

24.02.2016 r.

PKO TFI na tle rynku

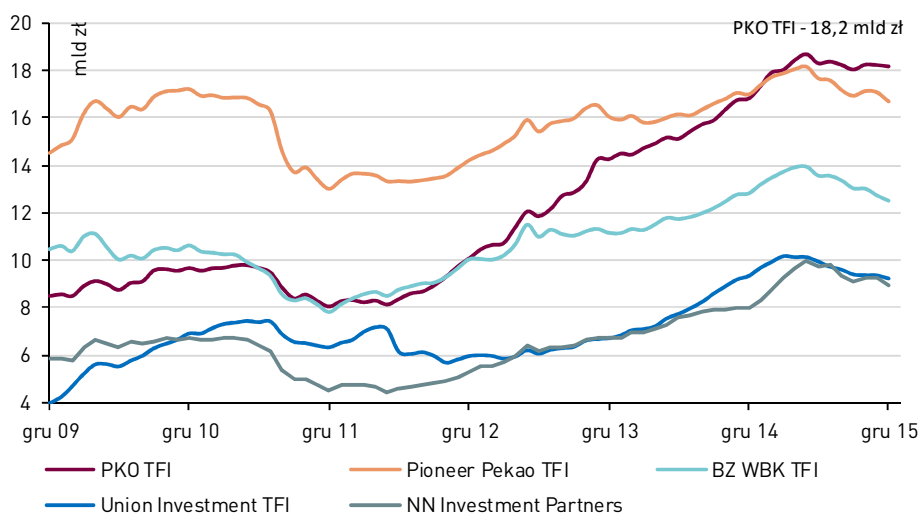
- Pozycja rynkowa PKO TFI S.A. na rynku funduszy inwestycyjnych
- Ocena procesu inwestycyjnego
- Wyróżniające cechy podejścia inwestycyjnego stosowanego w PKO TFI
- Analiza efektywności funduszy
- Rozwój i analiza oferty produktowej
- Stabilność i wiarygodność Grupy PKO Banku Polskiego
- Nagrody i wyróżnienia dla PKO TFI

Główne wnioski z raportu:

Lider rynku pod względem aktywów

W lutym 2015 r. PKO TFI osiągnęło pozycję lidera pod względem aktywów w segmencie detalicznym wyprzedzając Pioneer Pekao TFI. Było to możliwe dzięki dynamicznemu rozwojowi oferty w ostatnich latach i dużemu zainteresowaniu produktami firmy ze strony klientów. Od końca 2009 r. aktywa funduszy skierowanych do szerokiego grona odbiorców wzrosły ponad dwukrotnie z 8,5 mld zł do 18,2 mld zł w grudniu 2015 r.

Zmiana wartości zarządzanych środków w funduszach detalicznych 5 największych TFI



źródło: Analizy Online na podstawie danych z TFI

Dobrze ustrukturyzowany proces inwestycyjny z silnym nastawieniem na kontrolę ryzyka

Proces inwestycyjny w PKO TFI należy określić jako dobrze ustrukturyzowany. Poszczególne obszary kluczowe dla zarządzania są w jasny sposób podzielone pomiędzy poszczególne osoby, departamenty czy zespoły, wraz z konkretnym określeniem najistotniejszych zadań. Każda z jednostek realizuje przypisane jej obowiązki, które sumarycznie składają się zarówno na **sprawność operacyjnego zarządzania funduszami**, jak i ich efektywność (określaną przez ryzyka jakie ponoszą klienci oraz wynagrodzenia w postaci osiągniętych wyników). Jednocześnie poszczególne jednostki, zaangażowane w podejmowanie decyzji inwestycyjnych, dysponują odpowiednią niezależnością, co jest kluczowe szczególnie w obszarze ogólnego nadzoru oraz monitoringu ryzyk inwestycyjnych.

Podział zadań i obszarów niezbędnych do stworzenia procesu inwestycyjnego jest klarowny. Poszczególni pracownicy precyzyjnie znają zakres swoich obowiązków, a efekty ich pracy składają się w spójną całość. Istotne jest również kompleksowe ujęcie wszystkich najważniejszych zagadnień/etapów składających się na efektywny proces inwestycyjny. Składają się na niego analizy (analitycy), określenie szerszych ram działania (Komitet Inwestycyjny), konkretne decyzje inwestycyjne (zarządzający), egzekucja podjętych decyzji (traderzy), a wszystko przy czynnym udziale i nadzorze niezależnych komórek nadzorczych (Departamentu Zarządzania Ryzykiem, Departament Nadzoru).

W przeprowadzonej przez Analizy Online analizie zespół PKO TFI uplasował się na pierwszym miejscu. Na tle pozostałych analizowanych TFI, zarządzający zostali ocenieni relatywnie wyżej niemal w każdym z analizowanych obszarów. Wyraźną przewagę nad konkurentami uzyskali za dotychczasowe wyniki

inwestycyjne. Pozytywnym czynnikiem było również wsparcie zarządzających przez zespół analityków, który niewątpliwie pozytywnie przyczynia się do zwiększenia efektywności ich pracy, poprzez partycypację w procesie analizy i generowaniu nowych pomysłów inwestycyjnych.

Przeciętna ocena obszaru zarządzającego i procesu inwestycyjnego w funduszach PKO TFI to 5,0, a więc wszystkie poddane analizie (10) fundusze towarzystwa uzyskały maksymalną możliwą notę.

Poniższa tabela prezentuje średnią ocenę wspomnianego obszaru w porównaniu do wszystkich funduszy posiadających obecnie Rating Analiz Online. Na dzień 12 lutego 2016 r. było ich ok. 170, a ich sumaryczne aktywa stanowiły ok. 86% całkowitych aktywów zgromadzonych w polskich funduszach detalicznych (rozwiązaniach skierowanych do szerokiego grona inwestorów) typu FIO i SFIO.

Ocena zarządzającego i procesu inwestycyjnego w Ratingach Analiz Online

	Średnia dla funduszy z Ratingiem
PKO TFI	5,00
wszystkie TFI	3,85

Źródło: Analizy Online

Szczegółowe analizy potwierdzają, że **zespół zarządzających PKO TFI oraz proces inwestycyjny w towarzystwie są na wyższym poziomie niż u większości konkurentów**, zarówno zaliczających się do grona towarzystw z w grupie kapitałowej z przynajmniej jednym bankiem, jak i na tle szerszej grupy porównawczej – wszystkich polskich TFI posiadających w ofercie fundusze z Ratingiem Analiz Online.

Stosowane w PKO TFI podejście doboru akcji do portfela, łączące zalety obydwu powszechnie wykorzystywanych metod selekcji top-down i bottom-up ma na celu wytypowanie najlepszych spółek – liderów branż (bottom-up), dla których warunki makroekonomiczne danej fazy cyklu koniunkturalnego są najlepsze (top-down). Efekt synergii jaki można osiągnąć przy zastosowaniu tego dwutorowego podejścia może stanowić źródło przewagi konkurencyjnej.

Portfele funduszy PKO TFI należy określić jako zdywersyfikowane. Celem dywersyfikacji (w tym dywersyfikacji geograficznej) jest rozproszenie ryzyka portfela pomiędzy aktywa w jak największym stopniu uniezależnione od siebie nawzajem (charakteryzujące się niską korelacją). W efekcie straty na jednych instrumentach są częściowo kompensowane zyskami z innych, co prowadzi do niższej zmienności stóp zwrotu, a więc mniejszego ryzyka jakie ponosi inwestor funduszu.

Kolejnym, obok wspomnianego rozproszenia ryzyka portfela, celem dywersyfikacji geograficznej portfeli akcji funduszy PKO TFI jest **dbałość o zapewnienie odpowiedniego poziomu ich płynności**. Główną przyczyną, dla której obszar ten w przypadku tego towarzystwa musi podlegać szczególnemu nadzorowi są relatywnie większe w porównaniu do większości konkurentów aktywa poszczególnych funduszy. Rozwój polskiego rynku kapitałowego (w tym szczególnie warszawskiej GPW) niestety nie zapewnia odpowiedniej płynności inwestorom instytucjonalnym dysponującym większym kapitałem, jakim jest PKO TFI, przez co zmuszeni są oni szukać bardziej płynnych instrumentów właśnie na rynkach zagranicznych.

Na restrykcyjne i usystematyzowane podejście do zarządzania ryzykiem, ma w dużej mierze wpływ charakter klientów PKO TFI. Wielu z uczestników funduszy, to klienci Banku PKO BP S.A., którzy mogą nie akceptować nadmiernego (w rozumieniu zmienności stóp zwrotu), a tym bardziej strat kapitału.

Powtarzalne dobre wyniki

Spośród 12 funduszy z oferty PKO TFI, dla których jest możliwe porównanie ze średnimi, ponad połowa (dokładnie 8 produktów) w każdym z horyzontów, dla których dokonano porównania, a w których fundusze te funkcjonowały, osiągnęły nadwyżki nad średnimi. W szczególności należy tu wyróżnić fundusze, których historia jest wystarczająca, aby móc pozytywnie oceniać je we wszystkich 3 okresach: PKO Akcji Plus, PKO Akcji Małych i Średnich Spółek, PKO Obligacji Długoterminowych, PKO Stabilnego Wzrostu oraz PKO Zrównoważony.

Na tle średnich dla funduszy bankowych TFI, zarówno wyniki PKO Akcji Plus, jak i PKO Akcji Małych i Średnich Spółek wyróżnia przewaga rzędu +20 pkt proc. w skali minionych 60 miesięcy. Należy przy tym zauważyć, że jeśli chodzi o grupę akcji polskich uniwersalnych, wspomniana „bankowa” średnia znacznie odbiega (in minus) od tej, charakteryzującej całą grupę. Wynika to z bardzo słabego rezultatu Pioneer Akcji Polskich w 2011 r. (-43%). Warto również podkreślić, że obydwa wspomniane fundusze z palety produktów PKO TFI, nie tylko w długim terminie odznaczają się silną pozycją konkurencyjną pod względem wyników. Również w krótkim horyzoncie, czyli ostatnich 12 miesiącach - wyraźnie niekorzystnych dla giełdowego parkietu - cechuje je relatywnie wyższa odporność na rynkowe turbulencje. Dzięki tej właściwości, wydłużając horyzont obserwacji do 36 lub 60 miesięcy, PKO Akcji Plus oraz PKO Akcji Małych i Średnich Spółek „gromadzą” coraz większe nadwyżki wobec średniej.

Na podstawie ogólnej oceny, tj. biorąc pod uwagę średnią z kwartyli w kolejnych okresach, **produkty PKO TFI prezentują się pozytywnie na tle wszystkich funduszy bankowych TFI** w ramach poszczególnych grup produktowych. Idzie to w parze również z zaobserwowanymi w poprzednim zestawieniu nadwyżkami wyników analizowanych funduszy w relacji do średnich dla produktów bankowych TFI w 60-miesięcznym horyzoncie. Fundusze z krótszą historią również plasują się w pierwszych dwóch kwartylach stóp zwrotu, a PKO Płynnościowy w każdym roku zajął miejsce w gronie 25% najlepszych produktów pod względem wyników.

Na 8 wydzielonych grup funduszy o odmiennej polityce inwestycyjnej, w 6 z nich produkty PKO cechują się wyższą niż konkurencja efektywnością zarządzania. Na tym polu szczególnie wyróżniają się noty uzyskane przez należący do grupy akcji polskich uniwersalnych fundusz PKO Akcji Plus, który w ciągu trzech minionych lat zyskał +4,6%. W tym czasie konkurencyjne rozwiązania z oferty innych TFI straciły średnio - 7,7%.

Pełnego i syntetycznego obrazu sytuacji dostarcza średnia z wartości rankingów 12M i 36M. Okazuje się bowiem, że w 7 kategoriach rankingi produktów PKO TFI przewyższają średnią dla całego rynku, ustępując pola jedynie w kategorii funduszy dłużnych polskich uniwersalnych.

Średnie Ratingi przyznane funduszom z PKO TFI we wszystkich kategoriach przewyższyły średnie noty zarówno produktów z wyselekcjonowanej grupy funduszy, jak i całości oferty produktowej. Na tle obydwu grup porównawczych szczególnie korzystnie prezentują się Ratingi osiągnięte przez fundusze należące do kategorii akcji polskich uniwersalnych oraz akcji MiŚ.

Na tę wyraźną przewagę wpłynęły liczne czynniki. Były to w dużej mierze osiągnięte przez fundusze relatywnie wysokie wyniki i ich korzystna relacja do ponoszonego ryzyka w długim terminie (widoczna także w zestawieniu rankingów). Osiągnięcie takich rezultatów było możliwe dzięki znacznej ekspozycji na rynki zagraniczne, które w analizowanych okresach zachowywały się lepiej od warszawskiego parkietu. Poza tym, w Ratingach znalazły odzwierciedlenie nasze wysokie oceny przyznane uporządkowanemu procesowi inwestycyjnemu.

Innowacyjność produktowa

Towarzystwo ma najszerszą ofertę produktową skierowaną do szerokiego grona odbiorców spośród krajowych TFI. Na 48 wyodrębnionych przez Analizy Online grup funduszy, PKO TFI ma pokrycie w 23 kategoriach. Spośród wszystkich towarzystw jedynie pięć przekracza pokrycie na poziomie 20 grup. Wśród bankowych TFI jest to najdłużej działający na polskim rynku - Pioneer Pekao TFI (również 23) oraz NN Investment Partners TFI, a wśród pozostałych: Investors TFI, Skarbiec TFI i Union Investment TFI.

Rozbudowana oferta PKO TFI pozwala inwestorom na skonstruowanie zdywersyfikowanego portfela.

Część zaproponowanych przez PKO TFI rozwiązań jest pod różnymi względami innowacyjna, niemająca swoich odpowiedników w ofercie innych towarzystw.

Spis treści

Główne wnioski z raportu:	2
1. Pozycja rynkowa PKO TFI S.A. na rynku funduszy inwestycyjnych	6
2. Ocena procesu inwestycyjnego	7
2.1. Ogólna charakterystyka procesu	7
2.2. Kapitał ludzki jako jeden z kluczowych aspektów procesu inwestycyjnego	10
3. Wyróżniające cechy podejścia inwestycyjnego stosowanego w PKO TFI	12
3.1. Połączone podejście bottom-up oraz top-down	13
3.2. Dywersyfikacji portfela inwestycyjnego	14
3.3. Zarządzanie ryzykiem i przywiązanie do bezpieczeństwa inwestycji	16
4. Analiza efektywności funduszy	18
4.1. Analiza wyników osiągniętych przez poszczególne fundusze na tle rynku (stopy zwrotu i ich powtarzalność w ujęciu historycznym)	18
4.2. Zestawienie rankingów i Ratingów Analiz Online poszczególnych funduszy w podziale na grupy na tle konkurencji	24
5. Rozwój i analiza oferty produktowej	26
5.1. Obecna struktura aktywów na tle rynku	26
5.2. Liczba klientów i pozycja PKO TFI na tle bankowych TFI	29
5.3. Różnorodność strategii	31
6. Stabilność i wiarygodność Grupy PKO Banku Polskiego	36
7. Nagrody i wyróżnienia dla PKO TFI	37

1. Pozycja rynkowa PKO TFI S.A. na rynku funduszy inwestycyjnych

PKO TFI zostało powołane do życia w połowie 1997 r. przez PKO Bank Polski i szwajcarską grupę finansową Credit Suisse, jako czwarte Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych na polskim rynku. Jednostki pierwszego funduszu inwestycyjnego PKO TFI, którym był PKO Zrównoważony pojawiły się w sprzedaży w październiku 1997 roku. Po 12 latach działalności bank PKO BP odkupił 25% udziałów spółki od grupy Credit Suisse. Rezultatem tej transakcji była również zmiana w sposobie zarządzania funduszami PKO TFI – formalne przejęcie procesu podejmowania decyzji przez Towarzystwo.

15 września 2009 roku PKO Bank Polski zawarł z Credit Suisse Asset Management Holding Europe (Luxembourg) S.A. umowę zakupu 25% akcji PKO TFI. W wyniku transakcji PKO Bank Polski S.A. stał się jedynym właścicielem spółki, kończąc 12-letni okres współpracy z grupą Credit Suisse.

Ważnym skutkiem transakcji było rozwiązanie umowy na podstawie której to CSAM Polska odpowiadał za proces i wyniki inwestycyjne funduszy PKO TFI, a sama spółka koncentrowała się na działalności wspierającej (dystrybucja, administracja, księgowość). Obowiązki związane z zarządzaniem aktywami funduszy świadczone dotychczas przez Credit Suisse zostały przejęte przez stworzony od podstaw, własny zespół zarządzania aktywami w PKO TFI. Zmiana ta pozwoliła na osiągnięcie przez PKO TFI znaczących oszczędności kosztowych. Ponadto, posiadanie własnego zespołu zarządzającego w ramach firmy pozwoliło na wzmocnienie działań sprzedażowo-marketingowych, wsparcie relacji z dystrybutorami i najważniejszymi klientami oraz bardziej efektywne zarządzanie ofertą produktową.

PKO TFI od lat plasowało się w czołówce firm zarządzających aktywami, zarówno na całym rynku jak i w gronie tzw. bankowych TFI (towarzystwa działające w ramach grup kapitałowych z silną rolą banku detalicznego). W 2011 r. towarzystwo awansowało na drugie miejsce pod względem wielkości zgromadzonych środków w segmencie detalicznym, wyprzedzając BZ WBK TFI. Wcześniej zajmowało trzecią pozycję na rynku.

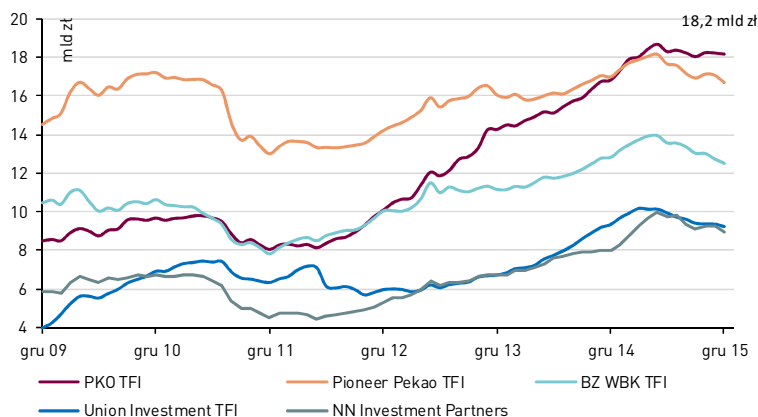
Porównanie aktywów PKO TFI na tle bankowych TFI i rynku funduszy detalicznych

aktywa (w mld zł)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PKO TFI	8,5	9,7	8,1	10,1	14,3	16,8	18,2
fundusze detaliczne	71,6	87,2	72,7	82,7	102,5	116,0	122,1
bankowe TFI	46,5	52,7	40,1	47,5	57,2	64,0	66,5
udział aktywów PKO TFI							
fundusze detaliczne	11,9%	11,1%	11,1%	12,2%	13,9%	14,5%	14,9%
bankowe TFI	18,3%	18,4%	20,1%	21,2%	24,9%	26,3%	27,3%
pozycja na rynku							
fundusze detaliczne	3	3	2	2	2	2	1
bankowe TFI	3	3	2	2	2	2	1

Źródło: Analizy Online

W lutym 2015 r. PKO TFI osiągnęło pozycję lidera pod względem aktywów w segmencie detalicznym wyprzedzając Pioneer Pekao TFI, co było możliwe dzięki dynamicznemu rozwojowi oferty w ostatnich latach i dużemu zainteresowaniu produktami firmy ze strony klientów. Od końca 2009 r. aktywa funduszy skierowanych do szerokiego grona odbiorców wzrosły ponad dwukrotnie z 8,5 mld zł do 18,2 mld zł w grudniu 2015 r. W tym czasie klienci TFI ulokowali netto (saldo wpłat i wypłat) w funduszach detalicznych PKO TFI ponad +7,6 mld zł. Wysoka dynamika aktywów wiązała się ze wzrostem udziału Towarzystwa w rynku funduszy. Aktywa PKO TFI na koniec 2015 r. stanowiły prawie 15% środków zgromadzonych w produktach skierowanych do szerokiego grona odbiorców (funduszach detalicznych).

Zmiana wartości zarządzanych środków w funduszach detalicznych 5 największych TFI



źródło: AnalizyOnline na podstawie danych z TFI

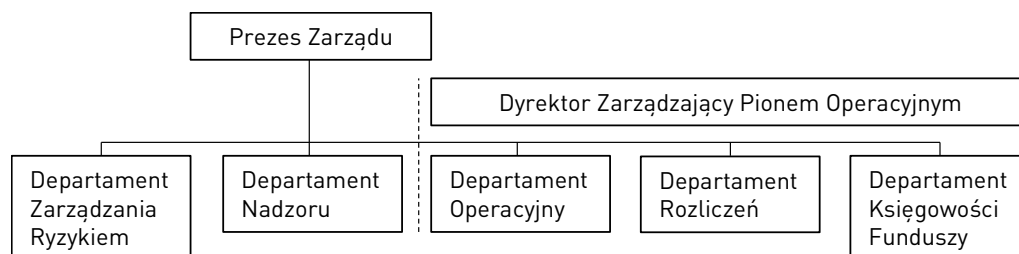
2. Ocena procesu inwestycyjnego

Proces inwestycyjny to jeden z kluczowych aspektów działalności TFI, jaką jest zarządzanie środkami powierzonymi przez klientów. Jego duże znaczenie wynika z faktu, że określone w jego ramach działania (np. tryb i sposób analizy instrumentów, ich selekcja, realizacja zleceń, nadzór etc.) oraz poszczególne ciała (jak chociażby Komitet Inwestycyjny) faktycznie składają się na całość kompleksowych działań oraz strukturę podejmowania decyzji, które ogólnie określić można mianem zarządzania funduszami. Proces, wraz z realizującymi go ludźmi, jest więc jego istotą. Precyzyjne, kompleksowe i spójne, zarówno z przyjętą filozofią inwestowania, jak i formalnymi zapisami z prospektów i statutów funduszy określenie procesu inwestycyjnego powinno być zatem jedną z podstaw funkcjonowania towarzystwa funduszy inwestycyjnych. O tym, jak brzemienne w skutkach może być niewłaściwe jego ustrukturyzowanie, czy wręcz w skrajnych przypadkach jego niewłaściwe działanie, świadczą problemy niektórych podmiotów zmuszonych do likwidacji funduszy, czy pozbawionego licencji na tworzenie i zarządzanie nimi Inventum TFI (dawniej Idea TFI).

2.1. Ogólna charakterystyka procesu

Z punktu widzenia struktury proces inwestycyjny w PKO TFI należy określić jako dobrze ustrukturyzowany. Poszczególne obszary kluczowe dla zarządzania są w jasny sposób podzielone pomiędzy poszczególne osoby, departamenty czy zespoły, wraz z konkretnym określeniem najistotniejszych zadań. Każda z jednostek realizuje przypisane jej obowiązki, które sumarycznie składają się zarówno na sprawność operacyjnego zarządzania funduszami, jak i ich efektywność (określaną przez ryzyka jakie ponoszą klienci oraz wynagrodzenia w postaci osiągniętych wyników). Jednocześnie poszczególne jednostki dysponują odpowiednią niezależnością, co jest kluczowe szczególnie w obszarze ogólnego nadzoru oraz monitoringu ryzyk inwestycyjnych.

Schemat organizacyjny z uwzględnieniem wybranych jednostek organizacyjnych w PKO TFI.



Źródło: PKO TFI

W ramach ustalonego w PKO TFI procesu inwestycyjnego bardzo ważną rolę przypisuje się odpowiedniemu monitorowaniu ryzyk inwestycyjnych. Obszar ten stanowi spektrum działalności dwóch Departamentów – Zarządzania Ryzykiem oraz Nadzoru.

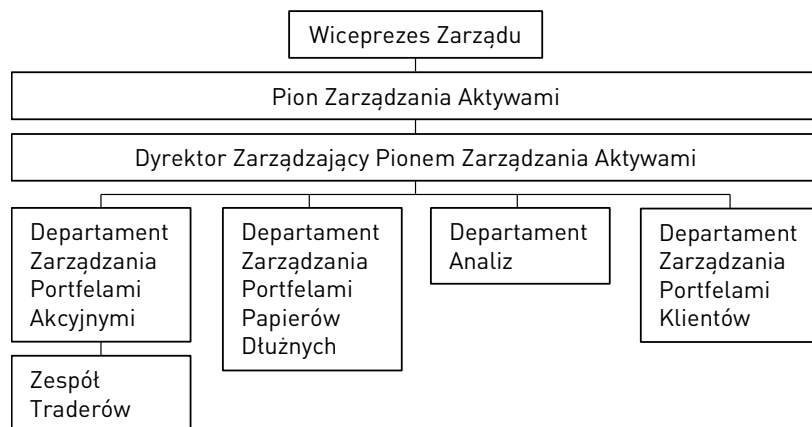
Zakres zadań Departamentu Zarządzania Ryzykiem jest szeroki. W odniesieniu do procesu inwestycyjnego należą do nich m.in. identyfikacja, ocena oraz monitoring ryzyk, a także kontrola poszczególnych procesów wdrożonych w TFI. W spektrum ryzyk znajdują się takie jego rodzaje, jak np. rynkowe, kredytowe, płynności, operacyjne czy ryzyko kontrahenta - poszczególnych instytucji współpracujących z PKO TFI. Pracownicy Departamentu zajmują się także bieżącą oceną wyników w relacji do benchmarków funduszy oraz produktów konkurencji, ustalaniem limitów płynności oraz poziomu parametru wartości zagrożonej - VaR (Value at Risk), skalą wykorzystywanej przez zarządzających dźwigni finansowej czy analizami scenariuszowymi zakładającymi materializację określonych ryzyk (stress testy). Raporty zespołu sporządzane są zarówno na potrzeby Zarządu, jak i Komitetu Inwestycyjnego. Manager Ryzyka bierze udział w spotkaniach Komitetu Inwestycyjnego, posiadając głos doradczy.

Do zadań Departamentu Nadzoru w ramach procesu inwestycyjnego należą z kolei m.in. nadzór nad zgodnością podejmowanych w ramach funkcjonowania TFI działań z powszechnie obowiązującymi przepisami prawa, monitorowanie limitów inwestycyjnych, nadzór nad najlepszym wykonaniem zleceń, czy realizacji polityki głosowania na WZA spółek portfelowych. Inspektor Nadzoru uczestniczy w tworzeniu tzw. Listy Transakcyjnej, zawierającej instrumenty, w które mogą inwestować zarządzający funduszami. Podobnie jak w przypadku Managera Ryzyka, bierze on udział w spotkaniach Komitetu Inwestycyjnego, dysponując głosem doradczym.

Jedną z najważniejszych kwestii wynikających z przyjętego schematu organizacyjnego, pozytywnie przekładających się na proces inwestycyjny, jest podporządkowanie Departamentu Zarządzania Ryzykiem oraz Departamentu Nadzoru bezpośrednio pod Prezesa Zarządu. Departamenty te, mające w zakresie swoich zadań kontrolę działalności innych jednostek (w tym przede wszystkim Pionu Zarządzania Aktywami), są od nich niezależne, co eliminuje ryzyko wystąpienia potencjalnego konfliktu interesów. W efekcie nie ma możliwości zaistnienia (hipotetycznej) sytuacji, w której pracownicy, do których zadań należy monitorowanie ryzyk, znalazłby się pod naciskiem członków i/lub kierownictwa Pionu Zarządzania Aktywami. W ich interesie mogłoby być podejmowanie nadmiernego ryzyka inwestycyjnego, czy przekraczanie ustalonych limitów, w celu osiągnięcia wyższych stóp zwrotu. Jednocześnie zarówno Manager Ryzyka, jak i Inspektor Nadzoru mają możliwość zablokowania decyzji o akceptacji konkretnego instrumentu i wpisania go na Listę Transakcyjną.

Podsumowując, sposób organizacji obszaru kontroli ryzyka, niezależność odpowiedzialnych za to osób oraz szeroki zakres zagadnień będących przedmiotem ich nadzoru należy ocenić pozytywnie.

Schemat organizacyjny z uwzględnieniem wybranych jednostek organizacyjnych w PKO TFI c.d.



Źródło: PKO TFI

Zarządzanie aktywami odbywa się w ramach Pionu Zarządzania Aktywami podlegającego Wiceprezesowi Zarządu. Bezpośrednie kierownictwo zarówno nad zarządzającymi portfelami akcyjnymi, jak i dłużnymi sprawuje Dyrektor Zarządzający Pionem Zarządzania Aktywami – Rafał Matulewicz. Co istotne, charakter zarządzania portfelami w PKO TFI jest zespołowy. Przyjęcie takiego modelu w istotnym stopniu ogranicza ryzyko błędu jednostki (np. jednego z zarządzających), choć z drugiej strony rozprasza odpowiedzialność za podjęte decyzje.

Pomysły inwestycyjne pochodzą z wielu różnych źródeł. Są to m.in. spotkania z zarządami firm, analizy makroekonomiczne, spotkania ze strategami, analizy niezależnych firm oraz biur maklerskich, czy też wewnętrzny research PKO TFI.

Ważną rolę w procesie inwestycyjnym odgrywa osobny Departament Analiz. Do jego zadań należą np. przygotowywanie rekomendacji inwestycyjnych dla zarządzających, sporządzanie ocen w zakresie perspektyw zachowania poszczególnych rynków oraz spółek w zależności od branż. Analitycy zajmują się również oceną stabilności finansowej emitentów obligacji przedsiębiorstw i samorządowych przed dodaniem ich na Listę Transakcyjną, czy współpracą z zarządzającymi przy przygotowaniu Strategii Inwestycyjnej dla funduszy.

Istotny wpływ na zarządzanie funduszami ma Komitet Inwestycyjny (KI). Jest to ciało, w skład którego wchodzi Wiceprezes Zarządu jako przewodniczący KI, Dyrektor Zarządzający Pionem Zarządzania Aktywami, Dyrektor Departamentu Zarządzania Portfelami Akcyjnymi, Dyrektor Departamentu Zarządzania Portfelami Papierów Dłużnych, zarządzający portfelami, Menedżer Ryzyka oraz Inspektor Nadzoru. Do zadań KI należą m.in.:

- zatwierdzanie strategii inwestycyjnej funduszy,
- określanie limitów na decyzje inwestycyjne,
- definiowanie poziomów alokacji aktywów,
- określanie dopuszczalnych zakresów odchyłeń,
- nadzorowanie sposobu realizacji strategii,
- monitorowanie efektywności procesu zarządzania,
- ustalenie limitów środków pieniężnych na rachunkach funduszy w celu zarządzania płynnością,
- wprowadzenie mechanizmów kontroli wewnętrznej (m.in. Limitów transakcyjnych),
- przyjmowanie raportów dotyczących ryzyka inwestycyjnego i raportów compliance,
- monitorowanie Listy Transakcyjnej.

Decyzje podejmowane są większością głosów osób uprawnionych do głosowania, do których nie zaliczają się Menedżer Ryzyka oraz Inspektor Nadzoru. Ich uczestnictwo w posiedzeniach Komitetu ma charakter doradczy.

Lista Transakcyjna ma charakter „pozytywny” - stanowi zbiór instrumentów dopuszczonych, a nie wykluczonych z handlu, przez co uwzględnia te, które mogą trafiać do portfeli funduszy. Instrumenty nie znajdujące się na liście nie mogą być nabywane lub muszą zostać sprzedane przez zarządzających, jeśli znajdują się w portfelach w momencie ich usunięcia z Listy.

Finalny kształt portfeli zależy od zarządzających funduszami. Dysponują oni określoną swobodą w zakresie alokacji, selekcji czy zabezpieczania poszczególnych ryzyk, jednak muszą respektować zarówno obowiązujące zewnętrzne (prawne), jak i wewnętrzne limity inwestycyjne oraz decyzje Komitetu Inwestycyjnego. Mają oni także możliwość wnioskowania o włączenie określonych instrumentów na Listę Transakcyjną.

Ostatnim etapem w procesie inwestycyjnym jest fizyczna realizacja podjętych przez zarządzających decyzji. Funkcję tę pełni dwóch traderów bezpośrednio z nimi współpracujących. Nad ich pracą (najlepszym możliwym wykonywaniem zleceń) nadzór sprawuje Departament Nadzoru.

Podsumowując proces inwestycyjny w szerokim ujęciu, należy podkreślić jego dobre ustrukturyzowanie, dzięki klarownemu podziałowi zadań i obszarów niezbędnych do jego stworzenia. Poszczególni pracownicy precyzyjnie znają zakres swoich obowiązków, a efekty ich pracy składają się w spójną całość. Istotne jest również kompleksowe ujęcie wszystkich najważniejszych zagadnień/etapów składających się na efektywny proces inwestycyjny. Składają się na niego analizy (Analitycy), określenie szerszych ram działania (Komitet Inwestycyjny), konkretne decyzje inwestycyjne (zarządzający), egzekucja podjętych decyzji (traderzy), a wszystko przy czynnym udziale i nadzorze niezależnych komórek nadzorczych (Departamentu Zarządzania Ryzykiem, Departament Nadzoru).

2.2. Kapitał ludzki jako jeden z kluczowych aspektów procesu inwestycyjnego

Przemysłany i sprawnie zorganizowany proces inwestycyjny nie byłby efektywny, gdyby jego realizacja powierzona była nieodpowiednim osobom. Właśnie dlatego kapitał ludzki jest tak bardzo istotny – umożliwia właściwą realizację zaożeń i zadań poszczególnych jednostek organizacyjnych oraz odpowiednią współpracę pomiędzy nimi. Oceny w obszarze kapitału ludzkiego można dokonywać w kilku wymiarach, np. w oparciu o stabilność zespołu inwestycyjnego (staż w TFI), ich kompetencje (zarówno w subiektywnym odczuciu oceniającego, jak i w ujęciu ilościowym – wyniki inwestycyjne w relacji do określonych punktów odniesienia, jak np. benchmark, konkurencja etc.), doświadczenia ogólnego (łączy staż pracy na rynku kapitałowym niezależnie od instytucji), czy też w oparciu o kryteria obiektywne (np. powszechnie cenionych certyfikatów polskich, np. makler papierów wartościowych, doradca inwestycyjny etc., międzynarodowych, np. CFA, CAIA, PRM etc., czy tytułów naukowych).

Zarządzający w PKO TFI legitymują się różnymi certyfikatami, nadawanymi zarówno przez polskie, jak i zagraniczne stowarzyszenia, czy instytucje rządowe. Znaleźć można osoby z licencją maklera papierów wartościowych (Lech Mularzuk, Rafał Dobrowolski), doradcy inwestycyjnego (Rafał Dobrowolski, Jarosław Stefanoff, Radosław Pela), CFA (Remigiusz Nawrat, Karol Chrystowski, Rafał Dobrowolski, Jarosław Stefanoff), CAIA (Rafał Dobrowolski), Certificate in Securities and Financial Derivatives (Rafał Matulewicz), czy doktora nauk ekonomicznych (Sławomir Sklinda). W przypadku konkurencyjnych TFI, wielu zarządzających również legitymuje się prestiżowymi certyfikatami i tytułami, co pozwala stwierdzić, że zarządzający PKO TFI dotrzymują pod tym względem kroku rynkowi.

Z punktu widzenia stażu zarządzających, zespół PKO TFI charakteryzuje stabilność nieznacznie powyżej przeciętnej w gronie analizowanych „bankowych” TFI. Przeciętna długość stażu to ok. 4,6 roku, co oznacza wynik dokładnie w środku stawki wszystkich (PKO TFI uplasowało się na 6 pozycji na 11 towarzystw). Należy jednak pamiętać o tym, że negatywny wpływ na to statystyczne podejście ma fakt, iż zespół zarządzających w ramach TFI był formowany od zera (wcześniej zarządzanie powierzone było Credit Suisse Asset Management).

Porównanie długości stażu zarządzających w obecnym TFI

	Średni staż zarządzającego (lata)
PKO TFI	4,6
bankowe TFI	4,4

Źródło: Analizy Online

Powyższa analiza danych w ujęciu relatywnym (w porównaniu do rynku) to tylko jedno z możliwych do zastosowania podejść. Warto jednak skomentować wyniki także w ujęciu bezwzględny. Chociaż parametr średniego stażu zarządzających PKO TFI znajduje się dokładnie na poziomie mediany rozkładu i nieznacznie nad średnią, nie oznacza to, że ocena tego obszaru jest tylko przeciętna, czy neutralna. Ponad czteroipółletni średni okres pracy w TFI to czas znacznie dłuższy niż niezbędny do zapoznania się ze sposobem funkcjonowania instytucji i w pełni efektywnego wykonywania powierzonych obowiązków. Warto nadmienić, że jedynie 3 na 9 zarządzających uwzględnionych w analizie legitymuje się stażem pracy w PKO TFI krótszym niż 2 lata.

Podobne wnioski nasuwają się przy analizie całkowitego doświadczenia zarządzających na rynku kapitałowym. W ujęciu względnym zespół PKO TFI plasuje się poniżej średniej (9,8 roku wobec 12,4 w przypadku wszystkich bankowych towarzystw).

Porównanie doświadczenia zarządzających na rynku kapitałowym

	Średnie doświadczenie (lata)
PKO TFI	9,8
bankowe TFI	12,4

Źródło: Analizy Online

W tym jednak przypadku różnice w wynikach zespołów zarządzających poszczególnych instytucji były niewielkie. Wystarczy nadmienić, że w przypadku 4 w kolejności „najbardziej doświadczonego” zespołu średnia wyniosła ok. 11,4 roku, a więc tylko 1,6 roku więcej. Podobnie jak przy okazji analizy stażu u aktualnego pracodawcy, należy zwrócić uwagę, że blisko 10-letnie przeciętne całkowite doświadczenie rynkowe to bardzo długi okres.

Łączną, syntetyczną ocenę zarządzających PKO TFI na tle rynku można przeprowadzić w oparciu o analizę danych o charakterze quasi-ilościowym. W zastosowanym modelu przyjęto 5 obszarów oceny: certyfikacje zarządzających, staż w obecnym TFI, całkowite doświadczenie na rynku kapitałowym, track record zarządzanych dotychczas funduszy oraz wsparcie zarządzających ze strony działu analitycznego.

W ocenie premiowani byli zarządzający posiadający dowolny polski lub zagraniczny oficjalny tytuł taki jak np. makler papierów wartościowych, doradca inwestycyjny, CFA, CAIA, PRM etc., czy tytuł naukowy jak doktor lub profesor nauk ekonomicznych.

Odpowiednie noty przyznawane były za doświadczenie u aktualnego pracodawcy. Połowę maksymalnej noty otrzymywali zarządzający ze stażem od 3 do 5 lat, najwyższą zaś ci powyżej tej granicy. Takie same warunki przyjęto w ocenie całkowitego doświadczenia na rynku kapitałowym.

Dotychczasowe osiągnięcia w zarządzaniu funduszami (niezależnie od instytucji) oceniane były na podstawie osiągniętych stóp zwrotu w relacji do średniej grup poszczególnych funduszy, z uwzględnieniem ryzyka inwestycyjnego. Oceny przyznawane były wyłącznie w przypadku kiedy obserwacje te dawały miarodajny pogląd na track record zarządzającego (zarządzający musiał mieć realny wpływ na zarządzanie funduszem, okres zarządzania nie mógł być zbyt krótki – min 2 lata – poziom zarządzanych aktywów nie mógł sam w sobie stanowić przewagi w zarządzaniu, a średnia stopa zwrotu w grupie musiała być dla tej grupy faktycznie reprezentatywna). W przypadku gdy nie można było w wiarygodny sposób ocenić osiągnięć zarządzającego, ocena nie była nadawana, przez co fakt ten ani nie zaniżał, ani nie zawiązał oceny końcowej.

Ostatnie kryterium stanowiące istotny element procesu inwestycyjnego – wsparcie zarządzających ze strony analityków – oceniane było w zależności od istnienia takiego zespołu w liczbie umożliwiającej faktyczne pokrycie odpowiednich rynków/sektorów/emitentów.

Poniższa tabela prezentuje wyniki zestawienia w oparciu o syntetyczny wskaźnik będący średnią oceną dla każdego z zarządzających w odniesieniu do wszystkich opisanych obszarów oraz wsparcia analityków. Najwyższą możliwą do uzyskania notą było 1.

Syntetyczna ocena zespołu zarządzających

	Wartość parametru
PKO TFI	0,81
bankowe TFI (średnia)	0,61

Źródło: Analizy Online

W analizie przeprowadzonej zgodnie z opisaną powyżej metodologią zespół PKO TFI uplasował się na pierwszym miejscu. Na tle pozostałych analizowanych TFI, zarządzający zostali ocenieni relatywnie wyżej niemal w każdym z opisanych obszarów. Wyraźną przewagę nad konkurentami uzyskali natomiast za

dotychczasowe wyniki inwestycyjne. Pozytywnym czynnikiem było również wsparcie zarządzających przez zespół analityków, który niewątpliwie pozytywnie przyczynia się do zwiększenia efektywności ich pracy, poprzez partycypację w procesie analizy i generowaniu nowych pomysłów inwestycyjnych.

Nieco innym podejściem do łącznej oceny zarządzających i procesu inwestycyjnego jest analiza w oparciu o składową ocenę ratingowej funduszy PKO TFI na tle rynku w Ratingach Analiz Online (oceny analityczne funduszy inwestycyjnych o charakterze -jakościowym dokonywane przez firmę Analizy Online S.A.). Wśród 4 badanych obszarów pierwszą jest właśnie ocena zarządzającego i procesu inwestycyjnego. Maksymalna do uzyskania nota to 5, najniższa 1. W ocenie brane są pod uwagę podobne do już wymienionych kryteria: doświadczenie zarządzającego, jego track record, certyfikaty, organizacja procesu w TFI – jego usystematyzowanie i kompletność, zakres decyzji zespołowych, swoboda decyzji menedżera w budowie portfela, wsparcie ze strony analityków, nadzór niezależnych komórek ryzyka etc. Poniższa tabela prezentuje przeciętną ocenę w obszarze zarządzającego i procesu inwestycyjnego nadaną w Ratingach Analiz Online funduszom poszczególnych bankowych TFI ocenionych na dzień 12 lutego 2016 r.

Ocena zarządzającego i procesu inwestycyjnego w Ratingach Analiz Online

	Średnia dla funduszy z Ratingiem
PKO TFI	5,00
bankowe TFI	3,99

Źródło: Analizy Online

Przeciętna ocena obszaru zarządzającego i procesu inwestycyjnego w funduszach PKO TFI to 5,0, a więc wszystkie poddane analizie (10) produkty towarzystwa uzyskały maksymalną możliwą notę.

Poniższa tabela również prezentuje średnią ocenę wspomnianego obszaru, jednak w porównaniu do znacznie szerszej populacji – wszystkich funduszy posiadających obecnie Rating Analiz Online (nie tylko z oferty bankowych TFI). Na dzień 12 lutego 2016 r. było ich ok. 170, a ich sumaryczne aktywa stanowiły ok. 86% całkowitych aktywów zgromadzonych w polskich funduszach detalicznych (rozwiązaniach skierowanych do szerokiego grona inwestorów) typu FIO i SFIO.

Ocena zarządzającego i procesu inwestycyjnego w Ratingach Analiz Online

	Średnia dla funduszy z Ratingiem
PKO TFI	5,00
wszystkie TFI	3,85

Źródło: Analizy Online

Powyższe zestawienia potwierdzają, że zespół zarządzających PKO TFI oraz proces inwestycyjny w towarzystwie, są na wyższym poziomie niż u większości konkurentów, zarówno zaliczających się do grona towarzystw z w grupie kapitałowej z przynajmniej jednym bankiem, jak i na tle szerszej grupy porównawczej – wszystkich polskich TFI posiadających w ofercie fundusze z Ratingiem.

3. Wyróżniające cechy podejścia inwestycyjnego stosowanego w PKO TFI

Proces inwestycyjny jest jednym z podstawowych elementów funkcjonowania większości instytucji zarządzających aktywami, funkcjonujących zarówno na polskim, jak i zagranicznych rynkach. O ile jego schemat w większości przypadków jest podobny, o tyle istnieją niekiedy istotne różnice w jego ustrukturyzowaniu, zadaniach poszczególnych jednostek organizacyjnych czy szczegółach konkretnych jego etapów. Co istotne, sprawniejsza organizacja procesu inwestycyjnego, może stanowić realną przewagę konkurencyjną nad rywalami.

3.1. Połączone podejście bottom-up oraz top-down

Selekcja konkretnych instrumentów do portfela inwestycyjnego ma bezpośredni wpływ na ostateczną efektywność zarządzania funduszem. W zależności od przyjętego w TFI podejścia najczęściej wykorzystywane są metoda bottom-up oraz top-down.

Podejście bottom-up

Selekcję w ramach metody bottom-up można roboczo określić podążaniem od szczegółu do ogółu. Punktem wyjścia są konkretne cechy poszczególnych firm – silne i słabe strony, stojące przed nimi szanse oraz zagrożenia. W zależności od tego, które okazują się oferować największy potencjał z uwzględnieniem ryzyka inwestycyjnego wybiera się te o najbardziej atrakcyjnej kombinacji dwóch powyższych czynników. Stosując takie podejście uwzględnia się czynniki o charakterze makroekonomicznym, jednak słabsze uwarunkowania makro dla spółki postrzeganej jako fundamentalnie silnej, nie eliminują jej z listy potencjalnych podmiotów inwestycji.

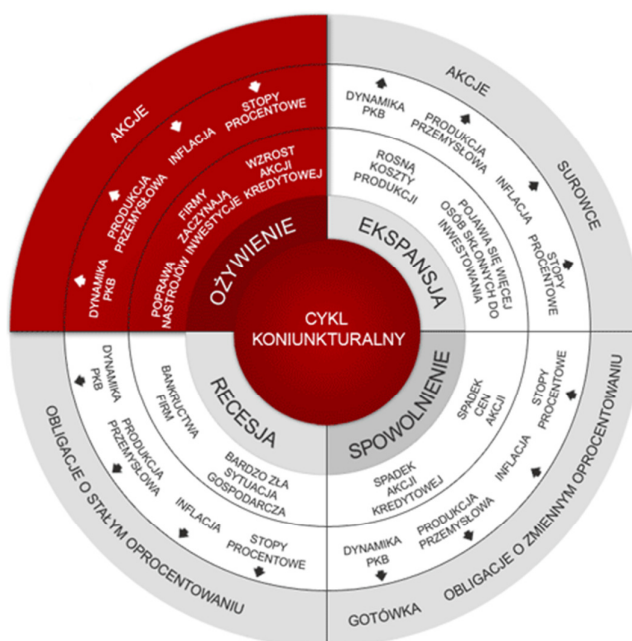
Podejście top-down

Zarządzający stosujący podejście top-down zaczynają analizę rynku od określenia uwarunkowań makroekonomicznych. Jako najistotniejsze postrzegane są dane opisujące gospodarki w ujęciu globalnym, a nie konkretne charakterystyki poszczególnych emitentów, w ramach ich analizy fundamentalnej. Istotne znaczenie ma określenie aktualnej oraz przyszłych faz cyklu koniunkturalnego, które oznaczają różne (mniej lub bardziej sprzyjające) warunki funkcjonowania firm z poszczególnych branż, czy koniunktury określonych klas aktywów.

W zależności od odgórnych wytycznych (np. proces narzucony przez zagraniczną spółkę matkę), czy preferencji zarządzających i dyrektorów inwestycyjnych w konkretnych instytucjach zarządzających aktywami, stosowane jest jedno lub drugie podejście. Nic jednak nie stoi na przeszkodzie aby w procesie selekcji połączyć obydwie powyższe metody doboru składników do portfela, tworząc kompletny i spójny proces selekcji instrumentów. Takie właśnie połączone podejście stosuje się w PKO TFI.

Punktem wyjścia jest analiza uwarunkowań makroekonomicznych, a więc przy zastosowaniu podejścia **top-down**. Celem zarządzających jest określenie fazy cyklu koniunkturalnego (etapu wahań aktywności gospodarczej), aby trafnie wytypować sektory gospodarki, które w największym stopniu korzystają na danej fazie cyklu. Przykładowo w przypadku fazy ekspansji (następującej po fazie ożywienia gospodarczego) warunki makroekonomiczne najbardziej sprzyjają spółkom, których działalność jest powiązana z rynkiem surowców. Z kolei w fazie spowolnienia, kiedy rynki akcji notują wyraźne spadki, najlepiej stawiać na solidnych emitentów z tzw. branż defensywnych, jak np. z sektora farmaceutycznego czy użyteczności publicznej. Modele działalności takich podmiotów powinny okazać się bowiem najbardziej odporne na pogarszające się warunki rynkowe.

Przykład cyklu koniunkturalnego z uwzględnieniem zmian kluczowych wskaźników gospodarczych.



Źródło: Analizy Online

Po zidentyfikowaniu aktualnej fazy cyklu, a w konsekwencji branż/sektorów gospodarki, którym sprzyja on w największym stopniu, przystępuje się do określenia konkretnych instrumentów/emitentów, do inwestycji kapitału. Takie działania stanowią istotę wspomnianej analizy **bottom-up**. W tym etapie zarządzający i analitycy skupiają się na wyselekcjonowaniu najlepszych przedstawicieli z wybranych wcześniej branż, w oparciu o ich cechy indywidualne. Dokonywane są w tym celu wnikliwe analizy fundamentalne pozwalające określić kluczowe szanse i zagrożenia stojące przed poszczególnymi spółkami. W efekcie do portfela trafiają te o największym potencjale, przy uwzględnieniu rygorystycznych kryteriów odnośnie ryzyka.

Podsumowując, stosowane w PKO TFI podejście łączące zalety obydwu powszechnie wykorzystywanych metod selekcji top-down i bottom-up ma na celu wytypowanie najlepszych spółek – liderów branż (bottom-up), dla których warunki makroekonomiczne danej fazy cyklu koniunkturalnego są najlepsze (top-down). Efekt synergii jaki można osiągnąć przy zastosowaniu tego dwutorowego podejścia może stanowić źródło przewagi konkurencyjnej.

3.2. Dywersyfikacji portfela inwestycyjnego

Selekcja poszczególnych instrumentów do portfela, to etap procesu inwestycyjnego o relatywnie głębokim poziomie szczegółowości. Musi on jednak zostać poprzedzony ustaleniami o bardziej ogólnym charakterze – określeniem struktury portfela. Zdefiniowanie ogólnej struktury powinno być co najmniej kilkumiarowe: uwzględniony powinien być podział z punktu widzenia klas aktywów (np. akcje, obligacje, surowce, gotówka etc.), typów poszczególnych klas (np. obligacje skarbowe, korporacyjne, zamienne na akcje etc.) oraz pod względem geograficznym.

Dywersyfikacja geograficzna może dotyczyć zarówno instrumentów emitentów prowadzących działalność w konkretnych państwach, jak i szerzej – w określonych grupach krajów, czy regionach (np. rynki wschodzące, rozwinięte, kraje regionu Europy Środkowo-Wschodniej etc.). Celem dywersyfikacji (w tym dywersyfikacji geograficznej) jest rozproszenie ryzyka portfela pomiędzy aktywa w jak największym stopniu uniezależnione od siebie nawzajem (charakteryzujące się niską korelacją). W efekcie straty na jednych

instrumentach są częściowo kompensowane zyskami z innych, co prowadzi do niższej zmienności stóp zwrotu, a więc mniejszego ryzyka jakie ponosi inwestor funduszu.

Kolejnym, niemniej istotnym od wspomnianego rozproszenia ryzyka portfela, celem dywersyfikacji geograficznej portfeli akcji funduszy PKO TFI jest dbałość o zapewnienie odpowiedniego poziomu ich płynności. Główną przyczyną, dla której obszar ten w przypadku tego towarzystwa musi podlegać szczególnemu nadzorowi są relatywnie większe w porównaniu do większości konkurentów aktywa poszczególnych funduszy. Rozwój polskiego rynku kapitałowego (w tym szczególnie warszawskiej GPW) niestety nie zapewnia odpowiedniej płynności inwestorom instytucjonalnym dysponującym większym kapitałem, jakim jest PKO TFI, przez co zmuszeni są oni szukać bardziej płynnych instrumentów właśnie na rynkach zagranicznych.

Polityka inwestycyjna funduszy PKO TFI określona w ich prospektach i statutach funduszy inwestycyjnych zakłada istotny poziom dywersyfikacji geograficznej portfeli.

Wdrożenie polityki szerokiej dywersyfikacji obserwowane od ok. 2013 r. w znaczącym stopniu przyczyniło się do wysokiej efektywności zarządzania, w rozumieniu zarówno wyraźnie lepszych od konkurentów wyników inwestycyjnych, jak i spadku zakresu zmienności miesięcznych stóp zwrotu (ograniczeniu ryzyka).

Analizując sposób dywersyfikacji portfeli przez zarządzających warto zwrócić uwagę na rynki (kraje i ich grupy) gdzie dokonują oni inwestycji. Poniższa tabela pokazuje strukturę geograficzną zagranicznej części portfeli akcyjnych poszczególnych funduszy PKO TFI.

Udział instrumentów spółek z poszczególnych krajów w części zagranicznej portfeli akcyjnych funduszy PKO TFI (na dzień 30-06-2015)*

fundusz	% części zagranicznej w portfelu akcji										
	Czechy**	Wielka Brytania	USA	Francja	Niemcy	Austria	Holandia	Turcja	Węgry	Rosja	Inne
PKO Akcji Plus	28,5%	22,1%	11,9%	7,8%	4,7%	4,8%	7,8%	2,8%	3,2%	0,2%	6,2%
PKO Akcji Małych i Średnich Spółek	8,5%	15,4%	23,8%	11,3%	7,9%	2,7%	5,2%	0,0%	0,0%	0,1%	25,0%
PKO Zrównoważony	28,8%	14,1%	9,2%	9,7%	5,8%	6,3%	9,7%	3,2%	4,5%	0,7%	7,9%
PKO Stabilnego Wzrostu	27,3%	13,3%	8,9%	9,9%	4,9%	3,7%	6,7%	2,8%	3,5%	0,4%	18,6%
PKO Strategicznej Alokacji	25,5%	3,6%	30,0%	5,1%	0,0%	12,0%	0,0%	8,8%	0,0%	11,2%	3,8%

*bez uwzględnienia ekspozycji szeroko zdywersyfikowanych funduszy typu ETF

**wysoki udział spółek czeskich jest w największej mierze efektem obecności w portfelach spółki CEZ notowanej na warszawskiej GPW

Źródło: Analizy Online

Pod względem geograficznym portfel instrumentów zagranicznych jest szeroko zdywersyfikowany. Świadczy o tym relatywnie duża liczba krajów, z których pochodzą portfelowe spółki. Warto też zwrócić uwagę na zróżnicowanie ze względu na klasyfikację pomiędzy państwa rozwinięte i rozwijające się. Relatywna przewaga akcji z tych pierwszych powinna sprzyjać niższej zmienności stóp zwrotu z uwagi na mniejsze ryzyka gospodarcze w tych krajach.

Dopełnieniem analizy obszaru dywersyfikacji portfeli akcyjnych funduszy PKO TFI, jest omówienie obecności jednostek zagranicznych funduszy inwestycyjnych typu ETF (exchange traded funds). Polityka inwestycyjna tego typu rozwiązań zakłada replikowanie wyników konkretnych indeksów. Fundusze te są więc najczęściej szeroko zdywersyfikowane. Ich dodatkowym atutem są także bardzo niskie koszty jakie ponoszą inwestorzy.

Dywersyfikacja geograficzna portfeli ma miejsce również w przypadku funduszy obligacji, gotówkowych i pieniężnych, a także części dłużnych portfeli produktów o charakterze mieszanym. Jej skala jest jednak znacznie mniejsza (sięga co najwyżej kilkunastu procent aktywów). Zarządzający instrumentami dłużnymi ograniczają się przeważnie do inwestycji w obligacje polskich emitentów denominowane w walutach obcych. W efekcie w pewnym stopniu dywersyfikowane jest ryzyko stopy procentowej portfeli (wyceny obligacji zależą nie tylko od zmian stóp procentowych w złotym, ale także np. w euro). Ryzyko kredytowe pozostaje jednak niezdywersyfikowane geograficznie, z uwagi na poręczenia polskich emitentów (spółek matek), dla długu emitowanego przez ich zagraniczne spółki celowe, służące jedynie za pośrednika w procesie emisji

długu w walucie zagranicznej. Dywersyfikacja o zagraniczne dłużne instrumenty skarbowe jest natomiast marginalna.

3.3. Zarządzanie ryzykiem i przywiązanie do bezpieczeństwa inwestycji

Ryzyko inwestycyjne stanowi jeden z kluczowych aspektów zarządzania w PKO TFI. Właśnie dlatego stosowane jest wielotorowe podejście do tego problemu. Bardzo ważną rolę w tym obszarze pełnią Departament Zarządzania Ryzykiem oraz Departament Nadzoru.

Z punktu widzenia ryzyka portfeli funduszy do najistotniejszych jego rodzajów należą m.in.

- ryzyko zmienności stóp zwrotu,
- ryzyko płynności,
- ryzyko kredytowe.

Ryzyko zmienności

Ryzyko zmienności stóp zwrotu w to w najprostszym rozumieniu wyniki inwestycyjne funduszu oraz to jak bardzo różnią się od wartości przeciętnych. Niska zmienność oznacza niskie ryzyko inwestycyjne dla klienta. Może być ona monitorowana w różnych wymiarach: w relacji do średniej stopy zwrotu samego funduszu (miarą jest odchylenie standardowe), lub w odniesieniu do średniej stopy zwrotu określonego punktu odniesienia np. średnich wyników w grupie danego funduszu (tracking error), lub jego benchmarku. Ostatnie dwie miary określają zmienność osiągniętych wyników w ujęciu relatywnym.

W PKO TFI w ujęciu ex-post oraz ex-ante szacowane są wspomniane wskaźniki, jak i szereg innych parametrów ryzyka rynkowego oraz miary efektywności zarządzania, takie jak:

- | | | |
|----------------------------------|---|--------------------------------|
| ▪ drawdown (obsunięcie kapitału) | } | wskaźniki efektywności |
| ▪ Sortino Ratio | | |
| ▪ Calmar Ratio | | |
| ▪ Information Ratio | | |
| ▪ Sharpe Ratio | | |
| ▪ Modified Duration | } | miary ryzyka stopy procentowej |
| ▪ Convexity | | |

Poza ww. wskaźnikami, monitorowany jest również parametr VaR (Value at Risk – wartości zagrożonej portfela). Na podstawie oszacowanej zmienności stóp zwrotu określa on możliwą do poniesienia stratę, przy założeniu określonego poziomu prawdopodobieństwa. W przypadku gdy potencjalna strata jest zbyt duża, zarządzający mogą ograniczyć ryzyko portfela.

Ryzyko płynności

Stały monitoring ryzyka płynności to zadanie menedżerów portfeli oraz Departamentu Zarządzania Ryzykiem. Jest to jednocześnie wyjątkowo newralgiczny obszar zarządzania portfelem, ponieważ błędy mogą skutkować najpoważniejszym problemem grożącym instytucji zarządzającej aktywami – niezdolnością do wypłaty kapitału na żądanie inwestorów. Dodatkowym problemem jest potrzeba zapewnienia odpowiedniej płynności aby umożliwić zarządzającym szybką reakcję w przypadku pojawienia się nowych okazji inwestycyjnych.

Zarządzanie płynnością ma jednak także drugą stronę. Menedżerowie portfeli muszą zarządzać powierzonymi środkami w taki sposób, aby zainwestowana była optymalna część powierzonej im gotówki. Alokacja w instrumenty finansowe nie może być zatem jednocześnie zbyt mała. W przypadku prowadzenia nazbyt ostrożnej polityki płynnościowej, ilość „pracujących” (zainwestowanych) pieniędzy może być niewystarczająca, aby osiągać satysfakcjonujące klientów stopy zwrotu.

Kluczowe jest więc odpowiednie zbalansowanie potrzeby zapewnienia zabezpieczenia odpowiedniej płynności na obsługę ewentualnych umorzeń i możliwość alokacji środków w przypadku pojawienia się

nowych okazji inwestycyjnych oraz konieczności efektywnego inwestowania w celu osiągnięcia odpowiednich stóp zwrotu.

W PKO TFI ocena ryzyka płynności odbywa się już na poziomie poszczególnych instrumentów. Szacowana jest m.in. liczba dni konieczna do całkowitej likwidacji pozycji. Dodatkowo sporządzane są analizy odnośnie spodziewanych przepływów pieniężnych (wpłat i wypłat realizowanych przez klientów). Nie rzadziej niż raz na miesiąc przeprowadzane są także testy warunków skrajnych (modele prognozujące określone parametry w razie wystąpienia założonych zmian).

Ryzyko kredytowe

Ryzyko kredytowe w największym stopniu dotyczy funduszy dłużnych, gotówkowych i pieniężnych oraz w mniejszym - mieszanych. To właśnie w ich portfelach znajdują się m.in. obligacje korporacyjne, z którymi związane jest to ryzyko. Kluczowe w tym kontekście staje się zatem właściwe rozpoznanie i późniejsze monitorowanie zdolności poszczególnych emitentów do regulowania ich zobowiązań.

Aby zarządzający mógł kupić do portfela obligację korporacyjną musi ona znaleźć się na Liście Transakcyjnej. O jej dopisaniu decydują pracownicy z kilku Departamentów: Analiz, Zarządzania Ryzykiem, Nadzoru oraz Księgowości i Rozliczeń funduszy. Do określenia poziomu ryzyka wykorzystuje się różnorodne narzędzia analityczne takie jak:

- Zewnętrzne i wewnętrzne ratingi emitentów
- Modele scoringowe (np. Altman Z-Score)
- Model KMV firmy Moody's

Bardzo istotne w kontekście ryzyka kredytowego są ustalane maksymalne limity zaangażowania. Dotyczą one emitentów, poszczególnych emisji, kontrahentów oraz określonych sektorów gospodarki. Określone są zarówno na poziomie portfeli poszczególnych funduszy, jak i całego towarzystwa. Jednocześnie preferowani są wiarygodni emitenci, z dobrymi perspektywami finansowymi. Największy udział w portfelach mają dłużne instrumenty finansowe polskich banków (bezpośrednio oraz za pośrednictwem zagranicznych spółek celowych) zarówno w złotym jak i w euro. Firmy spoza sektora bankowego, to przeważnie duzi emitenci np. z branży energetycznej.

Warto także zwrócić uwagę na relatywnie mniejszy udział długu korporacyjnego w części dłużnej portfeli funduszy PKO TFI w porównaniu do konkurencyjnych rozwiązań. Prezentuje to poniższa tabela.

Udział długu korporacyjnego w części dłużnej portfeli funduszy z poszczególnych grup (na dzień 30-06-2015)

grupa funduszy	% części dłużnej portfela		
	PKO TFI	średnia funduszy bankowych TFI	średnia funduszy detalicznych
mieszane polskie zrównoważone	25,9%	25,1%	20,7%
mieszane polskie stabilnego wzrostu	15,8%	18,5%	15,6%
mieszane polskie aktywnej alokacji	14,7%	20,0%	20,3%
dłużne polskie uniwersalne	16,8%*	21,5%	23,6%
gotówkowe i pieniężne PLN uniwersalne	19,1%*	26,8%	30,1%

*średnia dwóch funduszy PKO TFI w grupie

Źródło: Analizy Online

Inną kwestią związaną z ryzykiem kredytowym jest zagadnienie koncentracji portfela, rozumianej jako udział długu poszczególnych emitentów w aktywach netto. W funduszach, w których ma to największe znaczenie, czyli dłużnych, gotówkowych i pieniężnych oraz w mniejszym stopniu w produktach mieszanych, koncentracja jest relatywnie wysoka, ale tylko w przypadku długu emitowanego przez polskie banki. Zgodnie z danymi ze sprawozdań na koniec czerwca 2015 r. w aktywach niektórych funduszy przekracza ona nawet 5%. Choć ten udział jest dość wysoki, to w znacznej większości są to jednak depozyty w polskich bankach. Ponadto ryzyko kredytowe banków jest teoretycznie znacznie niższe w stosunku do innych emitentów (udział tych ostatnich oscyluje przeważnie ok. 1% aktywów). W ostatnich latach mieliśmy do

czynienia tylko z jednym bankrutem w przypadku banku spółdzielczego tzw. SK Banku, którego obligacji nie było w portfelach zarządzanych przez PKO TFI.

Na restrykcyjne i usystematyzowane podejście do zarządzania ryzykiem, ma w dużej mierze wpływ charakter klientów PKO TFI. Wielu z uczestników funduszy, to klienci Banku PKO BP S.A., którzy mogą nie akceptować nadmiernego (w rozumieniu zmienności stóp zwrotu), a tym bardziej strat kapitału.

4. Analiza efektywności funduszy

4.1. Analiza wyników osiągniętych przez poszczególne fundusze na tle rynku (stopy zwrotu i ich powtarzalność w ujęciu historycznym)

W celu syntetycznego zaprezentowania wyników osiągniętych przez fundusze znajdujące się w ofercie PKO TFI na tle konkurentów z oferty bankowych TFI, przygotowaliśmy zestawienie bazujące na syntetycznym wskaźniku łączącym średnią ocen.

Warto odnotować, że średnia dla bankowych TFI uwzględnia również wyniki funduszy PKO TFI, co od strony metodologii jest uzasadnione faktem, że PKO TFI zaliczyć należy właśnie do TFI o bankowym charakterze.

W przypadkach, gdzie policzenie średnich nie było możliwe z względu na brak homogeniczności grupy porównawczej, zaprezentowano tylko stopy zwrotu poszczególnych funduszy, a w przypadkach produktów, które funkcjonują krócej niż rok, zaprezentowano stosowną informację. Wyniki i ich relacje do średniej przedstawiono w 3 horyzontach czasowych – ostatnich 12-, 36- oraz 60 miesiącach, poprzedzających 31 stycznia 2016 r. W przypadkach, w których doszło do połączenia wybranych produktów, prezentowane są tylko rezultaty funduszy przejmujących, a historia nieistniejących już rozwiązań nie jest uwzględniana.

Spośród przedstawionych 12 funduszy z oferty PKO TFI, dla których było możliwe porównanie ze średnimi, ponad połowa (dokładnie 8 produktów) w każdym z horyzontów, dla których dokonano porównania, a w których fundusze te funkcjonowały, osiągnęły nadwyżki nad średnimi. W szczególności należy tu wyróżnić poniższe fundusze, których historia jest wystarczająca, aby móc pozytywnie oceniać je we wszystkich 3 okresach:

- PKO Akcji Plus
- PKO Akcji Małych i Średnich Spótek
- PKO Obligacji Długoterminowych
- PKO Stabilnego Wzrostu
- PKO Zrównoważony

Nie bez przyczyny powyższa lista oprócz 2 rozwiązań „czysto” akcyjnych (o strategii uniwersalnej oraz skupionej na segmencie MIŚ) składa się dodatkowo z 2 funduszy mieszanych – stabilnego wzrostu i zrównoważonego. O jakości takich produktów najczęściej decyduje ich portfel akcyjny. Jego konstrukcję, zbliżoną w rozwiązaniach mieszanych do struktury lokat w PKO Akcji Plus można uznać za motor napędowy ponadprzeciętnych rezultatów we wszystkich 3 produktach. Atutem jest przede wszystkim wysoka jakość selekcji, którą uwydatnia fakt, że mimo dość niskiego, na tle konkurencji, zaangażowania w papiery udziałowe w funduszach mieszanych oferowanych przez PKO TFI, udaje się osiągać znaczące nadwyżki nad średnią. Jeśli chodzi o PKO Stabilnego Wzrostu oraz PKO Zrównoważony, to przewaga wobec obydwu średnich zgromadzona w ciągu minionych 5 lat jest podobna i sięga ok. + 9 pkt. proc. Jej zbliżone wartości dla obydwu produktów mogą świadczyć o tym, że ograniczona partycypacja w hossie (w wyniku relatywnie mniejszego udziału części akcyjnej w stosunku do rywali) oddziałuje wyraźnie hamująco na (tak czy owak – wysoką) konkurencyjność wyników PKO Zrównoważony.

Na tle średnich dla funduszy bankowych TFI, zarówno wyniki PKO Akcji Plus, jak i PKO Akcji Małych i Średnich Spótek wyróżnia przewaga rzędu +20 pkt proc. w skali minionych 60 miesięcy. Należy przy tym zauważyć, że jeśli chodzi o grupę akcji polskich uniwersalnych, wspomniana „bankowa” średnia znacznie

odbiega (in minus) od tej, charakteryzującej całą grupę. Wynika to z bardzo słabego rezultatu Pioneer Akcji Polskich w 2011 r. (-43%). Warto również podkreślić, że obydwa wspomniane fundusze z palety produktów PKO TFI, nie tylko w długim terminie odznaczają się silną pozycją konkurencyjną pod względem wyników. Również w krótkim horyzoncie, czyli ostatnich 12 miesiącach - wyraźnie niekorzystnych dla giełdowego parkietu - cechuje je relatywnie wyższa odporność na rynkowe turbulencje. Dzięki tej właściwości, wydłużając horyzont obserwacji do 36 lub 60 miesięcy, PKO Akcji Plus oraz PKO Akcji Małych i Średnich Spółek „gromadzą” coraz większe nadwyżki wobec średniej. Istotną przewagę ponad przeciętnym rezultatem w grupie odnotowały one bowiem w roku 2014 (szczególnie niekorzystnym dla polskiego segmentu MiŚ), jak i w roku 2011, kiedy indeks WIG spadł o ponad -20%. Oprócz wyróżnionej już wcześniej, pozytywnej selekcji, za źródło więcej niż przyzwoitych wyników należy wskazać spore na tle konkurencji zaangażowanie w akcje zagraniczne - głównie z rynków rozwiniętych. Jest to cecha charakterystyczna zwłaszcza w przypadku funduszu PKO Akcji Małych i Średnich Spółek, gdzie takie walory stanowią znaczącą część portfela z uwagi na duży rozmiar funduszu (aktywa o wartości 317 mln zł na koniec stycznia 2016 r.) oraz brak adekwatnej podaży w segmencie małych i średnich spółek na warszawskiej GPW.

Wśród wyróżnionych rozwiązań wymienić można również fundusz z grupy dłużnych uniwersalnych - PKO Obligacji Długoterminowych. Pomimo że nazwa produktu może sugerować wysokie duration portfela, na tle konkurencji fundusz nie cechuje się agresywnym podejściem do ryzyka stopy procentowej. Nazwa produktu odnosi więc wyłącznie do funduszy w ramach oferty towarzystwa, wskazując na większe ryzyko stopy procentowej na tle pozostałych rozwiązań dłużnych w ofercie PKO TFI. Większa waga przypisywana w tym kontekście bezpieczeństwu inwestycji niż (mniej lub bardziej udanym) zakładom z rynkiem celem uzyskania jak najwyższego wyniku sprawia, że również podczas dekonjunkury na obligacjach skarbowych fundusz osiąga lepsze stopy zwrotu od rywali. Stąd też przykładowo bessy na papierach Skarbu Państwa w 2013 r. nie wywarła dla produktu negatywnych konsekwencji w postaci regresu stóp zwrotu. Drugą stroną medalu jest jednak to, że w okresach hossy w segmencie polskich obligacji rządowych skala partycypacji w niej jest ograniczona. Choć w latach 2011-2012 udawało się zakumulować przewagę nad konkurencją, to w roku 2014 taka nadwyżka nie została osiągnięta.

Stopy zwrotu funduszy PKO TFI na tle grupy i średnich dla bankowych TFI w różnych horyzontach

grupa	średnia/fundusz/fundusz vs. średnia	12M	36M	60M
akcji polskich uniwersalne	średnia dla grupy	-13,0%	-5,3%	-13,6%
	średnia dla funduszy bankowych TFI	-13,7%	-7,7%	-19,1%
	PKO Akcji Plus (Parasolowy FIO)	-9,3%	4,6%	0,3%
	+/- średnia grupy	3,7%	9,9%	13,9%
	+/- średnia funduszy bankowych TFI	4,4%	12,3%	19,4%
akcji polskich małych i średnich spółek	średnia dla grupy	-4,0%	16,4%	2,1%
	średnia dla funduszy bankowych TFI	-2,6%	19,8%	1,1%
	PKO Akcji Małych i Średnich Spółek (Parasolowy FIO)	-2,4%	25,2%	21,1%
	+/- średnia grupy	1,5%	8,9%	19,1%
	+/- średnia funduszy bankowych TFI	0,2%	5,4%	20,1%
akcji europejskich rynków wschodzących	średnia dla grupy	-9,0%	-10,9%	-14,1%
	średnia dla funduszy bankowych TFI	-10,1%	-15,9%	-19,4%
	PKO Akcji Nowa Europa (Parasolowy FIO)	-3,9%	-6,4%	-14,7%
	+/- średnia grupy	5,1%	4,5%	-0,5%
	+/- średnia funduszy bankowych TFI	6,2%	9,4%	4,8%
dłużne polskie uniwersalne	średnia dla grupy	-0,7%	9,7%	27,2%
	średnia dla funduszy bankowych TFI	-0,9%	10,0%	24,7%
	PKO Obligacji Długoterminowych (Parasolowy FIO)	-0,2%	10,6%	32,3%
	+/- średnia grupy	0,5%	0,9%	5,1%
	+/- średnia funduszy bankowych TFI	0,7%	0,6%	7,6%
	PKO Papierów Dłużnych Plus (Parasolowy FIO)	-0,4%	7,0%	27,8%
	+/- średnia grupy	0,3%	-2,7%	0,7%
+/- średnia funduszy bankowych TFI	0,5%	-3,0%	3,2%	
gotówkowe i pieniężne PLN uniwersalne	średnia dla grupy	0,8%	7,5%	18,5%
	średnia dla funduszy bankowych TFI	1,0%	6,1%	15,5%
	PKO Płynnościowy SFIO	1,9%	10,6%	-
	+/- średnia grupy	1,1%	3,0%	-
	+/- średnia funduszy bankowych TFI	0,9%	4,4%	-
	PKO Skarbowy (Parasolowy FIO)	1,1%	6,8%	18,1%
	+/- średnia grupy	0,3%	-0,8%	-0,4%
+/- średnia funduszy bankowych TFI	0,1%	0,6%	2,6%	
mieszane polskie aktywnej alokacji	średnia dla grupy	-9,5%	-10,7%	-17,1%
	średnia dla funduszy bankowych TFI	-7,1%	-7,4%	-10,4%
	PKO Strategicznej Alokacji (Parasolowy FIO)	-7,3%	-7,9%	-8,4%
	+/- średnia grupy	2,2%	2,8%	8,7%
	+/- średnia funduszy bankowych TFI	-0,2%	-0,5%	2,1%
mieszane polskie stabilnego wzrostu	średnia dla grupy	-5,6%	2,1%	6,1%
	średnia dla funduszy bankowych TFI	-5,2%	2,2%	6,9%
	PKO Stabilnego Wzrostu (Parasolowy FIO)	-4,2%	4,6%	15,8%
	+/- średnia grupy	1,4%	2,5%	9,7%
	+/- średnia funduszy bankowych TFI	1,1%	2,3%	8,9%
mieszane polskie zrównoważone	średnia dla grupy	-10,4%	-5,8%	-7,2%
	średnia dla funduszy bankowych TFI	-9,2%	-3,1%	-6,2%
	PKO Zrównoważony (Parasolowy FIO)	-5,7%	0,8%	2,4%
	+/- średnia grupy	4,7%	6,6%	9,6%
	+/- średnia funduszy bankowych TFI	3,5%	4,0%	8,6%
mieszane zagraniczne aktywnej alokacji	średnia dla grupy	-7,6%	6,7%	4,7%
	średnia dla funduszy bankowych TFI	-5,0%	-2,3%	-
	PKO Multi Strategia FIZ seria A	-3,4%	-	-
	+/- średnia grupy	4,3%	-	-
	+/- średnia funduszy bankowych TFI	1,6%	-	-
akcji globalnych rynków rozwiniętych	średnia dla grupy	-4,6%	19,2%	22,6%
	średnia dla funduszy bankowych TFI	-4,4%	26,8%	39,8%
	PKO Spółek Innowacyjnych Globalny FIZ seria A	0,5%	-	-
	+/- średnia grupy	5,1%	-	-
	+/- średnia funduszy bankowych TFI	4,9%	-	-
	PKO Technologii i Innowacji Globalny (Parasolowy FIO)	0,3%	38,3%	38,7%
	+/- średnia grupy	4,8%	19,1%	16,1%
+/- średnia funduszy bankowych TFI	4,7%	11,6%	-1,1%	

ochrony kapitału polskie uniwersalne	PKO Bezpieczna Lokata I FIZ	-0,5%	0,0%	0,9%
	PKO Globalnej Makroekonomii FIZ seria A	4,4%	16,7%	-
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	PKO Globalnej Strategii FIZ	1,0%	-	-
	PKO Strategii Obligacyjnych FIZ	2,0%	-	-
	PKO Europa Wschód-Zachód FIZ seria A			
akcji amerykańskich	PKO Akcji Rynku Amerykańskiego (Parasolowy FIO)			
akcji azjatyckich bez Japonii	PKO Akcji Rynku Azji i Pacyfiku (Parasolowy FIO)			
akcji europejskich rynków rozwiniętych	PKO Akcji Rynku Europejskiego (Parasolowy FIO)			
akcji globalnych rynków rozwiniętych	PKO Akcji Dywidendowych Globalny (Parasolowy FIO)			
akcji globalnych rynków wschodzących	PKO Akcji Rynków Wschodzących (Parasolowy FIO)			
	PKO Akcji Rynku Japońskiego (Parasolowy FIO)			
akcji zagranicznych pozostałe	PKO Dóbr Luksusowych Globalny (Parasolowy FIO)	-0,2%	22,0%	27,6%
	PKO Infrastruktury i Budownictwa Globalny (Parasolowy FIO)	2,0%	-1,4%	-30,4%
	PKO Surowców Globalny (Parasolowy FIO)	-19,5%	-38,8%	-44,3%
	PKO Technologii i Innowacji Globalny (Parasolowy FIO)	0,3%	38,3%	38,7%
dłużne zagraniczne pozostałe	PKO Obligacji Korporacyjnych FIZ seria A	3,9%	11,4%	-
gotówkowe i pieniężne PLN pozostałe	PKO Rynku Pieniężnego (Parasolowy FIO)	1,0%	5,8%	15,1%
	PKO Zabezpieczenia Emerytalnego 2020 (PKO Zabezpieczenia Emerytalnego SFIO)	0,2%	8,0%	-
	PKO Zabezpieczenia Emerytalnego 2030 (PKO Zabezpieczenia Emerytalnego SFIO)	-5,3%	4,3%	-
mieszane zagraniczne pozostałe	PKO Zabezpieczenia Emerytalnego 2040 (PKO Zabezpieczenia Emerytalnego SFIO)	-8,1%	0,0%	-
	PKO Zabezpieczenia Emerytalnego 2050 (PKO Zabezpieczenia Emerytalnego SFIO)	-8,2%	1,2%	-
	PKO Zabezpieczenia Emerytalnego 2060 (PKO Zabezpieczenia Emerytalnego SFIO)	-9,1%	1,6%	-
nieruchomości uniwersalne	PKO Nieruchomości Komercyjnych FIZ AN			
rynku surowców - metale szlachetne	PKO Akcji Rynku Złota (Parasolowy FIO)			
dłużne USA uniwersalne	PKO Papierów Dłużnych USD (Parasolowy FIO)			
mieszane zagraniczne aktywnej alokacji	PKO Globalnego Dochodu FIZ			

działają krócej niż 12 m-cy poprzedzające 31.01.2016

działają krócej niż 12 m-cy poprzedzające 31.01.2016

+ x% nadwyżka wobec średniej (w pkt proc.)
- x% strata od średniej (w pkt proc.)

Źródło: Analizy Online

Ostabilenie wyników w stosunku do rywali podczas nie do końca spodziewanej, sprzyjającej papierom skarbowym koniunktury w 2014 r. oraz zupełnie odwrotnej sytuacji w 2013 r. (załamanie na rynku długu) były powodem straty do średniej odnotowanej przez PKO Papierów Dłużnych Plus w horyzoncie 3-letnim. Produkt ten nie może „szczyć się” zatem przewagą ponad średnimi we wszystkich rozważanych okresach czasowych, ale w długim terminie (5-letnim) nadrabia zawiązką utracony dystans do rywali. Warto dodać, że PKO Papierów Dłużnych Plus jest obecnie największym pod względem wartości aktywów netto funduszem z grupy dłużnych polskich uniwersalnych, co wpływa na mniejszą elastyczność zarządzania, zwłaszcza jeśli chodzi o polskie obligacje korporacyjne.

PKO TFI posiada również jedno z największych rozwiązań na rynku w kategorii funduszy gotówkowych i pieniężnych – tj. PKO Skarbowy. Dopuszczalne ryzyko stopy procentowej wyższe niż wśród większości tego typu produktów (tzn. górna granica duration wynosząca 2 lata versus zwyczajowo dla grupy – 1 rok) oddziałuje raz z korzyścią, a raz mniej pozytywnie na wyniki funduszu. Choć w horyzoncie ostatnich 3 i 5 lat osiągał on słabsze stopy zwrotu niż średnia w grupie, na tle funduszy z oferty bankowych TFI rezultaty są wyższe. Szczególnie wysokie nadwyżki „zgrupował” funkcjonujący w tej samej grupie, ale nie obciążony tak dużą masą aktywów PKO Płynnościowy.

Dobre wyniki w krótszym horyzoncie widoczne są w przypadku PKO Akcji Nowa Europa. Zwłaszcza ostatnie 12 miesięcy okazało się udanymi na tyle, żeby zapewnić funduszowi przewagę we wszystkich 3 badanych horyzontach względem średniej produktów bankowych TFI. Wyniki tych ostatnich w dłuższym terminie odbiegają in minus od średniej dla całej grupy, choć w ostatnim roku strata ta uległa zmniejszeniu. Porównując PKO Akcji Nowa Europa do rywali, wyróżniającą cechą, która może mieć przełożenie na relatywnie dobre rezultaty w minionych kilkunastu miesiącach, jest zaangażowanie na rynku rosyjskim –




często wykluczonym przez inne TFI - oraz okazjonalne zabezpieczanie ryzyka walutowego dla tureckiej liry (z założenia niestosowane przez wiele innych podmiotów zarządzających).

Fundusze bankowych TFI wypadają zdecydowanie lepiej pod względem stóp zwrotu niż średnia dla wszystkich dostępnych produktów z grupy mieszanych o strategii aktywnej alokacji. Na tle rynku należący do tej grupy PKO Strategicznej Alokacji również wyróżnia przewaga. W zestawieniu jednak z produktami zawężonymi do tych z oferty wybranych, bankowych podmiotów, w horyzoncie 12 i 36 miesięcy nie udaje się wypracować nadwyżki. W dłuższym okresie zaś, za sprawą bardzo dobrego rezultatu osiągniętego w 2012 r., produkt także wobec takiego punktu odniesienia wyróżnia się pozytywnie.

W kategorii produktów o strategii aktywnej alokacji, ale których portfele składają się głównie z inwestycji zagranicznych, reprezentantem PKO TFI jest działający od względnie krótkiego czasu (listopad 2014 r.) PKO Multi Strategia FIZ. Jak dotąd wygenerowana stopa zwrotu przewyższa tę charakteryzującą zarówno całą grupę, jak i tylko produkty bankowych TFI (przez pryzmat średnich stóp zwrotu). Podobnie jest w przypadku PKO Technologii i Innowacji Globalny, należącym do grupy akcji globalnych rynków rozwiniętych. Wskazuje to na posiadaną przez PKO TFI ekspertyzę w kwestii selekcji walorów zagranicznych – wykorzystywaną także jako element portfeli rozwiązań opartych głównie na rynku polskim, co należy postrzegać jako atut. Jeśli chodzi o wymienione 2 fundusze trzeba jednak wziąć pod uwagę, że pozytywna ocena bazuje dotychczas jedynie na krótkim, rocznym horyzoncie.

Pozostałe z zaprezentowanych funduszy pochodzą z grup cechujących się brakiem homogeniczności (dlatego przedstawiono dla nich jedynie stopy zwrotu w kolejnych horyzontach czasowych) lub działają krócej niż okres 12 miesięcy poprzedzających 31 stycznia 2016.

grupa	fundusz/średnia	2010	2011	2012	2013	2014	2015	średnia za lata 2010-2015
akcji polskich uniwersalne	PKO Akcji Plus (Parasolowy FIO)	2	1	3	2	1	2	1,83
	średni kwartył dla funduszy bankowych TFI	2,91	3,07	2,20	2,67	2,47	2,69	2,67
akcji polskich matych i średnich spółek	PKO Akcji Matych i Średnich Spółek (Parasolowy FIO)	1	1	3	2	1	1	1,50
	średni kwartył dla funduszy bankowych TFI	2,67	2,83	2,67	2,43	2,29	1,88	2,46
akcji europejskich rynków wschodzących	PKO Akcji Nowa Europa (Parasolowy FIO)	3	1	4	2	3	1	2,33
	średni kwartył dla funduszy bankowych TFI	2,14	2,88	2,00	3,00	2,38	2,63	2,50
dłużne polskie uniwersalne	PKO Obligacji Długoterminowych (Parasolowy FIO)	3	1	2	2	2	2	2,00
	PKO Papierów Dłużnych Plus (Parasolowy FIO)	1	1	1	4	4	3	2,33
	średni kwartył dla funduszy bankowych TFI	1,75	2,50	2,57	2,75	2,60	2,64	2,47
gotówkowe i pieniężne PLN uniwersalne	PKO Płynnościowy SFIO**	-	-	-	1	1	1	1,00
	PKO Skarbowy (Parasolowy FIO)	1	2	2	3	3	3	2,33
	średni kwartył dla funduszy bankowych TFI	2,75	3,00	2,89	3,20	3,08	2,65	2,93
mieszane polskie aktywnej alokacji	PKO Strategicznej Alokacji (Parasolowy FIO)	3	2	2	3	1	3	2,33
	średni kwartył dla funduszy bankowych TFI	2,50	3,00	2,00	2,00	2,60	2,29	2,40
mieszane polskie stabilnego wzrostu	PKO Stabilnego Wzrostu (Parasolowy FIO)	3	1	2	2	2	2	2,00
	średni kwartył dla funduszy bankowych TFI	2,44	3,33	2,20	2,27	2,55	2,43	2,54
mieszane polskie zrównoważone	PKO Zrównoważony (Parasolowy FIO)	2	1	3	2	2	1	1,83
	średni kwartył dla funduszy bankowych TFI	3,00	3,00	2,33	2,67	2,17	2,14	2,55
mieszane zagraniczne aktywnej alokacji*	PKO Multi Strategia FIZ seria A	-	-	-	-	-	2	2,00
	średni kwartył dla funduszy bankowych TFI	-	-	3,00	4,00	2,00	2,50	2,50
mieszane zagraniczne aktywnej alokacji*	PKO Spółek Innowacyjnych Globalny FIZ seria A	-	-	-	-	-	1	1,00
	średni kwartył dla funduszy bankowych TFI	-	-	3,00	4,00	2,00	2,50	2,50

	fundusz plasuje się powyżej średniego kwartyła bankowych TFI
	fundusz plasuje się poniżej średniego kwartyła bankowych TFI
	fundusz plasuje się na poziomie średniego kwartyła bankowych TFI

średni kwartył dla funduszy bankowych TFI - średnia z kwartyli pojedynczych funduszy bankowych TFI w danym roku

*dla tych grup w przypadku średniego kwartyła dla funduszy bankowych TFI średnia za lata 2010-2015 obejmuje tylko rok 2015, w którym to działały produkty reprezentujące te grupy z oferty PKO TFI

**średni kwartył dla funduszy bankowych TFI za lata 2013-2015 wyniósł 2,97

Źródło: Analizy Online

Drugim krokiem w ocenie efektywności funduszy z oferty PKO TFI jest aspekt powtarzalności wyników. W tym celu zaprezentowano rezultaty poszczególnych produktów w ujęciu kwartylowym, gdzie kwartył nr 1 tworzy 25% rozwiązań o najlepszych wynikach, a kwartył nr 4 – o najsłabszych. Kwartyle odnoszą się do wszystkich funduszy sklasyfikowanych przez Analizy Online w danej grupie. Wyniki funduszy PKO TFI porównano z pozycją konkurentów. Jako podsumowanie całego badanego okresu (lata 2010 – 2015) wykorzystano średnią arytmetyczną dla kwartyli zaprezentowanych w kolejnych latach (zarówno jeśli chodzi o fundusze PKO TFI, jak i średnią dla produktów bankowych TFI). Badany horyzont rozpoczyna się w roku 2010, kiedy to PKO TFI przejęło zarządzanie funduszami od Credit Suisse Asset Management. W związku ze zmianą firmy zarządzającej prezentowanie wcześniejszego okresu nie jest zasadne.

Na podstawie ogólnej oceny, tj. biorąc pod uwagę średnią z kwartyli w kolejnych okresach, produkty PKO TFI prezentują się pozytywnie na tle wszystkich funduszy bankowych TFI w ramach poszczególnych grup produktowych. Idzie to w parze również z zaobserwowanymi w poprzednim zestawieniu nadwyżkami wyników analizowanych funduszy w relacji do średnich dla produktów bankowych TFI w 60-miesięcznym horyzoncie. Fundusze z krótszą historią również plasują się w pierwszych dwóch kwartyłach stóp zwrotu, a PKO Płynnościowy w każdym roku zajął miejsce w gronie 25% najlepszych produktów pod względem wyników.

Skupiając się na tych rozwiązaniach, dla których możliwa jest ocena z perspektywy pełnego, analizowanego horyzontu – czyli od początku 2010 r. – na wyróżnienie zasługuje PKO Akcji Małych i Średnich Spółek. Pomijając rok 2012, fundusz plasował się w każdym z przedstawionych okresów powyżej mediany, osiągając najwyższy średni kwartył za lata 2010-2015 wśród innych, zaprezentowanych produktów towarzystwa. Relatywną słabość (choć przy wyniku i tak bliskim średniemu) w 2012 r. można tłumaczyć wspomnianym już zaangażowaniem w spółki z zagranicznych parkietów, którym nie wiodło się aż tak dobrze, jak krajowym „maluchom”. Nie burzy to jednak ogólnej, pozytywnej oceny jakości selekcji zagranicznych papierów przez zarządzających z PKO TFI, gdyż przy rosnącym udziale tych walorów w kolejnych latach, PKO Akcji Małych i Średnich Spółek zajmował wysoką pozycję w zestawieniach stóp zwrotu.

Z podobną sytuacją mamy do czynienia jeśli chodzi o PKO Akcji Plus. Rok 2012 był tutaj szczególnie korzystny dla konkurencji ze strony bankowych TFI, natomiast w historii wspomnianego funduszu ów rok był jedynym, w którym produkt osiągnął wynik słabszy od mediany.

Dwa fundusze mieszane – PKO Stabilnego Wzrostu oraz PKO Zrównoważony – odnotowały jedynie pojedynczy okres, w którym stopa zwrotu okazała się niższa od mediany. Dla tego ostatniego ten nieco słabszy rok pokrywa się z terminem, w którym również PKO Akcji Plus plasował się w słabszej połowie wyników (mowa o 2012 roku) – co nie jest zaskakującą zbieżnością. Natomiast dla PKO Stabilnego Wzrostu tylko pierwszy rok, w którym PKO TFI przejęło zarządzanie funduszem, kończył się trzecim kwartyłem – we wszystkich pozostałych latach wyniki kwalifikowały produkt do grona lepszych rozwiązań z grupy.

Sporą siłą pozycji konkurencyjnej można przypisać również PKO Obligacji Długoterminowych, którego historia występowania w konkretnych kwartyłach wyników pokrywa się z tą odnotowaną przez PKO Stabilnego Wzrostu. Należącego do tej samej grupy (dłużnych polskich uniwersalnych) PKO Papierów Dłużnych Plus w ostatnich 3 pełnych latach kalendarzowych cechuje jednak regres stóp zwrotu na tle porównywalnych produktów. Zwłaszcza lata 2013-2014 oznaczały odwrót od pozytywnego obrazu, w który „wpisywały się” rezultaty funduszu w trzech poprzednich okresach. Należy przy tym zaznaczyć, że na przestrzeni 2012 r. aktywa netto produktu wzrosły z ok. 250 mln zł jeszcze na początku roku, do ponad 1,5 mld zł na koniec grudnia. Tak znaczące aktywa pod zarządzaniem w dużym stopniu determinują politykę inwestycyjną funduszu, szczególnie w kontekście części nieskarbowej (o czym już wspomniano). Ponadto duża rola bezpieczeństwa środków, powierzanych towarzystwu głównie przez klientów PKO BP, skutkuje też dodatkowymi ograniczeniami (choćby w aspekcie ryzyka stopy procentowej), co również nie jest bez znaczenia dla osiągniętych wyników.

Jeśli chodzi o fundusze gotówkowe i pieniężne, to PKO Skarbowy, podobnie jak PKO Papierów Dłużnych Plus, charakteryzują relatywnie słabsze wyniki w ostatnich 3 latach (spadek do trzeciego kwartyła).

Niemniej jednak jeśli porównać je do przeciętnych rezultatów osiągniętych przez fundusze bankowych TFI, to zestawienie to wypada już z korzyścią dla produktu PKO TFI w latach 2013-2014. Po części odpowiada to charakterystyce zaobserwowanej przy analizie stóp zwrotu w kolejnych horyzontach czasowych – choć z perspektywy 36 i 60 miesięcy PKO Skarbowy wypadł gorzej od średniej, na tle wyselekcjonowanej grupy produktów wykazywał nadwyżki stóp zwrotu.

O wysokiej powtarzalności wyników trudno mówić w przypadku PKO Strategicznej Alokacji, choć w żadnym z badanych okresów fundusz nie uplasował się poniżej trzeciego kwartyła. Największą zmiennością w kontekście zajmowanych z roku na rok pozycji względem konkurencji cechuje się natomiast PKO Akcji Nowa Europa. Uwypukla to fakt, że podczas gdy w jednym roku (2011) zajmował miejsce wśród 25% najlepszych rozwiązań, to już w kolejnym (2012) – spadał do ostatniego kwartyła.

4.2. Zestawienie rankingów i Ratingów Analiz Online poszczególnych funduszy w podziale na grupy na tle konkurencji.




Ostatni etap oceny efektywności funduszy PKO TFI na tle rynku obejmował porównanie ich z konkurencyjnymi produktami przez pryzmat rankingów oraz Ratingów tworzonych przez Analizy Online S.A. Pod uwagę brano te rozwiązania, dla których istnieje homogeniczna grupa porównawcza, z pominięciem PKO Multi Strategia FIZ oraz PKO Spółek Innowacyjnych Globalny FIZ, gdyż z racji kwartalnej (zbyt rzadko) wyceny nie otrzymują one ocen rankingowych. Dwie dodatkowe grupy (akcji zagranicznych pozostałe oraz gotówkowe i pieniężne PLN pozostałe) zostały pokazane mimo braku możliwości prezentacji rankingów - wynika to z faktu, że należące do tych grup (odpowiednio) PKO Technologii i Innowacji Globalny oraz PKO Rynku Pieniężnego posiadają Ratingi Analiz Online. W przypadku, gdy mowa o średniej, jest to średnia arytmetyczna rezultatów wszystkich funduszy, odpowiednio dla całego rynku lub tylko tych funduszy z oferty bankowych TFI – stąd podział tabeli na szereg kolumn pod szyldem „na tle bankowych TFI” oraz ostatnią: „na tle rynku”.

Rankingi funduszy są ilościową oceną wyników inwestycyjnych na tle jednorodnej grupy funduszy w relacji do ryzyka towarzyszącego inwestycji. Mierzący tę relację wskaźnik *Information Ratio* wyliczany jest po zakończeniu każdego kolejnego miesiąca kalendarzowego. Przy obliczaniu tego parametru brane są pod uwagę dwa czynniki. Pierwszym jest dodatkowa stopa zwrotu, czyli różnica pomiędzy wynikami funduszu, a średnią stopą zwrotu w danej grupie. Drugim jest natomiast ryzyko mierzone historyczną zmiennością dodatkowych stóp zwrotu (*tracking error*). Dysponując tymi wielkościami jesteśmy w stanie uszeregować wszystkie fundusze wchodzące w skład danej grupy od najgorszego do najlepszego. Zgodnie z naszą metodologią 15% najlepszych wyników otrzymuje najwyższą notę 5a. Kolejnym 20% wynikom przypisujemy ocenę 4a, następne 30% otrzymuje 3a, kolejne 20% rozwiązań otrzymuje ocenę 2a, a najgorsze 15% - 1a.

Według powyższych kryteriów wyznaczane są rankingi dla dwóch horyzontów inwestycyjnych: 12 i 36 miesięcy (w niniejszej analizie poprzedzają one 31 stycznia 2016 r.). Z perspektywy uczestnika funduszu najlepszymi rozwiązaniami są produkty posiadające wysokie oceny w tych dwóch okresach, gdyż cechują się większą zdolnością do generowania dobrych wyników w relacji do ryzyka w różnym otoczeniu rynkowym.

Efektywność funduszy PKO TFI przez pryzmat rankingów i Ratingów Analiz Online

Grupa	średnia/PKO TFI	na tle bankowych TFI				na tle rynku
		Ranking 36M	Ranking 12M	Suma rankingów	Rating	Rating
akcji polskich uniwersalne	średnia	3,00	2,75	5,92	3,44	3,43
	PKO TFI	5,00	4,00	9,00	5,00	5,00
akcji polskich matych i średnich spółek	średnia	3,57	3,50	7,00	3,33	3,23
	PKO TFI	4,00	3,00	7,00	5,00	5,00
akcji europejskich rynków wschodzących	średnia	2,75	3,13	5,88	3,67	3,83
	PKO TFI	3,00	5,00	8,00	4,00	4,00
dłużne polskie uniwersalne	średnia	2,88	3,00	6,13	2,88	3,13
	PKO TFI	2,00	3,00	5,00	3,50	3,50
gotówkowe i pieniężne PLN uniwersalne	średnia	2,20	2,82	4,80	2,42	2,88
	PKO TFI	4,00	4,00	8,00	3,00	3,00
mieszane polskie aktywnej alokacji	średnia	4,33	3,43	8,67	4,00	3,60
	PKO TFI	3,00	4,00	7,00	-	-
mieszane polskie stabilnego wzrostu	średnia	3,18	3,21	6,27	3,25	3,35
	PKO TFI	5,00	4,00	9,00	4,00	4,00
mieszane polskie zrównoważone	średnia	3,33	3,43	6,83	3,17	3,50
	PKO TFI	4,00	5,00	9,00	4,00	4,00
akcji zagranicznych pozostałe	średnia	-	-	-	4,50	4,50
	PKO TFI	-	-	-	5,00	5,00
gotówkowe i pieniężne PLN pozostałe	średnia	-	-	-	3,00	3,00
	PKO TFI	-	-	-	3,00	3,00

	wartość wyższa od średniej
	wartość niższa od średniej
	wartość równa średniej

Źródło: Analizy Online

W przypadku długoterminowych rankingów (36M) funduszy z oferty PKO TFI ocenianych na tle pozostałych bankowych TFI wnioski nasuwają się same. Na 8 wydzielonych grup funduszy o odmiennej polityce inwestycyjnej, w 6 z nich produkty PKO cechują się wyższą niż konkurencja efektywnością zarządzania. Na tym polu szczególnie wyróżniają się noty uzyskane przez należący do grupy akcji polskich uniwersalnych fundusz PKO Akcji Plus, który w ciągu trzech minionych lat zyskał +4,6%. W tym czasie konkurencyjne rozwiązania z oferty innych TFI straciły średnio -7,7%. W przypadku krótszego horyzontu inwestycyjnego (12M) ocena relacji zysku do ponoszonego ryzyka jest dla produktów PKO TFI jeszcze bardziej korzystna. Gorzej od konkurencji wypadł bowiem tylko PKO Małych i Średnich Spółek. Pomimo że w krótkim okresie odnotował stratę mniej dotkliwą niż konkurencja (-2,4% wobec -2,6%), to jednak z racji słabszej relacji zysku do ryzyka otrzymał niższą ocenę rankingową.

Pełnego i syntetycznego obrazu sytuacji dostarcza średnia z wartości rankingów 12M i 36M. Okazuje się bowiem, że w 7 kategoriach rankingi produktów PKO TFI przewyższają średnią dla całego rynku, ustępując pola jedynie w kategorii funduszy dłużnych polskich uniwersalnych. W tej kategorii wypadają słabiej także na tle produktów oferowanych przez bankowe TFI. Wynika to w głównej mierze z charakterystyki dłużnej części portfela funduszy oferowanych przez PKO TFI. Z racji wysokiego bezpieczeństwa kredytowego i niższego ryzyka stopy procentowej nie partycypowały one w trwającej w tym czasie hossie na rynku obligacji w takim stopniu jak konkurencyjne rozwiązania. Taka specyfika portfela może jednak zapewniać relatywnie lepsze wyniki w sytuacji odwrócenia trendu na tym rynku. Od wyselekcjonowanej na potrzeby opracowania grupy porównawczej fundusze PKO TFI wypadają słabiej również w kategorii produktów mieszanych aktywnej alokacji. Należący do tej grupy PKO Strategicznej Alokacji (Parasolowy FIO) posiadał w analizowanych okresach niższe od konkurencji zaangażowanie w akcje.

Porównanie funduszy zarządzanych przez PKO TFI z innymi rozwiązaniami przez pryzmat **Ratingów** przyznanych przez Analizy Online jest o tyle istotne, że uwzględnia nie tylko osiągnięte wyniki i podejmowane ryzyko. Analizie podlegają cztery podstawowe elementy działania funduszu, przy czym każda z nich posiada określoną wagę w sumarycznej ocenie: zarządzający i proces inwestycyjny (20%), polityka inwestycyjna i portfel (35%), wyniki i ryzyko (35%) oraz koszty i opłaty (10%).

Średnie Ratingi przyznane funduszom z PKO TFI we wszystkich kategoriach przewyższyły średnie noty zarówno produktów z wyselekcjonowanej grupy funduszy, jak i całości oferty produktowej. Na tle obydwu grup porównawczych szczególnie korzystnie prezentują się Ratingi osiągnięte przez fundusze należące do kategorii akcji polskich uniwersalnych oraz akcji MiŚ.

Na tę wyraźną przewagę wpłynęły liczne czynniki. Były to w dużej mierze osiągnięte przez fundusze relatywnie wysokie wyniki i ich korzystna relacja do ponoszonego ryzyka w długim terminie (widoczna także w zestawieniu rankingów). Osiągnięcie takich rezultatów było możliwe dzięki znacznej ekspozycji na rynki zagraniczne, które w analizowanych okresach zachowywały się lepiej od warszawskiego parkietu. Poza tym, w Ratingach znalazły odzwierciedlenie nasze wysokie oceny przyznane uporządkowanemu procesowi inwestycyjnemu.

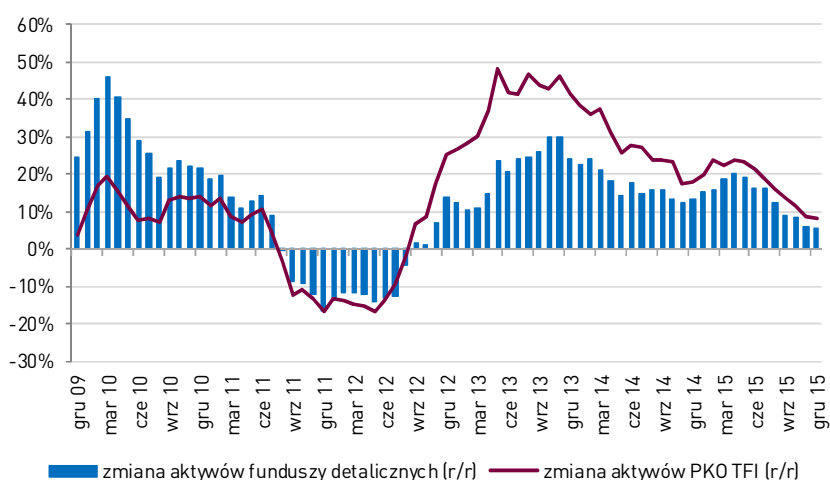
Warto zaznaczyć, że w przypadku kategorii funduszy gotówkowych i pieniężnych pozostałych sklasyfikowane są jedynie dwa rozwiązania posiadające jednakowy Rating w postaci 3 gwiazdek: PKO Rynku Pieniężnego (Parasolowy FIO) oraz zarządzany przez Altus TFI (SKOK FIO Rynku Pieniężnego).

5. Rozwój i analiza oferty produktowej

5.1. Obecna struktura aktywów na tle rynku

Dynamiczny wzrost aktywów na tle konkurencji był szczególnie widoczny w 2013 r., kiedy to dzięki dużej popularności funduszy gotówkowych i pieniężnych wśród klientów TFI, a także dobrym wynikiem zarządzania środki zgromadzone w funduszach PKO TFI zwiększyły się o + 4,2 mld zł, czyli o ponad +40%. Rozwiązania gotówkowe i pieniężne nadal są największym segmentem pod względem wartości środków w ofercie towarzystwa. Ich udział w aktywach PKO TFI na koniec 2015 r. wyniósł blisko 40% i był wyższy w porównaniu do innych bankowych TFI oraz całego rynku funduszy detalicznych. Ich rola wzrosła szczególnie w latach 2012 – 2014 r. Silna hossa na rynku obligacji skarbowych zachęciła klientów TFI nie tylko do zakupu jednostek funduszy dłużnych, ale również innych produktów o niższym poziomie ryzyka, w tym funduszy gotówkowych i pieniężnych.

Dynamika aktywów funduszy detalicznych PKO TFI (r/r)

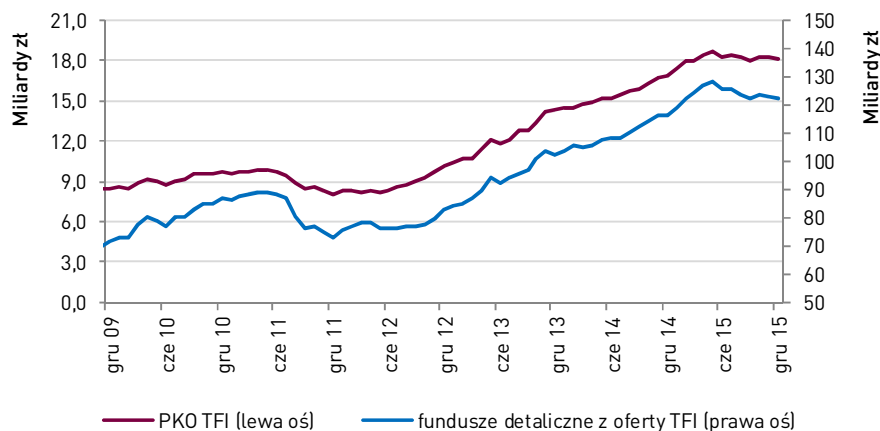


Źródło: Analizy Online

Rosnącą rolę funduszy pieniężnych nie tylko w ofercie Towarzystwa, ale również na całym rynku podkreśla awans funduszu PKO Skarbowy (Parasolowy FIO) na pozycję lidera segmentu detalicznego pod względem zgromadzonych aktywów, które na koniec 2015 r. wyniosły 4,1 mld zł (23% aktywów netto PKO TFI). Fundusz po połączeniu z PKO Skarbowy Plus w lipcu br. wyprzedził poprzedniego lidera rynku, którym był UniKorona

Pięniężny. Innym funduszem gotówkowym i pieniężnym o aktywach przekraczających 2,8 mld zł w ofercie towarzystwa jest PKO Rynku Pieniężnego. To jeden z dwóch dostępnych na naszym rynku produktów, których działalność jest spójna z definicją funduszu rynku pieniężnego, określoną w polskich regulacjach prawnych.

Aktywa detaliczne PKO TFI na tle funduszy detalicznych

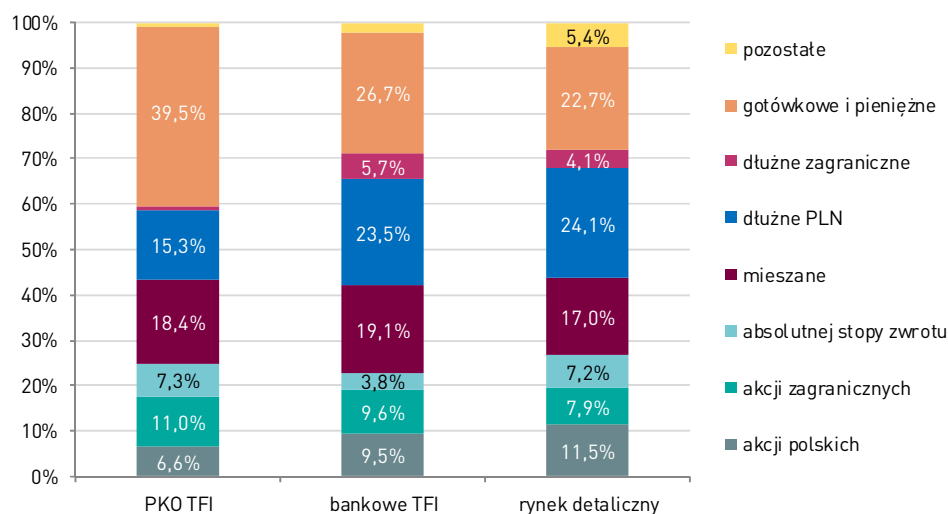


Źródło: Analizy Online

PKO TFI wyróżnia się na tle konkurencji także tym, że w jego strukturze aktywów większą rolę odgrywają fundusze akcji zagranicznych. Ich udział w aktywach towarzystwa przekroczył 10% w 2015 r. Na popularności wśród klientów TFI zyskały fundusze oferujące ekspozycję na rynki wschodzące i rozwinięte z całego świata, ale także poszczególne sektory, wprowadzone do oferty po 2010 r. Wśród nich największe aktywa na koniec 2015 r. posiadały PKO Technologii i Innowacji Globalny (0,8 mld zł), PKO Akcji Rynku Amerykańskiego oraz PKO Dóbr Luksusowych Globalny (w obu przypadkach 0,2 mld zł). W odróżnieniu od konkurencyjnych TFI mniejszą rolę w aktywach PKO TFI odgrywają rozwiązania oferujące ekspozycje na krajowy rynek akcji. Ich udział w aktywach towarzystwa na koniec 2015 r. nie przekraczał 7%. Z perspektywy ostatnich lat rozwój oferty zagranicznej pozwalającej na poprawę współczynników dywersyfikacji w portfelach klientów towarzystwa i jego dystrybutorów, należy ocenić pozytywnie.

Kolejnym ważnym krokiem milowym dla PKO TFI było dotychczas do palety rozwiązań funduszy absolutnej stopy zwrotu. Sukces emisji certyfikatów funduszy zamkniętych, wprowadzonych do oferty po 2011 r. sprawił, że ich udział w ciągu ostatnich 6 lat wzrósł do ponad 7%. Co ciekawe udział ten jest zbliżony do rynku funduszy detalicznych, ale niemal dwukrotnie wyższy w porównaniu do bankowych TFI. Tego rodzaju statystyka dowodzi, że klienci towarzystwa lokują środki z aktualnym duchem czasu, a samo TFI tworząc nowe rozwiązania, rozwija ofertę w nawiązaniu do rynkowych trendów, często na tle bankowych podmiotów je wyprzedzając.

Struktura aktywów PKO TFI na tle rynku w 2015 r.



Źródło: Analizy Online

Niższy w porównaniu do konkurencji jest natomiast udział funduszy dłużnych na tle segmentu detalicznego. Na koniec 2015 r. tego typu rozwiązania stanowiły nieco ponad 16% aktywów PKO TFI, podczas gdy na rynku funduszy detalicznych ich udział przekroczył 25%.

Struktura aktywów PKO TFI na tle bankowych TFI i rynku funduszy detalicznych

segment	PKO TFI		bankowe TFI		rynek detaliczny	
	aktywa (w mln zł)	struktura (w proc.)	aktywa (w mln zł)	struktura (w proc.)	aktywa (w mln zł)	struktura (w proc.)
akcji polskich	1 205	6,6%	6 315	9,5%	14 012	11,5%
akcji zagranicznych	2 005	11,0%	6 389	9,6%	9 690	7,9%
aktywów niepublicznych	0	0,0%	508	0,8%	2 347	1,9%
absolutnej stopy zwrotu	1 326	7,3%	2 499	3,8%	8 834	7,2%
rynku surowców	68	0,4%	109	0,2%	449	0,4%
mieszane polskie	2 867	15,8%	10 396	15,6%	17 843	14,6%
mieszane zagraniczne	472	2,6%	2 309	3,5%	2 880	2,4%
nieruchomości	63	0,3%	358	0,5%	689	0,6%
ochrony kapitału	37	0,2%	416	0,6%	1 877	1,5%
dłużne PLN	2 786	15,3%	15 627	23,5%	29 482	24,1%
dłużne zagraniczne	163	0,9%	3 800	5,7%	5 013	4,1%
gotówkowe i pieniądze	7 183	39,5%	17 775	26,7%	27 693	22,7%
sekurytyzacyjne	0	0,0%	0	0,0%	1 321	1,1%
razem	18 176	100,0%	66 500	100,0%	122 129	100,0%

* dane dla rynku detalicznego obejmują fundusze skierowane do osób fizycznych lub nieposiadające ograniczeń

Źródło: Analizy Online

W pierwszej kolejności ma to związek z rozwojem i zainteresowaniem innymi liniami produktowymi. Wynika to również z faktu, że klienci PKO TFI zamiast funduszy dłużnych często wybierali fundusze pieniężne – w obliczu pogorszenia koniunktury na rynku długu skarbowego, niższy udział funduszy dłużnych w porównaniu do konkurencji powinien zaowocować mniejszą zmiennością aktywów pod zarządzaniem.

Warto też zwrócić uwagę na niski udział funduszy obligacji korporacyjnych w aktywach PKO TFI (0,7% na koniec 2015 r.). W ofercie towarzystwa znajduje się tylko jeden produkt o tym profilu ryzyka – PKO Obligacji Korporacyjnych FIZ. W kontekście niskiej płynności polskiego rynku obligacji przedsiębiorstw, oznacza to że nawet ewentualne problemy z wypłacalnością poszczególnych emitentów nie będą miały istotnego wpływu na działalność TFI.

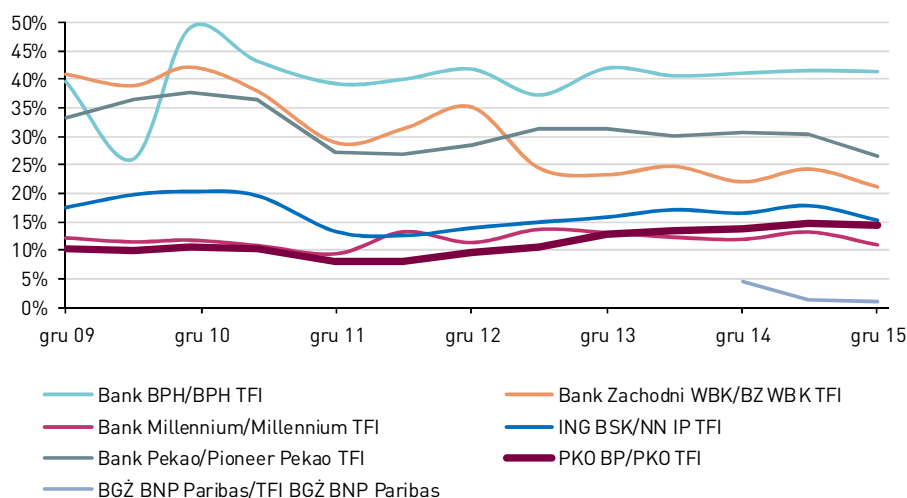
Od 2009 r. w strukturze aktywów największego polskiego towarzystwa, podobnie jak w przypadku całego rynku, malała natomiast rola funduszy mieszanych. Jeszcze 6 lat temu był to największy segment w ofercie PKO TFI. Spadek popularności funduszy mieszanych zaobserwowano również w bankowych TFI, a także na całym rynku detalicznym. Klienci TFI zamiast łącznej ekspozycji na akcje i obligacji w jednym produkcie woleli lokować kapitał w funduszach, których wyniki są uzależnione od wybranej klasy aktywów. Inną alternatywą wobec tego typu rozwiązań była strategia absolutnej stopy zwrotu. W efekcie udział funduszy mieszanych w ofercie PKO TFI spadł z 64% w 2009 r. do 18% na koniec 2015 r.

5.2. Liczba klientów i pozycja PKO TFI na tle bankowych TFI

PKO TFI jest jedynym towarzystwem, którego produkty są dostępne w placówkach PKO BP. Sytuacja ta stwarza mu możliwości pozyskiwania nowych klientów jakich nie ma żadne inne TFI w Polsce. Według stanu na koniec września 2015 roku wartość depozytów detalicznych PKO BP wynosiła 125,6 mld zł.

Od dłuższego czasu TFI wraz z bankiem prowadzą aktywną politykę pozyskiwania środków z depozytów do funduszy. W ostatnim roku PKO BP udostępniło Wyspecjalizowany Program Inwestycyjny PKO Akcjomat przygotowany wspólnie z PKO TFI. Produkt otwierany jest w subfunduszu źródłowym - PKO Skarbowy, a w kolejnych 12 miesiącach co miesiąc środki przenoszone są do wybranego subfunduszu lub Portfela. Dostępne wersje produktu: PKO Akcjomat z subfunduszem dla segmentu klienta podstawowego i bankowości osobistej oraz PKO Akcjomat z Portfelem dla segmentu bankowości osobistej (3 strategie: konserwatywna, neutralna i agresywna).

Wskaźnik penetracji depozytów detalicznych wybranych banków*

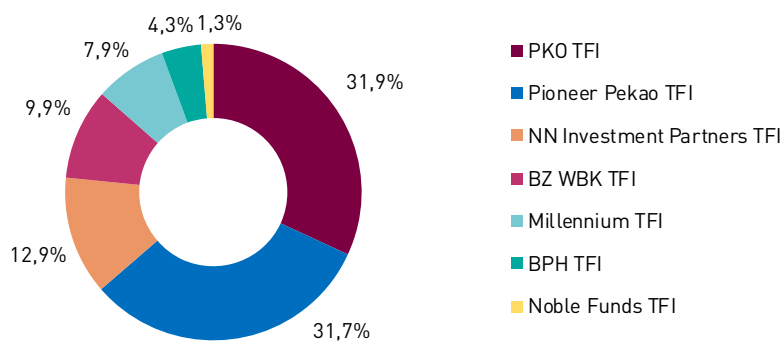


*relacja aktywów funduszy dostępnych dla osób fizycznych do depozytów detalicznych banku z tej samej grupy kapitałowej
źródło: Analizy Online

Dzięki m.in. tym działaniom w ostatnich latach wzrósł stopień penetracji depozytów detalicznych (z 10% na koniec 2009 roku do blisko 15% w 2015 roku). Mimo to na tle największych polskich banków współczynnik penetracji wciąż jest niewysoki, co stwarza duży potencjał dalszego rozwoju.

Na koniec 2015 roku PKO TFI miało 469,4 tys. klientów, odzyskując, po trwającej kilka lat przerwie, miano lidera rynku z udziałem na poziomie 22,2%. Było to możliwe dzięki pozyskaniu 38,9 tys. nowych uczestników. To najwyższy przyrost spośród 22 towarzystw funduszy inwestycyjnych, raportujących te dane. Jest to świetny wynik na tle pozostałych 6 bankowych TFI ujętych w zestawieniu. Tylko 2 z nich odnotowały w ostatnim roku wzrost liczby klientów. W efekcie biorąc pod uwagę liczbę klientów, udział PKO TFI w rynku bankowych TFI wzrósł do 32%.

Udział PKO TFI w grupie bankowych TFI pod względem liczby klientów (gru 2015)



Źródło: Analizy Online na podstawie informacji z TFI

W ostatnich latach w PKO TFI wyraźnie wzrosła wartość aktywów przypadająca na klienta. Podczas gdy na koniec 2009 roku wynosiła 10,6 tys. zł (najmniej wśród bankowych TFI), na koniec 2015 roku wynosiła już 39,3 tys. zł (trzecie miejsce w grupie).

5.3. Różnorodność strategii

Oferta detaliczna bankowych TFI w podziale na grupy funduszy

Segment	Grupa funduszy	PKO TFI	Amundi Polska TFI	BPB TFI	BPS TFI	BZ WBK TFI	Millennium TFI	Money Makers TFI	NN Investment Partners TFI	Noble Funds TFI	Pioneer Pekao TFI	TFI BGŻ BNP Paribas
AKCYJNE	akcji polskich małych i średnich spółek	1	1	1	-	-	1	-	1	1	2	-
	akcji polskich sektorowych pozostałe	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	akcji polskich uniwersalne	1	2	2	1	3	1	2	2	1	2	1
	akcji polskich pozostałe	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	akcji azjatyckich bez Japonii	1	-	-	-	-	-	-	1	-	1	-
	akcji globalnych rynków wschodzących	1	-	-	-	-	-	-	1	-	2	-
	akcji europejskich rynków rozwiniętych	1	1	-	-	-	-	-	1	-	1	-
	akcji globalnych rynków rozwiniętych	2	-	1	-	-	1	-	2	1	-	-
	akcji europejskich rynków wschodzących	1	-	1	-	4	-	-	1	-	1	-
	akcji zagranicznych sektora nieruchomości	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	akcji rosyjskich	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	akcji zagranicznych sektorowych pozostałe	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	akcji zagranicznych sektora surowców mieszanym	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	akcji tureckich	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-
	akcji amerykańskich	1	1	-	-	-	-	-	1	-	1	-
akcji zagranicznych pozostałe	5	-	-	-	-	-	-	2	1	1	-	
AKTYWÓW NIEP.	aktywów niepublicznych uniwersalne	-	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-
ABSOLUTE RETURN	absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	4	-	4	-	-	1	-	1	3	1	-
	absolutnej stopy zwrotu uniwersalne (waluta)	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-
SUROWCOWE	rynku surowców pozostałe	-	-	1	-	-	-	-	-	-	1	-
	rynku surowców - metale szlachetne	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
MIESZANE	mieszane polskie aktywnej alokacji	1	-	-	-	-	1	1	-	2	-	2
	mieszane polskie stabilnego wzrostu	1	1	1	1	3	1	-	1	1	2	2
	mieszane polskie pozostałe	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	mieszane polskie zrównoważone	1	1	1	-	2	-	-	1	-	1	-
	mieszane zagraniczne aktywnej alokacji	2	1	-	-	-	-	-	-	-	2	-
	mieszane zagraniczne stabilnego wzrostu	-	-	-	-	1	1	-	1	-	-	-
	mieszane zagraniczne pozostałe	5	-	-	-	-	1	-	7	-	7	-
mieszane zagraniczne zrównoważone	-	-	-	-	1	-	-	-	-	1	-	
NIERUCHOMOŚCI	nieruchomości uniwersalne	1	-	2	-	2	-	-	-	-	-	-
OCHRONY KAPITAŁU	ochrony kapitału polskie uniwersalne	1	-	6	-	-	-	-	-	-	5	-
	ochrony kapitału zagraniczne uniwersalne	-	-	2	-	-	-	-	-	-	3	-
DŁUŻNE	dłużne polskie korporacyjne	-	-	1	1	2	1	-	-	-	-	-
	dłużne polskie papiery skarbowe	-	-	-	-	2	-	-	1	1	1	-
	dłużne polskie uniwersalne	2	1	3	1	-	-	1	-	-	3	1
	dłużne polskie pozostałe	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1
	dłużne europejskie uniwersalne	-	-	-	-	1	-	-	-	-	1	-
	dłużne globalne korporacyjne	-	-	-	-	-	-	-	2	-	2	-
	dłużne globalne uniwersalne	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-
	dłużne globalne pozostałe	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-
	dłużne USA uniwersalne	1	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-
dłużne zagraniczne pozostałe	1	-	-	-	-	-	-	2	-	-	-	
GOTÓWKOWE	gotówkowe i pieniężne PLN uniwersalne	2	1	3	2	3	1	-	3	1	2	-
	gotówkowe i pieniężne PLN pozostałe	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	gotówkowe i pieniężne zagraniczne pozostałe	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	gotówkowe i pieniężne EUR (waluta)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	gotówkowe i pieniężne USD (waluta)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SEKURYTYZACYJNE	sekurytyzacyjne uniwersalne	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	Pokrycie grup	23	9	14	5	12	11	3	20	10	23	5

Źródło: Analizy Online

Na koniec stycznia 2016 roku, w ofercie PKO TFI znajdowało się 38 funduszy detalicznych, ustępując pod tym względem w ramach bankowych TFI jedynie Pioneer Pekao TFI, które oferowało 43 rozwiązania. Oferta wyróżnia się na tle konkurencyjnych towarzystw szeroką specjalizacją, dużą różnorodnością i innowacyjnością. Na 10 segmentów rynku detalicznego, do których zaliczamy fundusze akcyjne, aktywów niepublicznych, absolute return, surowcowe, mieszane, nieruchomości, ochrony kapitału, dłużne, gotówkowe i sekurytyzacyjne, produkty PKO TFI pokrywają 8 z nich, a biorąc pod uwagę bardziej szczegółowy podział wg klas aktywów (kolumna „Grupa funduszy”), okazuje się, że towarzystwo ma najszerszą ofertę produktową skierowaną do szerokiego grona odbiorców spośród krajowych TFI. Na 48 wyodrębnionych przez Analizy Online grup funduszy, PKO TFI ma pokrycie w 23 kategoriach. Spośród wszystkich towarzystw jedynie pięć przekracza pokrycie na poziomie 20 grup. Wśród bankowych TFI jest to najdłużej działający na polskim rynku - Pioneer Pekao TFI (również 23) oraz NN Investment Partners TFI, a wśród pozostałych: Investors TFI, Skarbiec TFI i Union Investment TFI.

Rozbudowana oferta PKO TFI pozwala inwestorom na skonstruowanie zdywersyfikowanego portfela. Szczególnie bogatą ofertę TFI prezentuje w segmencie funduszy akcyjnych (w sumie 14 rozwiązań). Dają one możliwość ekspozycji na zagraniczne rynki – zarówno w ujęciu geograficznym, jak i sektorowym. Wśród nich są fundusze, których aktywa lokowane są bezpośrednio w walory spółek, a także tzw. fundusze funduszy, w których ekspozycja na wybrane rynki uzyskiwana jest poprzez zakup jednostek uczestnictwa produktów z oferty zagranicznych TFI. Część zaproponowanych przez PKO TFI rozwiązań jest pod różnymi względami innowacyjna, niemająca swoich odpowiedników w ofercie innych towarzystw.

- **PKO Dóbr Luksusowych Globalny (Parasolowy FIO)** - jedyny fundusz tego typu w ofercie krajowych TFI. Jego aktywa lokowane są w akcje spółek oferujących dobra i usługi dla zamożnych klientów. Dzięki niemu klienci PKO TFI otrzymali możliwość dywersyfikacji portfela o wyjątkowe klasy aktywów, charakteryzujące się niską korelacją z funduszami akcji polskich. Indeks spółek z sektora dóbr luksusowych opracowany przez analityków firmy konsultingowej EY od 7 lat rośnie w średnim tempie +9% rocznie, co jest wynikiem znacznie lepszym od amerykańskiego S&P (średnio +5% rocznie) i MSCI World (średnio +1,6%). Segment ten jest relatywnie bardziej odporny na dekonunkturę na rynkach kapitałowych, sprzyja mu głównie wzrost popytu w krajach rozwijających się oraz turystyka zakupowa.
- **PKO Technologii i Innowacji Globalny (Parasolowy FIO)** - to produkt, którego odpowiednika trudno znaleźć w ofercie innych TFI. Aktywa są lokowane przede wszystkim w akcje międzynarodowych firm, które są liderami w swoich branżach. Mogą one pochwalić się dynamicznym wzrostem wyników finansowych dzięki wdrażaniu innowacji w różnorodnych sektorach gospodarki. W portfelu znajdziemy m.in. akcje giganta z branży teleinformatycznej Cisco, producenta gier Ubisoft, a także walory spółek z sektora technologii, który w ostatnich kilku latach wyróżniał się bardzo wysokimi stopami zwrotu. Fundusz działa na rynku od 6 lat, ale dopiero od ubiegłego roku cieszy się wzmożoną popularnością wśród klientów. Wartość aktywów netto w 2015 r. wzrosła o przeszło +0,5 mld zł i aktualnie wynosi prawie 0,8 mld zł.
- **PKO Surowców Globalny (Parasolowy FIO)** - to kolejny przykład funduszu sektorowego. Pozwala on na dywersyfikację portfela o spółki surowcowe (wydobywcze, rafinerie, koncerny energetyczne oraz inne spółki, których biznes jest uzależniony od cen różnych klas surowców). Subfundusz szczególnie silnie reaguje na poprawiającą się koniunkturę gospodarczą na świecie.
- **PKO Akcji Rynku Złota (Parasolowy FIO)** - to z kolei fundusz, którego zachowanie jest bardzo mocno powiązane z zachowaniem ceny złota. Aktywa nie są jednak bezpośrednio lokowane w ten kruszec, ale w akcje wybranych spółek operujących na tym rynku (głównie kopalnie zajmujące się wydobyciem metali szlachetnych). W portfelu znajdują się walory przedsiębiorstw notowanych na giełdach krajów rozwiniętych – USA, Kanady i Wielkiej Brytanii.
- **PKO Akcji Rynku Japońskiego (Parasolowy FIO)** - to jedyny krajowy fundusz obok NN (L) Japonia (NN SFIO) z ekspozycją na japoński rynek akcji. Osiągana jest ona w sposób pośredni, poprzez

zakup jednostek funduszy zagranicznych. To kolejny przykład produktu, który pozwala na skorzystanie z lokalnych trendów na wybranym rynku.

- **PKO Akcji Dywidendowych Globalny (Parasolowy FIO)** – to przedstawiciel bardzo popularnego w ostatnim czasie segmentu rozwiązań akcji dywidendowych. Zarządzający kupuje do portfela wyselekcjonowane fundusze lub bezpośrednio instrumenty udziałowe wyselekcjonowanych przedsiębiorstw z całego świata, które regularnie wypłacają dywidendę. Obok PKO TFI podobny produkt o tak dużym zasięgu geograficznym ma tylko NN TFI (Globalny Spótek Dywidendowych) oraz Union Investment TFI (UniAkcje Globalny Dywidendowy).

W **segmentcie funduszy mieszanych** PKO TFI ma pokrycie w większości z wyodrębnionych grup. Co niezwykle istotne, znajdują się tu również fundusze cyklu życia (tzw. life cycle). Występują one pod nazwą PKO Zabezpieczenia Emerytalnego. Fundusze te bazują na strategii target date. Celem tego rozwiązania jest zaproponowanie klientowi jednego produktu na całe życie, poprzez unikalną ścieżkę alokacji dzięki której struktura portfela jest zmieniana w czasie. Im bliżej emerytury, tym większy udział w portfelu mają instrumenty dłużne, a ryzyko inwestycyjne jest coraz mniejsze. Fundusze cyklu życia są bardzo popularne w Europie Zachodniej. Pojawiły się tam już w połowie lat 90-tych i od tego czasu z roku na rok zdobywają coraz większą popularność. W Polsce, poza PKO TFI, tego typu rozwiązania oferuje jedynie NN Investment Partners TFI – świadczy to o dużej unikalności rozwiązania przy jednoczesnym uwzględnieniu potrzeb związanych z zabezpieczeniem inwestycji przyszłych emerytów. W sumie aktywa funduszy life cycle w ofercie PKO TFI wynoszą na koniec stycznia 2016 r. 0,3 mld zł, a w przypadku NN Investment Partners TFI jest to 0,2 mld zł.

Nieco mniej różnorodną ofertę w porównaniu do konkurencji prezentuje PKO TFI w **segmentcie funduszy dłużnych**. Poza tradycyjnymi rozwiązaniami z grupy dłużnych polskich uniwersalnych, dostępny jest także produkt oparty o obligacje denominowane w USD oraz fundusz z bardzo popularnej szczególnie w 2015 roku grupy obligacji korporacyjnych.

Na rynku wyróżnia się za to oferta PKO TFI w segmentcie funduszy gotówkowych. Poza tradycyjnymi funduszami z tego segmentu, dostępny jest także **PKO Rynku Pieniężnego (Parasolowy FIO)**, który należy do rozwiązań rzadko spotykanych na krajowym rynku (obecnie funkcjonują tylko dwa takie produkty). Jego działalność jest spójna z definicją funduszu rynku pieniężnego, określoną w polskich regulacjach prawnych. Gros portfela stanowią krótkoterminowe depozyty bankowe oraz papiery dłużne o zmiennym oprocentowaniu. Jest to rozwiązanie o najniższym na rynku poziomie ryzyka i stanowi dobre uzupełnienie dla rozbudowanej oferty funduszy akcyjnych i mieszanych.

PKO TFI od kilku lat pracuje nad rozbudową oferty **funduszy o strategii absolutnej stopy zwrotu**. Tworzą ją rozwiązania działające w formule funduszy zamkniętych oferowanych zarówno w formie publicznej (notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych), jak i niepublicznej (oferowane głównie wąskiej grupie zamożniejszych inwestorów). Są to rozwiązania dedykowane bardziej świadomym inwestorom, czas uruchomienia funduszu jest relatywnie krótki, a konstrukcja portfela daje znacznie większe możliwości zarządzającym. Pierwszym produktem realizującym strategię absolutnej stopy zwrotu w ofercie PKO TFI był PKO Globalnej Makroekonomii – fiz, utworzony w 2011 roku. Strategia funduszu polega na aktywnym dostosowywaniu portfela inwestycyjnego do bieżącej sytuacji rynkowej, tak by w okresie koniunktury wypracowywać atrakcyjne wyniki, a w okresie dekonunktury zapewniać skuteczną ochronę kapitału. Zarządzający wykorzystują wiele klas aktywów i typów instrumentów zarówno na rynkach rozwiniętych, jak i na rynkach wschodzących. Mają przy tym możliwość aktywnej zmiany alokacji portfela i zajmowania zarówno długich i krótkich pozycji. W strategii dużą uwagę zwraca się na kontrolę ryzyka spadków. Fundusz oferowany jest w ofercie niepublicznej, czyli skierowanej do wąskiego grona inwestorów. Ponieważ od początku cieszył się ogromnym zainteresowaniem, towarzystwo uruchomiło produkt o zbliżonej strategii – PKO Globalnej Strategii – fiz, którego certyfikaty są oferowane już w drodze emisji publicznej.

W 2015 roku towarzystwo wprowadziło kolejny produkt tego typu – PKO Europa Wschód-Zachód FIZ – również dostępny w emisji niepublicznej. Jest to rozwiązanie, w którym stosowana jest strategia equity

long-short. Pozycja długa zajmowana jest na akcjach spółek uznanych przez zarządzającego za niedowartościowane, a pozycja krótka na akcjach przewartościowanych. Fundusz pozwala na jednoczesne skorzystanie z potencjału emerging markets (Europa Wschodnia) i krajów rozwiniętych (Europa Zachodnia).

Uzupełnieniem oferty produktów zamkniętych absolutnej stopy zwrotu jest PKO Strategii Obligacyjnych FIZ. Jego lokaty to instrumenty dłużne notowane głównie w Polsce, innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz w krajach wysokorozwiniętych.

Fundusze absolutnej stopy zwrotu w formie funduszy zamkniętych w ofercie towarzystwa są uruchamiane głównie z myślą o klientach zamożnych obsługiwanych w ramach Bankowości Prywatnej Banku PKO BP.

Fundusze zamknięte - oferta bankowych TFI w podziale na grupy

Segment	Grupa funduszy	PKO TFI	BPH TFI	BZ WBK TFI	NN Investment Partners TFI	Noble Funds TFI	Pioneer Pekao TFI
AKCYJNE	akcji polskich uniwersalne	-	-	-	-	-	-
	akcji polskich pozostałe	-	-	-	-	-	-
	akcji globalnych rynków wschodzących	-	-	-	-	-	1
	akcji globalnych rynków rozwiniętych	1	-	-	-	1	-
	akcji europejskich rynków wschodzących	-	-	1	-	-	-
	akcji zagranicznych sektorowych pozostałe	-	-	-	-	-	-
	akcji amerykańskich	-	-	-	-	-	-
AKTYWÓW NIEP.	aktywów niepublicznych uniwersalne	-	-	-	-	2	-
ABSOLUTE RETURN	absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	4	1	-	-	2	-
	absolutnej stopy zwrotu uniwersalne (waluta)	-	-	-	-	-	-
SUROWCOWE	rynku surowców pozostałe	-	-	-	-	-	-
	rynku surowców - metale szlachetne	-	-	-	-	-	-
MIESZANE	mieszane polskie aktywnej alokacji	-	-	-	-	-	-
	mieszane polskie stabilnego wzrostu	-	-	-	-	-	-
	mieszane zagraniczne aktywnej alokacji	2	-	-	-	-	1
	mieszane zagraniczne pozostałe	-	-	-	-	-	-
NIERUCHOMOŚCI	nieruchomości uniwersalne	1	2	2	-	-	-
OCHRONY KAPITAŁU	ochrony kapitału polskie uniwersalne	1	6	-	-	-	-
	ochrony kapitału zagraniczne uniwersalne	-	2	-	-	-	-
DŁUŻNE	dłużne polskie korporacyjne	-	-	-	-	-	-
	dłużne polskie papiery skarbowe	-	-	-	-	-	-
	dłużne polskie pozostałe	-	-	-	-	-	-
	dłużne globalne korporacyjne	-	-	-	1	-	-
	dłużne globalne uniwersalne	-	-	-	-	-	-
	dłużne globalne pozostałe	-	-	-	-	-	-
	dłużne zagraniczne pozostałe	1	-	-	-	-	-
GOTÓWKOWE	gotówkowe i pieniężne PLN uniwersalne	-	-	-	-	-	-
SEKURYTYZACYJNE	sekurytyzacyjne uniwersalne	-	-	-	-	-	-
	Pokrycie grup	6	4	2	1	3	2

Źródło: Analizy Online

Oferta produktów inwestycyjnych na tle konkurencji

Jednym z najważniejszych produktów inwestycyjnych PKO TFI jest Pakiet Emerytalny. Jego istotą jest jak najlepsze wykorzystanie potencjału oszczędzania w ramach trzeciego filaru emerytalnego. Było to pierwsze tak kompleksowe rozwiązanie w Polsce. Pieniądze jakie klient wpłaca do Programu są automatycznie rozdzielane na poszczególne produkty na podstawie przystępujących ogólnych limitów wpłat w ramach Indywidualnego Konta Zabezpieczenia Emerytalnego (IKZE) i Indywidualnego Konta Emerytalnego (IKE). Gdy uczestnik programu wykorzysta limity dla obydwu produktów, reszta środków trafia do Wyspecjalizowanego Programu Inwestycyjnego (WPI).

Zasada kaskadowości wykorzystywana w Pakiecie Emerytalnym w PKO TFI pozwala na pełne wykorzystanie ulg podatkowych, które w ramach produktów IKE i IKZE są dostępne w tzw. III-filarze. Kolejność wpłat jaka została przewidziana w Pakiecie Emerytalnym PKO TFI jest naszym zdaniem uzasadniona z perspektywy wartości pieniądza. Pozwala ona w pierwszej kolejności na uzyskanie korzyści podatkowych bezpośrednio w latach, w których dokonywane są wpłaty na IKZE (niższy podatek dochodowy), a w drugiej kolejności na uzyskanie korzyści podatkowych w przyszłości z wpłat na IKE (brak podatku Belki).

Bazą dla Pakietu Emerytalnego PKO TFI jest opisany wcześniej fundusz PKO Zabezpieczenia Emerytalnego SFIO, który wykorzystuje koncepcję cyklu życia (life cycle). Rozwiązanie to składa się z 5 subfunduszy z określoną datą planowanego przejścia na emeryturę (target date). Ma to ułatwić klientowi podjęcie decyzji, który fundusz będzie dla niego najbardziej odpowiedni. Każdy z nich cechuje się inną relacją instrumentów dłużnych do akcji. Rolą zarządzającego jest stopniowe redukcje ryzyka poprzez wzrost udziału tych pierwszych w portfelu wraz ze wzrostem wieku klientów oszczędzających w określonym subfunduszu. Dzięki temu, w momencie zbliżania się do emerytury, lokaty w znacznie mniejszym stopniu są narażone na wahania koniunktury na rynkach akcji. Ponadto, zastosowanie strategii target date sprawia, że klienci nie muszą dokonywać zmian przez cały czas trwania inwestycji.

Istotną zaletą Pakietu Emerytalnego PKO TFI jest niski poziom opłat. Za przystąpienie do programu, jak również za nabycie jednostek uczestnictwa nie pobierane są opłaty dystrybucyjne. Z kolei opłaty za zarządzanie są niższe w porównaniu do innych, podobnych grup funduszy inwestycyjnych.

Pakiet Emerytalny PKO TFI za jednym razem rozwiązuje kilka istotnych problemów klienta: pozwala uniknąć konieczności wyboru funduszu, podjęcia decyzji z których ulg podatkowych korzystać w pierwszej kolejności, jak lokować środki po wykorzystaniu limitu wpłat do IKZE i IKE oraz jak zarządzać środkami w przyszłości.

Jakość tego rozwiązania dostrzeżona została w rankingu IKE Analizy Online w 2015 r., w którym IKE PKO TFI znalazło się w gronie 3 najlepszych produktów tego typu spośród 16 towarzystw, które je oferują. Dostrzeżono, że jest to produkt najtańszy na rynku (stosunkowo niskie opłaty za zarządzanie, brak opłat za otwarcie konta i nabywanie jednostek), składający się z funduszy o wysokiej jakości. Najlepiej natomiast ocenione zostało rozwiązanie emerytalne z oferty NN Investment Partners TFI. Tam klienci również mają dostęp do 6 funduszy cyklu życia, jednak oferta jest szersza i obejmuje 21 rozwiązań, w które można inwestować w ramach jednego produktu emerytalnego.

Programy Systematycznego Oszczędzania

Fundusze inwestycyjne PKO TFI oferowane są również w opakowaniu Programów Systematycznego Oszczędzania. Do dyspozycji są rozwiązania pozwalające oszczędzać na różne cele i w różnych wariantach. Oprócz opisanego wcześniej Pakietu Emerytalnego dostępne szerokiemu gronu klientów są Wyspecjalizowane Programy Inwestycyjne „Kapitał na marzenia” oraz „Kapitał na emeryturę”.

Jedną z nowości w ofercie towarzystwa jest natomiast program PKO Akcjomat. Zasada jego działania jest prosta. W pierwszej kolejności środki klienta wpłacane są do subfunduszu PKO Skarbowy, a wraz z kolejnymi wpłatami, sukcesywnie przenoszone są do wybranego przez klienta wariantu (subfunduszu lub portfela inwestycyjnego). Produkt powstał dla klientów, którzy chcieliby skorzystać z potencjału rynku akcji, ale obawiają się wejścia na rynek udziałowy w niewłaściwym momencie. Automatyczne przekierowywanie

coraz większej części środków w fundusze oparte na akcjach, które jest rozłożone w odpowiednio długim czasie, ogranicza możliwość podjęcia złej decyzji i pozwala uśrednić cenę zakupu jednostek uczestnictwa wybranych funduszy. To kolejny przykład produktu od PKO TFI, który pozwala na dywersyfikację inwestycji. Ponadto, jest to dobre rozwiązanie dla klientów, którzy niekoniecznie wiedzą, jak inwestować na rynkach akcji.

Strategie inwestycyjne

Kolejnym uzupełnieniem oferty PKO TFI, również skierowanym do klientów, którzy potrzebują gotowego i kompleksowego rozwiązania bez konieczności posiadania gruntownej wiedzy na temat finansów, są strategie inwestycyjne w ramach Wyspecjalizowanych Produktów Inwestycyjnych. Dostępne są 3 warianty – Strategia Konserwatywna 15, Neutralna 55 i Agresywna 85. Liczba zawarta w nazwie wskazuje na procent środków, jaki może być lokowany w fundusze o wyższym poziomie ryzyka.

Podsumowując ofertę Programów Systematycznego Oszczędzania spod egidy PKO TFI można stwierdzić, że jest jedną z najbardziej rozbudowanych na rynku. Tylko Pioneer Pekao TFI i Union Investment TFI proponują swoim klientom podobny zakres inwestycji w ramach PSO. Towarzystwo ma do zaproponowania produkty o odmiennej charakterystyce, pozwalających na oszczędzanie z myślą o różnych celach. Co ważne, programy te są skierowane w głównej mierze do klientów potrzebujących gotowego rozwiązania. Produkty te w swojej konstrukcji są przejrzyste i łatwe do zrozumienia nawet dla klientów bez inwestycyjnego doświadczenia.

6. Stabilność i wiarygodność Grupy PKO Banku Polskiego

PKO TFI należy do Grupy Kapitałowej PKO BP S.A., największej grupy finansowej w Polsce kontrolowanej przez polski kapitał. Na koniec III kwartału 2015 r. aktywa Grupy Kapitałowej PKO BP były bliskie 255 mld zł., podczas gdy suma bilansowa całego sektora bankowego wynosiła ponad 1,609 bln zł¹. Silną pozycję grupy obrazuje również porównanie z wartością aktywów rynkowych konkurentów. Suma bilansowa dla Grupy Pekao S.A. jest o 84 mld zł niższa (blisko 171 mld zł), a Grupy Banku Zachodniego WBK już o 120 mld zł. (ponad 135 mld zł). W przypadku Grupy mBanku różnica sięga 129 mld zł (prawie 126 mld zł).

Jako jednostka zależna od banku posiadającego rozpoznawalną, cieszącą się zaufaniem klientów markę, TFI posiada unikalną w skali polskiego rynku przewagę konkurencyjną. W głównej mierze przemawia za nią największa w Polsce baza klientów. Bezpośrednio przekłada się to z kolei na szerokie możliwości cross-sellingu. Jedynym właścicielem PKO TFI pozostaje PKO Bank Polski S.A., będący największym bankiem komercyjnym z udziałem Skarbu Państwa.

¹ http://www.knf.gov.pl/opracowania/sektor_bankowy/dane_o_rynku/Dane_miesieczne.html, dane dla sektora bankowego z oddziałami zagranicznymi

7. Nagrody i wyróżnienia dla PKO TFI

Rok	Wyróżnienie	Instytucja przyznająca nagrodę
2010	I miejsce dla PKO TFI w programie "Laur Konsumenta i Klienta 2009" w kategorii fundusze Inwestycyjne.	Laur Konsumenta i Klienta
2011	Grand Prix Lauru Konsumenta 2010 dla PKO TFI.	Laur Konsumenta i Klienta
2012	I miejsce dla PKO TFI w programie "Laur Konsumenta / Klienta 2011" w kategorii Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych.	Laur Konsumenta i Klienta
	IV miejsce dla PKO TFI w corocznym rankingu Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych przeprowadzonym przez Rzeczpospolitą i firmę analityczną Analizy Online.	CEE IPO
	I miejsce dla Osobisty Program Inwestycyjny oferowany przez PKO TFI w rankingu firmy analitycznej Analizy Online.	Analizy Online
	Wyróżnienie Gazety Finansowej – 2012 r. Kapituła nagrody "Finansista Roku" przyznała wyróżnienie Jakubowi Karnowskiemu, Prezesowi PKO TFI "za przemyślaną, długofalową strategię osiągania ponadprzeciętnych wyników funduszy inwestycyjnych bez narażania Klientów na nadmierne ryzyko inwestycyjne"	Gazeta Finansowa
2013	CEE IPO Summit Awards 2012 dla PKO TFI w kategorii Best Domestic Emerging Markets Long Fund.	
	VI miejsce dla PKO TFI w corocznym rankingu Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych przeprowadzonym przez Rzeczpospolitą i firmę analityczną Analizy Online.	Rzeczpospolita / Analizy Online
	III miejsce dla Indywidualnego Konta Emerytalnego oferowanego w ramach Pakietu Emerytalnego PKO TFI (IKE + IKZE) w rankingu Indywidualnych Kont Emerytalnych ogłoszonym przez firmę analityczną Analizy Online.	Analizy Online
2014	IV miejsce dla PKO TFI w corocznym rankingu Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych przeprowadzonym przez Rzeczpospolitą.	Rzeczpospolita
	Wyróżnienia „ALFA 2014” dla trzech funduszy PKO TFI (PKO Stabilnego Wzrostu w kategorii funduszy stabilnego wzrostu, PKO Zrównoważony Plus w kategorii funduszy zrównoważonych oraz PKO Strategicznej Alokacji w kategorii fundusze aktywnej alokacji) przyznane przez firmę analityczną Analizy Online. Każdy fundusz oceniany jest za efektywność, powtarzalność wyników oraz poziom kosztów.	Analizy Online
2015	III miejsce oraz tytuł "IKE na 5" dla Indywidualnego Konta Emerytalnego oferowanego w ramach Pakietu Emerytalnego PKO TFI (IKE + IKZE) w rankingu Indywidualnych Kont Emerytalnych ogłoszonym przez firmę analityczną Analizy Online	Analizy Online
	II miejsce w rankingu najlepszych Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych tygodnika Wprost	Tygodnik Wprost
	II miejsce PKO TFI w rankingu IKE Rzeczypospolitej	Rzeczpospolita
	III miejsce dla PKO TFI w corocznym rankingu Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych przeprowadzonym przez Rzeczpospolitą	Rzeczpospolita
2016	Nominacja „ALFA 2015” dla trzech funduszy PKO TFI (PKO Akcji Nowa Europa – w kategorii funduszy akcji Nowej Europy, PKO Akcji MiŚ – w kategorii funduszy akcji polskich małych i średnich spółek oraz PKO Strategicznej Alokacji w kategorii funduszy aktywnej alokacji) przyznawane przez firmę analityczną Analizy Online. Każdy fundusz oceniany jest za efektywność, powtarzalność wyników oraz poziom kosztów.	Analizy Online



Spółka **Analizy Online** została założona w 2000 roku w odpowiedzi na dynamiczny rozwój instytucji wspólnego inwestowania i rosnące zainteresowanie niezależnymi opracowaniami dotyczącymi rynku

Obecnie **Analizy Online** to wyspecjalizowany, niezależny ośrodek analityczny, który na bieżąco monitoruje i szczegółowo analizuje sytuację w poszczególnych obszarach rynku kapitałowego. W oparciu o doświadczenia założycieli firmy, którymi są osoby przez wiele lat zawodowo związane z doradztwem i zarządzaniem aktywami na rynku kapitałowym, spółka opracowała własną metodologię i narzędzia, umożliwiające wszechstronną i obiektywną analizę informacji rynkowych.

Głównym obszarem działalności spółki jest tworzenie i udostępnianie serwisów informacyjnych oraz dostawa danych dla instytucji rynku kapitałowego i związanych z nimi podmiotów. Firma zajmuje się także tworzeniem narzędzi wspierających sprzedaż produktów finansowych oraz umożliwiających monitoring i szczegółową analizę wielu obszarów działalności rynku instytucji wspólnego inwestowania. Samodzielną i stale rozwijaną grupę produktów stanowią szkolenia adresowane przede wszystkim do przedstawicieli sieci sprzedaży produktów finansowych – doradców finansowych, niezależnych dystrybutorów i agentów ubezpieczeniowych.

Analizy Online S.A.

ul. Hrubieszowska 6A
01-209 Warszawa
info@analizy.pl
tel./fax: (22) 431 82 93

Dział Analiz
analizy@analizy.pl
tel. (22) 431 82 94

Dział Sprzedaży
sprzedaz@analizy.pl
tel. (22) 431 82 96

NIP 113 22 71 535
REGON 016419531
KRS 0000360084
Sąd Rejonowy dla m. St. Warszawy,
XII Wydział Gospodarczy
Kapitał zakładowy 119 783,20 ZŁ
Rachunek bankowy
Raiffeisen Bank Polska S.A.
NR - PL 19 1750 0009 0000 0000 0097 1596