

Rozsah ratingu  
Milán, Dublin, Boston

## Pioneer Investments

### Rating správce aktiv

První rating: **aa** (duben 2004)



### Analytici

Isabele Pardon  
+33 1 44 29 92 77  
Isabele.Pardon@fitchratings.com

Aymeric Poizot, CFA  
+33 1 44 29 92 76  
aymeric.poizot@fitchratings.com

### Shrnutí

Agentura Fitch Ratings udělila pobočkám společnosti Pioneer Global Asset Management's („PGAM“) v Miláně, Dublinu a Bostonu, obchodujícím pod jménem Pioneer Investments („Pioneer“) rating správce aktiv „**aa**“.

Společnost PGAM ke konci roku 2003 spravovala portfolia aktiv v hodnotě 116 miliard EUR a ve výše uvedených pobočkách zaměstnávala cca 1 500 zaměstnanců. Společnost vznikla v roce 2000 spojením společností zabývajících se správou aktiv v rámci skupiny UniCredito Italiano („UniCredito“, rating ‘AA-/F1+’) a společnosti Pioneer Inc. se sídlem v Bostonu. Po této fúzi došlo k reorganizaci společnosti a ke značným investicím do provádění výzkumu a analýz, do zdrojů k realizaci kvantitativního výzkumu a do prodeje a marketingu. Společnost Pioneer, která je nyní řízena jako globální společnost, byla integrována ve smyslu investičních funkcí a nyní důsledně dohlíží v rámci všech svých poboček na fungování IT, řízení rizik či compliance.

Rating „**aa**“ odráží především zdravé fungování společnosti (pozn: v originále „operational strength“), přítomnost akcionáře s investičním ratingem (který je co do výše aktiv druhou největší bankou v Itálii) a diverzifikovanou klientskou základnu a nabídku produktů. Dále tento rating vyzdvihuje kvalitní průběh investičních procesů, kterým se dostává podpory rozsáhlých globálních zdrojů výzkumu a analýz. Komplexní a rozsáhlé platformy informačních technologií na všech pobočkách zajišťují vysoký stupeň efektivity a bezpečnosti při správě aktiv a zpracování objednávek. Navíc byly využity další zdroje a postupy, díky kterým existuje garantovaná schopnost sledovat finanční a operační rizika. Obecně vzato lze shrnout, že u společnosti Pioneer agentura Fitch zaznamenala schopnost dynamicky se rozvíjet a inovovat produkty.

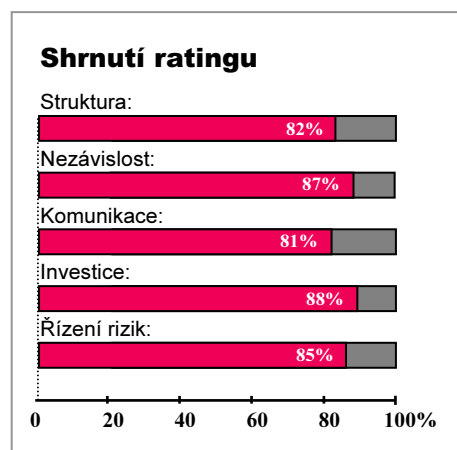
Ve společnosti Pioneer převažuje ve správě peněžních prostředků aktivní tzv. bottom-up přístup, podporovaný silným interním kvantitativním a kvalitativním výzkumem a analýzami. Akcie a dluhopisy jsou spravovány prostřednictvím všech tří výše uvedených poboček. Ostatní investiční centra, především v Singapuru, Varšavě a v Praze, nejsou zahrnuta do tohoto ratingu a reportu.

### ■ Silné stránky

- Silný akcionář
- Inovace produktů
- Spolehlivě nastavené investiční procesy u akcií a nástrojů s pevným výnosem
- Existence zdrojů k provádění kvantitativních a kvalitativních výzkumů a analýz
- Rozsáhlá platforma k řízení rizik v rámci Evropy
- Rozsáhlá prodejní síť

### ■ Prostor ke zlepšení ( Pozn: v originále „concerns“)

- Relativně omezená základna institucionálních klientů
- Prostor pro zlepšení propojení mezi USA a Evropou
- Prostor pro zlepšení nástrojů sledování portfolia v Evropě
- Nižší úroveň řízení rizik v USA
- Schopnost vstoupit na trhy "oddělených účtů" v USA



Duben 2004

## ■ Struktura společnosti

### Životaschopnost společnosti

Společnost PGAM je dceřinou holdingovou společností zastřešující správu aktiv v rámci UniCredito Italiano, druhé největší italské banky<sup>1</sup>, důkazem její finanční síly je rating 'AA-'.  

---

V roce 1999 založila společnost UniCredito v Irsku dceřinou společnost, která se pod názvem Europlus soustředila výhradně na správu aktiv. V roce 2000 pak došlo k akvizici společnosti zabývající se správou aktiv Pioneer Inc. se sídlem v Bostonu za cenu 1,2 miliard USD. Následovaly tři roky reorganizace, jejichž vyvrcholením bylo vytvoření jediné společnosti na správu aktiv, společnosti PGAM, která zastřešila rovněž všechny dceřiné společnosti banky UniCredito, které se zabývaly správou aktiv, pod obchodní jméno Pioneer. Společnost PGAM zahrnuje šest investičních center: v Miláně, Dublinu, Bostonu, Singapuru, ve Varšavě a v Praze. Poslední tři jmenovaná centra a aktivity společnosti v oblasti alternativních investic nejsou předmětem této zprávy a nejsou zahrnuty do ratingu „aa“.

Ačkoliv se společnost PGAM podílí na celkovém konsolidovaném zisku společnosti UniCredito pouze v malé míře, její aktivity mají strategický význam pro další vývoj skupiny. Nejlepším příkladem toho, že UniCredito má zájem se tímto směrem rozvíjet, je samotná akvizice společnosti Pioneer Inc. a celková podpora, které se v loňském roce dostalo akvizici správce hedge fondů – společnosti Momentum se sídlem v Londýně.

V roce 2003 zaznamenala společnost PGAM čisté prodeje ve výši 8,8 miliard EUR při počáteční výši objemu AUM (assets under management – výše spravovaných aktiv) na úrovni 104 miliard EUR ke konci prosince 2002, čímž se zařadila mezi společnosti s nejlepšími výsledky růstu AUM v Evropě. Tento vývoj potvrdil trend, který se poprvé začal prosazovat v roce 2001. Hlavním růstovým faktorem byly prodeje mimo území Itálie, které představovaly 74% celkových AUM. V rámci Itálie je společnost PGAM třetím největším poskytovatelem investičních fondů. Ve Spojených státech, které jsou pro společnost druhým největším trhem, se řadí PGAM mezi společnosti druhé úrovně (v originále: „second tier“), měřeno ukazatelem AUM, ale pokud jde o růst tohoto ukazatele v roce 2003, patří mezi prvních pět společností. Ačkoliv cílem PGAM je zaměřit se na všechny trhy, růst v rámci Itálie zůstává klíčovým. Cíle nastavené managementem v oblasti růstu tržeb jsou velmi ambiciózní; čisté tržby v roce 2006 ve výši 13 miliard EUR, z čehož 40% by mělo být

generováno v Itálii. K dosažení tohoto cíle se snaží PGAM využít své znalosti z obchodování s akciami a neustále přicházet s inovacemi produktů (alternativní investice<sup>2</sup>, penzijní fondy, správa aktiv a pasiv a kapitálově kryté fondy). V rámci trhu v USA bude velkou výzvou získání určité pozice v rámci rychle rostoucího segmentu “individuálních účtů”, kde se Pioneer Inc. ještě neetabloval.

Ke konci roku 2003 spravovala společnost Pioneer aktiva ve výši 116 miliard EUR. Dublin zůstává zdaleka nejsilnějším investičním centrem s podílem 59%. Za ním následuje Boston (22%) a Milán (16%). Pioneer disponuje expertizou v rámci všech tříd aktiv: dluhopisy evropské, mezinárodní a rozvíjejících se trhů, včetně vysoce úročených a podnikových dluhopisů (58% v rámci AUM), evropské, americké, asijské akcie a akcie rozvíjejících se trhů (26%), produkty zaměřené na Evropu a globální balancované produkty (10%) a fondy peněžního trhu (6%). Společnost využila přítomnosti Pioneer Inc. k rozšíření své distribuční sítě a nyní je zastoupena v USA, v Evropě, v Latinské Americe a v Pacifické oblasti. Jediným klíčovým trhem, na kterém společnost PGAM nemá zastoupení, je Japonsko.

Společnost PGAM zaměstnává 56 pracovníků, z nichž většina se zabývá koordinací v oblasti například auditu, řízení rizik, corporate governance, compliance, strategického výzkumu, financí a informačních technologií, aby podpořili provádění konzistentní strategie v rámci všech aktivit správy aktiv. Jednoznačným cílem je dosažení pozice integrovaného globálního správce aktiv, nikoliv vybudování sítě nezávislých správců aktiv. Společnost je takto organizována teprve po krátkou dobu. Existuje stále prostor pro větší integraci mezi pobočkami v Bostonu a v Evropě a většina vrcholového managementu ve skupině byla jmenována teprve v posledních třech letech. Nicméně je patrné, že skupina se vydala cestou globální integrace. Všechny společnosti v rámci PGAM, s výjimkou společnosti Pioneer Inc., využívají modelu odděleného výkonného řízení a představenstva. Veškeré dokumenty představenstev jsou schvalovány na úrovni Globální správy a řízení společnosti (v originále: „Global Corporate Governance“). Navíc všechny společnosti v rámci italské skupiny a společnost PGAM musí mít Radu auditorů. Na úrovni PGAM byl ustaven auditorský výbor, který je složen z nezávislých ředitelů a z jednoho ředitele bez výkonných pravomocí. V dublinské pobočce byli rovněž jmenováni nezávislí ředitelé.

Společnost PGAM v posledních letech vykazuje zdravý provozní zisk a celkově vykazuje pozitivní trendy s tím,

---

<sup>1</sup> Celková aktiva v roce 2002

<sup>2</sup> Alternativní strategie (hedge fondy a fondy hedge fondů) jsou spravovány společností Pioneer Alternative Investments, jejíž aktivity nejsou zahrnuty do tohoto ratingu.

že provize rostou paralelně se zvyšující se racionalizací. Od své akvizice v roce 2000 zaznamenala společnost Pioneer Inc. oživení provozního zisku díky zásadnímu omezení výdajů na pracovní sílu (došlo ke snížení celkového počtu zaměstnanců o 27 %). Nicméně americké pobočky zůstávají i nadále méně ziskové než zbytek skupiny. Agentura Fitch neidentifikovala žádné zásadní problematické oblasti, které by mohly ohrozit ziskovost: žádná koncentrace klientů, převážně pevné poplatky a vyvážený mix nabízených produktů.

### Rozsah činnosti

Ke konci září 2003 představoval retail segment 65% z celkových AUM, soukromí investoři a VIP majetní klienti 19% a aktiva skupiny 4%. Zbývajících 11% souviselo s institucionálními subjekty a třetími stranami, většina z nichž pocházela z Itálie. Dosud institucionální subjekty nepředstavovaly primární předmět zájmu společnosti Pioneer v oblasti poskytování služeb třetí stranám, neboť hlavní důraz byl kladen na globální platformy privátního bankovníctví a finanční instituce. Ačkoliv se nejedná o strategický cíl, nedávné úspěchy, jakým bylo například získání mandátu ke správě penzijních fondů v Chile, potvrzují, že společnost Pioneer je schopna obsluhovat i tento náročný trh s nízkými ziskovými maržemi. Navíc si společnost Pioneer rezervovala zdroje, zejména centralizovanou databázi, aby mohla reagovat na RFP, a v roce 2003 se zúčastnila 50 výběrových řízení. Celkem 80% celkových AUM je spravováno prostřednictvím pěti rodin investičních fondů, zbytek je držen v individuálních účtech (v poměru 50:50 mezi institucionálními investory a italskými VIP majetnými klienty).

### Řízení společnosti

Systémy sledování portfolia, řízení objednávek, párování/vypořádání a oceňování v rámci společnosti Pioneer (pokud nejsou outsoursovány) se jeví jako spolehlivé a přizpůsobené povaze činnosti a objemu aktivit na všech třech pobočkách, kterými se zabývá tato zpráva. Nicméně agentura Fitch věří, že existuje prostor pro zlepšení sledování portfolia v Dublinu a v Miláně. Manažeři v Bostonu monitorují svá portfolia pomocí na zakázku vyrobeného systému (Portfolio Management Analysis), který využívá informace o cenách a držení cenných papírech v reálném čase, čímž umožňuje srovnání se sektorovými ukazateli, kapitalizací, ukazatelem P/E, doporučeními analytiků, atd. Naopak v Dublinu a v Miláně se využívá tabulkového procesoru Excel a programu Business Objects, které nabízejí v rámci reportingu méně funkcí. Řešení Charles River Development („CRD“) je využíváno pro řízení objednávek, jehož součástí je rovněž kontrola před zpracováním externího výkaznictví. Výjimku tvoří individuální účty v Miláně, které jsou spravovány prostřednictvím řešení AR Enterprise<sup>3</sup>. Ke zjednodušení

<sup>3</sup> AR Enterprise je italskou společností, která se zabývá poskytováním investičních řešení pro VIP majetné klienty.

generování objednávek (alokace volných peněžních prostředků, vyvažování portfolia, definování cílových vah, atd.) byly na zakázku vyvinuty nejrůznější nástroje: PMA v Bostonu a TMI Navigator v Dublinu, které jsou oba napojeny na řešení CRD. Vyřizování objednávek v Bostonu je značně automatizované prostřednictvím protokolu Fix (v současné době ze 60%, cílem je 100% automatizace do konce roku 2004), avšak v menší míře v ostatních pobočkách (instalace protokolu Fix je plánována do konce roku 2004).

Párování obchodů uskutečněných prostřednictvím brokerů se provádí v Turíně elektronicky (middle office pro všechny neamerické fondy), stejně tak v Miláně (middle office pro italské individuální účty) a v Bostonu, kde se toto párování pro příslušného depozitáře fondů domicilovaných v USA zpracovává externě.

Společnost UniCredito plní roli depozitáře pro všechny v Itálii domicilované fondy a retailové individuální účty a role depozitáře je delegována na třetí strany v případě ostatních rodin investičních fondů. Institucionální individuální účty v Bostonu s Miláně jsou v držbě různých externích depozitářů. Komunikace mezi všemi externími depozitáři je vysoce automatizovaná s využitím specializovaných rozhraní, elektronické výměny souborů či zpráv systému Swift. Oceňování fondů domicilovaných v Itálii a v USA je prováděno v Turíně a v Bostonu interně a je outsoursováno pro lucemburské a irské fondy. Zatímco Milán disponuje všemi potřebnými zdroji, ke správě velkého množství individuálních účtů, zvláště pak systémem AR Development, Boston dostatečnými zdroji nedisponuje, což je velmi problematické, neboť tento sektor představuje strategickou prioritu. Dohody o poskytování služeb (Service Level Agreements) byly podepsány se všemi depozitáři/správci fondů s výjimkou společnosti UniCredito (kde se na něm pracuje).

Počet zaměstnanců v klíčových oblastech, jako investice, prodej a řízení vztahů se zákazníky činí cca 140 manažerů a 220 členů prodejního týmu. Všichni tito zaměstnanci jsou odborníci s rozsáhlými zkušenostmi v oblasti správy aktiv. Fluktuace zaměstnanců dosahuje rozumné úrovně, ačkoli téměř polovina pracovních sil nastoupila do společnosti v posledních třech letech, což je odrazem dynamického růstu společnosti PGAM. V důsledku své akvizice zaznamenala společnost Pioneer Inc. odchod řady zaměstnanců z investičního oddělení, nicméně od té doby se fluktuace stabilizovala. Kontinuita investování je zajištěna dostatečným počtem zaměstnanců a podporou ze strany portfolio manažerů.

Výběr brokerů a protistran a jejich monitoring jsou řízeny jednoznačnými procesy, které jsou v současnosti harmonizovány v duchu globálního plánu, který byl vyhlášen koncem července 2003. V rámci výběru je vyžadováno formální přezkoumání (rating, struktura, regulace, atd.) v oddělení řízení rizik a místním Výborem řízení obchodování (v originále: „Trading Management Committee“). Systém řízení objednávek

znemožňuje portfolio manažerům jednat s jinými než pouze schválenými brokery.

Výbor řízení obchodování (v orig. Trading Management Committee) kontroluje údaje o objemu s předpověďmi. K dnešnímu dni si pouze pobočky v Dublinu a Miláně nastavily formální cíle týkající se dosažených provizí.

Interní ocenění podléhá objektivnímu ohodnocení. Za účelem identifikace anomálií se porovnávají dvě ceny, jednak navzájem a jednak vůči předchozí ceně. Validace také zajišťuje objektivní ocenění nelikvidních a nekotovaných cenných papírů. Za účelem vyvarování se „časování trhu“ u prostředků investovaných v zámoří zvažuje pobočka v Bostonu zavedení korektivního faktoru třetí strany<sup>4</sup>. Agentura Fitch tuto iniciativu vnímá pozitivně.

## ■ Nezávislost a kontroly

### Nezávislost

Pioneer disponuje značnou nezávislostí v oblasti provozu činnosti, najímání zaměstnanců a výběru většiny poskytovatelů služeb (investičních nástrojů, depozitářů, správců fondů a investičního výzkumu a analýz) či finančních zprostředkovatelů<sup>5</sup>. Důležitou výjimkou je funkce depozitáře pro italské fondy, která je ponechána v rámci skupiny. Ačkoliv bankovní síť UniCredito stále představují podstatnou část AUM, vlastní distribuční kapacity společnosti Pioneer a úroveň čistých prodejů realizovaných prostřednictvím třetích stran v posledních několika letech jednoznačně prokazují schopnost společnosti Pioneer samostatně rozvíjet své podnikatelské aktivity.

### Kontroly

Manažeri řízení rizik dohlížejí na operační rizika a interní limity stanovené představenstvem a dozorcí radou.<sup>6</sup> Pracovníci oddělení pro kontrolu souladu s právem prostřednictvím CRD zajišťují, že nedojde k překročení zákonných a smluvních limitů a že nedojde ke konfliktu zájmů (mezi klienty, mezi klientem a zaměstnanci, mezi klienty a Skupinou). Navíc každé investiční centrum disponuje auditorským týmem. Tyto tři funkce jsou provozovány na lokální úrovni, nicméně jsou předmětem globální koordinace na úrovni PGAM. V Miláně a v Dublinu byla rovněž ustanovena funkce Investiční kontroly, aby napomáhala investičním ředitelům při dohledu nad investičními aktivitami

<sup>4</sup> Tento přístup umožňuje v době uzavření amerického trhu extrapolovat cenu cenného papíru kotovaného v zámoří.

<sup>5</sup> Pouze měnové obchody, futures a pokyny na italských individuálních účtech jsou realizovány se skupinou UniCredito.

<sup>6</sup> Dle italského práva je představenstvo tzv. Sgr (italská společnost spravující finanční prostředky) nadále odpovědné za veškerá rozhodnutí související s rozdělením aktiv, a to i v případě, kdy je jmenován management takové společnosti.

(sledování obratu, velkých balíků držených cenných papírů, konzistentnosti v rámci jednotlivých procesů, atd.). K dosažení maximálně možné míry sledování operačního rizika vyvinula společnost PGAM globální databázi PioneerRisk, která poskytuje důkladné analýzy operačního rizika ve všech jednotkách, umožňuje adresné kontroly a hierarchický reporting. Značné lidské a technologické zdroje byly alokovány do všech těchto oblastí, aby tak došlo k zajištění kompletního sledování právních, smluvních a operačních rizik. Nicméně řízení operačního rizika v Bostonu disponuje menším týmem zaměstnanců a celkově vykazuje nižší míru mapování rizik ve srovnání s ostatními oblastmi.

Obchodování na vlastní účet je omezeno nejrůznějšími regulačními opatřeními, kterým Pioneer podléhá, zvláště pak předpisy SEC (Securities and Exchange Commission – Komise pro cenné papíry). V Bostonu a v Dublinu podléhají zaměstnanci s přístupem k citlivým informacím o trhu („osoby s přístupem“) povolovacímu procesu předtím, než je příkaz obchodování na vlastním účtu proveden. Cílem je prověřit minimální období držby cenného papíru nebo obchodní aktivity s podobnými cennými papíry v portfoliích. Osoby s přístupem jsou rovněž povinny čtvrtletně oznámit veškeré jimi držené cenné papíry pracovníkům oddělení compliance. Pioneer Milan nedávno přijal nový Etický kodex, který je v současné době zaváděn.

Investice do cenných papírů vydaných nebo syndikovaných skupinou nebo se vztahem ke klientům skupiny jsou důkladně sledovány odděleními pro kontrolu souladu s právem (v orig. compliance dpt.)

Hlasování na základě zmocnění bylo dosud prováděno, zvláště v Miláně a v Dublinu, pouze v případě omezeného počtu vysoce strategických společností. Nicméně počínaje rokem 2004 bude prováděno u většího počtu společností v důsledku rozhodnutí, že budou využívány služby společnosti ISS, která se zabývá hlasování v zastoupení na základě plné moci. Společnost PGAM plánuje rozšířit elektronické hlasování v zastoupení na veškerých svých investičních jednotkách do konce roku 2004.

## ■ Komunikace

### Produkty a služby

Společnost Pioneer značně posílila své marketingové a prodejní aktivity, které v současné době zaměstnávají více než 400 pracovníků ve srovnání s 200 zaměstnanci v roce 2000, a to zejména v Bostonu a v Miláně. Mezinárodní prodeje (mimo Itálie a USA) jsou podporovány marketingovými a CRM týmy v Dublinu. Za účelem vytvoření možnosti reagovat na RFP a další požadavky vyvinula společnost Pioneer v Dublinu centralizovanou databázi, která dokumentuje procesy a postupy a je pravidelně aktualizována všemi jednotkami. Navíc v Dublinu a v Bostonu oddělení Investiční komunikace (ve kterých pracují bývalí portfolio manažeri, odborníci na makroekonomii) podporuje

prodejní týmy, přispívá do RFP databáze a pořádá jménem manažerů prezentace (investiční komentáře, prezentace investičního procesu, požadavky klientů, atd.). Tímto umožňuje portfolio manažerům plně se věnovat správě finančních prostředků a zprošťuje je celé řady administrativních a PR povinností.

K dispozici jsou rozsáhlé zdroje k realizaci kvantitativního výzkumu, a to zejména v Dublinu, které umožňují přizpůsobit nabídky potřebám klienta. Je třeba uvést, že nástroj na správu aktiv a pasiv, založený na stochastickém modelování a vyvinutý ve spolupráci s Cambridge University ve Velké Británii, je agenturou Fitch považován za odvětvový benchmark.

### Reporting

Pioneer vytváří základní popisky (v orig. fact sheet) jednotlivých investičních fondů s využitím dat ze specializovaného nástroje, který byl vyvinut a je udržován týmem portfolio analytiků v dublinském oddělení kvantitativního výzkumu: je jím Fund and Benchmark Analysis („FBA“, analýzy fondu a benchmarku), který je napojen na centrální databázi a pravidelně sladován s back officem. Tento nástroj generuje číselné hodnoty výkonnosti pro fondy, benchmarky a skupiny podobných společností (tzv. peer groups), řadu *ex post* měřítek (tzv. tracking-error, volatilita,  $R^2$ , atd.) a alokaci aktiv. Údaje jsou konsolidovány v marketingových týmech za použití řešení Morningstar či procesoru Excel. Průhlednost dat v základních popisech fondů by mohla být dále vylepšena uvedením dodatečných odkazů na indexy trhu a indikátory rizika. Reporting institucím by mohl rovněž být významně zlepšen na úroveň běžnou v odvětví, zejména v oblasti prezentace a obsahu.

Určování příspěvku k celkovým ekonomickým výsledkům, které provádí každý tým pro kvantitativní výzkum, je provozováno na různých platformách. FBA nabízí specializovaný modul pro akciové fondy vyvinutý v rámci společnosti, který využívá metodologii uznávanou v oboru. Výpočty se realizují na denní bázi. Na úrovni jednotlivých akcií lze vypočítat pouze příspěvek k celkovým ekonomickým výsledkům. Pobočka v Bostonu využívá k určení příspěvku jednotlivých titulů k celkovému výsledku Factset, neboť americké fondy nejsou ještě integrovány do specializovaného nástroje FBA. Všechny týmy pracující s produkty s pevným výnosem využívají Wilshire. Výpočet příspěvku k výkonu se u individuálních účtů provádí pouze na požádání a i nadále zůstává automatizovaný pouze z části, neboť pozice se musí duplikovat v dublinské centrální databázi. Přibližně 15 klientům v Evropě a 1 klientovi v Bostonu je poskytován výpočet příspěvku k celkovému výkonu. 67 smíšených portfolií bylo ke konci roku 2002 v souladu s GIPS.

## Investice

### Investiční proces

Veškeré investiční procesy ve společnosti Pioneer jsou formalizované a jejich popis je obsažen v Manuálu globální investiční kvalifikace (v originálu: Global Investment Capabilities Manual) a v obchodních materiálech. Všeobecně řečeno, všechny procesy jsou příznivě ovlivněny dostatečným množstvím zdrojů a veškerá rozhodnutí jsou činěna racionálně a jsou řádně zdokumentována. Správa akcií vychází převážně z tzv. bottom-up přístupu, který je založen na vlastním fundamentálním výzkumu a analýze a kvantitativním screeningu (právě probíhá implementace v Bostonu). Obrat v rámci portfolií zůstává v rozumném rozpětí, v průměru cca 50%-60% v případě těch neaktivnějších.

Tým výzkumu a analýz akciového trhu se skládá z 45 analytiků. Hlavní důraz je kladem na důkladné pochopení společnosti a disciplinované finanční modelování (převážně diskontované cash flow). Různé sektorové a podnikové analýzy, které si agentura Fitch vyžádala, byly vysoce kvalitní. Analytici akciových trhů rovněž spravují americké a evropské fondy zaměřené na výzkum. Doporučení jsou založena na Seznamu akcií obchodovaných na burze a diskutují se s portfolio manažery na týdenních jednáních o výběru jednotlivých titulů.

Strategie u produktů s pevným výnosem v Evropě vycházejí částečně z přístupu top-down, který je založen na nejružnějších makroekonomických a kvantitativních údajích, a částečně z přístupu bottom-up, u kterého se při výběru akcií vychází z doporučení čtyř kreditních analytiků v Dublinu. V USA jsou alokace aktiv a výběr cenných papírů hlavním zdrojem ukazatele alfa a jsou podpořeny týmem čtyř analytiků. Kreditní analytici spolupracují velmi úzce se svými kolegy z akciových trhů a často využívají společných finančních modelů.

Bylo zavedeno několik procesů správy balancovaného portfolia s tím, že některé fondy a portfolia se řídí rozhodnutími o alokaci aktiv, učiněnými v rámci Výboru pro globální alokaci aktiv (v originálu: Global Asset Allocation Committee) zatímco ostatní následují kvantitativní strategii. Balancovaná portfolia ve správě nutně přesně neodrážejí výběr učiněný manažery akcií a nástrojů s pevným výnosem, neboť názory na trh nebo sektory se mohou lišit. V roce 2003 měl výběr akcií negativější vliv na balancované produkty, čímž poukázal na jisté rezervy v konzistentnosti. Globální portfolia nástrojů s pevným výnosem a akciová portfolia jsou spravována z Dublinu, přesto komunikace mezi americkými a evropskými portfolio manažery zůstává nadále omezená. Komunikace přes Atlantik se tedy omezuje na úroveň analytiků díky pravidelným jednáním o globálních sektorech. Agentura Fitch rovněž zaznamenala, že společnost Boston Portfolio Management nebyla zastoupena ve Výboru pro globální alokaci aktiv (v originálu: Global Asset Allocation Committee) a že alokace aktiv v rámci nových

diverzifikovaných produktů, které jsou uváděny na americký trh, nebude založena na vlastním procesu kvantitativního výzkumu, ale spíše na vstupech třetí strany, která je na americkém trhu viditelněji exponována. Navzdory značnému úsilí integrovat investiční funkce (zejména fundamentální výzkum a analýzy) v průběhu posledních tří let existuje stále prostor ke zlepšení komunikace mezi Evropou a USA.

### Měření efektivity

Analytici akciových trhů a kreditní analytici/manažeři pro korporátní trhy spravují konkrétní jednotlivá portfolia, na základě čehož lze měřit vytvořenou přidanou hodnotu. Manažeři mohou k rozhodování rovněž využít hodnocení příspěvku k ekonomickému výkonu v případě všech funkcí, kromě individuálních účtů. Navíc modely faktorové analýzy (Eram a Yieldbook v Dublinu, Barra v Bostonu) pravidelně vyhodnocují podíl na riziku a přispívají k pochopení hlavních faktorů působících na ekonomické výsledky. Výsledky posledních tří let ve srovnání s benchmarkem a skupinami podobných společností dosahovaly dobrých hodnot v případě amerických a evropských akcií a vynikajících hodnot v případě amerických vysoce úročených nástrojů. Naopak cenné papíry s pevným výnosem (kromě amerických vysoce úročených), balancované, a akcie rozvíjejících se zemí, Asie a globální akcie poněkud zklamaly.

### Investiční omezení a ukazatele rizika

Veškeré dobrovolně přijaté vnitřní limity (tzn. neregulační) se vztahují k angažovanosti v rámci tříd aktiv, jednotlivých emitentů či měn, odchylky od benchmarků a *ex post* tracking-error a k velikosti transakcí. Na garantované fondy se vztahují limity Value-at-Risk („VaR“), které jsou vypočteny interně a příslušným garantem (UniCredito). K dispozici je celá řada ukazatelů rizika, jako například *ex ante* tracking-error a jeho rozpis, *ex ante* VaR a durace pro klíčové sazby u portfolií úvěrů a dluhopisů, a *ex post* měřítka (beta,  $R^2$ , alfa) za použití vnitropodnikového či externího software. Zprávy jsou připravovány pravidelně pracovními týmy pro kvantitativní výzkum v každém investičním centru. Konzistentnost správy portfolia je v Evropě sledována oddělením Investiční kontroly, které vypočítá jakékoliv překryvání mezi portfolií kvantitativními a výzkumně-analytickými, a srovnává angažovanost. Nicméně kontroly konzistentnosti by mohly být přísnější a mohly by být rozšířeny na všechna portfolia, která se překrývají: např. srovnání akciových složek balancovaných portfolií a akciových portfolií. Relativně slabá výkonnost balancovaných portfolií v roce 2003 jasně prokazuje potřebu takových kontrol. Pobočky v Dublinu a Miláně disponují dostatečnými zdroji, aby mohly vytvářet portfolia přímo přizpůsobená omezením na straně klientů: 600 modelových portfolií je spravováno kvantitativně pro individuální účty, seznamy 10 a 30 titulů nejlepší volby jsou pravidelně aktualizovány, atd. Dosud individuální účty v Bostonu přesně kopírovaly existující investiční fondy, avšak

pokud se chce Pioneer ambiciózněji zaměřit na americký trh „individuálních účtů“, bude nezbytné vyvinout schopnost vyjít klientům vstříc přizpůsobením nabídky.

### Obchodování

Tři obchodní oddělení – po jednom v Miláně, Dublinu a Bostonu – centrálně provádějí všechny transakce kromě pevně úročených. Počet obchodníků v Miláně je tři, v Dublinu čtyři a v Bostonu šest. Společnost PGAM má přístup k elektronickým obchodním systémům pro dlouhopisy a široce využívá Elektronické komunikační sítě (v orig. Electronic Communication Network) pro obchodování s akciemi v Bostonu. Použití programového vybavení Fix v Bostonu rovněž usnadňuje provádění obchodů a počítá se s jeho instalací v Dublinu v roce 2004.

Elektronické obchody se dobře realizují díky funkcím softwarového řešení CRD. Monitoring nejlepšího provedení obchodu je systematicky řešen v Dublinu, kde se využívá denního reportingu s detaily obchodů, realizovaných cen, objemově vážených průměrných cen (volume-weighted average prices - VWAP) a ceny při uzavření obchodu. V Bostonu vybírá oddělení řízení rizik namátkový vzorek realizovaných cen, které následně porovnává s VWAP, přičemž předtím byl využíván specializovaný systém Plexus, který analyzuje nejlepší provedení obchodu *a posteriori*, nicméně bylo rozhodnuto, že od užití tohoto nástroje bude upuštěno. Skupina uvažuje o zavedení podobného nástroje.

### ■ Řízení rizik

#### Vnitřní kontroly

Interně vyvinuté systémy, jako například Trust (nástroj založený na analýze VaR) či FBA byly předmětem auditu externích konzultantů. Veškeré modely podporující rozhodování týmů kvantitativních analýz jsou podrobovány velmi přísné validaci a podléhají přísným implementačním procedurám. Navíc vývoj veškerých klíčových aplikací a rozhraní je pečlivě přezkoumáván lokálním i globálním IT oddělením. Naopak aplikace v tabulkových procesorech či jiné ad hoc zpracované požadavky či aplikace vyvinuté konkrétními osobami by měly být předmětem pravidelných a formálních přezkumů. Všechny subjekty zabývající se správou portfolií mají důkladné a nejmodernější plány k zachování kontinuity podnikatelských aktivit. Pobočky v Dublinu, Miláně a Bostonu sdílejí alternativní nouzové prostory s plně funkčními odděleními a přesnými kopiemi funkčních systémů. Pravidelně se provádějí testy pro případ přerušení fungování procesů v rámci společnosti.

Důkladnější by mohly být kontroly jednotlivých transakcí s tím, že by mohly být prováděny více systematicky odděleními, která nejsou závislá na řízení portfolií. Tyto kontroly by mohly zahrnovat kvalitu provedení obchodu, křížové obchody, obrat portfolia, obchody provedené v rámci jednoho dne a měněné či

zrušené obchody. Peněžní pozice a pozice v cenných papírech v rámci nejrozličnějších systémů (účetního systému v Bostonu, Miláně a Turínu a databáze zaznamenávání pozic v Dublinu) jsou sledovány ve všech pobočkách s depozitáři na denní bázi, a to převážně automaticky.

### Kontroly externích poskytovatelů služeb

Provize a kvalita služeb brokerů jsou pravidelně prověřovány lokálními Výbory řízení obchodování (v originálu: Trading Management Committee) Objemy zpracovávané jednotlivými finančními prostředníky, zvláště u nástrojů měnových a pevně úročených, jsou pouze formálně monitorovány oddělením Investiční kontroly v Dublinu. Míra shody s požadavky oddělení právního dozoru je kontrolována různými odděleními dozoru za použití softwarového řešení CRD dalšího. Každý měsíc se konají formální setkání s klíčovými depozitáři, na kterých se diskutují projekty a zásadní otázky. Povinnosti subjektů provádějících převody v rámci fondů domicilovaných v USA, Lucembursku a v Irsku jsou většinou outsoursovány. V případech, kdy kalkulaci NAV provádějí externí správci (lucemburské fondy), dochází ke každodennímu ověřování hodnot v oddělení Investičních transakcí (v originálu: Investment Operations), které provádí své vlastní ocenění na základě svých vlastních cen a pozic. Tam, kde jsou hodnoty NAV vypočítávány interně (v Turíně a Bostonu), jsou zavedeny četné kontroly přímo na místě, např. porovnávání s předchozími hodnotami NAV a benchmarky, výsledky jednotlivých investic, atd.

### Soulad s právními omezeními

Plnění veškerých smluvních a regulatorních omezení je kontrolováno jak *ex ante*, tak *ex post*. V Miláně jsou pravidla regulující správu individuálních účtů kontrolována prostřednictvím AR jak před obchodem tak po obchodu. Řešení CRD zajišťuje provádění kontroly u investičních fondů *a priori*, a to ve všech třech pobočkách. Transakce s pevně úročenými nástroji jsou realizovány přímo na trhu jednotlivými portfolio manažery. V Bostonu podléhají pouze kontrolám *a posteriori*, zatímco v Dublinu se návrhy obchodů vkládají do CRD a jsou tak kontrolovány *a priori* předtím, než dojde k odsouhlasení obchodu s brokerem. Kontroly *a posteriori* jsou odděleními compliance prováděny přinejmenším na denní bázi a někdy několikrát během dne. V případě italských investičních fondů jsou regulatorní limity rovněž zabudovány do účetního systému. Kontroly před realizací obchodu mohou iniciovat varovné upozornění – manažer a oddělení compliance jsou jednoduše informováni, že portfolio se blíží limitu – nebo dojde k zablokování obchodu. Systémy nejsou schopny hodnotit z tohoto pohledu deriváty, kromě futures, a manažeri tedy musí veškeré podmínky obchodu komunikovat a odsouhlasit s oddělením compliance.

### Monitoring tržního rizika

Angažovanost v rámci jednotlivé měny je aktivně řízena pouze v případě mezinárodních dluhopisů. Měnové transakce jsou iniciovány depozitářem nebo samotnými manažery. Přebytkové volné peněžní prostředky jsou každodenně investovány oddělením treasury nebo portfolio manažery do repo operací. Pioneer využívá jiných derivátů, než futures pouze zřídka. Každý den dochází ke sledování otevřených pozic s konfirmacemi obdrženy od UniCredito a k jejich monitorování oddělením Investiční kontroly. Angažovanost v rámci jednotlivých emitentů, zemí či sektorů sledují v rámci všech portfolií pracovníci oddělení Investiční kontroly v Evropě. V Dublinu toto oddělení rovněž zpracovává každých čtrnáct dní zprávu, ve které poukazuje na největší pozice dle podílů, držených v rámci všech portfolií, kromě amerických. Tyto údaje nejsou k dispozici v případě produktů s pevným výnosem. Pokud jde o likviditu, neexistují žádné průřezové kontroly (není sledována průměrná délka období likvidity, angažovanost dle likviditních tenory, atd.). Všeobecně shrnuto, agentura Fitch by ráda viděla vyšší míru průřezového sledování trhu a kreditní angažovanosti a zlepšení fungování oddělení Investiční kontroly v Bostonu.

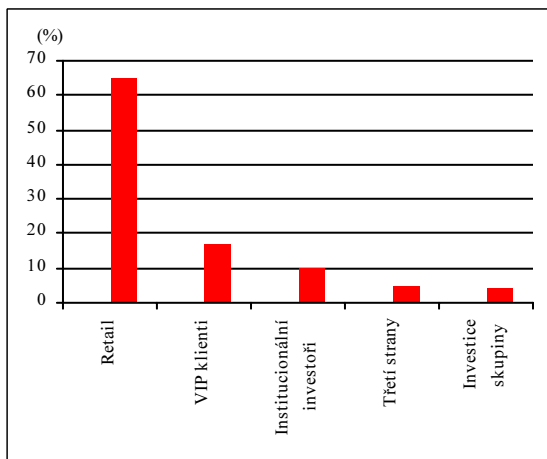
## SPECIFIKACE AKTIV

Spravovaná aktiva (vyjma alternativních aktiv): 110,2 miliard EUR k září 2003 (vs. 102,2 EUR miliard k prosinci 2002)

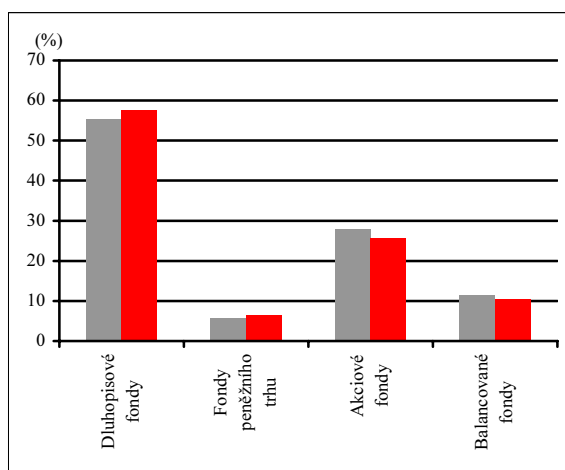
■ Prosinec 2002

■ Září 2003

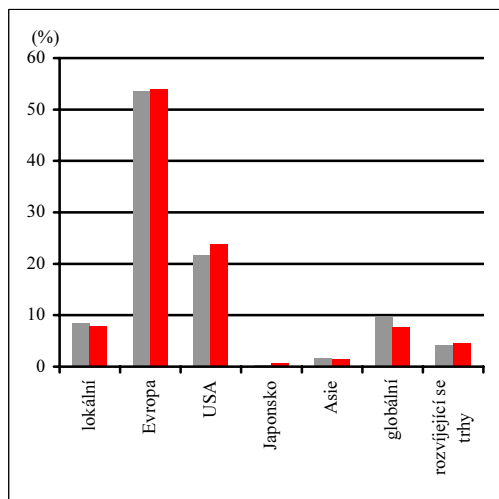
Specifikace spravovaných aktiv dle typu klienta



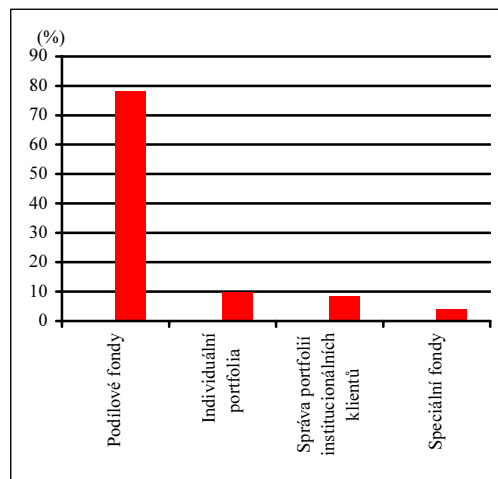
Specifikace spravovaných aktiv dle třídy aktiv



Specifikace spravovaných aktiv dle místa investice



Specifikace spravovaných aktiv dle investičního nástroje





Copyright © 2004 Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. a dceřiné společnosti. One State Street Plaza, NY, NY 10004.  
Telefon: +1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: +1-(212) 480-4435. Jakákoliv reprodukce nebo další předání celku nebo části tohoto ratingu je zakázáno s výjimkou výslovného souhlasu majitele práv. Všechna práva vyhrazena. Veškeré informace obsažené v tomto ratingu vycházejí z informací získaných od emitentů, jiných povinných osob, ručitelů a dalších zdrojů, které jsou podle společnosti Fitch hodnověrné. Společnost Fitch neprovádí audit ani verifikaci pravdivosti nebo přesnosti jakýchkoliv těchto informací. Proto jsou informace obsažené v tomto ratingu poskytnuty formou "as is" bez jakýchkoliv záruk. Rating Fitch je názorem na úvěruschopnost cenného papíru. Rating nepostihuje riziko nebo ztrátu z rizik jiných než je úvěrové riziko, pokud takové riziko není konkrétně uvedeno. Společnost Fitch není angažována v nabídce nebo prodeji jakýchkoliv cenných papírů. Zpráva obsahující rating Fitch není propagačním letákem a nenahrazuje shromážděné informace, ověřené a prezentované emitentem a jeho agenty investorům v souvislosti s prodejem cenných papírů. Ratingy mohou být kdykoliv a z jakéhokoliv důvodu podle úvahy společnosti Fitch změněny, pozastaveny nebo odebrány. Společnost Fitch neposkytuje žádné investiční poradenství. Ratingy nejsou doporučeními k nákupu, prodeji nebo držbě jakéhokoliv cenného papíru. Ratingy nekomentují adekvátnost tržní ceny, vhodnost jakéhokoliv cenného papíru pro konkrétního investora, ani povahu daňové výjimky nebo zdanitelnost plateb provedených ve vztahu k jakémukoliv cennému papíru. Společnost Fitch získává za rating cenných papírů poplatky od emitentů, pojistitelů, ručitelů a dalších povinných osob. Tyto poplatky se obecně pohybují v rozmezí od 1000 USD do 750 000 USD (nebo příslušný měnový ekvivalent) za vydání ratingu. Společnost Fitch v některých případech provádí rating všech nebo určitého počtu emisí vydaných konkrétním emitentem, nebo pojištěných či zaručených konkrétním pojistitelem nebo ručitelem, za paušální roční poplatek. Tyto poplatky se obvykle pohybují v rozmezí od 10 000 USD do 1 500 000 USD (nebo příslušný měnový ekvivalent). Získání, zveřejnění nebo rozšiřování ratingu společnosti Fitch nezakládá svolení společnosti Fitch k použití jejího jména jako experta ve spojitosti s jakýmkoliv prohlášením při registraci podávané podle zákonů USA o cenných papírech, zákona Velké Británie o finančních službách a trzích z roku 2000, nebo podle zákonů o cenných papírech kterékoliv konkrétní jurisdikce. S ohledem na relativní účinnost elektronického publikování a distribuce může být vzhledem k společnosti Fitch zprůvodněn elektronickým příjemcem až o 3 dny dříve než příjemcem tištěné verze.