



Wojciech Krawiec

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wydział Ekonomii, Zarządzania i Turystyki
Katedra Finansów i Rachunkowości
wojciech.krawiec@ue.wroc.pl

FUNDUSZE TARGET DATE – NOWY PRODUKT W OFERCIE TOWARZYSTW FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Streszczenie: Celem niniejszego artykułu jest przybliżenie istoty funduszy *target date*, jak i charakterystyka pierwszych polskich funduszy tego typu. Fundusze te mają za zadanie ułatwić potencjalnym inwestorom wybór odpowiedniego funduszu w oparciu o kryterium daty przejścia na emeryturę. Nie są one jednak wolne od wad ani ryzyka. W pierwszej części niniejszego artykułu przedstawiona zostanie istota funduszy *target date* z uwzględnieniem różnic pomiędzy tymi funduszami a innymi zaliczanymi do funduszy cyklu życia. W części drugiej scharakteryzowane zostaną, z wykorzystaniem analizy opisowej z zestawieniami tabelarycznymi, pierwsze krajowe fundusze *target date*. W głównej mierze przedmiotem tej analizy będą: opłaty i koszty związane z przystąpieniem do tych funduszy oraz stosowane zasady polityki lokacyjnej ze szczególnym zwróceniem uwagi na ścieżki alokacji aktywów.

Słowa kluczowe: fundusze z datą docelową inwestycji, fundusze cyklu życia, ścieżki alokacji aktywów, oszczędności emerytalne

Wprowadzenie

W ostatnim latach stale podnoszonym problemem jest poziom zabezpieczenia emerytalnego, w tym słabe zainteresowanie Polaków oszczędzaniem na emeryturę w ramach fakultatywnych form oszczędzania. Problem ten nabrał większego znaczenia wraz z wybuchem kryzysu na rynkach finansowych i zmniejszeniem zaufania obywateli do instytucji finansowych. W dobie kryzysu wielu inwestorów straciło znaczną część swoich oszczędności emerytalnych, lokując je w ryzykowne aktywa, niezgodnie ze swoim cyklem życia, kierując się często zachowaniami

innych inwestorów bądź sugestiami doradców finansowych. Co więcej, problem zabezpieczenia emerytalnego stał się jeszcze bardziej aktualny w sytuacji zmian w systemie emerytalnym, co może skłonić część obywateli do zastanowienia się nad dobrowolnym oszczędzaniem na emeryturę.

W związku z powyższym wciąż aktualne staje się pytanie, jaki produkt emerytalny wybrać? Co zrobić, aby zminimalizować ryzyko utraty posiadanych oszczędności, biorąc pod uwagę m.in. takie czynniki jak: czas pozostały do przejścia na emeryturę, poziom awersji do ryzyka, koniunkturę na rynkach finansowych czy stosowaną przez fundusz politykę inwestycyjną? Nie każdy bowiem posiada wiedzę i doświadczenie, które pozwoliłyby mu odpowiedzieć na powyższe pytania i zminimalizowałyby ewentualne skutki błędnych decyzji. Dotyczy to zarówno inwestorów z Polski, jak i z większości krajów świata. W sukurs takim inwestorom ruszyli zarządzający funduszami inwestycyjnymi, wprowadzając na rynek fundusze oparte o cykl życia (ang. *lifecycle funds*), wśród których dużą część stanowią fundusze z docelową datą inwestycji (ang. *target date funds*).

Celem niniejszego artykułu jest przybliżenie istoty funduszy *target date*, jak i charakterystyka pierwszych polskich środków tego typu. Fundusze te mają za zadanie ułatwić potencjalnym inwestorom wybór odpowiedniego funduszu w oparciu o kryterium daty przejścia na emeryturę. Nie są one jednak wolne od wad ani ryzyka.

W pierwszej części niniejszego artykułu przedstawiona zostanie istota funduszy *target date* z uwzględnieniem różnic pomiędzy tymi funduszami a innymi, zaliczanymi do funduszy cyklu życia. W części drugiej scharakteryzowane zostaną, z wykorzystaniem analizy opisowej z zestawieniami tabelarycznymi, pierwsze krajowe fundusze *target date*. W głównej mierze przedmiotem tej analizy będą: opłaty i koszty związane z przystąpieniem do nich oraz stosowane zasady polityki lokacyjnej ze szczególnym zwróceniem uwagi na ścieżki alokacji aktywów.

1. Istota funduszy *target date*

Pierwsze fundusze z datą docelową zostały utworzone w Stanach Zjednoczonych Ameryki w marcu 1994 r. przez Wells Fargo oraz Barclays Global Investors i były swoistym urzeczywistnieniem zasady, iż wiek inwestora powinien być główną przesłanką sposobu realokacji posiadanych przez niego aktywów [Balduzzi i Reuter, 2012, s. 1].

Koncepcja ta nieodłącznie wiąże się z hipotezą cyklu życia Modiglianiego i powszechnie stosowaną zasadą „100 minus wiek inwestora”, zgodnie z którą po-

ziom zaangażowania w akcje powinien maleć wraz z wiekiem inwestora [Boscaljon, 2011, s. 115].

Oczywiście wdrożenie ww. zasady nie było jedyną przesłanką utworzenia funduszy *target date*, ponieważ niektóre funkcjonujące fundusze w różnym stopniu już z niej korzystały. Jednakże nie każdy inwestor musi znać się na zarządzaniu portfelem zgodnie z cyklem życia i nie każdy też posiada doświadczenie i czas niezbędny do wyboru odpowiedniego funduszu. Tym samym, chcąc sprostać wymaganiom inwestorów, zarządzający funduszami zaproponowali produkt, który będzie łączył w sobie cechy inwestowania zgodnego z cyklem życia i jednocześnie zautomatyzuje proces alokacji aktywów funduszy. Produktem tym stały się fundusze z docelową datą inwestycji, które w zamierzeniu ich twórców miały być także prostym sposobem na rozwiązanie dylematu, jaki fundusz wybrać w celu oszczędzania na emeryturę, znając potencjalną datę swojego przejścia na emeryturę.

Większość funduszy *target date* jest najczęściej funduszami funduszy. Zarządzanie nimi polega na redukowaniu pozycji obciążonych wyższym ryzykiem na rzecz instrumentów bezpiecznych zgodnie z przyjętą ścieżką alokacji aktywów (ang. *glide path*), uzależnioną od wieku inwestora i czasu pozostałego do przejścia na emeryturę. Większość ścieżek alokacji opiera się o zasadę „100 minus wiek inwestora”, lecz w wielu przypadkach zasada ta jest modyfikowana [Boscaljon, 2011, s.114]. W związku z tym fundusze o takiej samej dacie docelowej mogą się od siebie różnić.

W momencie uruchomienia większość funduszy *target date* (z wyjątkiem tych o krótkim horyzoncie czasowym) charakteryzuje się agresywną polityką inwestycyjną, co wynika z dużego zaangażowania w instrumenty o charakterze udziałowym, np. w tytuły uczestnictwa funduszy akcji. W kolejnym latach, w następstwie realizacji przyjętej ścieżki alokacji, fundusze te nabierają bardziej zrównoważonego charakteru, aby w przyszłości przypominać bardziej fundusze stabilnego wzrostu, dłużne i wreszcie w ostateczności fundusze rynku pieniężnego.

Prostota funduszy *target date* polega na tym, iż w nazwie każdego z nich znajduje się docelowa data inwestycji, która ma ułatwić potencjalnym inwestorom wybór konkretnego funduszu, dopasowanego do ich potrzeb. Tym samym inwestor przechodzący na emeryturę np. w okolicach roku 2030, powinien wybrać fundusz z taką właśnie datą docelową, akceptując jednocześnie zaproponowaną przez zarządzających ścieżkę alokacji. Oczywiście docelowa data inwestycji nie jest jednoznaczna z likwidacją funduszu. Określa ona jedynie moment potencjalnego przejścia na emeryturę. Co więcej, ścieżka alokacji może, ale nie musi kończyć się wraz z tą datą. W pierwszym przypadku, począwszy od tej

daty, fundusz zaprzestaje zmian w alokacji aktywów, a ich struktura jest od tej pory stała. W drugim, zmiany w alokacji aktywów następują także po ww. dacie zgodnie z przyjętą ścieżką alokacji i dopiero po ustalonym okresie skład portfela przestaje być modyfikowany.

Jak już wspomniano wcześniej, fundusze *target date* zaliczane są do grupy funduszy cyklu życia. Dość często obu tych nazw używa się zamiennie. Jednakże należy zwrócić uwagę, iż nie wszystkie fundusze cyklu życia są funduszami *target date*. W literaturze fachowej fundusze cyklu życia dzieli się na dwie grupy: z określonym poziomem ryzyka (ang. *target risk funds*) oraz będące przedmiotem tego artykułu fundusze z datą docelową inwestycji. Fundusze z określonym poziomem ryzyka znane są także pod nazwą funduszy stylu życia (ang. *lifestyle funds*). W założeniu twórców zadaniem ich jest utrzymanie stałego poziomu alokacji aktywów pomiędzy poszczególnymi instrumentami przez dany okres, w celu utrzymania stałej ekspozycji portfela na ryzyko. Zwykle fundusze *target risk* dzieli się na fundusze agresywne, umiarkowane i konserwatywne, a potencjalny inwestor wybiera fundusz nie na podstawie daty przejścia na emeryturę, uwzględniając swój stosunek do ryzyka. W momencie zmiany tego stosunku przenosi on swoje aktywa do funduszu o akceptowalnym przez siebie poziomie ryzyka [Lewis, 2008a, s. 56; Viceira, 2007, s. 4].

Fundusze *target date* różnią się od funduszy *target risk* tym, że poziom alokacji aktywów tych funduszy w poszczególne instrumenty nie jest stały. Zmienne jest także ryzyko portfela funduszy *target date* z wyjątkiem tych funduszy, w których po osiągnięciu daty docelowej nie dokonuje się zmian w strukturze alokacji aktywów. Fundusze takie stają się automatycznie funduszami *target risk*.

Podsumowując powyższe rozważania, za główną zaletę funduszy *target date* należy uznać przede wszystkim ułatwienie wyboru funduszu osobom nieposiadającym odpowiedniego doświadczenia. Ponadto poprzez nabycie tytułów uczestnictwa w funduszu *target date* inwestor otrzymuje w jednym produkcie kompleksową usługę polegającą na automatycznej alokacji aktywów portfela wraz z upływem czasu. Zwalnia to inwestora z potrzeby bieżącej obserwacji sytuacji na rynku finansowym, ale daje także korzyści w postaci niższych kosztów transakcyjnych.

Oczywiście to, co jest zaletą funduszy *target date*, stanowi także o ich słabości. Po pierwsze należy pamiętać, iż docelowa data inwestycji funduszu, w tym przyjęta przez fundusz ścieżka alokacji aktywów, nie stanowią idealnego rozwiązania dla każdego inwestora, ponieważ inwestorzy różnią się od siebie, m.in. awersją do ryzyka czy potrzebami w poszczególnych okresach życia. Z czasem może się więc okazać, że wybrany przez inwestora fundusz z datą docelową nie spełnia jego oczekiwań.

Wadą funduszy *target date* jest także to, że część z nich nie dokonuje zbyt często zmian w portfelu aktywów, co może przyczyniać się do niższych stóp zwrotu czy nawet poniesienia strat. Należy także pamiętać, że przyjęcie przez fundusz określonej ścieżki alokacji aktywów może przyczynić się do utraty możliwości wykorzystania hossy na rynku finansowym. Wreszcie fundusze *target date*, tak jak wszystkie fundusze inwestycyjne, nie są wolne od ryzyka.

2. Charakterystyka krajowych funduszy *target date*

Na polskim rynku funduszy inwestycyjnych pierwsze fundusze *target date* pojawiły się w 2012 r. i były to: ING Perspektywa, Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty (ING Perspektywa) oraz PKO Zabezpieczenia Emerytalnego, Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty (PKO ZE). Wcześniej na krajowym rynku pojawiły się inne fundusze zarządzane zgodnie z cyklem życia i były to fundusze *target risk*. Ich oferta dostępna jest najczęściej w ramach ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, ewentualnie w ramach programów systematycznego oszczędzania oferowanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Pierwszy polski fundusz *target date* – ING Perspektywa – został zarejestrowany 13.03.2012 r., natomiast aktywną działalność rozpoczął 19.03.2012 r. [Prospekt informacyjny ING..., s. 3]. Jest to typowy fundusz parasolowy, w skład którego wchodzi 6 subfunduszy:

- ING Subfundusz Perspektywa 2020,
- ING Subfundusz Perspektywa 2025,
- ING Subfundusz Perspektywa 2030,
- ING Subfundusz Perspektywa 2035,
- ING Subfundusz Perspektywa 2040,
- ING Subfundusz Perspektywa 2045.

Fundusz zbywa jednostki uczestnictwa typu A, E, F, K i T. W ramach podstawowej oferty zbywane są wyłącznie jednostki typu A. Minimalna wysokość wpłat tytułem pierwszego nabycia tych jednostek wynosi 200 zł oraz 50 zł w przypadku kolejnych nabyć. Pozostałe typy jednostek dystrybuowane są w ramach oferty IKE, IKZE, PPE oraz PPI, a minimalna wpłata wynosi 0,01 zł [Prospekt informacyjny ING..., s. 3-4].

PKO ZE został zarejestrowany 18.06.2012 r., zaś dystrybucję jednostek rozpoczął 20.06.2012 r. [Prospekt informacyjny PKO..., s. 3]. Również i on jest funduszem parasolowym, w którym pod jednym parasolem umieszczono 5 subfunduszy:

- Subfundusz PKO Zabezpieczenia Emerytalnego 2020,

- Subfundusz PKO Zabezpieczenia Emerytalnego 2030,
- Subfundusz PKO Zabezpieczenia Emerytalnego 2040,
- Subfundusz PKO Zabezpieczenia Emerytalnego 2050,
- Subfundusz PKO Zabezpieczenia Emerytalnego 2060.

Fundusz zbywa jednostki uczestnictwa typu A, E i F. W ramach podstawowej oferty zbywane są wyłącznie jednostki typu A. Minimalna wysokość wpłat tytułem nabycia tych jednostek wynosi 100 zł zarówno w przypadku pierwszego nabycia jednostek, jak i kolejnych. Pozostałe typy jednostek dystrybuowane są w ramach oferty IKE, IKZE, PPE, PSO i WPI i różnią się między sobą sposobem i wysokością pobieranych opłat [Prospekt informacyjny PKO..., s. 4].

Nabycie jednostek uczestnictwa subfunduszy ING Perspektywa oraz PKO ZE wiąże się z obowiązkiem uiszczenia opłaty dystrybucyjnej. Maksymalna opłata w przypadku nabycia jednostek uczestnictwa subfunduszy PKO kształtuje się na poziomie 2% dla jednostek typu A (1% dla j.u. typu E) oraz 4% w przypadku nabycia jednostek uczestnictwa wszystkich typów subfunduszy ING. Oczywiście oba towarzystwa przewidują możliwość obniżek opłat manipulacyjnych w ramach prowadzonych akcji promocyjnych, jednakże w analizowanym okresie sytuacja taka nie miała miejsca. Ponadto uczestnicy obu funduszy mogą zostać obciążeni opłatami za zamianę lub konwersję. Opłata ta w odniesieniu do jednostek uczestnictwa subfunduszy PKO nie może być wyższa niż 5%, zaś w odniesieniu do jednostek uczestnictwa subfunduszy ING nie może przekroczyć 1% [Prospekt informacyjny PKO..., s. 16, 23, 31, 38, 46; Prospekt informacyjny ING..., s. 17, 23, 30, 36, 43, 48].

Warto także dodać, iż w niektórych przypadkach uczestnicy funduszy mogą zostać także obciążeni opłatami za umorzenie jednostek, ewentualnie opłatami za otwarcie rejestru funduszy.

Oprócz opłat manipulacyjnych najistotniejszym obciążeniem dla inwestorów są opłaty za zarządzanie. W przypadku ING Perspektywa opłaty te mają charakter degresywny i maleją wraz ze zmniejszającym się udziałem instrumentów udziałowych w portfelu. Jest to jak najbardziej zasadne, bo im bliżej daty docelowej, tym bardziej dany fundusz przypomina fundusze dłużne bądź fundusze rynku pieniężnego, które obciążane są niższymi opłatami za zarządzanie. I tak, dla jednostek typu A subfunduszu o najpóźniejszej dacie docelowej (2045) opłata ta w pierwszym okresie wynosi 2,1% i spada wraz ze zmianą alokacji aktywów do poziomu 1,3% [Prospekt informacyjny ING..., s. 18].

Nabycie pozostałych typów jednostek obciążone jest niższymi opłatami. Inwestycje w pozostałe subfundusze także wiążą się z niższymi opłatami (1,9%, 1,7%, 1,5%, 1,3%), zgodnie z zasadą, że im bliżej daty docelowej, tym opłata za zarządzanie jest niższa.

W przypadku PKO ZE opłata za zarządzanie wynosi 4% dla jednostek typu A oraz 1,5% dla jednostek typu E i F i nie ma charakteru degresywnego [Prospekt informacyjny PKO..., s. 17]. Jednakże na dzień 30.06.2013 r. obowiązywały niższe stawki opłat za zarządzanie i w zależności od daty docelowej funduszu oraz typu jednostek uczestnictwa kształtowały się one na poziomie od 4% do 1,2% dla jednostek uczestnictwa typu A, od 1,5% do 0,8% dla j.u. typu E oraz od 1,1% do 0,65% dla jednostek typu F.

Przy okazji opłat za zarządzanie nie można pominąć faktu, iż aktywa subfunduszy obciążone są także dodatkowymi opłatami za zarządzanie z tytułu nabywania jednostek uczestnictwa innych funduszy lub subfunduszy, co dodatkowo wpływa na wycenę ich aktywów. Opłaty te w przypadku subfunduszy PKO ZE mieszczą się w przedziale od 0% do 1,5%, zaś w przypadku subfunduszy ING Perspektywa w przedziale od 0,8% do 1,5% [Prospekt informacyjny PKO..., s. 13, 19, 25, 33, 40; Prospekt informacyjny ING..., s. 18, 25, 31, 37, 44, 50].

Z punktu widzenia inwestora, chcącego nabyć jednostki uczestnictwa typu A, bardziej opłacalna pod względem kosztowym jest oferta funduszu ING Perspektywa. Co prawda, fundusz ten charakteryzuje się wyższymi opłatami manipulacyjnymi, jednakże pobierane przez ten fundusz opłaty za zarządzanie są zdecydowanie niższe i co najważniejsze maleją wraz ze zbliżaniem się funduszu do daty docelowej. Oferta funduszu PKO ZE nie przewiduje tego typu rozwiązań, tym samym po okresie promocji aktywa wszystkich subfunduszy PKO ZE będą obciążane opłatą w wysokości 4,0%, a więc dwukrotnie wyższą niż w przypadku subfunduszy ING.

Jak już wspomniano wcześniej, w zamiarze zarządzających funduszem ING Perspektywa jest on typowym funduszem funduszy, realizującym cel inwestycyjny poprzez inwestowanie aktywów subfunduszy w jednostki uczestnictwa innych funduszy inwestycyjnych otwartych, w tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych lub instytucji wspólnego inwestowania z siedzibą za granicą. Jednakże statut funduszu dopuszcza także możliwość lokowania aktywów subfunduszy bezpośrednio w papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego w przypadku, gdy ze względu na ograniczenia inwestycyjne związane z koncentracją inwestycji w jednostki uczestnictwa lub tytuły uczestnictwa funduszy nie będzie już możliwe inwestowanie w tego typu instrumenty [Prospekt informacyjny ING..., s. 13, 19, 26, 32, 39, 45].

Natomiast statut funduszu PKO ZE zakłada lokowanie aktywów subfunduszy w instrumenty udziałowe lub instrumenty dłużne, będące przedmiotem oferty publicznej lub dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub państw należących do Unii Europejskiej oraz bę-

dące przedmiotem obrotu na rynku zorganizowanym, który jest rynkiem regulowanym w Rzeczypospolitej Polskiej lub innym państwie członkowskim lub na innych rynkach zorganizowanych. PKO ZE przewiduje również lokowanie aktywów subfunduszy w kontrakty terminowe na akcje lub indeksy giełdowe akcji, a także depozyty o terminie zapadalności dłuższym niż 7 dni i papiery wartościowe, co do których istnieje zobowiązanie drugiej strony do ich odkupu (buy/sell back). Ponadto aktywa subfunduszy PKO Zabezpieczenia Emerytalnego mogą być lokowane w jednostki uczestnictwa innych funduszy inwestycyjnych otwartych mających siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, tytuły uczestnictwa emitowane przez fundusze zagraniczne oraz tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania mające siedzibę za granicą, jeżeli, zgodnie ze statutem lub innym właściwym dokumentem, realizują one swój cel inwestycyjny poprzez lokowanie w kategorii lokat wymienionych powyżej [Prospekt informacyjny PKO..., s. 12, 18, 25, 32, 40].

W rzeczywistości, na dzień 30.06.2013 r., aktywa wszystkich subfunduszy funduszy ING Perspektywa oraz PKO ZE lokowane były wyłącznie w jednostki uczestnictwa innych funduszy inwestycyjnych otwartych oraz tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych lub instytucji wspólnego inwestowania z siedzibą za granicą¹. Co więcej, we wskazanym okresie zarządzający ww. subfunduszami lokowali aktywa wyłącznie w funduszach (subfunduszach) zaliczanych do swoich grup kapitałowych. Z punktu widzenia towarzystw funduszy inwestycyjnych rozwiązanie to należy uznać za zasadne, bowiem zwiększa to sprzedaż funduszy (subfunduszy) danego towarzystwa i jednocześnie zwiększa przychody z opłat za zarządzanie. Rozwiązanie to niesie jednak ze sobą ryzyko zmniejszenia potencjalnych zysków dla uczestników funduszy, bowiem zarządzający nie lokują aktywów w fundusze spoza swojej „rodziny”, które mogą charakteryzować się wyższymi stopami zwrotu. Oczywiście zjawisko to nie jest charakterystyczne tylko dla Polski, ale występuje także na rynkach rozwiniętych, co potwierdzają badania z rynku amerykańskiego, przeprowadzone w 2012 r. Z badań tych wynika, iż na 41 funduszy *target date* aż 24 z nich korzystały z tzw. architektury zamkniętej, 7 inwestowało głównie poza swoją grupą kapitałową, natomiast 10 charakteryzowało się architekturą mieszaną [Target-date Series..., 2012, s. 58].

Z punktu widzenia polityki inwestycyjnej oba krajowe fundusze *target date* charakteryzują się podobieństwem w zakresie wyboru głównych składników lokat. Na tym jednak podobieństwo tych funduszy się kończy, a główne różnice

¹ Na podstawie półrocznych jednostkowych sprawozdań finansowych subfunduszy ING Perspektywa oraz półrocznych jednostkowych sprawozdań finansowych subfunduszy PKO Zabezpieczenia Emerytalnego.

między nimi występują w sposobie dywersyfikacji lokat w poszczególnych okresach i częstotliwości przeprowadzania zmian w alokacji aktywów (tabela 1).

Tabela 1. Planowane zaangażowanie aktywów krajowych funduszy *target date* w instrumenty o charakterze udziałowym (w %)

ING	Okres od ... do ...							
	2012- -2014	2015- -2019	2020- -2024	2025- -2029	2030- -2034	2035- -2039	2040- -2045	od 2046
2020	19-33	9-23	9-11					
2025	30-40	19-35	9-23	9-11				
2030	36-47	30-43	19-35	9-23	9-11			
2035	42-54	36-50	30-43	19-35	9-23	9-11		
2040	48-59	42-56	36-50	30-43	19-35	9-23	9-11	
2045	53-65	48-61	42-56	36-50	30-43	19-35	9-23	9-11
PKO	Okres od ... do ...						od 2060	
	2012- -2019	2020- -2029	2030- -2039	2040- -2049	2050- -2059			
2020	0,00	0,00						
2030	20-60	0-30	0-10					
2040	40-80	20-60	0-30	0-10				
2050	70-100	40-80	20-60	0-30	0-10			
2060	70-100	70-100	40-80	20-60	0-30	0-10		

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Prospekt ING [s. 13, 20, 26, 33, 39, 45] oraz Prospekt PKO [s. 12, 18, 25, 32, 40].

Zgodnie z danymi zawartymi w tabeli 1 „zasadnicza” zmiana alokacji aktywów subfunduszy funduszu ING Perspektywa następuje w cyklach 5-letnich, zaś subfunduszy funduszu PKO ZE w cyklach 10-letnich. Nie oznacza to jednak, że w międzyczasie nie są dokonywane żadne zmiany w portfelach lokat subfunduszy. Zmiany te są realizowane, jednakże tylko w obrębie przyjętych przedziałów zaangażowania dla określonych instrumentów. W ostateczności po upływie danego cyklu zaangażowanie aktywów każdego z subfunduszy w instrumenty o charakterze udziałowym jest zmniejszane na korzyść instrumentów o charakterze dłużnym, a w nowym cyklu zarządzający mogą poruszać się tylko i wyłącznie w nowym przedziale zaangażowania, przyjętym dla danego rodzaju instrumentu.

Maksymalne dopuszczalne wartości zaangażowania w instrumenty udziałowe w przypadku subfunduszy ING Perspektywa zostały ustalone na zdecydowanie niższym poziomie niż w przypadku subfunduszy PKO ZE, co przełożyło się na węższe przedziały zaangażowania w te instrumenty. Zarządzający subfunduszami PKO ZE dysponują szerszym zakresem przedziałów. Tym samym mają większą swobodę w realizacji celów inwestycyjnych, co może przełożyć się na wypracowanie wyższych stóp zwrotu.

Porównanie maksymalnych poziomów zaangażowania wszystkich subfunduszy w instrumenty udziałowe pozwala także stwierdzić, iż subfundusze ING Perspektywa charakteryzują się niższym poziomem ryzyka niż subfundusze PKO ZE, którym można przypisać bardziej agresywny charakter. Jednakże odnosząc te rozważania do doświadczeń rynków rozwiniętych oraz faktycznego zaangażowania aktywów subfunduszy w instrumenty udziałowe (tabela 2), należy uznać, że ścieżki alokacji krajowych subfunduszy *target date* mają charakter konserwatywny. Jak wynika z doświadczeń rynków rozwiniętych, za konserwatywne uznaje się ścieżki alokacji, w których zaangażowanie aktywów w instrumenty udziałowe zmienia się od 80% do 30%. Za ścieżki umiarkowane uznaje się takie, w których zaangażowanie w instrumenty udziałowe zmienia się od 90% do 40%, zaś za agresywne uznaje się ścieżki alokacji, w których alokacja aktywów w wymienione instrumenty zmienia się od 100% do 50% [Lewis, 2008b, s. 131-132].

Tabela 2. Alokacja aktywów krajowych funduszy *target date* na dzień 30.06.2013 r. a założenia polityki inwestycyjnej funduszy* (w %)

ING	Instrumenty udziałowe		Instrumenty dłużne		Stopy zwrotu 12m
	30.06.2013	min-max	30.06.2013	min-max	
2020	24,94	19-33	71,53	67-81	9,60
2025	31,82	30-40	59,15	60-70	10,60
2030	29,21	36-47	67,09	53-64	10,80
2035	45,98	42-54	50,20	46-58	11,50
2040	50,67	48-59	44,53	41-52	11,80
2045	56,46	53-65	40,27	35-47	12,20
PKO	30.06.2013	min-max	30.06.2013	min-max	Stopy zwrotu 12m
2020	0,00	0,00	88,14	0-100	3,30
2030	38,09	20-60	41,47	40-80	9,10
2040	57,93	40-80	21,18	20-60	10,50
2050	75,00	70-100	5,91	0-30	14,10
2060	78,69	70-100	3,10	0-30	18,20

* dane w tabelach nie sumują się do 100% ze względu na pominięcie w tabeli udziału w aktywach subfunduszy środków pieniężnych.

Źródło: opracowanie na podstawie półrocznych sprawozdań finansowych analizowanych subfunduszy.

Dane zawarte w tabeli 2 pokazują także, że zarządzający analizowanymi subfunduszami utrzymywali zaangażowanie w instrumenty udziałowe bliżej dolnej granicy przyjętych przedziałów, co również potwierdza bardziej konserwatywny charakter tych subfunduszy. Ponadto z powyższych danych wynika, że tylko w jednym przypadku poziom zaangażowania w określone instrumenty nie pokrywał się z przyjętymi założeniami.

Oczywiście stosowana przez fundusze polityka inwestycyjna, której nieodłącznym wyróżnikiem w przypadku funduszy *target date* są ścieżki alokacji, przekłada się na poziom ryzyka, a także na osiągane przez nie stopy zwrotów. Jest to szczególnie widoczne w funduszach o takiej samej dacie docelowej i różnych ścieżkach alokacji. Zjawisko to w niewielkim stopniu można zaobserwować także na polskim młodym rynku funduszy *target date*. Należy jednak podkreślić, iż ta sama data docelowa nie oznacza takiego samego poziomu ryzyka. Dlatego inwestor oprócz wyboru daty docelowej funduszu, powinien także kierować się poziomem ryzyka, jaki jest w stanie zaakceptować.

Podsumowanie

Wprowadzenie na polski rynek funduszy *target date* jest po pierwsze poszerzeniem dość szerokiej już oferty towarzystw funduszy inwestycyjnych i pokazuje, że polski rynek rozwija się zgodnie z trendami światowymi, po drugie jest to także ukłon w stronę tych inwestorów, którzy nie dysponują odpowiednią wiedzą, aby móc samodzielnie zarządzać swoimi oszczędnościami emerytalnymi. W tym miejscu należy jednak kategorycznie podkreślić, iż fundusze *target date*, podobnie jak pozostałe fundusze inwestycyjne, nie gwarantują swoim uczestnikom zysków, a ich zadaniem jest ułatwienie potencjalnemu inwestorowi podjęcia decyzji w kwestii wyboru funduszu poprzez dostarczenie mu produktu skrojonego na miarę i działającego na zasadzie „Wybierz i zapomnij”.

Odnosząc się do dostępnej oferty krajowych funduszy *target date*, należy uznać, że oferta obu towarzystw jest bardzo zbliżona. Co prawda fundusz ING Perspektywa oferuje więcej subfunduszy, ale ostatni z nich charakteryzuje się krótszą datą docelową niż analogiczny z subfunduszy PKO ZE. W rzeczywistości oba towarzystwa w ramach oferty *target date* oferują klasyczne fundusze funduszy.

Pod względem stosowanej polityki inwestycyjnej bardziej korzystna, ze względu na szerszy zakres przedziałów, może wydawać się oferta PKO ZE, lecz może ona się wiązać z wyższym poziomem ryzyka. Natomiast pod względem kosztowym korzystniejsza wydaje się oferta ING Perspektywa, za czym przemawia degresywny charakter opłaty za zarządzanie. Ze względu na krótki okres funkcjonowania tego typu funduszy w Polsce trudno porównywać osiągane przez nie stopy zwrotu, w tym wpływ prowadzonej przez nie polityki inwestycyjnej na ich efektywność.

Literatura

- Balduzzi P., Reuter J. (2012), *Heterogeneity In target-date funds: optimal risk taking or risk matching?* „NBER Working Paper” No. 17886.
- Boscaljon B. (2011), *Determining the „glide path” for target-date funds.* „Financial Services Review”, No. 20.
- Jednostkowe sprawozdania finansowe subfunduszy PKO Zabezpieczenia Emerytalnego za okres 6 miesięcy zakończony dnia 30 czerwca 2013 r.
- Lewis N.D. (2008a), *The relationship between target date and target risk funds.* „Pensions”, Vol. 13, 1-2.
- Lewis N.D. (2008b), *Making ends meet: Target date investment funds and retirement wealth creation.* „Pensions”, Vol. 13, 3.
- Półroczne jednostkowe sprawozdania finansowe subfunduszy ING Perspektywa za okres 6 miesięcy zakończony dnia 30 czerwca 2013 r.
- Prospekt informacyjny ING Perspektywa Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty, (tekst jednolity prospektu obowiązujący od dnia 1 sierpnia 2013 r.)
- Prospekt informacyjny PKO Zabezpieczenia Emerytalnego Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty, (tekst jednolity prospektu obowiązujący od dnia 28 maja 2013 r.)
- Target-date Series Research Paper (2012), Industry Survey, Morningstar.
- Viceira L.M. (2007), *Life-cycle funds*, Harvard Business School, NBER and CEPR, <http://ssrn.com/abstract=988362>.

TARGET DATE FUNDS – THE NEW PRODUCT IN THE INVESTMENT FUNDS MANAGEMENT COMPANIES OFFER – COMPARATIVE ANALYSIS

Summary: The objective of the hereby paper is bringing closer the essence of the target date funds and characteristics of the first Polish funds of this type. The main aim of these funds is to facilitate the choice of appropriate fund for potential investors based on the criterion of the retirement date. However they aren't free from disadvantages and the risk. In the first part of this article an overall description of target date funds will be described with taking differences into account among these funds and other funds ranked as life cycle funds. In part second part the first Polish target date funds will be characterized with using descriptive analysis. The main objects of analysis will be: the cost and fees associated with the accession to these funds, the investment policy and the glide paths.

Keywords: target date funds, life cycle funds, glide path, retirement savings.