MARCIN IWUĆ
FINANSE BARDZO OSOBISTE

Podcast *Finanse Bardzo Osobiste*, odcinek 061
Data publikacji: 2018-11-15
link do opisu na blogu: https://marciniwuc.com/fbo-061/

FBO 061
Rozmowa z Grzegorzem Parosą na temat funduszy AXA Selective Equity

Cześć, witam Was bardzo serdecznie w 61. odcinku podcastu Finanse Bardzo Osobiste. Dzisiaj mam dla Was kolejną, mocno merytoryczną audycję dotyczącą inwestowania. Mówi się, że inwestowanie to sztuka pomnażania pieniędzy, a ja słysząc to powiedzenie od razu uśmiecham się bardzo szeroko, ponieważ ono faktycznie jest zawsze prawdziwe. Inwestując każdy pomnoży swoje pieniądze, tyle tylko, że część osób pomnoży je przez liczbę mniejszą od 1 i w rezultacie w ich kieszeni zostanie mniej pieniędzy niż w momencie rozpoczęcia inwestycji 😊

Jedną z najczęstszych przyczyn, dla których tak właśnie się dzieje jest to, że osoby inwestujące pieniądze nie mają zielonego pojęcia, dlaczego i w jakich okolicznościach ich inwestycja miałaby zyskać na wartości. Patrzą po prostu na wykres, porównują do bankowej lokaty i wyciągają daleko idące wnioski, które w 9 przypadkach na 10 są błędne.

To dla mnie zawsze było zadziwiające. Ktoś zasuwa po 40 godzin w tygodniu, a często i więcej, w pocie czoła odkłada pieniądze, a kiedy przychodzi do ich zainwestowania, na analizę inwestycji poświęca 30 minut, albo opiera się całkowicie na opinii młodego doradcy w bankowym okienku, który dwa lata temu był jeszcze studentem. Wystarczy, by taki sprzedawca miał elegancki krawat, użył kilku egzotycznych słów, poklepał przyszłego inwestora po ramieniu i powiedział: ”Będzie Pan zadowolony!”.

Wierzę głęboko, że w gronie Czytelników mojego bloga oraz Słuchaczy podcastu FBO takich osób jest niewiele, ponieważ od lat bardzo konsekwentnie promuję wśród Was ideę świadomego inwestowania. I dzisiejszy odcinek będzie kolejną cegiełką mającą pomóc Wam w inwestowaniu mądrym i świadomym.

Dziś z moim gościem rozmawiać będziemy o bardzo konkretnym funduszu: **AXA Selective Equity**. Żebyście jednak nie mieli żadnych wątpliwości – pamiętajcie, proszę, że ta audycja ma charakter edukacyjny i pod żadnym pozorem nie traktujcie jej jako rekomendacji inwestycyjnej. W przyszłości zamierzam w ten sposób prezentować wiele innych funduszy i fakt, że to robię, pod żadnym pozorem nie oznacza, że polecam dany fundusz. To Wy musicie sami ocenić, na ile dana strategia pasuje do Waszej indywidualnej sytuacji.

Polacy trzymają dziś w funduszach inwestycyjnych jakieś 275 mld złotych i jestem przekonany, że wielu inwestorów tak naprawdę nie wie, w jaki sposób działają ich fundusze. Tymczasem bardzo ważne jest zrozumienie, co tak naprawdę kryje się wewnątrz danego funduszu, co trafia do jego portfela i w jaki sposób dany fundusz jest zarządzany. A ponieważ nie ma lepszego sposobu, by się tego dowiedzieć, niż bezpośrednia rozmowa z osobami uczestniczącymi w zarządzaniu danym funduszem, najwyższa pora abym przedstawił mojego dzisiejszego gościa.

A jest nim ponownie Grzegorz Parosa, CFA, Doradca Inwestycyjny, Makler papierów wartościowych i Zarządzający funduszami akcji w AXA TFI. W ramach edukacji na SGH oraz na Politechnice Warszawskiej Grzegorz pisał m.in. prace dyplomowe dotyczące mechanizmów kształtowania stóp procentowych w okresach kryzysów, których promotorem był prof. Leszek Balcerowicz, a obecnie – poza zarządzaniem funduszami – Grzegorz pisze również pracę doktorską dotyczącą restrukturyzacji przedsiębiorstw w otoczeniu ultra niskich stóp procentowych.

Ponieważ bardzo dbam o transparentność moich działań, chcę abyście wiedzieli, że nasza rozmowa jest efektem mojej komercyjnej współpracy z AXA TFI. Firma ta promuje obecnie swój produkt: **IKZE AXA TFI** – w którym dostępnych jest 10, a wkrótce 16 funduszy z opłatami za zarządzanie obniżonymi o około 50%.
W opublikowanym kilka tygodni temu – 59. odcinku podcastu znajdziecie obszerny wywiad z Grzegorzem Parosa, na temat funduszu AXA Stabilnego Wzrostu. A dziś, w ramach dalszej współpracy z AXA TFI, opowiemy Wam o kolejnym funduszu dostępnym w ramach AXA IKZE, który nazywa się **AXA Selective Equity**.

Serdecznie zapraszam do wysłuchania naszej rozmowy!

Cześć, Grzegorz.

Cześć, Marcin.

Wielu słuchaczy miało już okazję poznać cię w 59. odcinku podcastu, a we wstępie do tego podcastu dość obszernie cię przedstawiłem. Ale ogromna prośba do ciebie, abyś mimo to powiedział, kim jesteś i czym się zajmujesz.

Jestem zarządzającym funduszami akcyjnymi w AXA TFI. Zajmuję się analizą spółek w Polsce i w Europie.

Jak na co dzień wygląda twoja praca jako zarządzającego?

Rano dostaję telefony od maklerów, którzy mówią mi, co stało się na rynku po zamknięciu poprzedniej sesji i jakie wyniki podały spółki, na co powinienem zwrócić uwagę. Następnie czytam raporty dzienne, tzw. *daily*, czyli zestawienia tych najważniejszych, dziennych informacji z Polski i z Europy. Później przychodzi czas na spotkania. My przykładamy dużą wagę do spotykania się ze spółkami, które mamy w portfelu. Jest to główne źródło pomysłów inwestycyjnych i bardzo duża przewaga nad osobami, które nie mogą się spotkać, np. nad inwestorami indywidualnymi. Jednak spotkania z zarządami spółek i ich pracownikami bardzo dużo dają. Jest też czas na czytanie raportów analitycznych, nie tych dziennych, ale tych bardziej szerokich, poświęconych poszczególnym spółkom. Spotykam się z analitykami, którzy jeżeli stworzą jakiś materiał, to chcą się z nami spotkać i powiedzieć, co wymyślili. Jest też czas na zarządzanie, czyli składanie zleceń, monitorowanie tego, co się dzieje na portfelu, sprawdzenie wyników, zastanawianie się, czy można coś poprawić, analizowanie wyników przeszłych, by zrozumieć, dlaczego poszło tak, a nie inaczej. Czasem odbywa się komitet inwestycyjny, gdzie dyskutujemy o tym, co stało się na rynku, wymieniamy się opiniami co do spółek, które dodajemy, bo każda spółka, którą chcemy kupić, musi być przedyskutowana i zaakceptowana przez cały komitet, czyli wszystkich zarządzających w AXA TFI.

W naszej ostatniej rozmowie wspominałeś, że zarządzanie środkami powierzonymi przez klientów jest dość stresujące. Co robisz, by w tych trudnych momentach na rynku zachować spokój?

Wydaje mi się, że kluczowe jest to, żeby zarządzać tak, by tego stresu było jak najmniej. Sprowadza się to do odpowiedniego stylu zarządzania, dostosowanego do psychiki, czyli wielkość pozycji, wielkość odchyleń od benchmarku – jeżeli fundusz ma benchmark – wielkość pojedynczych ekspozycji sektorowych, krajowych. To wszystko musi być dopasowane do twojej psychiki. Jeżeli zaczniesz się stresować, to ryzyko, że popełnisz błędy, jest większe. Kluczowe jest więc panowanie nad stresem, zanim się on pojawi.

Określiłeś to w poprzedniej rozmowie: że trzeba dobrze czuć się z własnym portfelem.

Tak, to jest prawda dla każdego, kto inwestuje, oszczędza: że portfel inwestycyjny musi być dostosowany do psychiki. To podstawa. Często zauważam i po dystrybutorach, i po klientach, że starają się za wszelką cenę maksymalizować wynik, ale niestety za tym często idzie branie nadmiernego ryzyka, z którym w pewnym okresie nie będą się

dobrze czuli. A zawsze przychodzi taki okres, że ryzyka się materializują i wtedy podejmują błędne decyzje. Więc to psychiczne dostosowanie inwestycji do potrzeb i do tego, co jesteśmy w stanie znieść, jest bardzo ważne również w przypadku zarządzającego. Natomiast jeżeli interesuje cię, czy mamy jakieś rytuały radzenia sobie ze stresem – to nie. Są jakieś mechanizmy, które wdraża się w zarządzaniu, kiedy zaczyna iść źle, i odczuwasz to już psychicznie. Wtedy zmniejsza się ekspozycję, tnie zakłady. Wiem, że dla wielu może wydawać się to nieintuicyjne, bo przecież jest takie powiedzenie *in trouble double*, czyli kiedy idzie źle, zwiększ swój zakład, ale to jest najgorsze, co można zrobić. Jak nie idzie, to trzeba się wycofać, powiedzieć sobie, że nie wyszło, trudno, zarobię na czymś innym kiedy indziej, ale nie w tym momencie, bo to jest krótka ścieżka do gigantycznej porażki.

Przejdźmy do głównego tematu naszej rozmowy, czyli funduszu AXA Selective Equity. To dość specyficzny fundusz, dlatego na początek chciałbym wykorzystać naszą rozmowę do dokładnego wyjaśnienia słuchaczom, jak w ogóle działają fundusze akcji. A zacznijmy od tego, po co w ogóle inwestować w akcje.

Kupując akcje, stajemy się współwłaścicielami firmy. Mamy jej malutki kawałeczek. Oczywiście my jako fundusz czy również twoi słuchacze jako inwestorzy indywidualni pewnie często nie korzystają z pełni praw właścicielskich, bo – nie okłamujmy się – my nie mamy wpływu na to, co taka spółka robi. I też nie o to nam do końca chodzi. My oczywiście możemy brać udział w walnym zgromadzeniu i głosować, mieć jakiś wpływ, ale nie jesteśmy przedsiębiorcą. Z tym trzeba się pogodzić. Działamy jako inwestor finansowy. Możemy natomiast korzystać z innych zalet płynących z własności. Czyli mamy prawo do zysków danej spółki i do jej wzrostu wartości. I po to inwestujemy my jako fundusz w spółki, jak i nasi klienci w nasz fundusz, by właśnie uczestniczyć finansowo we wzroście danej firmy. Bo kupując akcje, finansujemy dane przedsiębiorstwo. Ale w zamian za to liczymy na jakąś stopę zwrotu. I tu są dwie metody, z których możemy korzystać. Pierwsza to dywidenda, czyli spółki, które są już w miarę dojrzałe, generują dużo gotówki, dzielą się z akcjonariuszami tym, co zarobiły. I to jest taka podstawowa korzyść z posiadania akcji. Ale jest jeszcze drugi czynnik, który generuje więcej zysków niż dywidendy, czyli wzrost wartości. On wynika z tego, że spółka rośnie, rozwija się, powiększa swoje zyski. A jeżeli cała spółka urosła, to ten nasz mały kawałek tej spółki też urósł, więc zarabiamy – i o to nam w tym wszystkim chodzi.

Często pada takie pytanie: *Dlaczego mam inwestować w akcje za pośrednictwem funduszu czy ETF-u, skoro sam mogę sobie kupować akcje, bezpośrednio zapłacić tylko prowizję maklerską i mieć swój portfel akcji?* Co o tym sądzisz?

To jest takie pytanie jak: Czy mogę sam się leczyć? Możesz. Czy możesz sam wybudować sobie dom? Możesz. Przeczytasz parę poradników i to zrobisz. Czy będzie

to najlepiej wybudowany dom? Nie. Czy najlepiej wyleczysz się z choroby, robiąc to samodzielnie? Najprawdopodobniej nie. Ja śledzę sobie czasem to, co robią inwestorzy indywidualni, tacy, których znam, i jest to zarządzanie obarczone bardzo dużą liczbę błędów. Ja i moi koledzy w AXA, ale też inni zarządzający na rynku, uczyliśmy się tego kilkanaście czy kilkadziesiąt lat. Bo to nie jest tak proste, jak się wydaje.

Po drugie, mamy wiele rozwiązań instytucjonalnych, limitów inwestycyjnych, kontroli przez zespół ryzyka, które trzymają nas w ryzach, nie pozwalając nam zbytnio odchylić się ani tkwić w błędzie. To też jest bardzo istotne. Statystycznie niestety inwestorzy indywidualni bardzo często tracą pieniądze. Wynika to z tego, że nie są przygotowani, popadają w takie przekonanie, że wiedzą więcej, niż naprawdę wiedzą. Dlatego uważam, że warto korzystać z instytucji, która wie, co robi. Nie twierdzę, że indywidualnie nie da się zarabiać. Jeżeli ktoś jest zdeterminowany, dużo poczyta i nauczy się, będzie w stanie to robić. Natomiast trzeba zadać sobie pytanie: czy ten czas, który na to poświęcę, jest tego wart? Trzeba pamiętać, że ja to robię całą dobę. Ile więc można poświęcić swojego prywatnego czasu, pracując w normalnym zawodzie, by to robić, i czy naprawdę jest to warte tej oszczędności?

Z mojego doświadczenia również wynika, że to trudniejsze, niż się wydaje.

Skoro akcje są tytułem poświadczającym, że jesteśmy współwłaścicielami danej firmy, to wyjaśnijmy następującą rzecz. Wartość firmy i cena akcji potrafią się bardzo mocno rozjechać. Wartość akcji pod wpływem paniki może spaść o 30% w ciągu kilku dni. A w krótkim czasie taka realna wartość firmy praktycznie się nie zmienia. Opowiedz, co może dziać się z cenami akcji w czasie cyklu koniunkturalnego.

Rzeczywiście jest tak, jak mówisz: wartość i cena nie zawsze są sobie równe. Szukanie tych rozbieżności to nasza praca. Na to pytanie można odpowiedzieć na wiele sposobów. Wyjdę od tego, że to, ile jest warta na rynku giełdowym dana spółka, zależy od tego, jakie wyniki ona generuje, czyli ile akcjonariusze mogą z niej dostać. To może być dywidenda, to mogą być zyski spółki, która nie wypłaca dywidendy. Ale mamy nadzieję, że kiedyś ona urośnie i będzie wypłacać bardzo dużą.

Drugi czynnik można nazwać mnożnikiem. Czyli jakaś wartość, przez którą wymnażamy zyski, by dojść do ceny rynkowej. To może być mnożnik cena do zysku, czyli to, ile razy za zyski danej spółki zapłacimy, ale tych mnożników jest wiele. To, jakie spółka generuje zyski, zależy od niej i cyklu koniunkturalnego, jaki obowiązuje w całej gospodarce, przede wszystkim w sektorze, w którym ona działa. Ten parametr jest dość stabilny. Oczywiście gdy mamy duży kryzys, wtedy zyski bardzo mocno spadają. I załóżmy, że spadły o 50%, ale tylko w tym roku. Wartość firmy nie wynika z tego, co dzieje się w tym roku, tylko wynika z tego, co my myślimy, że będzie się działo

w dalekiej przeszłości. Przeważnie gdy widzimy duże pogorszenie dzisiaj, racjonalne jest, że to pogorszenie będzie miało miejsce również w przyszłości.

Czyli załóżmy, że spółka zaraportuje zyski o 50% gorsze, my założymy, że to jest trwały trend, bo coś się zepsuło. W takiej sytuacji, jeżeli mnożnik, czyli ten drugi parametr, który decyduje, jest stały, to wartość spadła o 50%. Teraz zastanówmy się, skąd bierze się ten mnożnik. To, ile rynek jest w stanie zapłacić za złotówkę zysku – bo mówimy o mnożniku do zysku – zależy od tego, czy uznajemy, że ten zysk jest stały, czy on będzie rósł, czy on będzie spadał, bo jeżeli wiemy, że w przyszłym roku urośnie, to za zysk w tym roku możemy zapłacić więcej. To zależy również od sentymentu rynkowego, od tego, co się dzieje na całej giełdzie, od nastroju. Spółka pokazała nam słabsze wyniki, więc oczywiście my również w mnożniku uwzględnimy, że tam jest gorzej, niż było. Więc mnożnik też spadnie. Mamy więc nie tylko założenie, że wszystkie zyski w przyszłości spadają, ale jeszcze w dodatku karzemy tę spółkę tym nieszczęsnym mnożnikiem, bo ona nie spełniła pokładanych w niej nadziei. Mamy więc dwa czynniki, które w sytuacji słabych wyników obniżają nam wartość.

Czy ma tu miejsce rozjechanie pomiędzy wartością a ceną? Nie jestem pewien. Powiem szerzej: często słyszę taką opinię, że wartość jest czymś bardzo stabilnym. Ja się z tym nie zgadzam. Fundamentalna wartość spółki może bardzo dynamicznie się zmieniać. Powiedzmy, że dziś dostajesz informację, że spółka traci klienta, który kupował od niej połowę jej produkcji. Wartość spada bardzo dynamicznie. Oczywiście rynek może przereagować, ale to nie jest tak, że wartość jest czymś ekstremalnie stabilnym. Absolutnie tak nie jest. Może następnego dnia wyjść informacja, że pozyskali innego klienta, który kupi tyle samo. I wtedy to wszystko wróci. Mamy minus 50%, plus 50%, ale nic się nie stało.

Mamy jeszcze drugi rodzaj spadku. Możemy mieć taką sytuację, gdzie wyniki się nie pogorszyły. Nic się ze spółką nie stało, nie ma żadnej informacji, a mimo wszystko spada. Od wielu miesięcy obserwujemy to na polskim rynku, gdzie spółki wcale nie pokazują gorszych wyników, one może nie są super, ale nie są też złe. Jednak indeksy małych spółek i ich notowania szorują po dnie i to dno jest coraz niżej. Dlaczego tak się dzieje? Tu nie zadziałał efekt *zyski spadły*. Bo zyski nie spadły, spadł mnożnik. Dlaczego spadł? Bo zepsuł się sentyment rynkowy, bo fundusze nie mają pieniędzy, by kupować. I też nie ma wiary w to, że w przyszłości coś się poprawi. W tej sytuacji rozszerza nam się różnica pomiędzy wartością a ceną. I to jest to, czego my jako zarządzający szukamy.

Czyli określacie waszymi metodami wartość spółki, następnie porównujecie ją z aktualną wyceną na rynku i w zależności od tego, jak ta proporcja wygląda, podejmujecie decyzję, co zrobić.

Zgadza się, to podstawa naszego działania. I szukanie różnic pomiędzy wyceną rynkową a wartością fundamentalną.

To jest w zasadzie jedyny sposób, w jaki można podjąć decyzję o zainwestowaniu w akcje, a w zasadzie sposób niestosowany przez inwestorów indywidualnych, bo oni zwykle pomijają pierwszy krok i nawet nie starają się oszacować, ile jest warta firma.

Bo ten krok jest niestety trudny. Inwestorzy indywidualni preferują rozwiązania komiksowe, czyli rysowanie różnych rzeczy na wykresach. To jest prostsze. Niestety ja nie znam takich strategii, które by działały. A jak wspominałem poprzednio, my w AXA TFI przykładamy dużą wagę do testowania naszych pomysłów. Gdy mamy pomysł, wtedy go później statystycznie testujemy, by sprawdzić, czy on jest cokolwiek wart. I niestety te strategie bazujące na kreskach jakoś nigdy nam się nie spinały. To nie tylko w inwestowaniu. Jako ludzie lubimy proste rozwiązania. One nie zawsze działają. Życie jest bardziej skomplikowane, niżbyśmy chcieli.

Wiedząc, że akcje dają szansę na wyższe zyski w okresach dobrej koniunktury gospodarczej, to gdy zaczynałem inwestować, myślałem, że będę inwestował w akcje w czasie dobrej koniunktury, czekał, kiedy będzie dobry moment na zakupy. Tymczasem najwięksi inwestorzy na świecie namawiają do trzymania akcji w swoim portfelu w długim terminie. Warren Buffett mówi wprost, że jego podstawowy horyzont inwestycyjny dla akcji to *forever*, czyli na zawsze. Dlaczego?

Bo nigdy nie wiesz, w jakim okresie koniunktury jesteś. Bardzo trudno jest stwierdzać, czy to teraz należy sprzedać lub kupić. Patrząc na historię, można palcem wskazać: tu bym sprzedał, tu bym kupił. Niestety nigdy nie sprzedałem, nigdy nie kupiłem w momentach, które bym później wskazał. Dlatego Warren Buffett tak mówi, bo on wierzy, że jak kupi dobrą spółkę, która jest dobrze zarządzana, ma konkurencyjny produkt, to niezależnie od tego, co się dzieje w okresie roku, dwóch, trzech, ta spółka wyjdzie zwycięsko i będzie warta jeszcze więcej. I on po prostu nie bawi się w zgadywanie, czy teraz jest ten gorszy rok, bo zyski, które są do wzięcia w długim okresie, w zupełności to wynagradzają.

Wróćmy do AXA Selective Equity. Gdy czyta się karty funduszy – bo często inwestorzy po to sięgają – w których znajduje się m.in. opis polityki inwestycyjnej danego funduszu, nie wszystko może być tam jasne. I ja, patrząc się na kartę funduszu AXA Selective Equity, czytam, że fundusz w instrumenty udziałowe, czyli głównie w akcje, inwestuje od 70% do 100% swoich aktywów. Część osób może założyć, że zarządzający będzie grał alokacją, o której dużo rozmawialiśmy w poprzednim odcinku, czyli będzie trzymał gotówkę podczas rynkowych zawirowań, a jak będzie lepiej, to będzie dokupował tych akcji, będzie zmieniał sobie tę alokację od 70% do 100%. Czy ten zapis możemy w ten sposób interpretować?

Nie, absolutnie nie. My nie gramy na tym funduszu alokacją. Jest to fundusz, który określamy jako 100-procentowo akcyjny. Natomiast taki zapis jest dość typowym zapisem dla każdego funduszu akcyjnego. On wynika z tego, że utrzymanie stuprocentowej alokacji jest technicznie niemożliwe. Musisz też pamiętać, że jako fundusz otwarty, czyli taki, który obsługuje każdego dnia umorzenia i nabycia, które przychodzą od klientów, musi mieć pewien bufor gotówkowy, żeby to obsługiwać. Utrzymywanie stuprocentowej alokacji oznaczałoby, że każde najmniejsze umorzenie musi być powiązane ze sprzedażą jakichś papierów. To generowałoby niepotrzebne koszty transakcyjne. Więc utrzymujemy trochę niżej. My w AXA TFI utrzymujemy w ogóle bardzo wysokie alokacje. Jak sobie porównasz sprawozdania, to jesteśmy jednym z wyżej zaalokowanych TFI, ale możemy sobie na to pozwolić, ponieważ mamy dość stabilne aktywa, więc ta zmienność nie jest tak duża jak u niektórych.

Kolejnym uzasadnieniem dla tego jest to, jak działa Selective Equity. To jest fundusz, który jest workiem najlepszych pomysłów w AXA TFI na rynku europejskim. Przeważnie jest tak, że pomysłów jest więcej niż miejsca w funduszu, więc fundusz jest zaalokowany bardzo wysoko. A te kolejne dobre spółki czekają sobie na to, aż zwolni się miejsce. Nie zawsze tak jest, gdyż mamy okresy na rynku jak np. teraz, gdzie i dobre, i złe spółki spadają, i nie widzimy momentu, by kupować. Wyniki Europy Zachodniej się pogarszają, mamy spowolnienie koniunktury, więc nie mamy jasnych pomysłów inwestycyjnych, jeżeli ta kolejka jest mniejsza. A jak spółki wypadają, to robi się miejsce, w które nie ma czego włożyć i wtedy alokacja spada, ale to nie jest gra alokacją. To jest raczej wynik naszego podejścia, które określa się mianem *bottom up*, czyli my nie gramy alokacją.

Fundusz Selective Equity inwestuje na różnych rynkach europejskich. Ale my nie kontrolujemy nawet alokacji na poszczególne kraje czy na sektory. Kontrolujemy z punktu widzenia ryzyka, natomiast nie zarządzamy na zasadzie, że teraz banki są fajne, to kupimy banki. Wybieramy pojedyncze spółki, z nich budujemy portfel, więc jeżeli nie ma tych pojedynczych spółek, to alokacja spada. Ale jest to wynik działalności *bottom up*, a nie decyzji zarządzającego, że teraz utrzymuje alokację 75%. Tak mała rzadko się zdarza. Realny zakres alokacji w tym funduszu to 80–100%. Przez większość czasu jest to prawie 100%. Funduszem zarządza Sebastian Liński i przeważnie narzeka, że nie ma pieniędzy, za które może coś kupować, zawsze musi sprzedawać, żeby dołożyć kolejną spółkę. Ale z drugiej strony nie może też za dużo sprzedawać i dokładać, bo rozwadnia wtedy cały pomysł, bo nie chodzi o to, by mieć tam 100 spółek.

Żeby na mapie różnych funduszy akcyjnych te AXA Selective Equity dobrze umieścić, chciałbym, abyśmy porozmawiali o kilku podstawowych parametrach różnych funduszy akcyjnych, takich jak spektrum inwestycyjne, podział geograficzny,

segment rynku, sposób zarządzania benchmarkowy i niebenchmarkowy. Zacznijmy od czegoś takiego jak spektrum inwestycyjne.

Fundusz Selective Equity inwestuje w płynne akcje europejskie. Takie jest podstawowe założenie. Oczywiście zdarzają się takie pozycje spoza uniwersum, jeżeli jest mocne przekonanie co do spółki np. z rynku amerykańskiego. Natomiast są to dość sporadyczne przypadki, np. jedna, dwie spółki na rok potrafią wejść spoza tego uniwersum. Ale przede wszystkim są to płynne spółki z rynku europejskiego ze zdecydowaną przewagą rynku Europy Zachodniej. Może się trafić coś z naszego regionu – Polska, Czechy, Węgry. Ale to są bardzo pojedyncze przypadki. Przede wszystkim jest to Europa rozwinięta.

Niemcy, Francja, Wielka Brytania.

Tak, ale nie tylko. Bardzo lubimy i mamy bardzo dobre wyniki w inwestowaniu na takich rynkach jak Dania, Belgia, Szwecja, Norwegia, Finlandia. To są rynki, które są czasem poza radarem większych asset managerów w Europie, przez co są trochę mniej efektywne. Ale na nasze potrzeby są ciągle superpłynne, a spółki są duże.

I cały czas podejście *bottom up*, czyli „patrzcie się na spółkę". Wszystko jedno, czy jest z Danii czy z Hiszpanii. Jeżeli spółka wydaje się dobrym pomysłem inwestycyjnym, ma szansę znaleźć się w waszym portfelu.

Zgadza się, tak to wygląda. Oczywiście czynniki krajowe uwzględnia się, wyceniając już spółkę, czyli jeżeli wyceniamy spółkę z rynku włoskiego, który nie jest makroekonomicznie tak atrakcyjny jak np. duński czy belgijski, to oczywiście parametry, które my wrzucimy do modelu, będą trochę inne. Ale wpływ rynku dzieje się przez model wyceny spółki, a nie przez nasze założenie, że dziś kupujemy Danię. Tak nie jest. Fundusz potrafi być bardzo mocno skandynawskim funduszem w pewnych okresach, a w pewnych jest niemiecko-francuski. A jeszcze w innych jest bardzo mocno zainwestowany w Wielkiej Brytanii.

OK, czyli duża swoboda, co za tym idzie, na pewno nie jest to zarządzanie benchmarkowe. Doprecyzujmy: jak zarządza się funduszem, który naśladuje benchmark *versus* jak zarządza się funduszem, który benchmarku nie ma?

Benchmark to jest wzorzec inwestycyjny. Tak to nazywamy w Polsce, czyli jest to przeważnie indeks albo jakiś portfel modelowy, który zarządzający do pewnego stopnia naśladuje. Oczywiście zadaniem zarządzającego nie tyle jest naśladowanie, ile generowanie wyniku lepszego niż wynik wzorca, ale samo zarządzanie wygląda tak, że zarządzający decyduje, czy się przeważa, niedoważa czy neutralizuje. Jeżeli w danej spółce chce się przeważyć, to znaczy, że ma tej spółki więcej w swoim portfelu, niż jest

jej w tym wzorcowym portfelu. Jeżeli się niedoważa, ma jej mniej, a jeżeli jest neutralny, ma jej tyle samo, ile jest jej we wzorcu.

Ale punktem wyjścia zawsze jest ten wzorzec. Czyli jeżeli to jest WIG, to patrzymy, jakie spółki są w WIG-u i po kolei podejmujemy decyzję w zakresie poszczególnych spółek. W sytuacji, gdy nie ma tego benchmarku, zarządza się inaczej.

Tak. Wtedy nie mamy tej poręczy, której można się chwycić, jest to trudniejszy rodzaj zarządzania. Nie chcę mówić, czy gorszy, czy lepszy. On jest inny. Fundusz akcji polskich z definicji powinien mieć benchmark, bo po prostu istnieje dobry benchmark, do którego warto zarządzać, czy indeks WIG, czy mWIG dla funduszy mniejszych spółek. Natomiast jeżeli określamy uniwersum w taki sposób, jak my określiliśmy w tym funduszu, to nie było takiej możliwości. Zresztą ideą funduszu Selective Equity jest bycie zbiorem najlepszych pomysłów. Ciężko wyznaczyć mu benchmark, bo my nie wiemy, czy nasze najlepsze pomysły będą akurat w tym wzorcu. Więc takim funduszem zarządza się bardziej w sposób *total return*, czyli patrzy się na to, czy dana pozycja zarabia, czy traci. To jest pierwsza rzecz. A druga: patrzy się, czy zarabia, czy traci w relacji do całego portfela, czyli jeżeli mamy 35 spółek i 34 z nich wzrosły po 10%, a jedna nic nie zarobiła, to patrzymy na nią w taki sam sposób, jak patrzylibyśmy na pozycję, która nie zarabia do benchmarku.

Ile spółek tak przeciętnie znajduje się w portfelu funduszu? Bo w takich funduszach benchmarkowych obecnych na polskim rynku, naśladujących WIG tych spółek jest ok. 100, 80, 120 – różnie to wygląda w zależności od tego, jak ktoś to robi. Jak to wygląda w waszym funduszu Selective Equity, który nie ma benchmarku i inwestuje głównie w Europie Zachodniej?

Staramy się utrzymywać nie więcej niż 30–40 spółek.

Czyli ten portfel jest bardziej skoncentrowany niż w przypadku takich benchmarkowych funduszy.

Tak, jest znacznie bardziej skoncentrowany. Też wagi poszczególnych spółek w portfelu, nie tak jak w przypadku zarządzania do WIG-u, gdzie mamy PKO SA na 7%, a mniejszych spółek tak naprawdę nie ma. Tutaj każda spółka ma mniej więcej podobną wagę. Oczywiście mniej więcej, bo są takie bardziej preferowane przez zarządzającego i takie mniej preferowane, ale to jest mniej więcej między 2,5% i 5% portfela na każdą spółkę w każdym momencie. Więc jest to bardzo skoncentrowany portfel. Ale wynika to z tego, że jeżeli w analizę danej spółki wkłada się dużo pracy i one są bardzo mocno wyselekcjonowane, a to jest 35 najlepszych naszych pomysłów w Europie, to też chcesz widzieć ich wpływ na wynik, a jak kupisz coś za pół procenta, to musisz zarobić 100%, żeby pół procenta na funduszu zobaczyć.

Ryzyko walutowe. Skoro Europa, to większość spółek notowanych w euro. Czy cokolwiek tutaj robicie, czy po prostu jest to ekspozycja walutowa również w dużym stopniu na euro?

Zdziwiłbyś się, ile mamy walut w Europie. My też się czasem dziwimy, a już w szczególności dziwi się osoba, która musi to wszystko zabezpieczyć i kupić te waluty. Bo oczywiście nie działamy tylko w euro. Tam są też funty, korony szwedzkie, duńskie, franki szwajcarskie, więc tych walut naprawdę trochę jest. Zabezpieczamy całość ryzyka walutowego. Każda z walut, którą mamy, zabezpieczamy. Ten fundusz ma zarabiać na tym, że spółki, które wybieramy, są dobre. Nie chcemy otwierać niepotrzebnych ekspozycji walutowych, bo i bez tego ryzyka fundusz ma sporą zmienność. Myślę, że czasem potrafi spowodować bezsenną noc u niektórych klientów. Bo zmienność takiej strategii jest bardzo duża, to wysoko skoncentrowana, czysto akcyjna strategia. I to dodatkowe ryzyko nie jest w niej na nic potrzebne. My chcemy zarabiać na tym, że spółki, które są w portfelu, zarabiają coraz więcej.

Czy możesz opisać krok po kroku, jak wygląda proces selekcji poszczególnych spółek do portfela?

Pierwszym krokiem jest coś, co ja nazywam procesem generowania pomysłów inwestycyjnych. I ten proces nie jest w pełni ustrukturyzowany, bo nie możesz w pełni…

…zdefiniować, że w czwartek wpadamy na pomysł.

To niestety nie jest możliwe, choć fajnie by było, gdybym mógł zaplanować, że w czwartek o 13 wpadnę na pomysł. To tak nie działa. Więc pomysły biorą się z różnych źródeł. Takim podstawowym są spotkania ze spółkami. My jeździmy bardzo dużo do Europy Zachodniej, np. na konferencje spółek hazardowych czy konferencję spółek nordyckich. Spotkania ze spółkami są najlepszym źródłem pomysłu inwestycyjnego. Czytamy też bardzo dużo raportów brokerów zagranicznych. Mamy dostęp, mamy wiele umów. Pytałeś o klienta detalicznego. Ja dostaję dziennie kilkaset maili z raportami na spółki, z jakimiś analizami. To jest między kilkadziesiąt a kilkaset. To jest coś, do czego inwestor indywidualny nigdy nie będzie miał dostępu, bo niestety to kosztuje. I to więcej niż wartość portfela większości inwestorów indywidualnych. My stąd też czerpiemy pomysły. Spotykamy się z analitykami, głównie zachodnich domów maklerskich dla potrzeby tego funduszu, bo z polskich spółek jest jedna w chwili obecnej, więc nie zrobimy jakiegoś specjalnego wyniku na Polsce. I wreszcie mamy też swoje metody odsiewania spółek po różnych parametrach finansowych, po zaskoczeniach wynikowych, gdzie one mogą wpaść już do tego lejka przetwarzania pomysłów, który już jest ustrukturyzowany. Czyli w momencie, w którym pojawia się pomysł: *spółka Y*, to wszystko wygląda tak samo dla każdej.

Czyli jak?

Pierwszym krokiem jest stworzenie modelu na spółkę. Każda spółka w portfelu Selective Equity ma swój model i jest przez nas wyceniona – wyceniona fundamentalnie, zawsze w ten sam sposób.

Model, czyli szacujecie przychody, koszty, możliwe do wygenerowania zyski. Dyskontujecie to potem.

Zgadza się. Przepływy pieniężne, dyskontujemy to. Zakładamy wyjście w jakimś horyzoncie czasowym przy jakimś mnożniku. Oczywiście te modele wykonuje się w różnej głębokości, czyli czasem robi się prosty model, bo spółka jest prosta, jednoczynnikowa. Czasem spółki potrafią mieć wiele linii biznesowych, które trzeba osobno zamodelować, by zobaczyć, co tam się dzieje. Ale rzeczywiście każda spółka będzie miała tam swój model. I każdą spółkę wycenimy i będziemy wiedzieli, ile jest warta naszym zdaniem, a ile jest warta na rynku, bo to każdy widzi. To jest podstawa podjęcia dalszej decyzji. Jeżeli zobaczymy, że jest *upside*, czyli spółka, która wg nas jest warta więcej, niż rynek ją wycenia, to taki pomysł jest przedstawiany na komitecie inwestycyjnym. Każda nowa spółka musi być przedstawiona na komitecie. Jak już kiedyś była, wtedy jest to decyzja zarządzającego. Natomiast każda nowa spółka przechodzi przez komitet inwestycyjny i wtedy musi być obroniona. Przeważnie robi to Sebastian, bo jako zarządzający Selective generuje zdecydowaną większą pomysłów na Selective Equity. Ale czasem też inni generują pomysły, które też tam pasują, wtedy broni ten inny zarządzający. Komitet akceptuje spółkę, a przyjmujemy zasadę, że to musi się dziać jednogłośnie, czyli wszyscy muszą zostać przekonani, czasem to trudne.

Przyznam szczerze, że taka metoda konsensusu zasadniczo działa. Raz, że inni mają zaufanie do reszty, nie sabotujemy sobie nawzajem pracy, bo byłoby to niezbyt produktywne. Rzadko nie dochodzimy do konsensusu. Czasem coś przesuniemy. Zdarzają się też blokady, ale one są bardzo rzadkie i dotyczą raczej tematów kontrowersyjnych. I może bardziej polskich niż zagranicznych, bo w Polsce wiemy więcej i też możemy mieć silniejsze zdanie. Trzeba wziąć pod uwagę to, że zarządzanie w Europie Zachodniej jest o tyle komfortowe, że możemy się pomylić. To nie znaczy, że my z tym błędem zostaniemy na najbliższe trzy lata. Te spółki są płynne. Jeżeli widzimy, że się pomyliliśmy, to w godzinę nie ma tej spółki w portfelu i idziemy dalej. To jest zupełnie inny rodzaj zarządzania niż na polskim rynku, gdzie kupujesz spółkę i zostaniesz z nią na dobre i na złe.

Tak, bo nie ma możliwości, aby ją z portfela sprzedać, bo nie ma popytu po drugiej stronie, spółka jest niepłynna.

Po tym, jak komitet już zaakceptuje spółkę, zarządzający ma zielone światło, by zająć pozycję, robi to, kiedy chce. Wielkość pozycji jest uznaniowa, zależy od zarządzającego

danym portfelem. Oczywiście w ramach limitów – ustawowo 10% w jednej spółce może być w Selective Equity. Natomiast wewnętrznie staramy się nie przekraczać 5%. Dziesięcioprocentowe koncentracje to już jest trochę za dużo.

Jakby to odnieść do portfela przeciętnego inwestora, który potrafi mieć w dwóch, trzech spółkach większość swoich aktywów, to widać, jak niewspółmiernie wysokie ryzyko podejmują inwestorzy indywidualni w porównaniu nawet z tak skoncentrowanym funduszem jak Selective Equity. A jak już ta spółka do portfela trafia, to jak długo przeciętnie w tym portfelu ją trzymacie, jak często obracacie tymi spółkami w tym portfelu?

Nie mamy takiego jednego czasu utrzymywania pozycji w portfelu. Chociaż jeżeli miałbym podać jeden taki najczęstszy, to jest to ok. 9 miesięcy. Zauważyliśmy, i to się wiele razy potwierdza, że zasadniczo pomysł inwestycyjny działa ok. 9 miesięcy. Natomiast jeżeli spółka nas rozczaruje wcześniej, to nie mam problemu, by ona była sprzedana po tygodniu od kupienia. To się może stać. I w drugą stronę. Jeżeli spółka cały czas dowozi to, co my sobie założyliśmy, że będzie robiła, albo nawet przekracza nasze oczekiwania, i jak zaktualizujemy model, to wychodzi, że znowu jest tam dużo jeszcze wartości nieodkrytej przez rynek, to może być w portfelu kilka lat.

Tak naprawdę do momentu, aż zgra się dany pomysł.

Tak. Spółka może wypaść z portfela w kilku sytuacjach. Pierwsza jest taka, że osiągnie naszą cenę docelową. Wydaje nam się, że jest już tak drogo, że nie bardzo widzimy potencjał do wzrostu. Druga to rozczarowanie wynikami. Pogorszenie się sytuacji na rynku, na którym ona działa. Jakieś zmiany regulacyjne, które uderzają. Czyli takie wszystkie sprawy, które podmywają nasze założenia fundamentalne. Jeżeli to się psuje, to również nie ma skrupułów – spółka wypada, odchodzi kolejna z listy, bo przeważnie jakaś na tej liście jest, więc nie ma problemu.

A co jeszcze oprócz akcji znajdziemy w portfelu tego funduszu?

Jest to fundusz akcyjny, więc akcje stanowią zawsze zdecydowaną większość w portfelu. Ale oczywiście nie da się zarządzać, mając tylko akcje. Więc są tam forwardy walutowe, czyli kontrakty, którymi my zabezpieczamy ryzyko walutowe, które możliwie w całości zabezpieczają to ryzyko. Znajdzie się tam oczywiście gotówka, czyli bufor płynnościowy, który służy do obsługiwania umorzeń. I też jest to rezerwuar pieniędzy na kupno kolejnego pomysłu, który gdzieś się pojawi. Sporadycznie może w portfelu trafić się jakiś ETF – jeżeli mamy pomysł inwestycyjny, który bardziej dotyczy rynku czy sektora. Natomiast jak mówiłem, to nie jest cel tego funduszu, więc to się zdarza, tylko kiedy mamy jakiś bardzo mocny pomysł i jest on traktowany jako

inwestycja spoza uniwersum, ostatnio może półtora roku temu, generalnie bardzo rzadko to się zdarza.

Wspomniałeś, że stopa zwrotu z akcji składa się z co najmniej tych dwóch elementów, czyli zmiany cen samej akcji. Mamy nasz zysk kapitałowy, a po drugie są jeszcze otrzymywane dywidendy. Powiedz, czym jest dywidenda i co dzieje się z dywidendami w portfelu waszego funduszu?

Dywidenda to podstawowa korzyść wynikająca z tego, że posiadamy akcje. Jest to wypłata z zysku. Spółka, która zarobiła, wygenerowała gotówkę, stwierdza, że nie jest w stanie wydać całości tej gotówki, albo stwierdza, że byłaby w stanie wydać sensownie, ale akcjonariusze wymagają jakiegoś wynagrodzenia za zaangażowanie swojego kapitału. Postanawia wypłacić dywidendę, czyli część zysku jest transferowana do akcjonariuszy. Selective Equity nie jest funduszem, który skupia się na dywidendzie. On dużo więcej zarabia na wzrośnie wartości firm niż na dywidendzie, ale oczywiście dostajemy dywidendy. To jest mniej więcej 1–1,5% wartości portfela rocznie. Tyle wynosi stopa dywidendy dla tego funduszu. Jest to mało, ale też musimy pamiętać, że nie możemy za dużo oczekiwać od funduszu inwestującego w Europie Zachodniej przy stopach procentowych wynoszących zero czy nawet przy ujemnych. Dywidenda trafia do funduszu i jest przez nas reinwestowana. Ona zasila poduszkę płynnościową, która następnie jest przeznaczana na umorzenia albo na kupno kolejnych spółek.

Co jeszcze jest charakterystyczne dla funduszu AXA Selective Equity?

Pierwsza charakterystyczna rzecz to to, że my zarządzamy *bottom up*, my patrzymy na spółki, nie patrzymy na kraje, sektory. To jest typowe dla AXA TFI. My zarządzamy od dołu, a nie od góry. To nas trochę wyróżnia na polskim rynku, gdzie często jednak patrzy się, czy rynek będzie rósł, czy będzie spadał; czy w danym kraju jest lepiej, czy gorzej. My patrzymy na spółki. To jest nasze fundamentalne założenie.

Druga istotna rzecz to brak wzorca. Trzeba się liczyć w tym funduszu z tym, że jeżeli zapytasz mnie, czy on będzie chodził tak, jak ten indeks, to ja ci powiem, że nie, bo to są czysto nasze pomysły, nie naśladujemy żadnego indeksu, nie ma wzorca, jest to specyficzne dla tego funduszu.

Inną charakterystyczną cechą tego funduszu jest brak pewnych sektorów. My nie wyceniamy naszą metodologią banków, spółek ubezpieczeniowych, spółek energetycznych, wydobywczych. Te spółki nie znajdą się w Selective Equity. Tam są tylko spółki, które my wyceniamy sami, a wycenianie kopalni jest dla nas trudne, bo musisz założyć cenę surowca, a to jest obarczone bardzo dużym ryzykiem. Fundusz działa więc w takich sektorach jak przemysł, IT, nowe technologie, biotechnologie, konsument. On nie będzie działał w takich postrzeganych jako bezpieczne,

defensywne, a bardziej w takich sektorach wzrostowych. To wynika z tego, że nasz *know-how* wycenowy jest głównie w tamtych sektorach. I jak sprawdzamy, w których sektorach radzimy sobie lepiej, a w których gorzej, to w tych sektorach radzimy sobie dobrze. Więc jak będziesz szukał banków – nie ma ich i nie będzie.

I wreszcie ta wysoka koncentracja, mała liczebność, tylko 30 spółek. To nie jest portfel detaliczny 5, bo taki portfel jest nieakceptowalny z punktu widzenia takiego profesjonalnego, długoterminowego zarządzania. Uważamy, że minimalna i sensowna liczba spółek w portfelu to 30.

I wreszcie rzecz, która charakteryzuje ten portfel, chociaż nie jest założeniem, tylko jest wynikiem tych założeń, o których mówiłem, to jest wysoka beta.

Wyjaśnijmy jeszcze, czym jest beta.

Ostatnio rozmawialiśmy o *duration* – jest to wrażliwość wartości portfela obligacji na zmianę stóp procentowych. Beta natomiast to takie *duration*, tylko że w akcjach. Czyli jest to wrażliwość wartości jednej akcji czy całego portfela akcyjnego – jeżeli policzymy betę dla całego portfela – na ruchy całego rynku. Czyli jeżeli beta wynosi jeden, to znaczy, że jak rynek urośnie procent, to spodziewamy się, że i nasz portfel urośnie o procent. Jeżeli beta wynosi dwa, to rynek, rosnąc o procent, przesunie nasz portfel o 2%. Tak się spodziewamy, ale tak nie musi być, bo ten parametr nie jest stały w czasie. Natomiast zasadniczo długoterminowo w funduszu Selective Equity mamy spółki o becie wyższej niż jeden.

A to oznacza, że kiedy rynki akcji rosną, to portfel waszego funduszu powinien rosnąć szybciej niż rynek. Ale to jest zawsze symetryczne: kiedy rynki akcji spadają, to również przy wysokiej becie portfel waszego funduszu ma prawo tracić więcej niż rynek.

Dokładnie tak jest, przy czym trzeba zaznaczyć, że w długim terminie rynki rosną. Więc taka strategia, jeżeli przeżyjemy gorsze momenty, stracimy trochę więcej niż rynek, będzie wygrywała w długim terminie, choć to nie jest za darmo. Większy zysk wiąże się również z większym ryzykiem, w tym wypadku z większym drawdownem, czyli maksymalną stratą, jaką możemy ponieść od szczytu do dołka.

Przygotowując się do naszej rozmowy, śledziłem stronę Analizy Online, starałem się dotrzeć do waszych ratingów. Wyczytałem, że ten sposób zarządzania funduszem obowiązuje tak naprawdę od 2016 r. A to oznacza, że takie historyczne wyniki funduszu, długoterminowe, jak popatrzymy na te przed 2016 r., nie są tak naprawdę reprezentatywne dla tego, co dzieje się w funduszu w tym momencie. Skąd ta zmiana i skąd taki przeciętny inwestor może czerpać wiedzę na temat zmian polityki inwestycyjnej?

Tamta zmiana nie wynikała z tego, że my pewnego dnia wstaliśmy rano i stwierdziliśmy, że nudzi nas ta poprzednia strategia i ją zmienimy. Fundusz Selective Equity miał wtedy limity inwestycyjne i strategie, które kazały mu inwestować ok. połowę portfela w Europie Środkowo-Wschodniej. Natomiast my z czasem coraz mniej komfortowo czuliśmy się z tym limitem, bo widzieliśmy bardzo dużo okazji inwestycyjnych poza tym regionem. A jednocześnie nasze przekonanie do inwestycji w Turcji wiązały się z tym, że jeżeli musisz inwestować w Europie Środkowo-Wschodniej i jednocześnie masz wysokie wymagania płynnościowe, to musisz inwestować w Turcji. Czuliśmy się z tym coraz gorzej, bo nasze przekonanie – i tutaj było to przekonanie co do całego rynku, a nie do poszczególnych spółek – było coraz mniej pewne, więc postanowiliśmy, by znieść ten limit wymuszający na nas inwestowanie w regionie. Więc ja bym nie traktował tego jak całkiem inny fundusz, ale fundusz, w którym zarządzający podjęli decyzję, że trzeba lekko przesunąć go geograficznie, bo założenia, które zostały poczynione w momencie jego tworzenia, już nie były dłużej prawdziwe. Po prostu region stał się mniej atrakcyjny. Jak spojrzysz na to, co działo się w regionie od 2016 r., to uznasz, że decyzja była bardzo dobra.

Jaką szansę ma taki przeciętny inwestor, który zdecydował się na inwestycję w danym funduszu, na dotarcie do informacji, że taka zmiana strategii inwestycyjnej nastąpiła i do tego jeszcze, żeby ją poprawnie zinterpretować?

Rzeczywiście tu jest pewne wyzwanie komunikacyjne. My już od pewnego czasu, jak coś zmieniamy, staramy się informować wszystkich naszych klientów, że fundusz zmienił strategię. Po drugie AXA TFI jest młodym TFI i te pierwsze lata były okresem układania strategii, zobaczenia, co wychodzi, co nie wychodzi, dostosowania oferty do potrzeb klientów. Mieliśmy okres większych zmian strategii. Natomiast teraz, po 2016 r., nic nie zmienialiśmy i już nie planujemy zmieniać. Oferta jest ułożona, kompletna, szeroka, daje wiele ciekawych ekspozycji. I też mamy takie postanowienie, żeby już nie grzebać. Bo mamy świadomość, że to nie budzi zaufania, jeżeli zmieniamy cały czas strategię. Tego nie planujemy robić. Skąd o tym się dowiadujesz? Po pierwsze TFI powinno cię poinformować. I my tak robimy.

Na stronach internetowych pojawia się zwykle komunikat o zmianie statutu funduszu.

Prawo wymaga, że jeżeli następuje zmiana statutu funduszu w zakresie polityki inwestycyjnej, musimy to publikować trzy miesiące przed wejściem w życie. Więc jeżeli raz na trzy miesiące zerknie się na stronę TFI, w którym ma się pieniądze, to wszelkie zmiany w polityce inwestycyjnej się w ten sposób odnotuje. Oczywiście tu jest pewien problem. Zrozumienie prospektu to nie jest trywialna rzecz.

To fakt, na trzy miesiące przed zmianami w prospekcie możemy sobie o nich przeczytać na stronach internetowych danego TFI. Tylko trzeba jeszcze to zrozumieć, bo te zapisy są skomplikowane.

Muszę się z tobą zgodzić. Prospekt informacyjny to dokument bardzo mocno prawny i on musi spełnić masę wymogów ustawowych, rozporządzeń, wiele określeń w nim jest z góry narzuconych przez prawo, więc czyta się to bardzo trudno. Ja mam nadzieję, że nasza dzisiejsza rozmowa przybliża to, co naprawdę robi fundusz, a poza tym polecam też zapoznawanie się z kartą funduszu. To jest coś, co większość, a nawet wszystkie TFI, musi publikować. Każde TFI publikuje kluczowe informacje dla inwestorów, tzw. KID-ami. To są bardziej skondensowane dokumenty, które są też prostsze do zrozumienia.

Wierzę, że im więcej nagram takich audycji, tym łatwiej będzie moim słuchaczom czytać te dokumenty i wyciągać z nich właściwe wnioski.

Grzegorz, ponieważ była zmiana strategii, to ma ona wpływ na wyniki inwestycyjne. Chciałbym troszeczkę porozmawiać o wynikach. Na początek chciałbym, abyśmy omówili różnicę pomiędzy tzw. GAV-em, czyli *gross asset value*, czyli wynikiem, który jest faktycznie wypracowany przez zarządzającego, i NAV-em, czyli *net asset value*, czyli wynikiem dostępnym dla różnych grup klientów. W zależności od tego, jaką klasę jednostki ci klienci nabyli, to ich wynik inwestycyjny będzie inny. Na co ty, jako zarządzający, masz tak naprawdę wpływ, jeśli chodzi o wynik, a na co wpływu nie masz?

Jako zarządzający widzę jeden portfel dla jednego funduszu. Klienci kupują kawałki tego portfela, które w przypadku funduszy otwartych nazywane są jednostkami uczestnictwa. Natomiast są różne kategorie jednostek uczestnictwa, które dają trochę różne prawa do cząstki tego portfela, którym ja zarządzam. Ja mam wpływ na cały portfel, na to, ile on jest wart – i to jest to, co nazywasz GAV, czyli *gross asset value*. Muszę zaznaczyć, że jak to się przetłumaczy na aktywa brutto, to niestety nie jest to to, co w polskiej literaturze rozumie się przez aktywa brutto. Jest to termin nieprzetłumaczalny na polski. Niestety mamy tutaj rozjazd terminologiczny. Natomiast GAV to jest rzeczywiście to, na co ja mam wpływ. To jest wartość portfela funduszu.

I ten twój wypracowany przez ciebie wynik jest następnie pomniejszany o opłatę za zarządzanie, przy czym w każdej klasie jednostek opłata może być inna.

Pomniejszany jest o dwa rodzaje opłat. Czyli o opłatę stałą, w przypadku AXA TFI naszych funduszy otwartych to jest jedyna opłata, jaką pobieramy. Ale pomniejszany bywa też o opłatę zmienną. Czyli opłatę od sukcesu, która jest rozliczana jeszcze w inny sposób, bo najpierw jest tworzona rezerwa, w miarę jak fundusz wypracowuje wynik, który uprawnia do pobrania tej opłaty, a później wypłacana jest po jakimś czasie.

I różne jednostki uczestnictwa mogą mieć różne opłaty. W związku z tym na tym samym funduszu, który ma dokładnie ten sam portfel aktywów, niczym się nie różni. Różni klienci w zależności od tego, którą jednostkę uczestnictwa posiadają, mogą mieć różny wynik.

Spotykamy się i rozmawiamy w kontekście IKZE AXA TFI, czyli waszego indywidualnego konta zabezpieczenia emerytalnego, w ramach którego nabywana jest jednostka kategorii E. Ta jednostka w przypadku funduszu AXA Selective Equity ma opłatę za zarządzanie 1,9%. Teraz teoretycznie ktoś może mieć mniej więcej co roku jednostkę A z wyższą opłatą za zarządzanie, ktoś ma jednostkę E z niższą opłatą za zarządzanie, a ty i tak zarządzasz tym portfelem, masz jeden wynik inwestycyjny, czyli wynik inwestycyjny osoby z jednostką kategorii E rok w rok z definicji będzie lepszy niż osoby, która kupiła jednostkę A.

Tak, i jest to zależność w pełni mechaniczna. Wynik inwestycyjny będzie się różnił równo o różnicę w opłacie. Bo wszystkie aktywa, które tam są, wszystkie akcje, transakcje są dokładnie takie same, bo to jest jeden portfel. Ja nie zarządzam osobno jednostką E i osobno jednostką A. Portfel funduszu jest jeden, później tylko księgowo…

Bo to robi księgowość fizycznie. Pomniejsza ten wynik o wysokość opłaty dla każdej wybranej jednostki uczestnictwa.

I dlatego też mieliśmy trochę dyskusji w komentarzach na ten temat, więc chcę to wyjaśnić. Wynik każdego funduszu w jednostce tańszej o jeden punkt procentowy rocznie byłby o jeden punkt procentowy rocznie lepszy. Nieważne, jak daleko wstecz się cofniemy, bo to jest ten sam fundusz. To jest w pełni mechaniczne przełożenie opłaty na wynik. Dlatego jest to też bardzo istotne, kiedy patrzymy na historyczne wyniki czy porównujemy między sobą różne fundusze, musimy zwrócić uwagę, czy porównujemy też właściwe klasy jednostek i że odpowiednio to interpretujemy.

Mówiliśmy również o zmianie strategii, więc sprawdziłem to sobie od momentu zmiany strategii, czyli od kwietnia 2016 r. – od tego czasu fundusz Selective Equity na jednostce A pokonał taki najszerszy indeks europejski, czyli Stoxx 600 Europe, o 7,3% na jednostce drogiej. Byłoby to dodatkowe 5 punktów procentowych dla klientów IKZE, którzy mają jednostkę E. Różnica więc jest naprawdę istotna.

A pamiętasz, jakie są wyniki w ujęciu minimalnym?

Nie, ale mogę sprawdzić.

Nie chcę specjalnie zagłębiać się w to, jakie są wyniki w danym okresie, bo zawsze możemy dobrać sobie jakiś okres i o nim rozmawiać. Wiemy, że to jest fundusz z wysoką betą, który jak akcje spadają, to będzie spadał, a jak rosną, to będzie rósł. Link do aktualnych wyników na waszych stronach zamieszczę pod tym podcastem.

Zależy mi przede wszystkim na tym, żeby osoby, które rozważają taką inwestycję, dobrze rozumiały, czego się spodziewać. A jestem przekonany, że jak osoba dobrze zrozumie, że tam są akcje, skoncentrowany portfel, to nie będzie się dziwić, że jest ujemny wynik na rynkach, w których są spadki, a wynik dodatni jest wtedy, kiedy na rynkach są wzrosty.

Staram się wejść w buty przeciętnego inwestora, waszego potencjalnego klienta, który rozważa inwestycje w funduszu AXA Selective Equity i konkretnie w ramach IKZE posłucha naszego podcastu. On już wie, jak ten fundusz działa, i zastanawia się, czy ma dobre wyniki, czy złe, jak do tego podejść, jak to ocenić. Jak ten człowiek może takie wnioski wyciągnąć?

My odnosimy wynik naszego funduszu do najszerszego indeksu europejskiego, takiego powszechnie akceptowanego, czyli Stoxxa 600 Europe.

Czyli nie jesteście funduszem benchmarkowym w tym sensie, że trzymacie się poręczy i przeważacie, niedoważacie się, ale staracie się znaleźć odpowiedź na pytanie: to weźmy szeroki indeks rynku europejskiego i czy te nasze pomysły generują gorszy czy lepszy wynik od takiego indeksu?

Tak, dokładnie tak na to patrzymy. Nie patrzymy, co jest w środku indeksu Stoxx 600 Europe, nie kupujemy spółek, które tam są, natomiast musimy mieć jakiś punkt odniesienia, który powie nam, czy to, co robimy, czyli te nasze najlepsze pomysły, jest lepsze niż szeroki indeks. Bo jeżeli nie jest, to trzeba zastanowić się, czy to, co robimy, ma jakikolwiek sens. Całe szczęście – wyniki są lepsze. Rzeczywiście fundusz bije indeks dość powtarzalnie, ale nie można zakładać, że kupując Selective Equity, kupujesz Stoxxa 600 Europe. Rozbieżności są bardzo duże. My patrzymy na nasz performance w długim okresie. Bo to jest jedyny sens ocenienia takiej strategii w długim okresie czy w krótkim, bo może nam się zdarzyć słaby. I nie kupujemy banków. Jeżeli przez pewien okres banki będą dużo mocniejsze, to oczywiście stracimy. Ale my obserwujemy tę strategię w długim okresie. W długim okresie rzeczywiście ona pokonuje ten szeroki indeks, z większą zmiennością, bardzo dużymi okresami strat i zysków w krótkim horyzoncie.

Dla kogo twoim zdaniem fundusz AXA Selective Equity jest inwestycją godną rozważenia?

Jest to fundusz czysto akcyjny z dużą betą, więc bez wątpienia niezbędny jest długi horyzont inwestycyjny. Ja nikomu nie polecam kupowania tego funduszu na miesiąc, kwartał, rok czy dwa, bo naprawdę nie wiemy, co się stanie w tym okresie. Zarządzając tym funduszem, liczymy się z tym, że on będzie miał okresy spadkowe, bo po prostu tak jest. To jest fundusz, który jak będzie bessa, straci 50% – i trzeba się z tym pogodzić. Więc jest to uzupełnienie portfela o długim horyzoncie inwestycyjnym. Jeżeli udział

Selective w portfelu miałby być dość duży, to klient musi mieć dużą zdolność do akceptacji ryzyka i ponoszenia strat w krótkich okresach. To jest fundusz z dużą zmiennością. Jeżeli nie wytrzymujesz strat powyżej jakiegoś poziomu i wtedy będziesz sprzedawał, to niestety przyklepujesz sobie straty i twój wynik bardzo mocno odstaje od tego, co zrobił fundusz w tym okresie, w którym ty na niego patrzyłeś. Są takie badania, gdzie wyniki klientów aktywnie zarządzających swoim portfelem i kupujących, sprzedających fundusze są dużo gorsze niż wyniki za ten okres tych funduszy. To wynika z niedopasowania do cech psychicznych i z podejmowania decyzji, które są nieoptymalne.

Czyli wchodzenia i wychodzenia z funduszu w niewłaściwych momentach.

Dokładnie tak – szczególnie jak kupuje się fundusz, gdzie nawet jako klient nie zawsze rozumiesz, czemu on spadł. Jak my dostajemy pytanie od klienta, to my mu odpowiadamy, ale to nie jest kanał komunikacyjny, na który można liczyć i na którym da się budować strategię inwestycyjną. Więc trzeba nam zaufać. To jest kolejny element tego, dla kogo to jest fundusz. Ja polecam go tylko osobom, które wierzą w to, że my jesteśmy w stanie wybierać dobre spółki, że Sebastian Liński jest w stanie tym funduszem dobrze zarządzać, bo jest to strategia autorska. Tu nie ma benchmarku, to nie jest fundusz AXA akcji, który jest funduszem opartym na WIG. Możemy z dużym prawdopodobieństwem powiedzieć, że on będzie pewnie lepszy od WIG-u o jeden, dwa punkty procentowe rocznie. Natomiast tutaj jest to nasz pomysł, nasze wykonanie, trzeba nam zaufać i wykupić ten fundusz.

Dla kogo taki fundusz nie będzie dobrym rozwiązaniem?

Przede wszystkim dla osób z krótkim horyzontem. Jeżeli rozważasz wypłacenie pieniędzy za rok, to nie jest to fundusz dla ciebie, nawet na małym udziale portfela. To nie ma po prostu sensu.

Ile powinien wynosić taki optymalny horyzont w twojej ocenie?

Co najmniej pięć lat – tak podajemy w dokumentach. Podajemy pięć, a ja uważam, że to jest co najmniej pięć.

Cykle trwają siedem, osiem?

Tak. To są dużo lepsze okresy. I zawsze polecam kupowanie co jakiś czas, żeby sobie trochę…

…łyżeczką, a nie chochlą.

Tak, bo jest to fundusz na bardzo dużej zmienności. Niestety kupując za tydzień, możesz mieć cenę 5% inną, niż miałeś. To jest oczywiście duża zmiana. Trzeba do tego właśnie w ten sposób podejść. Fundusz jest natomiast bardzo dobrym uzupełnieniem

portfela na mniejszym udziale. Więc nawet osoby, które są bardziej nerwowe czy sobie nie radzą ze stratą, mogą sobie pozwolić na 5% portfela, 10% portfela w takim funduszu, bo wtedy ta jego zmienność zniknie i nie będzie już tak machał całym portfelem, jak to ma miejsce, gdyby to było 100%. Przyznam, że nie wiem, czy istnieje osoba, dla której 100% Selective Equity to dobre rozwiązanie.

Kolejna rozmowa na temat waszego IKZE i dostępnych w ramach tej oferty funduszy będzie już dotyczyła o wiele bardziej bezpiecznego funduszu. Zrobisz nam taką krótką zajawkę, czego możemy spodziewać się następnym razem?

Kolejna rozmowa będzie dotyczyła funduszy AXA lokacyjne. Jest to drugi biegun naszej oferty. Selective Equity postrzegamy jako najbardziej ryzykowny fundusz w naszej ofercie, też taki z największym potencjałem wzrostu, ale najbardziej ryzykowny. Natomiast fundusz lokacyjny jest funduszową lokatą. Oczywiście nie jest to lokata w znaczeniu prawnym.

Właśnie uważaj, bo cię Komisja Nadzoru Finansowego ścignie.

Mam tego świadomość, dlatego to powtarzam, ale nie dlatego, że prawo tego wymaga, ale po prostu tak jest. Fundusze inwestycyjne nie mogą i nigdy nie gwarantują odzyskania kapitału. Każda inwestycja w fundusz wiąże się z ryzykiem, również w ten. Natomiast jest to fundusz inwestujący w bardzo krótkie papiery skarbowe, czyli taki fundusz obligacyjny z krótkim *duration*.

Nie zdradzaj wszystkich tajemnic. Następny podcast będzie poświęcony funduszowi AXA lokacyjny. Czy ten fundusz będzie zmieniał nazwę?

Będzie zmieniał, ale chyba jeszcze nie podjęliśmy decyzji w kwestii nowej nazwy. Bo wszystkie słowa, których chcielibyśmy użyć, zostały zastrzeżone. Więc jest problem z wymyśleniem nazwy dla tego typu funduszu. Bo o ile możemy zgodzić się z tym, że na rynku było rzeczywiście wiele funduszy nazywanych *pieniężne* czy *lokacyjne*, które nie miały nic wspólnego z takimi strategiami – i jakby sama zmiana jest pozytywna – to zablokowano tyle słów, że trochę brakuje nam słownika.

Zobaczymy, jak będzie się wówczas nazywał ten fundusz, ale wierzę, że będzie cały czas AXA lokacyjny. Dzisiaj w ramach waszego IKZE, w którym obniżyliście opłaty o praktycznie 50% w przypadku większości funduszy, jest dostępnych 10 funduszy. Które wasze kolejne fundusze będą jeszcze dostępne w ramach IKZE? Zdradzisz nam wasze plany?

Myśleliśmy, że na przełomie października i listopada nowe fundusze wejdą do oferty. To się przesunęło. Na dziś mogę powiedzieć z taką prawie pewnością, że nowe fundusze zostaną wydane 6 grudnia, czyli na mikołajki. Rzeczywiście damy naszym klientom i w ramach IKZE, i w ramach rejestrów podstawowych, i w ramach owych

produktów, które już wtedy też wystartują, dostęp do kolejnych sześciu funduszy, czyli funduszy Specjalistycznego Funduszu Inwestycyjnego Otwartego AXA. Tak więc 6 grudnia ta oferta już będzie gotowa i nasi klienci powinni mieć dostęp do wszelkich funduszy, jakie AXA TFI ma w ofercie.

Grzegorz, dziękuję ci bardzo serdecznie za spotkanie i za rozmowę. Jestem przekonany, że kolejna rzesza słuchaczy z dużo większą świadomością będzie patrzyła na rynek funduszy inwestycyjnych. Moim rozmówcą był Grzegorz Parosa.

Dziękuję bardzo. Mam nadzieję, że to, co dzisiaj powiedzieliśmy, pomoże Państwu w podejmowaniu świadomych decyzji inwestycyjnych.

Na zakończenie dzisiejszego odcinka chciałbym zaprosić Was serdecznie do zaglądnięcia na blog, ponieważ we wpisie stanowiącym uzupełnienie dzisiejszej rozmowy znajdziecie dodatkowe informacje i oczywiście możecie zadawać również pytania bezpośrednio mojemu gościowi. Uzyskanie odpowiedzi bezpośrednio od zarządzającego funduszem to sytuacja trudno dostępna dla klientów detalicznych, tym bardziej zachęcam Was bardzo serdecznie do jej mądrego wykorzystania.

I jeszcze pragnę tradycyjnie podziękować Wam za oceny i recenzje podcastu w serwisie iTunes. Przybywa ich sukcesywnie i obecnie jest ich już 231! Każda taka recenzja jest na wagę złota, bo dzięki niej mój podcast dociera do szerszego grona odbiorców, dlatego – jeśli tylko masz minutę – będę Ci bardzo wdzięczny, jeśli zechcesz ocenić moja pracę.

A dziś szczególne podziękowania dla Marcina S., który podzielił się taką recenzją:

Świetna robota! ★★★★★
autorstwa MaricinS – 24 paź 2018

Bardzo przyjemnie się słucha, profesjonalna realizacja no i wiedza wyłożona w bardzo przystępny sposób zarówno dla kogoś kto „siedzi" w danym temacie jak i dla osoby „zielonej". Niedawno odkryłem ten podkast i ciesze się, że przede mną jeszcze tyle odcinków do wysłuchania a co za tym idzie tyle wiedzy do zdobycia! Tak trzymaj, zdrowia!

Dziękuję Ci bardzo serdecznie Marcinie, mój imienniku, również Tobie życzę zdrowia, szczęścia i skutecznej realizacji Twoich marzeń i pasji, w czym z całą pewnością pomoże Ci mądre i świadome zarządzanie pieniędzmi.

Pozdrawiam Was bardzo serdecznie i do usłyszenia wkrótce. Trzymajcie się, cześć!