, tako i iz razloga likvidnosti, obveznice predstavljaju posebnu vrstu izazova i stavljaju pred investitora posebne zadatke.”¹

U nastavku rada biće prezentirane aktivne i pasivne strategije upravljanja portfoliom akcija.

2. Aktivne strategije upravljanja portfoliom akcija

Aktivni portfolio menadžment je tradicionalan način konstrukcije i upravljanja portfoliom hartija od vrijednosti. Svi aktivni portfolio menadžeri selektivno investiraju u hartije od vrijednosti na bazi određenih predviđanja budućih događaja. U tom smislu oni konstantno mijenjaju sastav svog portfolija u nastojanju da zadrže isključivo najperspektivnije hartije od vrijednosti.

U osnovi aktivnog portfolio menadžmenta leži vjerovanje investitora da tržište kapitala nije u potpunosti efikasno, tj. da se cijene hartija od vrijednosti ne prilagođavaju brzo i precizno novim informacijama.

Kao posledica toga, aktivni portfolio investitori prepostavljaju da postoje akcije koje su potcijenjene, akcije koje su precijenjene, kao i akcije čija je vrijednost tačno utvrđena. Njihov zadatak je da otkriju koje akcije pripadaju kojoj grupi i u saglasnosti s tim donesu investicione odluke. Da bi u tome uspjeli, oni traže informacije, koje osim što moraju biti precizne, nisu dostupne drugim investitorima. U tom smislu, u svijetu u kome dolazi do sve bržeg širenja informacija i gdje je upotreba “inside” informacija protivzakonita, zadatak aktivnih portfolio menadžera postaje sve teži.

Takođe, aktivni portfolio menadžment predstavlja najskuplji investicioni pristup. Naime, brojne aktivnosti koje ulaze u sastav aktivnog portfolio menadžmenta (istraživanje, trgovina hartijama od vrijednosti,...), proizvode određene troškove koji nisu karakteristični za pasivne pristupe portfolio investiranju. Nadalje, mnoge studije u poslednjih pedeset godina pružaju brojne dokaze da aktivni portfolio menadžeri

¹ Dr Nataša Cvetković, “Strategija investicija preduzeća”, str 271.

kao cjelina ne uspijevaju da ostvare investicione prinose dovoljne za pokriće ovih troškova.

Ipak, to nije odlika svih aktivnih portfolio menadžera. Mnogi uspijevaju da ostvare investicione prinose iznad tržišnog prosjeka ostvarujući na taj način visoke stope profita. Upravo ta činjenica imala je za posledicu stvaranje velikog broja različitih stilova aktivnog upravljanja portfolioom akcija.

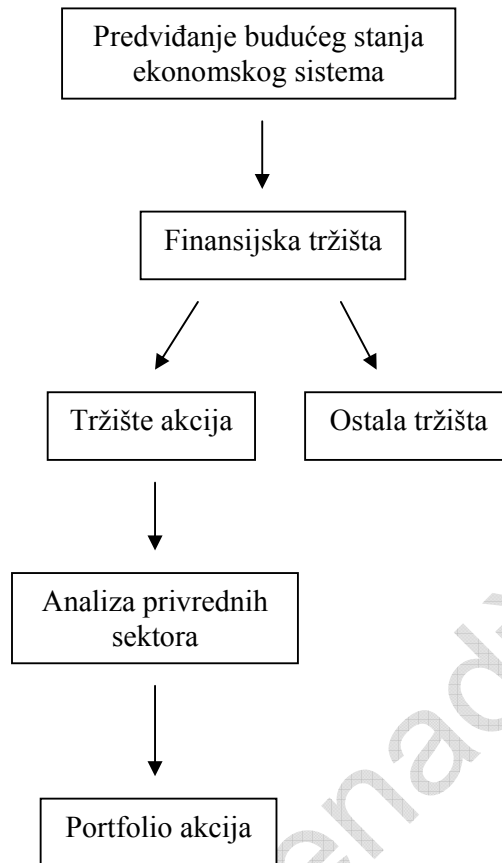
2.1. Osnovni stilovi aktivnog upravljanja portfolioom akcija

Dva osnovna stila aktivnog upravljanja portfolioom akcija su:

- *top-down* ili od vrha ka dnu
- *bottom-up* ili od dna ka vrhu.

Iako je mali broj čistih primjera ova dva stila, oni predstavljaju osnovu aktivnog portfolio menadžmenta.

Portfolio menadžer koji koristi *top-down* stil upravljanja portfolioom akcija počinje svoj rad sagledavanjem opšteg stanja u kome se nalazi privredni sistem i vrši predviđanje njegovog stanja u skorijoj budućnosti. U sledećem koraku, *top-down* menadžer donosi svoje investicione odluke u zavisnosti od procijenjene privlačnosti pojedinih sektora finansijskog tržišta (npr. akcije, obveznice,...). Tako, on može sva svoja raspoloživa sredstva investirati isključivo u akcije ili pak u različite hartije od vrijednosti istovremeno. Ukoliko *top-down* menadžer odluči da sva svoja raspoloživa sredstva investira u akcije, on vrši analizu tržišta akcija s namjerom da identifikuje akcije onih privrednih sektora koji će u skladu sa njegovom prognozom budućeg stanja privrednog sistema poslovati uspješno. Nakon njihovog identifikovanja, *top-down* menadžer, konačno, vrši izbor akcija konkretnih kompanija iz tih sektora, stvarajući na taj način portfolio akcija sa određenim karakteristikama (očekivanom stopom prinosa i rizikom). Za razumijevanje navedene strategije od koristi može biti sledeći grafik:



Grafik 1. *Top-down* stil upravljanja portfoliom akcija²

Nasuprot, *top-down* menadžeru, portfolio menadžer koji primjenjuje *bottom-up* stil upravljanja portfoliom hartija od vrijednosti, ne pridaje toliko značaja cikličnim privrednim kretanjima i u centar svoje pažnje odmah stavlja individualne hartije od vrijednosti, odnosno u slučaju konstrukcije portfolija akcija individualne akcije. Na taj način, koristeći se poznatim tehnikama finansijske analize (fundamentalna i tehnička analiza), menadžer nastoji pronaći one akcije koje posjeduju željene karakteristike.

Pošto smo objasnili dva osnovna stila aktivnog upravljanja portfoliom akcija u nastavku ćemo objasniti i njihove podvrste. U modernoj portfolio teoriji, najpoznatije su sljedeće:

- *Menadžeri orjentisani na vrijednost (value managers)*

² Frank J. Fabozzi, "Investment management", str 251.

Menadžeri orjentisani na vrijednost se mogu svrstati i u kategoriju *top-down* menadžera i u kategoriju *bottom-up* menadžera. Oni vide šansu tamo gdje je mnogi drugi učesnici na tržištu kapitala ne vide. Naime, ovaj tip menadžera traži one hartije od vrijednosti koje se prodaju ispod svoje prave vrijednosti kako bi kreirali optimalni portfolio i na njemu ostvarili profit. U tu svrhu služe se brojnim instrumentima finansijske analize. Kada su u pitanju karakteristike njihovih portfolija, menadžeri orjentisani na vrijednost nastoje održati niske nivoe β -koeficijenata svojih portfolija, niske nivoe odnosa cijene akcije i knjigovodstvene vrijednosti (P/BV) i cijene akcije i zarade po akciji (P/E), kao i visok nivo dividende po akciji u odnosu na njenu cijenu (DIVyld).

- *Menadžeri orjentisani na rast (growth managers)*

Menadžeri orjentisani na rast se mogu, takođe, svrstati i u kategoriju *top-down* menadžera i u kategoriju *bottom-up* menadžera. Oni traže i kupuju akcije koje zbog visokog rasta zarada imaju visok koeficijent cijena po akciji / zarada po akciji, uz očekivanje da će se rast zarada nastaviti istim ili još bržim tempom. Veoma često, oni, se dijele na one koje investiraju u akcije male kapitalizacije i one koji investiraju u akcije velike kapitalizacije. Njihove portfolije karakterišu visoki β -koeficijenti, visoki P/BV i P/E koeficijenti i relativno niski DIVyld.

- *Menadžeri orjentisani na rotaciju sektora (sector selectors ili sector rotation managers).*

Menadžeri orjentisani na rotaciju sektora spadaju u kategoriju *top-down* menadžera. Osnovna ideja na kojoj se zasniva ova tehnika upravljanja portfoliom akcija jeste da ekonomija jedne zemlje prolazi kroz tačno definisane faze privrednih ciklusa, pri čemu menadžeri orjentisani na rotaciju sektora vjeruju da mogu da prepoznaju tekuću fazu privrednog ciklusa i da predvide u koju će fazu ona evoluirati. Na bazi toga oni mogu odabrati one sektore privrede koji će u skorijoj budućnosti profitirati. Pri tome, portfolio ovih menadžera karakteriše velika koncentracija malog broja akcija kompanija koje pripadaju onim

privrednim sektorima koji profitiraju na onovu prelazaka cjelokupne privrede iz jedne u drugu fazu privrednog ciklusa.

Dakle, ovdje je interesovanje usmjereno na privredne grane i sektore.

Menadžeri koji koriste ovu strategiju u upravljanju svojim portfoliom mijenjaće njegov sastav, tokom vremena, u zavisnosti od toga kako se budu mijenjale njihove prognoze o pojedinim privrednim sektorima i granama.

- *Specijalizovani menadžeri (specialists)*

Specijalizovani menadžeri, za razliku od menadžera orjentisanih na rotaciju sektora, ne mijenjaju sektore u koje investiraju svoja sredstva, već biraju akcije kompanija koje pripadaju istim privrednim sektorima. Oni se, na primjer, mogu specijalizovati za investiranje u akcije kompanija koje pripadaju oblasti tehnologije ili za investiranje u akcije koje karakteriše stalni rast, ili akcije koje se kotiraju na tačno određenom tržištu.

Razlozi zbog kojih specijalizovani menadžeri, najčešće, ostaju u okviru jednog sektora su vjerovanje da je sektor koji je predmet njihove pažnje stalno potcijenjen, kao i uvjerenje da je osoblje sposobnije da odabere potcijenjene akcije u datom sektoru nego li u bilo kom drugom. Za razliku od prvog razloga, za koji je teško naći opravdanje, drugi razlog postaje sve realniji, pogotovo u uslovima sve veće složenosti poslovanja hartijama od vrijednosti.

- *Tehnički analitičari (technicians)*

Možda i najveći napad na hipotezu o efikasnosti tržišta kapitala dolazi od tzv. tehničkih analitičara. Naime, oni prepoznaju određene cikluse kroz koje prolazi tržište i biraju akcije na bazi odnosa između istorijskog i predviđenog budućeg kretanja cijena akcija. U stvari, oni, analizirajući grafike na kojima su predstavljena kretanja cijena određenih akcija ili čitavih grupa akcija, nastoje da predvide njihova buduća kretanja i da na bazi toga donesu svoje investicione odluke.

- *Tajmeri tržišta (market timers)*

Tajmeri tržišta pripadaju kategoriji *top-down* menadžera. Osnovna ideja tajmera tržišta je da oni mogu predvidjeti kad će tržište akcija rasti ili nastaviti da raste, a kad će početi da opada ili nastaviti da opada. U tom smislu, tajmeri tržišta se ne razlikuju previše od tehničara. Takođe, bitna karakteristika tajmera tržišta jeste da se njihov portfolio ne sastoji isključivo od akcija. To prije svega zavisi od njihovih predviđanja vezanih za opšta privredna kretanja i efekte koje ona imaju na tržište akcija. Ovakvo praćenje tržišta se, međutim, mnogo više primjenjuje u upravljanju portfoliom obveznica.

- *Hedžeri (hedgers)*

Hedžeri prilikom konstrukcije svog portfolija nastoje da postave određene limite na investicioni rizik. U tom cilju oni veoma često kombinuju različite hartije od vrijednosti. Tako, na primjer, jednostavan slučaj hedžinga jeste istovremena kupovina akcija i *put* opcija na te akcije. Na taj način *put* opcija definiše određeni limit na gubitak koji može biti ostvaren ukoliko cijena akcije padne, pri čemu je potencijalni profit u slučaju rasta cijene akcije umanjen samo za cijenu *put* opcije. Naravno, postoje i mnogo komplikovaniji oblici hedžing operacija.

2.2. Prednosti i nedostaci aktivnog portfolio menadžmenta

Postoje brojni argumenti za i protiv aktivnog portfolio menadžmenta. Tako među glavnim **prednostima** navode se sljedeće:

- *Ekspertska analiza* — Profesionalni menadžeri donose odluke na bazi iskustva, informacija koje primaju i predviđanja glavnih tržišnih trendova.
- *Mogućnost viših prinosa* — U odnosu na pasivne strategije upravljanja portfoliom hartija od vrijednosti, aktivne strategije nose mogućnost ostvarivanja većih prinosa.
- *Mjere zaštite* — Menadžeri mogu vršiti promjene u svom portfoliju ukoliko predviđaju da će tržište krenuti opadajućom putanjom.

Među glavne nedostatke aktivnog upravljanja portfoliom akcija ubrajaju se:

- *Veći troškovi* — Ovdje se prije svega misli na troškove koji prate ovu vrstu strategija investiranja, a koji se prvenstveno odnose na transakcione troškove i zarade portfolio menadžera.
- *Rizik greške* — Uvijek postoji značajan rizik da portfolio menadžeri naprave grešku prilikom investiranja u određene hartije od vrijednosti i na taj način smanje prinos svojim klijentima (investitorima).
- *Problemi vezani za stil aktivnog upravljanja portfoliom* — U svakom trenutku se može desiti da dođe do promjene na tržištu kapitala koja može prouzrokovati da određeni stil upravljanja portfoliom koji je do tog trenutka bio uspješan, više to nije.
- *Rizik* — Neki aktivni portfolio menadžeri uspijevaju da ostvare prinose na investicije koji su iznad tržišnog prosjeka, dok mnogi u tome ne uspijevaju. S obzirom da ne postoji pouzdan način identifikacije uspješnih aktivnih menadžera, aktivni portfolio menadžment povećava rizik investiranja.

3. Pasivne strategije upravljanja portfoliom akcija

Investitori koji koriste pasivne strategije upravljanja portfoliom hartija od vrijednosti vjeruju da je tržište u potpunosti efikasno. Postoje dvije osnovne vrste pasivnih strategija upravljanja portfoliom akcija:

- kupi i drži (*buy-and-hold*) strategija
- indeksacija (*indexing*)

Buy-and-hold strategija je prilično jednostavna. Naime, ukoliko investitor izabere ovu strategiju vođenja svog portfolija on će kupiti akcije na bazi određenih kriterijuma i držati tako kreiran portfolio u neizmijenjenom obliku tokom određenog vremenskog perioda. Dakle, u ovom slučaju nema aktivne kupovine ili prodaje akcija iz portfolija nakon njegovog kreiranja, ili pak ukoliko je ima, ona je znatno manje zastupljena u odnosu na slučaj aktivnog upravljanja portfoliom.

Drugi pasivni pristup u upravljanju portfoliom akcija, koji je ujedno i najrasprostranjeniji je indeksacija. Prilikom primjene ovog pristupa portfolio menadžer ne traži akcije koje su potcijenjene i akcije koje su precijenjene, niti pokušava da predvidi opšta kretanja na tržištu hartija od vrijednosti, kako bi svoj portfolio konstruisao na bazi tih predviđanja. Umjesto toga, on kreira portfolio tako da portfolio reflektuje određeni tržišni indeks, odnosno on investira u iste akcije koje su sadržane u određenom tržišnom indeksu, kao što je S&P 500³, i to tako da je učešće akcija u njegovom portfoliju identično njihovom učešću u tržišnom indeksu.

Iako je indeksacija forma pasivnog upravljanja portfoliom hartija od vrijednosti, postoje brojna pitanja na koja portfolio menadžer mora da da odgovor prilikom konstrukcije portfolija. Tako, na primjer, on mora izvršiti izbor indeksa koji treba uzeti kao reper u konstruisanju portfolija, donijeti odluku o preciznosti u preslikavanju tržišnog indeksa⁴, zatim o nivou transakcionih troškova i tome slično. U tom smislu indeksacija se može podijeliti na dva osnovna dijela:

1. *Izbor berzanskog indeksa* koji će biti upotrijebljen kao reper u konstruisanju portfolija, pri čemu postoji veliki broj berzanskih indeksa koji se mogu koristiti kao reper za konstruisanje portfolija akcija. Jedan od najčešće korišćenih je S&P 500.

Pri tome, u zavisnosti od ponderacione šeme korišćene za njihovu konstrukciju, tržišne indekse možemo podijeliti na:

- *Cjenovno ponderisane serije berzanskih indikatora*
Cjenovno ponderisana serija je aritmetiči prosjek tekućih cijena, koji znači da su, u stvari, kretanja u ovim serijama uzrokovana kretanjima cijena različitih hartija od vrijednosti koje ga čine.
- *Vrijednosno ponderisane serije berzanskih indikatora*

³ Standard & Poor's 500 Composite Index 500 najvećih kompanija koje se kotiraju na NYSE

⁴ u teoriji poznato kao greška slijeda indeksa

Vrijednosno ponderisani indeksi dobijaju se na osnovu inicijalne ukupne tržišne vrijednosti⁵ svih akcija u uzorku. Ova cifra se obično utvrđuje kao baza i dodjeljuje joj se indeksna vrijednost od 100. Zatim se izračunava nova tržišna vrijednost za sve hartije od vrijednosti u indeksu, a tekuća tržišna cijena se upoređuje sa inicijalnom "baznom" vrijednošću, da bi se odredila promjena.

- *Jednako ponderisane serije berzanskih indikatora*

U jednako ponderisanom indeksu sve akcije nose jednaki ponder, bez obzira na cijenu i/ili njihovu vrijednost.

U slučaju vrijednosno ponderisanih serija berzanskih indikatora kompanije sa najvećom tržišnom kapitalizacijom imaju najveći uticaj na kretanje indeksa. U slučaju cijenovno ponderisanih serija berzanskih indikatora najveći uticaj imaju akcije koje su najskuplje, dok u slučaju jednako ponderisanih serija berzanskih indikatora najveći uticaj imaju akcije koje su najjeftinije. Sve ovo je potrebno imati u vidu prilikom izbora indeksa koji će biti korišćen kao ponder.

2. Konstrukcija portfolija na bazi prethodno odabranog indeksa. Jednom kada je odabran indeks koji će biti korišćen kao reper, slijedi konstrukcija portfolija. U ovoj fazi cilj je da se minimizira razlika između performansi konstruisanog portfolija i tržišnog indeksa koji će se koristiti kao reper.

Prethodno pomenuta razlika u performansama konstruisanog portfolija i izabranog tržišnog indeksa naziva se greška slijeda tržišnog indeksa. Ona može uzimati pozitivnu ili negativnu vrijednost. Pozitivna greška slijeda indeksa postoji kada konstruisani portfolio svojim performansama nadmaši tržišni indeks na bazi koga je konstruisan, i obratno, ukoliko su performanse konstruisanog portfolija ispod performansi odabranog tržišnog indeksa, greška slijeda indeksa je negativna.

Sa problemom greške slijeda tržišnog indeksa povezano je i pitanje visine transakcionih troškova. Da bi se konstruisao portfolio koji što vjernije odslikava

⁵ tržišna vrijednost=broj akcija x tekuća tržišna cijena

odabrani tržišni indeks, u sastav portfolija moraju ući sve hartije od vrijednosti koje čine taj indeks. Međutim, to utiče na visinu transakcionih troškova. Što je veći broj hartija od vrijednosti koje treba kupiti prilikom konstrukcije portfolija, veći su i transakcioni troškovi, dok, s druge strane, ukoliko konstruisani portfolio sadrži manje akcija od odabranog tržišnog indeksa, raste greška slijeda tržišnog indeksa. Dakle, prilikom konstrukcije portfolija prema nekom odabranom tržišnom indeksu sučeljavamo se sa odnosom između greške slijeda tržišnog indeksa i transakcionih troškova.

Međutim, gotovo je nemoguće da se performanse konstruisanog portfolija poklope sa performansama odabranog tržišnog indeksa, čak i kada portfolio sadrži sve hartije od vrijednosti koje su zastupljene u tom indeksu. Glavni razlog zbog koga se ovo dešava jeste činjenica da je održavanje konstruisanog portfolija dinamički proces. Naime, ponderi pojedinačnih akcija sadržanih u određenim tržišnim indeksima se stalno mijenjaju. Takođe, veoma često dolazi i do promjene akcija koje čine indeks. Kao posledica toga, troškovi konstantnog prilagođavanja portfolija, kao i razlike u tajmingu, umanjuju mogućnost konstruisanog portfolija da vjerno odslikava indeks na bazi koga je konstruisan.

Dakle, jedan od glavnih načina konstruisanja portfolija koji vjerno odslikava odabrani tržišni indeks jeste kupovina svih hartija od vrijednosti koje ulaze u sastav tog indeksa, u skladu sa njihovim ponderima koji su korišćeni prilikom njegove konstrukcije.

Ukoliko, međutim, konstruišemo portfolio sa manjim brojem akcija u odnosu na odabrani indeks, stoje nam na raspolaganju sljedeće metode konstruisanja portfolija:

- *Metod kapitalizacije*

Koristeći metod kapitalizacije, portfolio menadžer kupuje akcije sa najvećom tržišnom kapitalizacijom koje su sadržane u indeksu, a ostatak raspoloživih sredstava jednako investira u preostale hartije od vrijednosti iz indeksa. Tako, ukoliko, na primjer, kupljenih 200 akcija sa najvećom tržišnom kapitalizacijom čini 85% ukupne vrijednosti indeksa,

preostalih 15% se ravnomjerno raspoređuje na preostale akcije sadržane u indeksu, sve dok se fond sredstava za investiranje ne iscrpi.

- **Stratifikovani metod**

Prilikom primjene stratifikovanog metoda prvi korak je definisanje kriterijuma po kome se akcije sadržane u indeksu mogu klasifikovati. U tu svrhu najčešće se koristi, privredni sektor kome pripada kompanija koja je emitovala te akcije. Naravno, moguće je koristiti i druge kriterijume, kao na primjer, β -koeficijent, a moguća je i upotreba dva kriterijuma istovremeno. U slučaju kada je kao kriterijum odabran privredni sektor kome pripada kompanija emitent, kažemo da je indeks stratifikovan prema privrednim sektorima. Cilj ovog metoda je da se nakon stratifikovanja indeksa prema privrednim sektorima, izvrši investiranje u različite sektore privrede, proporcionalno zastupljenosti pojedinih privrednih sektora u indeksu.

- Koriste se još brojni metodi za konstruisanje portfolija koji će vjerno odlikavati određeni tržišni indeks zasnovani na teoriji optimizacije.⁶

3.1. Prednosti i nedostaci pasivnog portfolio menadžmenta

Kao i aktivne strategije upravljanja portfoliom akcija, pasivne strategije imaju, takođe, određene prednosti i nedostatke.

Najznačajnije **prednosti** pasivnog upravljanja portfoliom hartija od vrijednosti su:

- *Niski troškovi.* Naime, za razliku od aktivnog upravljanja portfoliom hartija od vrijednosti, u slučaju pasivnog upravljanja manji su transakcioni troškovi kao i troškovi zarada portfolio menadžera.
- *Nema potrebe za čestim intervencijama menadžera ili investitora.* U slučaju pasivnog upravljanja portfoliom hartija od vrijednosti manji je

⁶ Npr. quadratic optimization method i drugi.

broj izvršenih transakcija na tržištu. Zbog toga je lakše održavati pasivne portfolije.

- *Performanse*. Istorijski posmatrano, u većini slučajeva pasivno vođeni portfoliji hartija od vrijednosti pružaju bolje performanse od aktivno vođenih.
- *Pouzdanost*. Pouzdaniji i manje rizičan način upravljanja jednim portfoliom hartija od vrijednosti.

Osnovni **nedostaci** pasivnog upravljanja portfoliom hartija od vrijednosti su:

- *Performanse portfolija diktirane tržišnim indeksom* — Investitor mora biti zadovoljan prosječnim tržišnim prinosom, jer to je maksimum koji se ovim putem može ostvariti.
- *Smanjena mogućnost reakcije* — Menadžerima koji pasivno upravljaju portfoliom hartija od vrijednosti je obično zabranjeno da reaguju na bazi njihovih očekivanja u pogledu budućih kretanja na tržištu hartija od vrijednosti.
- *Problem malih kompanija*. Pasivne strategije upravljanja portfoliom akcija uspješno funkcionišu kada su u pitanju akcije većih kompanija sa kojima se aktivno trguje na tržištu hartija od vrijednosti. Ovo iz prostog razloga što su kompanije koje emituju ove akcije pažljivo praćene od strane velikog broja analitičara, tako da otkriti neku novu informaciju postaje veoma teško. Međutim, kada su u pitanju akcije manjih kompanija ove strategije se nisu pokazale jednako efikasnim.
- *Problem opadajućeg tržišta*. Za razliku od situacije kada cijene akcija na tržištu rastu, u slučaju kada dođe do opšteg pada cijena akcija na tržištu hartija od vrijednosti, pasivne strategije upravljanja portfoliom ne daju zadovoljavajuće rezultate.