

Szanowni Państwo,

Z przyjemnością oddajemy w Państwa ręce kolejny numer Biuletynu Inwestycyjnego Xelion. W tym wydaniu zostaną poruszone dwa godne uwagi tematy: rynek małych i średnich spółek oraz idea konstrukcji tzw. fund of funds.

Zapraszamy do lektury.

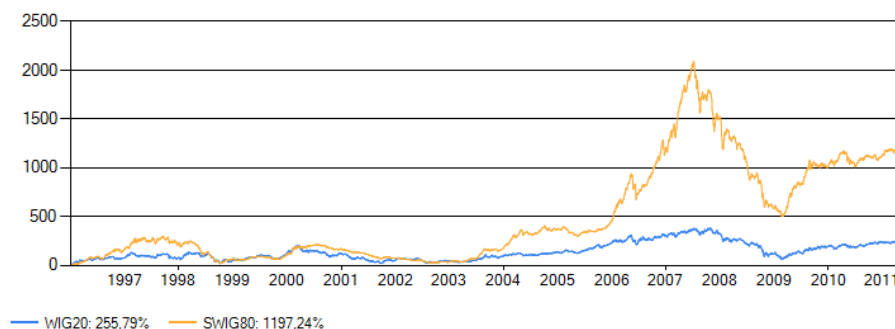
Małe spółki – oczekiwania i prognozy

Oczekujemy, że w 2011 roku akcje małych spółek przyniosą wyższe stopy zwrotu niż akcje dużych podmiotów. Naszym zdaniem, indeks sWIG80, w skład którego wchodzi akcje małych spółek, w bieżącym roku wzrośnie o ponad 25%, podczas gdy WIG20, indeks grupujący największe i najbardziej płynne spółki, zyska ponad 15%.

Główną przesłanką przemawiającą za bardziej dynamicznymi wzrostami cen akcji spółek o małej kapitalizacji jest przyspieszający wzrost gospodarczy w Polsce, który ko-

inwestycyjne i zyskiwać udziały rynkowe kosztem większych, mniej mobilnych przedsiębiorstw, a w konsekwencji bardziej dynamicznie poprawiać wyniki finansowe. Z kolei, w czasie dekoniunktury gospodarczej, małe firmy mają utrudniony dostęp do finansowania bankowego. Wtedy mniejsze zasoby gotówki wymuszają wyraźne ograniczanie skali produkcji i w efekcie przekładają się na istotne pogorszenie wyników finansowych, co w skrajnych przypadkach prowadzi nawet do bankructwa.

Rentowność inwestycji za okres od 1996-01-01 do 2011-04-07



responduje z poprawą sytuacji w gospodarce niemieckiej oraz lepszą koniunkturą w większości regionów świata.

Patrząc szerzej, małe spółki generalnie radzą sobie zdecydowanie lepiej od dużych w przypadku utrzymującego się wzrostu gospodarczego, a gorzej w sytuacji stagnacji bądź recesji w gospodarce. W okresie dobrej koniunktury w gospodarce, małe firmy, z racji swojej wielkości, są w stanie szybciej reagować na zwiększający się popyt na swoje produkty, szybciej realizować nowe projekty

Przyjmując uproszczone założenie, że za dobrą koniunkturę gospodarczą w Polsce uznaje się realny wzrost PKB powyżej 3%, można wykazać, że akcje spółek wchodzących w skład sWIG80 zachowywały się dużo lepiej od szerokiego rynku akcji – indeksu WIG. Tak było w latach 1996–2000, kiedy realne PKB rosło w tempie 3–7%, a indeks sWIG80 w pięć lat wzrósł o 173% w porównaniu ze wzrostem WIG w tym samym okresie o 135%. W kolejnym cyklu szybkiego wzrostu gospodarczego, w latach 2003 – 2008,

W numerze:

- Wojciech Rostworowski i Andrzej Domański przedstawiają prawidłowości i prognozy dla rynku małych i średnich spółek,
- Marek Sokolnicki i Piotr Zagala przybliżą koncepcję fund of funds,
- o nowym Dyrektorze Regionalnym Xelion we Wrocławiu, Andrzeju Biskupskim.

sWIG80 wzrósł aż o 402%, podczas gdy WIG o 90%.

Pomimo występujących co jakiś czas okresów słabszej koniunktury, w długim terminie postęp gospodarczy jest kontynuowany. To oznacza, że długoterminowo spółki małe, na wczesnym etapie rozwoju, szybciej zwiększają zyski niż duże podmioty. **W konsekwencji kursy ich akcji zwiększają bardziej dynamicznie niż spółek o dużej kapitalizacji.** Tego typu zależności widać choćby na przykładzie rynku amerykańskiego, gdzie indeks Russell 2000, w skład którego wchodzi 2000 relatywnie małych spółek, w ciągu ostatnich 10 lat zyskał na wartości o około 60% więcej niż indeks grupujący 500 największych amerykańskich spółek – S&P500. Podobną zależność można zaobserwować w przypadku szybko rozwijających się spółek technologicznych – indeks Nasdaq Composite przez ostatnie 20 lat zyskał ok. 470% w porównaniu z ok. 250% w przypadku S&P500. W ten schemat wpisuje się również sWIG80, który zaledwie w ciągu 8 ostatnich lat wzrósł o 620%, podczas gdy indeks WIG20 wzrósł nieco powyżej 100%.

Mając na względzie powyższe zależności, przewidujemy, że w obecnym cyklu koniunkturalnym w Polsce, ze spodziewanym realnym wzrostem PKB w najbliższych dwóch latach powyżej 3%, stopa zwrotu z funduszy opartych o benchmark w postaci sWIG80, wyrażnie przekroczy stopy zwrotu z funduszy, dla których benchmarkiem jest WIG lub WIG20.

W kontekście benchmarków funduszy warto pamiętać, że większość funduszy działających na polskim rynku oparta jest o WIG. Mimo tego, że w skład indeksu WIG wchodzi aż 364 spółek, 10

największych stanowi aż 55% wartości indeksu. Innymi słowy, ich wpływ na kształtowanie indeksu jest większy niż pozostałych 354 spółek. W przypadku sWIG80, pierwszych 10 spółek stanowi jedynie 25% wagi indeksu, a na połowę wartości indeksu składa się 1/3 spółek wchodzących w jego skład. **Tym samym pozycjonowanie funduszy w oparciu o sWIG80 zapewnia lepszą dywersyfikację inwestycji niż opieranie struktury portfela funduszu o WIG.** Proporcje udziału spółek w sWIG80 są też bardziej wyważone niż w przypadku WIG – wahają się od 0,1% do 3,2%, podczas gdy w WIG od 0,002% do 10,1%. Bardziej równomierne udziały spółek w benchmarku stwarzają warunki do efektywniejszego zarządzania funduszem opartym o sWIG80 niż o WIG. Kolejnym argumentem przemawiającym na korzyść funduszy opartych o sWIG80 jest struktura branżowa spółek wchodzących w skład tego indeksu – 1/3 stanowią spółki przemysłowe, 1/4 – handlowe, a 1/5 – budowlane. Innymi słowy 3/4 indeksu to spółki, które szybko poprawiają wyniki w sytuacji wzrostu gospodarczego. W WIG najistotniejszą branżą jest sektor finansowy, stanowiący 1/3 wagi indeksu. Branża ta z reguły względnie dobrze zachowuje się w sytuacji spowolnienia gospodarczego, ale rozwija się wolniej od innych gałęzi gospodarki w przypadku dobrej koniunktury. **Jeśli zatem założenie o dobrej koniunkturze się sprawdzi, fundusze oparte o sWIG80, zarówno w tym roku, jak i w dłuższym okresie, osiągną wyniki lepsze od funduszy, dla których benchmarkiem jest WIG.**

Wojciech Rostworowski

Zarządzający Subfunduszem Amplico Akcji Małych Spółek
Amplico TFI S.A.

Andrzej Biskupski

Nowy Dyrektor Regionalny
Xelion. Doradcy Finansowi
we Wrocławiu



Absolwent Wyższej Szkoły Ubezpieczeń i Bankowości w Warszawie oraz Wyższej Szkoły Zarządzania i Finansów we Wrocławiu. Ukończył również studia podyplomowe w zakresie rynku funduszy inwestycyjnych. Z rynkiem kapitałowym związany jest od 1999 roku. Pracował między innymi w PKO Credit Suisse TFI oraz ING TFI.

Prywatnie mąż oraz ojciec 2,5 letniej córki Wiktorii. Po pracy (lub przed :)) biega lub jeździ rowerem. Miłośnik gór, nart biegowych i wschodnich sztuk walki. Interesuje się również literaturą, grafologią, szkoleniami, coachingiem, podróżami, a ponad wszystko ceni czas spędzony z Rodziną.

Praca w Xelion to...

...wspaniali ludzie, duże wyzwania, wspólne cele, odpowiedzialność, wyjątkowość, fan i ogromna satysfakcja.

Ulubiony cytat/motto...

Robienie wciąż tego samego i spodziewanie się odmiennych rezultatów jest ewidentnym objawem choroby umysłowej.

Albert Einstein

Akcje małych i średnich spółek - trzy razy tak!

Trwająca od kilku miesięcy konsolidacja wraz z rodzącymi awersję do ryzyka tragicznymi wydarzeniami w Japonii oraz napiętą sytuacją w krajach Afryki Północnej sprawiły, że akcje, jako klasa aktywów, nie cieszyły się w ostatnich tygodniach zainteresowaniem inwestorów.

Pomimo licznych czynników ryzyka, wśród których za szczególnie istotne należy uznać sytuację fiskalną w tzw. krajach peryferii strefy euro oraz rosną-



cą presję inflacyjną – nasze długoterminowe nastawienie do rynku akcji pozostaje pozytywne. Wysokie tempo wzrostu gospodarczego (powyżej 4%) w Polsce wraz z atrakcyjnymi wycenami spółek giełdowych powinny przełożyć się na wzrosty na GPW w pozostałych trzech kwartałach 2011 roku. Największą wartość, zarówno w roku 2011, jak i w roku 2012, będą stanowiły, naszym zdaniem, dla inwestorów spółki cechujące się małą i średnią kapitalizacją. Uzasadnienia dla takiego twierdzenia są co naj-

mniej trzy.

Po pierwsze, wydaje się, iż **mniejsze podmioty, cechujące się większą elastycznością będą potrafiły szybciej od giełdowych gigantów wykorzystać szybko poprawiający się potencjał polskiej gospodarki**. Wiele spośród mniejszych firm w czasie spowolnienia gospodarczego zdecydowało się na bardzo daleko idące oszczędności kosztowe. Efektem takich działań jest powstanie dużej dźwigni operacyjnej. W połączeniu z poprawiającym się otoczeniem makroekonomicznym (wzrost sprzedaży detalicznej w lutym o 12%) powinno to znaleźć przełożenie w dynamicznej poprawie wyników operacyjnych. Wiele spośród spółek z indeksu mWIG40 czy SWIG80 będzie również korzystać na wysokim tempie wzrostu gospodarczego w gospodarce niemieckiej. Na małe i średnie przedsiębiorstwa stawiają także polskie banki, które w publikowanych strategiach zapowiadają walkę o ten segment rynku. Oznacza to, że również dostęp do zewnętrznego finansowania nie powinien stać na drodze szybkiej poprawie wyników małych i średnich przedsiębiorstw.

Po drugie, małe i średnie spółki, w przeciwieństwie do kilku kluczowych spółek z indeksu WIG20, to firmy kontrolowane przez prywatnych właścicieli. Nie ciąży zatem nad nimi tzw. „nawis prywatyzacyjny”. **Inwestorzy w segmencie małych i średnich spółek nie muszą się zatem obawiać podaży akcji ze strony Ministerstwa Skarbu Państwa**, jak ma to miejsce w przypadku, np. akcji PKO BP, PZU, PGE czy Tauronu.

Trzecim argumentem, który każe patrzeć na małe i średnie spółki przychylnym okiem są doświadczenia z poprzedniej hossy oraz wieloletnie doświadczenia na rynkach międzynarodowych. **Małe i średnie spółki w poprzedniej hossie zanotowały wzrosty zdecydowanie wyższe niż spółki z indeksu WIG20**. Odwrót klientów od, mających słabe perspektywy, funduszy obligacji w kierunku funduszy akcyjnych powinien, tak jak to miało miejsce w przeszłości, silnie wspierać właśnie ten segment rynku.

Andrzej Domański

Zarządzający Subfunduszem Noble Fund Akcji Małych i Średnich Spółek
Noble TFI S.A.

Poznaj fund of funds

Dość mało znaną kategorią funduszy na polskim rynku funduszy inwestycyjnych są fundusze-funduszy, tj. fundusze inwestujące głównie w jednostki i certyfikaty uczestnictwa innych funduszy inwestycyjnych (tzw. fund-of-funds). Na polskim rynku funduszy-funduszy jest stosunkowo niewiele.

Inwestowanie w fundusze-funduszy ma

swoje zalety i wady. Do zalet można zaliczyć następujące aspekty:

- **klienci nie muszą na bieżąco śledzić koniunktury rynkowej i samodzielnie podejmować decyzji inwestycyjnych.** W oparciu o dokonane analizy, posiadane doświadczenie i wiedzę o rynkach, funduszach i spółkach zarządzający funduszem-funduszy w ramach limitów inwestycyjnych

(określonych w prospekcie inwestycyjnym funduszu) decyduje o poziomie alokacji w poszczególne klasy aktywów oraz dokonuje wyboru (selekcji) najlepszych jego zdaniem instrumentów na różnych rynkach;

- dostęp do bardzo dużej liczby funduszy inwestycyjnych. W przypadku inwestora indywidualnego spektrum inwestycyjne ograniczone jest odgór-

nie przez dystrybutora/platformę funduszy inwestycyjnych. Chęć inwestowania w inne fundusze wiąże się każdorazowo z podpisaniem nowej umowy i otwarciem kolejnego rejestru funduszu;

- **inwestując w jednostki uczestnictwa innych funduszy fundusze-funduszy traktowane są jak duzi klienci indywidualni** - podpisywane są ogólne umowy ramowe o współpracy pomiędzy towarzystwami funduszy inwestycyjnych, w których sprecyzowane są warunki prawne i inwestycyjne oraz poziom opłat ponoszonych przez fundusze-funduszy;
- **dywersyfikacja ryzyka** – odpowiedni dobór różnych instrumentów inwestycyjnych do portfela przekłada się na ograniczenie ryzyka nierynkowego funduszu-funduszy;
- mniejsza korelacja wyników funduszu-funduszy z ogólnym trendem rynkowym powoduje mniejszą zmienność osiąganych przez niego wyników;
- dostęp do szerszego spektrum funduszy inwestycyjnych i indeksowych (ETF), które mogą być trudno dostępne z powodu wysokich barier lub lokalizacji;
- dostęp do zagranicznych funduszy inwestycyjnych nie będących w sprzedaży na polskim rynku;
- **oszczędności podatkowe wynikające z odłożenia w czasie zapłaty podatku od zysków kapitałowych przy inwestowaniu środków w fundusze jednego towarzystwa funduszy inwestycyjnych (tzw. *umbrella funds*).**

Do istotnych wad można z kolei zaliczyć:

- **osiągane relatywnie słabsze wyniki od innych funduszy inwestycyjnych przy silnych trendach rynkowych,**

zwłaszcza trendzie zwyżkowym – fundusze-funduszy w swoich grupach porównawczych (tzw. *peers-group*) zazwyczaj zajmują miejsca w 2-3 kwartylu wszystkich osiągniętych wyników;

- gorsze wyniki od najlepszych funduszy inwestycyjnych w wybranym horyzoncie czasu;
- **w krótkim okresie czasu inwestorowi trudno ocenić jest „jakość” portfela;**
- funduszy-funduszy, gdyż zmiany wartości jednostki funduszu nie odzwierciedlają zmian benchmarku;
- wyższe opłaty ponoszone przez klientów w stosunku do klasycznych funduszy inwestycyjnych. Nie jest to jednak regułą, gdyż fundusze-funduszy zazwyczaj zwolnione są z opłaty dystrybucyjnej.

Podsumowując, z funduszu-funduszy mogą nie być zadowoleni inwestorzy, którzy samodzielnie inwestują swoje oszczędności i systematycznie uzyskują lepsze wyniki niż klasyczne fundusze inwestycyjne. **Należy jednak pamiętać, że celem funduszy-funduszy nie jest przede wszystkim maksymalizacja zysków, ale ich ochrona przed nadmiernymi wahaniami.**

Zarządzający funduszem-funduszy dokonując alokacji i selekcji poszczególnych funduszy inwestycyjnych zwyczajowo analizuje dwie grupy czynników:

1. czynniki jakościowe

- polityka inwestycyjna funduszu – deklarowana vs. realizowana;
- procedury obowiązujące w towarzystwie funduszy inwestycyjnych – kontrola ryzyka, trading, podział zadań;
- proces podejmowania decyzji inwestycyjnych przez zarządzającego/zespół inwestycyjny;

- ocena kompetencji zarządzającego funduszem;
- 2. czynniki ilościowe
- analiza stylu funduszu i jego zmienność w czasie;
- charakterystyka portfela funduszu – wielkość aktywów, zmienność wyników w czasie, posiadane instrumenty w portfelu, stosowanie instrumentów pochodnych, ekspozycja walutowa i zarządzanie ryzykiem walutowym;
- osiągnięte wyniki funduszu na tle benchmarku funduszu, na tle grupy porównawczej, w czasie – za okres, krocząco oraz z uwzględnieniem poniesionego ryzyka;
- wysokość pobieranych opłat.

W tym celu stosowane są przez zarządzającego różne narzędzia inwestycyjne, w szczególności:

- analiza statystyczna: wyników, stylu, składu portfela funduszu;
- kwestionariusz ocen funduszu i cykliczne spotkania z zarządzającym funduszem/ zespołem inwestycyjnym;
- możliwość spotkań z zarządzającymi i dystrybutorami funduszy zagranicznych;
- analiza prospektu i karty funduszu;
- śledzenie transakcji rynkowych funduszu;
- analiza techniczna.

Marek Sokolnicki

Zarządzający funduszami-funduszy Skarbiec-Top Funduszy Akcji SFIO i Skarbiec-Top Funduszy Stabilnych SFIO Skarbiec TFI S.A.

I jeszcze o funduszach funduszy słów kilka....

Podstawowym założeniem jakie przyświecało autorom pomysłu funduszy inwestujących w jednostki innych funduszy była dywersyfikacja ryzyka. Przykładowo, portfel funduszu akcji może okazać się niewystarczająco zdywersyfikowany, jeśli zarządzający zainwestuje w akcje aż stu spółek, z których jednak każda zajmuje się wydobywaniem węgla. Jest to przypadek mało prawdopodobny, jednak często spotyka się sytuację, w której zarządzający ma po prostu gorszą passę na rynku. Gdy zdecyduje się zainwestować w spółki defensywne na rosnącym rynku, zbuduje portfel w oparciu o małe spółki, jeśli w tym czasie akurat najdynamiczniej rosnąć będą spółki wchodzące w skład WIG20. Przykłady można mnożyć. Niepodważalnym faktem jest, że żaden zarządzający, czy nawet zespół, nie daje nam gwarancji osiągnięcia najlepszych rezultatów w długim okresie.

By uniknąć takiego ryzyka, zamiast inwestować w jeden fundusz akcji, wybieramy kilka, najlepiej według nas zarządzanych.

Założmy też sytuację idealną. Na rynku istnieje kilka funduszy specjalistycznych, będących przez lata najlepszymi w swej

grupie. Po cóż więc zainwestować w fundusz o globalnej dywersyfikacji? Zdecydowanie lepiej zainwestować w kilka funduszy z których każdy kolejny jest najlepszy w sektorze inwestycji w akcje, surowce, obligacje itd.

W tym momencie, powinno paść pytanie – po co fundusz który inwestuje w takie fundusze, skoro klient może takich operacji dokonywać samodzielnie? Tym

FUND of FUNDS

bardziej że klient, np. towarzystwa ubezpieczeń może takie operacje wykonywać w ramach szerokiej oferty funduszy, nie płacąc przy tym prowizji. Dodatkowo, całkowicie za darmo może korzystać z usługi portfeli modelowych, tj. rekomendacji inwestycyjnych.

Jedną z przyczyn, dla których świadczy się takie usługi, jest chęć wyręczenia klienta i pomocy jemu. Przecież każdy z nas wykonuje swój zawód i trudno od każdego wymagać wiedzy na temat rynku funduszy. Wiedzy, który z nich inwestuje w akcje, a który w obligacje.

Sama nazwa może być złudna. Przykładowo fundusze z dodatkiem

„dynamiczny” w nazwie stosują w zależności od przypadku politykę 0-100% alokacji w akcje, a część z nich to czyste fundusze akcyjne z minimalną alokacją 70% środków w akcje.

Zarządzający funduszami funduszy mają więcej czasu na śledzenie zmian w składzie zarządzających danym funduszem. To właśnie ich decyzje rzutują na ostateczny wynik funduszu i bardzo często odejście osoby zarządzającej funduszem wpływa destruktywnie lub pozytywnie na wyniki funduszu.

Zarządzający funduszami funduszy, jako osoby decydujące o alokacji dużych kwot, mają możliwość bezpośredniego kontaktu z zarządzającymi funduszami docelowymi. Dzięki temu mogą nawet wyprzedzić przyszłe zmiany w polityce inwestycyjnej takich funduszy i odpowiednio zmienić skład swego portfela.

Piotr Zagala

Dyrektor Departamentu Inwestycji i Zarządzania Ryzykiem Life

Nordea Polska Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie S.A.

Niniejszy dokument ma wyłącznie charakter promocyjny i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Wymagane przepisami prawa informacje o Xelion. Doradcy Finansowi sp. z o.o. („Spółka”) oraz świadczonych usługach, w tym o ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usługi. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę.