

Metodologia Ratingów Analiz Online

Lipiec 2016

Ratingi - definicja

Rating Analiz Online to ocena jakości funduszu z perspektywy inwestora indywidualnego, której głównym przeznaczeniem jest umożliwienie podejmowania świadomych i rzetelnych decyzji wszystkim osobom, które planują ulokowanie kapitału na rynku funduszy. Rating może przez to stanowić wsparcie dla inwestorów indywidualnych, doradców finansowych, jak i specjalistów od oferty produktowej oraz dystrybutorów. Ocena ratingowa powinna być traktowana jako uzupełnienie własnej analizy inwestora, nie jest natomiast formą rekomendacji. Wynika to z faktu, że różne osoby posiadają różne cele inwestycyjne, tolerancję na ryzyko oraz mogą zwracać uwagę na odmienne czynniki dotyczące funduszy (zyskowność/rentowność, zmienność, koszty, ryzyko kredytowe), niż te które znalazły uznanie w oczach analityków Analizy Online. Warto podkreślić, że Rating jest oceną funduszu – nie zaś zarządzającego czy TFI. Najważniejsze cechy, które wyróżniają Ratingi Analiz Online spośród innych, dostępnych na rynku form oceny funduszy inwestycyjnych, to:

- **Niezależność** - Analizy Online to niezależny i wyspecjalizowany ośrodek analityczny, który bazuje na ponad 16-letnim doświadczeniu i własnej metodologii ocen. Ratingi funduszy nie są wykonywane na zlecenie ani za wcześniejszą opłatą. Wybór funduszu do ratingu powodowany jest interesem inwestorów oraz zdefiniowany prostymi zasadami (o czym w dalszej części metodologii), które kierują decyzjami analityków co do doboru ocenianych produktów. Dbamy przy tym o aktualność przyznanych not i wzrost pokrycia produktów z nadanymi Ratingami w skali całego rynku. Stąd inwestorzy mogą liczyć na rzetelność i obiektywizm.
- **Kompleksowość** - ocena bazuje na parametrach zarówno ilościowych, jak i jakościowych. Te pierwsze to popularne miary opisujące wyniki, ryzyko, koszty oraz inne charakterystyki portfela funduszu. Z kolei do czynników jakościowych zaliczamy przede wszystkim takie aspekty, jak proces inwestycyjny i organizację pracy w danym TFI, dotychczasowe osiągnięcia zarządzających, otwartość na współpracę oraz rzetelność przekazywanych informacji.
- **Opinia** - Rating nie sprowadza się tylko do oceny w 5-stopniowej skali, inwestor może również zapoznać się z raportem analitycznym, który jest uzasadnieniem oceny wraz z prezentacją najważniejszych wskaźników oraz charakterystyk portfela, z których analitycy korzystali podczas przygotowywania Ratingu.

Pierwsza ocena ratingowa została opublikowana w czerwcu 2009 roku, dla funduszu UniWIBID SFIO (obecnie UniWIBID Plus). W ciągu kolejnych 7 lat powstało blisko 650 Ratingów. W połowie 2016 roku oceny posiadało ponad 170 funduszy, których aktywa stanowiły ok. 85% rynku detalicznego (tzn. obejmującego produkty skierowane do wszystkich inwestorów, bez żadnych ograniczeń). Naszym celem jest dalsze poszerzanie liczby ocenionych funduszy, tak by pokrywały one możliwie największą część rynku pod względem aktywów.

Model biznesowy

Ratingi Analiz Online mają charakter niezależnej analizy. Nie są tworzone na zamówienie instytucji, ani też nie są z nimi konsultowane. Analizy Online nie pobierają od TFI opłat

**Rating Analiz Online
posiada ponad 170
funduszy**

**Aktywa ocenionych
funduszy stanowią
ok. 85% rynku
detalicznego w
Polsce**

z tytułu powstania materiału analitycznego, tak samo jak TFI nie mogą zapłacić za to, by taki materiał powstał. Korzyści komercyjne, jakie czerpią Analizy Online, wynikają ze sprzedaży odpowiednich licencji (np. prawo posługiwania się Ratingiem w materiałach marketingowych) oraz wykorzystywania Ratingów w różnych produktach firmy, jak np. Baza Ratingów Analiz Online (BRAO). Odbywa się to jednak dopiero po powstaniu Ratingu i jego publikacji. Wynagrodzenia analityków nie są powiązane z przychodami wynikającymi z tworzenia Ratingów. W ten sposób dbamy o to, by ocena funduszu była niezależna i bezstronna oraz nie powodowała konfliktu interesów.

Dobór funduszy

O doborze funduszy, które podlegają ocenie decyduje przede wszystkim zainteresowanie inwestorów, które najłatwiej zmierzyć poprzez wysokość oraz dynamikę zgromadzonych w poszczególnych funduszach środków. W związku z tym przy wyborze produktów do oceny obowiązują dwa kryteria. Ich celem jest zdefiniowanie jasnych i prostych zasad, na podstawie których będzie zapadała decyzja, czy dany fundusz może zostać poddany ocenie. Aby tak się stało, musi on spełniać następujące kryteria:

- minimalna wielkość aktywów
- minimalny okres działalności

W przypadku kryterium aktywów czynnikami kluczowe to informacja czy:

- Średni stan aktywów netto z ostatnich 3 miesięcy przekracza 100 milionów złotych,
- Pod względem średniego stanu aktywów netto z ostatnich 3 miesięcy fundusz należy do grona tych produktów, które po uporządkowaniu według wartości aktywów (zaczynając od największych) reprezentują górne 66% liczebności grupy.

Jeżeli fundusz nie spełnia żadnego z tych warunków, to nie podlega on ocenie. Jego ocena może być zawieszona, jeżeli była nadana wcześniej. W sytuacji, gdy tylko jeden warunek jest spełniony, decyzja o dalszym postępowaniu należy do analityków Analiz Online.

W wyjątkowych przypadkach, szczególnie nieszablonowych produktów, fundusz o małych aktywach może zostać poddany ocenie, ale należy to traktować jako wyjątek od reguły.

W przypadku kryterium okresu działalności produkt powinien mieć odpowiednio długą historię rynkową. „Odpowiednio długa” oznacza co najmniej 3 sprawozdania, choć preferowana jest większa liczba. W szczególnych przypadkach produkt może być oceniony na podstawie 2 sprawozdań. Dotyczy to tych funduszy, których polityka inwestycyjna nie ulega znaczącym modyfikacjom (a zatem przede wszystkim tych o bezpiecznym profilu) oraz zarządzanych przez osoby, których wcześniejsze dokonania na rynku mogą dawać wiarygodne przesłanki co do spodziewanych cech nowego produktu.

Z czego składa się Rating Analiz Online

Ocena ratingowa składa się z następujących komponentów, tworząc całościowo raport analityczny:

- **Ocena (gwiazdki)** – ocena funduszu w skali od 1 do 5, wyrażona poprzez znak graficzny zobrazowany za pomocą gwiazdek. Dokładniejsze omówienie skali ocen w dalszej części metodologii,
- **Analiza SWOT funduszu** – zestawienie słabych i mocnych stron funduszu, wraz z szansami i zagrożeniami, które go dotyczą. Jest to zwięzły sposób na przedstawienie argumentacji tak, by potencjalny inwestor mógł szybko zapoznać się z atutami i ułomnościami produktu, które wyróżniają go na tle jego grupy porównawczej,

Jednym z kryteriów doboru funduszy do oceny jest średnia wartość aktywów netto z 3 miesięcy – podnieśliśmy tę wartość do 100 mln zł.

- **Opinia Analiz Online** – pisemne uzasadnienie oceny, w której analitycy przedstawiają te aspekty, które ich zdaniem są najistotniejsze i najbardziej interesujące z punktu widzenia potencjalnego inwestora,
- **Zestawienie infografik, wskaźników, parametrów, wykresów** – dodatkowa ilustracja parametrów ilościowych dotyczących wyników, ryzyka, portfela oraz quasi-ilościowych jak np. wielkość funduszu oraz poziom kosztów w stosunku do rywali, czy też okres działalności funduszu w obecnej formie. Normy dla kryteriów kształtują się w następujący sposób:
 - o Wielkość funduszu (mały, średni, duży) – zależne od wysokości aktywów, tak bezwzględnie, jak i w relacji do konkurentów w ramach grupy,
 - o Okres działalności: 0-3 lat - krótki, 3-5 lat - średni, powyżej 5 lat - długi,
 - o Koszty – zależnie od wysokości wskaźnika TER w relacji do konkurentów

Autorami każdego Ratingu są przynajmniej dwaj analitycy, których dane kontaktowe (imię i nazwisko, adres e-mail) umieszczone są w materiale. Analitycy są właściwymi osobami do kontaktu, w sprawach związanych z Ratingiem i jego zawartością.

Skala ocen

Pełna interpretacja ocen:

- ★★★★★ Fundusze, które zdaniem naszych analityków oferują wyjątkowo wysoką jakość. Ich wyniki są najczęściej istotnie lepsze od tych uzyskiwanych przez konkurentów, przy zachowaniu odpowiedniej relacji zysku do ryzyka. Tego typu rozwiązanie powinno wyróżniać się na tle rynku w większości z kluczowych aspektów przez nas ocenianych.
- ★★★★☆ Fundusze z 4 gwiazdkami zdaniem naszych analityków to wciąż rozwiązania spełniające wysokie standardy jakości. Pod względem większości ocenianych przez nas obszarów są to produkty zasługujące na wyróżnienie. Nawet jeśli nie dorównują liderom swoich grup, nie można im też przypisać miana przeciętnego funduszu.
- ★★★☆☆ Fundusze, które otrzymały 3 gwiazdki to często solidne produkty, które z jednej strony nie dominują nad innymi rozwiązaniami szczególnym zestawem zalet, ale jednocześnie nie mają też większych wad. Otrzymują tę ocenę również fundusze, które pomimo swoich przewag lub relatywnie wysokich stóp zwrotu, charakteryzują się ponadprzeciętnym naszym zdaniem ryzykiem. Rating na poziomie 3 nadawany jest również często tym rozwiązaniom, które trudno ocenić rzetelnie w kontekście niektórych obszarów, głównie z uwagi na brak danych lub odpowiedniego punktu odniesienia.
- ★★☆☆☆ Fundusze z 2 gwiazdkami to produkty, które są słabsze od konkurentów w kilku aspektach. Nie wyklucza to całkowicie cech, które mogą być cenne z punktu widzenia inwestora, jednak bilans zalet i wad produktu wskazuje na przewagę tych drugich. Istnieje też duże prawdopodobieństwo, iż w dłuższym okresie fundusze te osiągną wyniki słabsze od średniej.

☆☆☆☆☆ Fundusze z 1 gwiazdką to rozwiązania obciążone poważnymi wadami, wobec których inwestor nie powinien pozostawać obojętny. Zważają one bowiem ujemnie na osiąganych wynikach (najczęściej znajdujących się znacznie poniżej średniej) lub generują ryzyko, które może implikować straty dla klienta czy też inne problemy, związane chociażby z możliwością umarzania jednostek. Ocena 1 dotyczy również produktów, których koszty zostały ustalone na poziomie niewspółmiernie wysokim do klasy ryzyka funduszu lub których instytucje mają poważne kłopoty systemowe (np. utrata licencji).

Zawieszenie II Zawieszenie oznacza, że poprzednia ocena przestaje obowiązywać. Status zawieszenia jest wykorzystywany np. w sytuacji, gdy dochodzi do zmiany firmy zarządzającej (lub zarządzającego, w przypadku funduszy o autorskim charakterze) lub modyfikacji polityki inwestycyjnej o trudnych do przewidzenia skutkach dla charakteru produktu na tle dotychczasowej jego historii. Z perspektywy osiąganych stóp zwrotu nie musi to jednak mieć żadnych negatywnych konsekwencji. Aby przystąpić do nadania ponownej oceny, musi zostać opublikowane co najmniej jedno sprawozdanie funduszu, na bazie którego będzie można ocenić efekty wprowadzonych zmian. Jest to czynnik niezbędny do nowej, rzetelnej oceny produktu, co w dalszej kolejności determinuje czas, w którym status zawieszenia ulegnie usunięciu, a funduszowi zostanie nadany nowy Rating.

Rezygnujemy ze statusu „Weryfikacji”

Aktualizacja oceny

Co do zasady, wydana ocena utrzymuje swoją ważność do momentu jej zmiany. Zespół analityczny dąży do tego, aby oceny nadane funduszom były aktualizowane w okresie od 12 do 24 miesięcy. Jednak gdy w przypadku rozpatrywanego rozwiązania nie zaszły żadne istotne zmiany, które uzasadniałyby zmianę lub odświeżenie oceny, okres ten może być nawet dłuższy. Natomiast w przypadku rozwiązań z notą na 4 lub 5 gwiazdek weryfikacja Ratingu powinna następować częściej (raz na rok), aby móc ocenić, czy ponadprzeciętna jakość tego typu produktów jest nadal aktualna. Ewentualne odstępstwa od powyższych reguł są wyjaśniane w raportach analitycznych.

Obszary oceny

Analiza funduszu polega na dogłębnym zbadaniu czterech podstawowych obszarów, które decydują o zachowaniu funduszu zarówno obecnym, jak i w przyszłości. Ocena jest nadawana w pięciopunktowej skali:

1. Zarządzający i proces inwestycyjny

O sukcesie konkretnego produktu decydują przede wszystkim ludzie oraz to, w jaki sposób jest zorganizowana ich praca. W ocenie tych obszarów poszukujemy przewag TFI nad konkurencją, które dają rękojmię tego, że jakość usług będzie na odpowiednim poziomie. Jako zagadnienie złożone, ocenę procesu inwestycyjnego i zarządzających podzieliliśmy na 6 kategorii tematycznych, z których każdej przypisujemy jedną z trzech ocen: wyróżniającą, dobrą lub słabą. Należą do nich:

Komitet inwestycyjny i podejmowanie decyzji

W tym obszarze badamy, na ile ustrukturyzowany i zdyscyplinowany jest proces podejmowania decyzji inwestycyjnych w TFI, jak przedstawia się kwestia podziału zadań

i odpowiedzialności za dokonywane decyzje, jaka jest rola Komitetu Inwestycyjnego i ewentualnych, dodatkowych gremiów dedykowanych wsparciu procesu inwestycyjnego.

Zasoby analityczne

Sprawdzamy, jakimi możliwościami dysponuje TFI w kontekście analizy spółek oraz automatyzacji szerokiego spektrum czynności związanych z procesem podejmowania decyzji inwestycyjnych; w zakres tego obszaru wchodzi kwestia podziału zadań analitycznych, źródeł informacji o rynku i spółkach, aplikacji wspomagających proces, jak też stopień pokrycia analitycznego przyjętego przez TFI spektrum inwestycyjnego.

Monitoring i analiza portfela

Analizujemy kompleksowość podejścia do zarządzania ryzykiem oraz identyfikacji i pomiaru źródeł wyniku inwestycyjnego; interesuje nas, jak kontroluje się i egzekwuje obowiązujące (np. z racji ustawy lub przyjęte przez TFI) limity oraz na ile czynności w tym zakresie są klarowne i nadzorowane przez niezależną jednostkę.

Realizacja decyzji inwestycyjnych

Znaczenie ma tu sposób, w jaki zorganizowana jest realizacja zleceń kupna/sprzedaży oraz jak wygląda kontrola tego procesu; wpływ na ocenę mają też czynniki decydujące o wysokości kosztów transakcyjnych ponoszonych przez TFI.

Kluczowe osoby i system motywacyjny

Badamy, jak pod względem kadrowym zapewniona jest ciągłość procesu zarządzania, czy i w jaki sposób wynagrodzenia menedżerów powiązane są z wynikami funduszy oraz jak TFI przyczynia się do podwyższania kwalifikacji swoich pracowników.

Zarządzający – historia wyników i staż

Przy ocenie zespołów zarządzających bierzemy pod uwagę m.in. uzyskane przez poszczególnych menedżerów certyfikaty potwierdzające posiadane umiejętności w zakresie zarządzania aktywami, staż rynkowy oraz okres zatrudnienia w obecnym TFI, jak również dotychczasowe wyniki inwestycyjne; w ocenie rozróżniamy zespoły specjalizujące się w zarządzaniu papierami udziałowymi, dłużnymi oraz łącznie tymi dwiema klasami aktywów.

Jako wypadkową wszystkich 6 wymienionych obszarów oceny procesu inwestycyjnego i zarządzających, każde TFI otrzymuje sumaryczną notę w skali od 1 do 5.

Należy zaznaczyć, że ocena zarządzających i procesu inwestycyjnego w dominującym stopniu oparta jest o czynniki jakościowe, a informacje można w praktyce uzyskać tylko u źródła (danego TFI). Z uwagi na trudność weryfikacji pozyskanej wiedzy, traktujemy ją zatem z pewną dozą sceptycyzmu, choć nie podważamy również wiarygodności ocenianych instytucji. Kolejną konsekwencją konieczności pozyskiwania odpowiednich danych bezpośrednio u samych zainteresowanych oceną (TFI), jest to, że proces ten zależy od chęci i skłonności badanych instytucji do dzielenia się informacjami. Jeżeli nie istnieją ku temu inne przesłanki, niedostatek informacji w danym obszarze badania procesu inwestycyjnego oceniamy neutralnie.

2. Polityka inwestycyjna i portfel

Aby ocena wyników i ryzyka miała sens, ważne jest zbadanie portfela oraz tego, w jaki sposób odzwierciedla on deklarowaną przez TFI politykę inwestycyjną. Z racji oczywistych różnic, inaczej ocenia się część akcyjną, a inaczej dłużną. W tym pierwszym przypadku zwracamy uwagę na takie zagadnienia, jak:

- Struktura geograficzna - jak przedstawia się dywersyfikacja geograficzna portfela,

- Alokacja w akcje – czy zarządzający utrzymuje zaangażowanie na deklarowanym poziomie oraz czy aktywnie zmienia jego poziom w zależności od koniunktury,
- Zmiany aktywów – jak w ostatnich miesiącach kształtowało się saldo napływów i odpływów oraz jaki miało wpływ na portfel,
- Active shares – określenie w jakim stopniu fundusz zbliżony jest do swojego benchmarku (o ile go posiada) oraz benchmarku przyjętego dla grupy,
- Przeważenia i niedoważenia – sprawdzenie, w jakim stopniu wagi poszczególnych walorów różnią się zarówno od benchmarku, jak i indeksu modelowego dla funduszy z danej grupy,
- Selekcja – zmierzenie, jaki wpływ na wynik miały opisane wcześniej przeważenia, jako wyznacznik trafności i jakości decyzji selekcyjnych,
- Instrumenty zagraniczne – zbadanie wpływu na portfel akcji spółek (lub innych instrumentów) z giełd zagranicznych,
- Zabezpieczenia walutowe oraz instrumenty pochodne,
- Dźwignia finansowa,
- Płynność portfela.

W przypadku oceny **papierów dłużnych skarbowych** badamy m.in.:

- Ryzyko stopy procentowej – jaka jest modelowa polityka funduszu i jak jest realizowana. Duration analizowane jest zarówno w czasie, w odniesieniu do rynkowych konkurentów, jak i do benchmarku (o ile fundusz go posiada),
- Dźwignia finansowa – jej dopuszczalna skala, częstotliwość i okoliczności wykorzystywania, wpływ na wynik,
- Wykorzystywanie instrumentów pochodnych – jakie, w jakiej skali, celu i czyją decyzją są stosowane- oddzielnie walutowe oraz na stopę procentową,
- Udział obligacji zagranicznych – na ile portfel jest od nich zależny (czy polska krzywa dominuje), czy jest zabezpieczane ryzyko kursowe,

Obszary dotyczące **obligacji korporacyjnych**:

- Zbadanie limitów koncentracji – sprawdzenie, jak szeroko portfel nieskarbowy jest zdywersyfikowany. Bardziej dokładny opis poniżej,
- Zmiany aktywów – jak w ostatnich miesiącach kształtowało się saldo napływów i odpływów oraz jaki miało wpływ na (cały) portfel,
- Ryzyko kredytowe portfela – jaką wiarygodnością kredytową posiadają emitenci z portfela funduszu. W tym celu wykorzystujemy przede wszystkim oceny ratingowe wystawiane przez odpowiednie agencje, ale bierzemy również pod uwagę sektor działalności (i bieżący sentyment do niego), wysokość marży oraz dostępność informacji na temat konkretnego emitenta,
- Terminy do wykupu – na jak długi termin zaangażowany jest kapitał funduszu w poszczególnych walorach,
- Rentowność portfela korporacyjnego – jako wyznacznik wyniku, jakiego można się spodziewać po tej części portfela,
- Struktura kuponu – czy oprocentowanie papierów jest ustalone na stałe, czy zależy od terminu do wykupu, czy też podlega zmianom w ustalonych interwałach czasowych,
- Transakcje sprzedaży przed terminem – z uwagi na ograniczoną płynność rynku geneza takiej sytuacji jest ważna,
- Niewypłacalność emitentów – czy wystąpiły i w jaki sposób zostały rozliczone, czy istnieje prawdopodobieństwo dalszego, negatywnego wpływu przeszacowań wartości aktywów na wyniki portfela.

2a. Limity koncentracji

Badanie limitów koncentracji służy weryfikacji poziomu koncentracji w papierach nieskarbowych, w celu ograniczenia ewentualnych skutków niewypłacalności emitentów. W wyniku przekroczenia limitów poziom możliwej do uzyskania oceny ratingowej zostanie ograniczony. Kluczowe dla zrozumienia istoty badania jest rozgraniczanie emitentów korporacyjnych od nieskarbowych (pojęcie szersze).

Definicja emitentów **papierów nieskarbowych**:

Przez emitentów nieskarbowych rozumie się podmioty komercyjne emitujące papiery dłużne (w tym instrumenty rynku pieniężnego) oraz przyjmujące środki w depozyt. Należą do nich banki oraz zwykłe przedsiębiorstwa niebędące bankami. Nie należą do nich Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, Bank Gospodarstwa Krajowego, ani jednostki samorządu terytorialnego.

Definicja emitentów **papierów korporacyjnych**:

Przez emitentów korporacyjnych rozumie się podmioty komercyjne emitujące papiery dłużne. Zaliczają się do nich wyłącznie przedsiębiorstwa. Nie należą do nich Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, Bank Gospodarstwa Krajowego, jednostki samorządu terytorialnego, ani banki (i ich spółki celowe/zależne).

Limity obowiązujące od 12.2012 do 12.2016

Fundusze, które mogą otrzymać 4 gwiazdki muszą spełnić wszystkie poniższe warunki:

- udział **5 największych** emitentów korporacyjnych wynosi co najwyżej **28%**,
- udział **największego** emitenta korporacyjnego wynosi co najwyżej **7%**,
- udział **największego** emitenta nieskarbowego wynosi co najwyżej **21%**;

Fundusze, które mogą otrzymać 5 gwiazdek muszą spełnić wszystkie poniższe warunki:

- udział **5 największych** emitentów korporacyjnych wynosił, co najwyżej **20%**,
- udział **największego** emitenta korporacyjnego wynosi, co najwyżej **5%**,
- udział **największego** emitenta nieskarbowego wynosi, co najwyżej **15%**;

Fundusze niespełniające powyższych warunków mogą otrzymać co najwyżej 3 gwiazdki w ocenie ratingowej. Taki stan będzie obowiązywał do 31.12.2016 r.

Limity obowiązujące od 12.2016

Z uwagi na rozwój rynku oraz zbliżanie się standardów krajowych produktów dłużnych do ich odpowiedników z rynków rozwiniętych, zdecydowaliśmy o dalszym ograniczeniu limitów przedstawionych powyżej. Ich nowe wartości przedstawiają się następująco:

Fundusze, które będą mogły otrzymać 4 gwiazdki muszą spełnić wszystkie poniższe warunki:

- udział **5 największych** emitentów korporacyjnych wynosi co najwyżej **24%**,
- udział **największego** emitenta korporacyjnego wynosi co najwyżej **6%**,
- udział **największego** emitenta nieskarbowego wynosi co najwyżej **18%**;

**Wprowadzamy nowe,
bardziej restrykcyjne
limity koncentracji**

**Dotychczasowe limity
będą obowiązywały
do końca 2016 r.**

Fundusze, które mogą otrzymać 5 gwiazdek muszą spełnić wszystkie poniższe warunki:

- udział **5 największych** emitentów korporacyjnych wynosi, co najwyżej **16%**,
- udział **największego** emitenta korporacyjnego wynosi, co najwyżej **4%**,
- udział **największego** emitenta nieskarbowego wynosi, co najwyżej **12%**;

Powyższe limity, które odnoszą się do udziałów w aktywach netto funduszy, obowiązywać będą od początku 2017 roku, co oznacza, że według tej metodologii ocenimy sprawozdania na koniec 2016 roku.

3. Wyniki i ryzyko

Chociaż historyczne stopy zwrotu nie mogą być traktowane jako wyznacznik na przyszłość, mogą stanowić pewną wskazówkę co do możliwej kondycji funduszu w przyszłości. Kluczowe jest także, jaką skalę ryzyka bierze zarządzający oraz to, na ile atrakcyjna jest relacja obu tych zmiennych. Wyniki oceniamy w różnych horyzontach czasowych, najczęściej od roku do nawet 5 lat, chyba że staż zarządzającego jest krótszy. Oceniane zagadnienia to:

- Wynik na tle średniej rynkowej,
- Wynik na tle benchmarku produktu, (z uwzględnieniem adekwatności benchmarku do faktycznego składu portfela oraz jego możliwego pomniejszenia o opłatę za zarządzanie),
- Pozycja w grupie i jej powtarzalność,
- Anomalie wynikowe – czy i z jakiego powodu wyniki funduszu znacząco odbiegają na plus lub na minus od konkurencyjnych rozwiązań,
- Wskaźniki ryzyka – zbadanie parametrów zmienności, takich jak odchylenie standardowe oraz tracking error (w porównaniu do średniej w grupie),
- Information ratio (IR) (względnie wskaźnik Sharpe’a w przypadku funduszy z grup, dla których nie jest obliczana średnia stopa zwrotu) – analiza wskaźników efektywności funduszu, jak kształtowały się na przestrzeni ostatnich miesięcy oraz w porównaniu do innych funduszy tego typu.

Jako że wyniki uwzględniają opłatę za zarządzanie, w tym miejscu oceniamy również aspekt kosztów statych. Pozwala to na weryfikację, na ile poziom osiąganych dzięki zdolnościom zarządzających i w ramach przyjętej strategii rezultatów, po odliczeniu wynagrodzenia dla towarzystwa, wystarcza na dostarczanie klientom konkurencyjnych stóp zwrotu. Podstawą takiego podejścia jest przyjęcie za punkt widzenia perspektywy inwestora, który oprócz umiejętności osób za sterami funduszu zainteresowany jest przede wszystkim wynikiem, trafiającym ostatecznie do jego portfela – a zatem po pomniejszeniu rezultatu brutto o opłatę. Ocena wyników dokonywana jest w odniesieniu do średniej danej grupy czy benchmarku funduszu, jednak nie musi być to regułą. Kluczem przy ocenie wyników jest dobór jak najbardziej trafnego punktu odniesienia z perspektywy faktycznego składu portfela funduszu. W związku z tym, w uzasadnionych przypadkach, analiza i ocena obszaru wyników i ryzyka może być dokonana przy wykorzystaniu innego punktu odniesienia. Warunkiem jest, że wnioski z niej wyciągnięte dawałyby bardziej trafny obraz rzeczywistych cech produktu.

4. Koszty i opłaty

W ramach tego obszaru sprawdzamy dwa aspekty – deklarowanej maksymalnej opłaty za nabycie (oraz wszystkie inne niezwiązane z zarządzaniem) oraz opłatę zmienną za zarządzanie. Ta ostatnia jest oceniana negatywnie w sytuacji, gdy jest ona stosowana przez TFI na podstawie zbyt łatwych do spełnienia kryteriów, takich jak:

**Koszty stałe, a koszty
zmiennie z perspektywy
inwestora**

- nieadekwatny do faktycznej (mającej odzwierciedlenie w składzie portfela) polityki inwestycyjnej benchmark,
- pomniejszanie benchmarku o koszty zarządzania,
- różna od typowej dla portfela alokacja w określone instrumenty finansowe w benchmarku,
- poziom opłaty zmiennej przekracza medianę/dominantę tej kategorii w grupie danego funduszu,
- inne mechanizmy pobierania opłaty zmiennej w sytuacji, gdy w naszej opinii są one niekorzystne z punktu widzenia przeciętnego inwestora.

5. Ocena końcowa

Każdy z wymienionych powyżej obszarów jest oceniany oddzielnie, a Rating funduszu jest wypadkową ocen częściowych, według poniższego wzoru:

	wagi
Zarządzający i proces inwestycyjny	20%
Polityka inwestycyjna i portfel	35%
Wyniki funduszu i ryzyko	35%
Koszty i opłaty	10%

Jednakże gdy otrzymany wynik nie jest jednoznaczny, ostateczna decyzja co do oceny należy do zespołu analitycznego.

Ocena Fund-of-Funds

Niejako odrębnym przykładem Ratingów są te odnoszące się do funduszy funduszy (ang. fund-of-funds, FoF). Analiza portfela ma tutaj uproszczony charakter w porównaniu do pozostałych produktów – przede wszystkim ze względu na to, iż właściwa jest ona zarządzającym nie ocenianym funduszem lecz tym, którego jednostki wchodzi w skład jego aktywów. Najczęściej są to fundusze zagraniczne, co do których firma Analizy Online ma węższy zakres danych pozwalających na adekwatną ocenę w grupie (co ma miejsce dla polskich produktów). Stąd też oprócz ogólnie dostępnych informacji (jak np. karty funduszy), dla rozwiązań zagranicznych posługujemy się też ratingami innych, renomowanych agencji. Ponadto, w strukturach typu master-feeder o których mowa, w dużej mierze skupiamy się na ocenie wartości dodanej, wynikającej (bądź nie) z działań krajowych zarządzających. Przykładowo bierzemy pod uwagę, czy ich rola sprowadza się do kwestii dbania o płynność funduszu, czy prócz jednostek innych funduszy dokonywane są też inwestycje bezpośrednie w dostępne klasy aktywów, czy struktura portfela podlega aktywnym zmianom w zależności od oczekiwań rynkowych, jak przekłada się ona na alokację geograficzną lub jak wygląda aspekt zabezpieczenia walutowego. Istotna pozostaje też kwestia kosztów, szczególnie gdy funkcja zarządzających polskim produktem ogranicza się do administrowania funduszem. Oceniane obszary pozostają więc takie same jak w innych Ratingach, lecz z uwzględnieniem faktu, iż mamy do czynienia z rozwiązaniem pośredniczącym w dostępie do innego funduszu/innych funduszy.

Zespół Analiz Online

Kontakt

Jeżeli zainteresował Cię temat poruszony w raporcie i szukasz więcej informacji o nim - skontaktuj się z nami.

Dział Analiz

22/431-82-94

analizy@analizy.pl

Dział Sprzedaży

22/431-82-96

sprzedaz@analizy.pl

Dział Rozwoju i Marketingu

22/431-82-97

marketing@analizy.pl

Dział Pozyskiwania i Przetwarzania Danych

22/431-82-98

dane@analizy.pl

Spółka Analizy Online jest niezależną firmą analityczną zajmującą się monitoringiem rynku polskich i zagranicznych instytucji zbiorowego lokowania środków: funduszy inwestycyjnych, emerytalnych oraz ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych]. W zakres analiz rynku funduszy wchodzi między innymi rankingi funduszy, ocena efektywności działań zarządzających oraz analiza ich wpływu na polski rynek finansowy.

Działalności firmy obejmuje również monitoring rynku produktów strukturyzowanych, zmian akcjonariatu polskich spółek publicznych oraz analizę rynku polskich papierów dłużnych.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym zgodnie z najlepszą wiedzą i starannością autorów. Dane wykorzystane przy tworzeniu opracowania pochodzą ze źródeł uważanych przez firmę Analizy Online SA za wiarygodne i dokładne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one kompletne i odzwierciedlają stan faktyczny. Opinie zawarte w niniejszym opracowaniu częściowo bazują na wartościach szacunkowych, wyznaczanych zgodnie z metodologią stosowaną przez Analizy Online SA, które mogą odbiegać od danych rzeczywistych. Spółka Analizy Online SA nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne szkody spowodowane wykorzystaniem opinii i informacji zawartych w niniejszym opracowaniu. Niniejsze opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego, własnego użytku Klientów spółki Analizy Online SA, którzy otrzymali je bezpośrednio od spółki Analizy Online SA. Publikowanie niniejszego opracowania w prasie, Internecie i innych środkach masowego przekazu w całości bądź w części, jak również przytaczanie zawartych w nim opinii wymaga pisemnej zgody spółki Analizy Online SA.