

RYZYKO INWESTOWANIA W FUNDUSZACH OTWARTYCH

dr Jacek M. Kowalski

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

jakowalski@op.pl

Abstrakt

Niniejszy artykuł ma na celu przybliżenie Czytelnikowi istoty różnego rodzaju ryzyk, które stają się udziałem inwestorów indywidualnych, lokujących wolne środki płynne w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych (fio). Świadomość istnienia takich ryzyk i znajomość warunków sprzyjających ich materializacji pozwala w znaczący sposób uniknąć rozczarowań związanych z wysokością stopy zwrotu otrzymanej z inwestycji. Wpływ obu wymienionych czynników na kształtowanie przyszłej sytuacji inwestora jest decydujący na etapie wyboru funduszu, kiedy to można przyjąć właściwą postawę wobec skwantyfikowanych ryzyk, zaklasyfikowanych do dwóch grup: *ryzyk inwestycyjnych funduszu* oraz *ryzyk uczestnictwa w funduszu*.

Wprowadzenie

Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o *funduszach inwestycyjnych*¹ jest podstawowym aktem prawnym, który reguluje zasady tworzenia i działania funduszy inwestycyjnych mających siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zasady prowadzenia na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalności przez fundusze zagraniczne i spółki zarządzające. Fundusze inwestycyjne otwarte (fio), powołane do życia przepisami powołanej ustawy, prowadzą działalność zgodnie z prawem wspólnotowym, a w szczególności pakietem dyrektyw Unii Europejskiej, określanych wspólnym mianem *UCITSIII*², które tworzą ramy prawne dla koncepcji spójnej regulacji w zakresie funkcjonowania funduszy UCITS³ w Europie. Z przepisów wyżej powołanych aktów prawnych wynika, że z chwilą zakupu *jednostek uczestnictwa* danego funduszu inwestycyjnego otwartego inwestor akceptuje bezwarunkowo jego politykę inwestycyjną i za ustaloną opłatą ceduje realizację wytyczonych sobie celów inwestycyjnych na wyspecjalizowany organ funduszu, którym jest Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych (TFI). W ten sposób, każdy z uczestników fio staje się niejako sukcesorem przyszłych wyników inwestycyjnych spółki, która zarządza aktywami funduszu.

¹ [Dz.U.2004.146.1546, ze zm.]; tekst ujednolicony dostępny na stronie <http://www.knf.gov.pl/>.

² Dostępny (pl) na http://www.kpwig.gov.pl/ucits_ue.htm.

³ Od ang. *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, czyli przedsięwzięć zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe. Za fundusze non - UCITS, niezależnie od tego, czy podlegają przepisom krajowym, czy też nie, uważa się fundusze niezharmonizowane z pakietem *UCITSIII*, takie jak: hedgingowe, nieruchomości, towarowe, kapitału prywatnego (*private equity*).

Oczekiwaniom inwestora, co do otrzymania zadowalającej go stopy zwrotu w założonym okresie inwestowania, towarzyszy uczucie niepewności lub inaczej *ryzyko*, którego wymierny liczbowo poziom wyznacza obserwowana *zmiennosc indywidualnych stóp zwrotu*, w każdym dniu wyceny⁴. *Straty inwestora (ujemne stopy zwrotu)* będące wynikiem materializacji różnorodnych ryzyk związanych z inwestycjami funduszu (lokowaniem aktywów) w ramach przyjętej polityki inwestycyjnej, będziemy dalej określać wspólnym mianem *ryzyk inwestycyjnych funduszu*.

Utrzymywanie się ujemnych stóp zwrotu w dłuższych okresach czasu może wywoływać, zwłaszcza u początkujących inwestorów, uczucie frustracji potęgowane świadomością, że uczestnik fio nie ma żadnego wpływu na politykę inwestycyjną funduszu, która musi być prowadzona w ramach *ustawowych ograniczeń inwestycyjnych*. Inaczej ma się rzecz w specjalistycznych funduszach inwestycyjnych otwartych (sfio) i funduszach inwestycyjnych zamkniętych (fiz), gdzie ustawowo przewidziano *instytucję wewnętrzną kontroli* uczestników nad zarządzającymi⁵. Najściślejsza więź celów i interesów między inwestorami i zarządzającymi występuje jednak w *funduszach hedgingowych* (zabezpieczających przed ryzykiem), które według standardów światowych mają *formę spółki*, gdzie zarządzający są zobligowani do posiadania części udziałów⁶. Ich zarobki są uzależnione od wartości aktywów zarządzanego funduszu (do 2%) i osiąganych zysków (zwykle 20%)⁷.

Obok partycypowania w ryzykach inwestycyjnych, każdy posiadacz jednostek uczestnictwa funduszu inwestycyjnego otwartego ponosi *ryzyka uczestnictwa w funduszu*, wynikające z samego faktu podjęcia decyzji o takiej właśnie, a nie innej, lokacie wolnych środków płynnych. Cechą wspólną ryzyk z tej grupy jest nieuchronność, ale niektóre z nich mogą być zredukowane na etapie *podejmowania decyzji o wyborze konkretnego funduszu*, spośród tych wyszczególnionych na schemacie z poniższego wykresu 1.

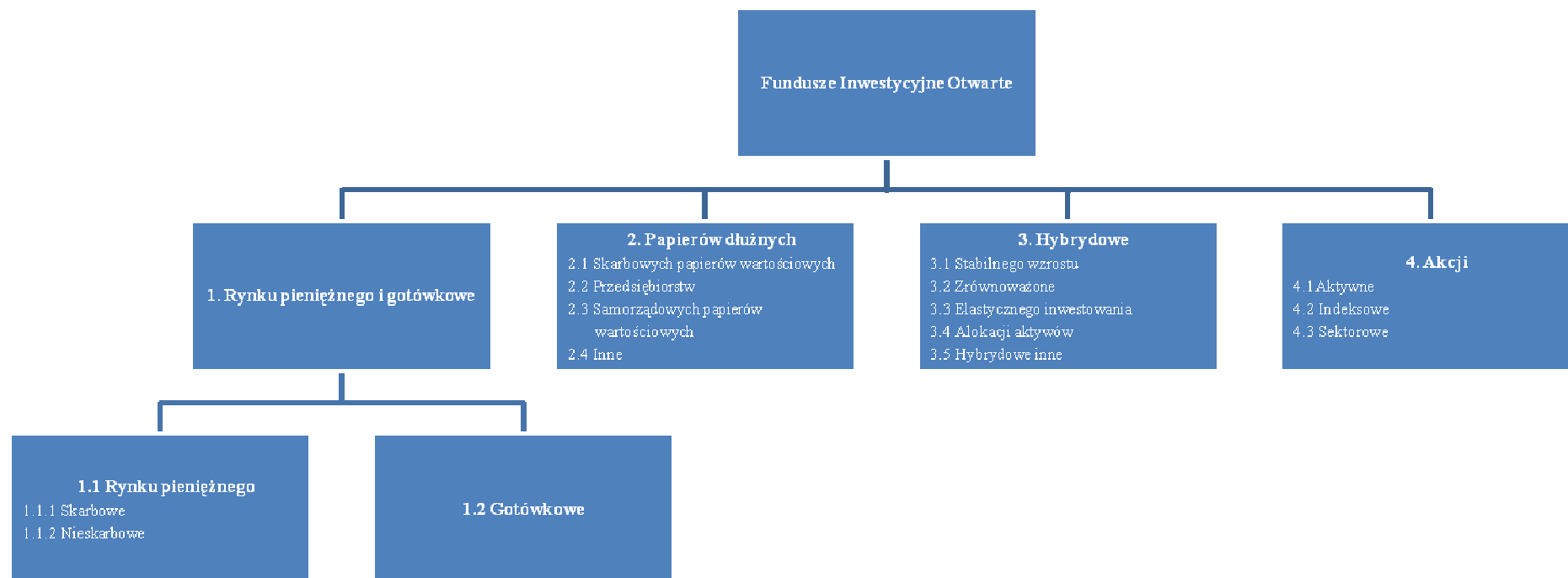
⁴ Dniem wyceny jest każdy dzień, w którym odbywa się regularna sesja na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) i dokonuje się wyceny aktywów funduszu, ustala się *wartość aktywów netto funduszu* oraz *wartość aktywów netto funduszu na jednostkę uczestnictwa funduszu*. Jeżeli chodzi o godzinę wyceny, to zwykle przyjmuje się tu godzinę 23.15 w dniu wyceny, gdyż umożliwia to ustalenie kursów zamknięcia rynków europejskich, jak i amerykańskich, a w szczególności NASDAQ.

⁵ Organem kontrolnym jest tu Rada Inwestorów (RI), nieobowiązkowa w sfio i obowiązkowa w fiz. Statut może przyznać RI wpływ na politykę inwestycyjną funduszu, a w szczególności prawo wiążącego dla spółki zarządzającej sprzeciwu wobec przedstawianych projektów inwestycyjnych.

⁶ Fundusz hedgingowy można zdefiniować najogólniej, jako ten, który „...posiada swobodę stosowania różnych strategii aktywnego inwestowania w celu uzyskania zysku niezależnie od koniunktury, w tym wszelkich kombinacji dźwigni, derywatów oraz długich i krótkich pozycji w papierach wartościowych i każdych innych aktywach na rozmaitych rynkach”(Hucik-Gaicka S., *Rozwój Funduszy Hedgingowych - Charakterystyka hedgingu - część 1*, www.waluty.com.pl).

⁷ Mazurek J., *Alternatywa dla bessy*, Forbes, 01/2007, s.40.

Wykres 1. Schemat podziału funduszy inwestycyjnych otwartych (fio) na grupy i kategorie



Źródło: opracowanie własne na podstawie zaleceń Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA).

Wybór funduszu z grupy⁸ - *optymalnego dla danego inwestora* - nie jest zadaniem łatwym, gdyż odbywa się na drodze budowy właściwej konfiguracji trzech elementów (determinant decyzji): *celu inwestycyjnego i instrumentów stosowanych przez fundusz, stopy zwrotu wymaganej przez inwestora oraz gotowości do ponoszenia ewentualnych strat.*

Inwestorzy, którzy nie do końca potrafią jednoznacznie zdefiniować swojej *awersji do ryzyka*, a pomimo to pragną inwestować w jednostki uczestnictwa funduszy otwartych, nie powinni opierać swoich decyzji inwestycyjnych na *przekazach medialnych*. Często one wywierają one nierzetelny wpływ na decyzje podejmowane przez inwestorów w zakresie nabywania jednostek uczestnictwa, gdyż nieustanna walka o pozyskanie klienta na rynku funduszy inwestycyjnych przybiera coraz to ostrzejsze formy, które nie mają nic wspólnego z zasadami uczciwego obrotu gospodarczego⁹. Komisja Nadzoru Finansowego (KNF), będąc świadoma istnienia praktyk, które naruszają interesy inwestorów i innych uczestników rynku, w dniu 3 lipca 2007 roku podjęła uchwałę w *sprawie komunikatu Komisji Nadzoru Finansowego odnośnie form przekazu reklamowego dotyczącego funduszy inwestycyjnych*¹⁰. Jest to z pewnością krok w dobrym kierunku, który być może - przynajmniej w części - uporządkuje rynek reklamowy w dwóch aspektach: *formy i sposobu prezentacji wyników inwestycyjnych oraz pozostałych informacji finansowych dotyczących funduszu, jak też zasad dotyczących przedstawiania informacji dotyczących funduszu inwestycyjnego w reklamie porównawczej.*

⁸ W praktyce - w *Raportach miesięcznych o rynku funduszy inwestycyjnych*, opracowywanych przez IZFiA oraz niezależną spółkę analityczną Analizy Online - przyjmuje się nieco inne (uproszczone) grupowanie fio, według dwóch kryteriów: *struktury klasycznych składowych portfela* (instrumenty rynku pieniężnego, papiery dłużne, akcje) oraz *geograficznego zasięgu inwestycji*, co daje podział opisany kodami: **RPP** (fundusze pieniężne i gotówkowe, inwestujące zebrane aktywa w depozyty bankowe lub instrumenty rynku pieniężnego), **PDP** (fundusze polskich papierów dłużnych, inwestujące posiadane aktywa w dłużne papiery wartościowe), **SWP** (fundusze stabilnego wzrostu, inwestujące od 0 do 50% wartości zgromadzonych aktywów na krajowym rynku akcji), **MIP** (fundusze mieszane, inwestujące na krajowym rynku akcji średnio połowę zgromadzonych aktywów, zarówno 0-100% jak i 40-60%), **AKP** (fundusze polskich akcji, dla których inwestycje na krajowym rynku akcji nie powinny być niższe niż 66% wartości aktywów), **AKZ** (fundusze akcji zagranicznych, dla których inwestycje na zagranicznych giełdach nie powinny być niższe, niż 66% wartości aktywów), **PDU** (fundusze papierów dłużnych, inwestujące posiadane aktywa w dłużne papiery wartościowe denominowane w \$), **PDE** (fundusze papierów dłużnych, inwestujące posiadane aktywa w dłużne papiery wartościowe denominowane w €), **NIE** (fundusze nieruchomości), **ALT** (fundusze alternatywne, inwestujące w bardzo szerokie spektrum instrumentów finansowych), **SEK** (fundusze sekurytyzacyjne), **PDX** (fundusze zagranicznych papierów dłużnych, inwestujące posiadane aktywa w dłużne papiery wartościowe denominowane w więcej niż jednej walucie), **MIZ** (fundusze mieszane inwestujące aktywa w instrumenty udziałowe i dłużne denominowane w walutach obcych), **POZ** (fundusze pozostałe, które nie mogą być zakwalifikowane do podstawowych grup zawartych w metodologii).

⁹ Szczególną aktywność na tym polu zaczęły wykazywać banki, które dosyć obcesowo nakłaniają swoich klientów do zakupu jednostek uczestnictwa własnych funduszy (bankowych) albo funduszy obcych, dla których są dystrybutorem. Dla wielu banków stało się to głównym czynnikiem generującym dochody z tytułu prowizji bankowych.

¹⁰ Na podstawie art.11 ust.1 ustawy z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U.2006.157.1119, ze zm.).

1. Ryzyka inwestycyjne

Każdy fundusz inwestycyjny otwarty musi zadeklarować tylko jeden cel inwestycyjny, spośród trzech, dopuszczonych ustawą. Może nim być: *ochrona realnej wartości aktywów funduszu, osiąganie przychodów z lokat netto funduszu, wzrost wartości aktywów funduszu w wyniku wzrostu wartości lokat*, przy czym statut musi zawierać zastrzeżenie, że *fundusz nie gwarantuje osiągnięcia takiego celu*. Realizacja celu funduszu, w ramach zasad polityki inwestycyjnej opisanej zespołem ustawowych ograniczeń inwestycyjnych, rodzi określone ryzyka inwestycyjne. Należy je zawsze rozpatrywać w kontekście *strategii zarządzania i strategii inwestycyjnych*, które mogą różnić się zasadniczo, w zależności od: kategorii lokat, miejsca dokonywania inwestycji (kryterium geograficzne), branży lub sektora, celu odzwierciedlenia wybranego indeksu rynkowego.

Zgodnie z przepisami ustawy, pełny opis ryzyk inwestycyjnych znajduje się w *Prospekcie Informacyjnym*. Inwestor decydujący się na nabycie jednostek uczestnictwa konkretnego funduszu powinien zapoznać się przynajmniej, ze *Skrótem Prospektu Informacyjnego*, aby mieć jasność, co do celu inwestycyjnego i zasad inwestycyjnych stosowanych przez fundusz, na drodze do realizacji tego celu, jak też zalecanej długości czasu uczestnictwa w funduszu. Należy przy tym zaznaczyć, że żaden fundusz nie wyklucza osiągnięcia wysokiej stopy zwrotu przed upływem tego czasu, ale też nie może zagwarantować nawet pełnego zwrotu zainwestowanego kapitału w czasie dłuższym, od zalecanego¹¹.

1.1 Ryzyka stałe

Do *stałych ryzyk inwestycyjnych*, towarzyszących nieodłącznie polityce lokacyjnej każdego funduszu inwestycyjnego otwartego, zalicza się:

- *Ryzyko rynkowe (koniunktury)* - związane jest ze zmiennością cen instrumentów finansowych, które są przedmiotem lokaty funduszu na *rynku efektywnym*, czyli takim, na którym papiery wartościowe są przedmiotem obrotu po cenach ustalonych przez kupujących i sprzedających, po przeanalizowaniu przez nich wszystkich dostępnych informacji o firmie emitującej papier¹². Materializuje się ono w postaci spadku NAV¹³ portfela inwestycyjnego funduszu na skutek niekorzystnych ruchów cen na krajowym lub globalnych rynkach finansowych. Fluktuacje wyceny rynkowej lokat nie podlegają

¹¹ Wyjątkiem są tu produkty z pełną ochroną kapitału, omawiane na s.12.

¹² Skov N. A., *Finanse i zarządzanie*, PRET S.A., Warszawa, 1994.

¹³ Wartość aktywów netto (ang. *Netto Assets Value*).

dywersyfikacji, gdyż są pochodną aktualnych i prognozowanych wyników ekonomicznych emitentów oraz wyników mikro- i makroekonomicznego ich otoczenia. W ramach ryzyka rynkowego wyróżnia się często *ryzyko zmian regulacji prawnych* w spółkach kapitałowych emitentów, głównie w zakresie prawa bilansowego i podatkowego, co przekłada się bezpośrednio na wartość ich papierów;

- *Ryzyko koncentracji* - może mieć wymiar koncentracji aktywów lub koncentracji rynków. *Koncentracja aktywów* pojawia się na skutek ustawowych ograniczeń inwestycyjnych dla fio, co może skutecznie ograniczać możliwości - adekwatnej do sytuacji na rynku - dywersyfikacji lokat¹⁴. Tym samym, przy dużej liczbie funduszy otwartych w danej grupie następuje wyraźne skupienie lokat w papierach jednego lub ograniczonej liczby emitentów i wtedy niewielkie nawet zmiany wyceny rynkowej dominującego instrumentu w portfelu przekładają się na widoczne fluktuacje wartości jednostek uczestnictwa funduszy z grupy. Podobnie, negatywne skutki może pociągać za sobą materializacja *ryzyka koncentracji rynków*, do której dochodzi w przypadku skomasowanego lokowania środków funduszy na rynkach, dających w danej chwili ponadnormatywne stopy zwrotu¹⁵;
- *Ryzyko płynności* - związane jest z szybkością obrotu instrumentami finansowymi i materializuje się w przypadku konieczności zbycia/nabycia określonej, zwykle dużej liczby instrumentów, w stosunkowo krótkim czasie. Transakcja taka narusza istniejącą strukturę popytu i podaży, co w efekcie uniemożliwia przeprowadzenie jej przy zachowaniu pierwotnej ceny rynkowej instrumentu;
- *Ryzyko inwestycji zagranicznej* - posiada swoje źródła w zmienności stanu koniunktury gospodarczej i niestabilności sytuacji politycznej, zwłaszcza w tych krajach, które nie należą do uznawanych powszechnie wspólnot gospodarczych. Może ono przybrać postaci ryzyka walutowego i ryzyka podatkowego. *Ryzyko walutowe* wynika ze zmienności kursów waluty lokat, względem waluty wyceny wartości aktywów netto (NAV) funduszu¹⁶. Wycena aktywów i ustalanie zobowiązań w walucie obcej jest dopuszczalne ustawowo, gdy co najmniej 50% wartości aktywów funduszu jest

¹⁴ Z dobrodziejstw, ale i zagrożeń, płynących z pełniejszej dywersyfikacji lokat mogą korzystać fundusze hedgingowe, które działają w Polsce w oparciu o przepisy obowiązującej ustawy. Jednakże, mają one znacznie większe ograniczenia inwestycyjne, niż ich odpowiedniki zagraniczne.

¹⁵ Może to doprowadzić w efekcie do lokowania na rynkach finansowych tracących związek z rzeczywistością gospodarczą, na skutek przewartościowania nabywanych tam instrumentów. Zjawisko to określa się mianem *greater fool play*, gdyż cała sztuka inwestycji polega tu na realizacji zysków (wyjściu z rynku) w odpowiednim momencie czasu. Dobrym przykładem jest tu chińska giełda, w okresie poprzedzającym olimpiadę.

¹⁶ Może być ono znaczne, gdy fundusz nie ma statutowego obowiązku zawierania transakcji redukujących ryzyko zmiany kursu walut dla lokat denominowanych w walutach obcych.

lokowane w papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego: nabyte poza granicami RP za tę walutę lub denominowane w tej walucie. W tym przypadku, rozliczenia związane nabywaniem i zbywaniem jednostek uczestnictwa funduszu mogą być dokonywane w walucie obcej. Jeżeli chodzi zaś o *ryzyko podatkowe* inwestycji zagranicznej, to należy je rozpatrywać w kontekście możliwości zaistnienia zmian w przepisach podatkowych lub wykładni tych przepisów, w państwie obcym, gdzie fundusz ulokował swoje aktywa;

- *Ryzyko kontrahenta (rozliczenia)* - jest nieodłącznym elementem prowadzenia każdej działalności gospodarczej, a tu materializuje się w przypadku nieskutecznego dochodzenia zapłaty za szkodę powstałą w wyniku zawierania transakcji kupna/sprzedaży instrumentów na rynkach, gdzie nie stosuje się gwarancji izb rozliczeniowych¹⁷;
- *Ryzyko operacyjne* - to ryzyko wystąpienia pośredniej lub bezpośredniej straty wynikającej z: nieadekwatnych procedur wewnętrznych, niestosowania się do obowiązujących przepisów prawa i procedur wewnętrznych, błędów wynikających z działania systemów lub pracowników, czy też generowanych przez zdarzenia zewnętrzne;
- *Ryzyko przechowywania aktywów* - wynika z możliwości wystąpienia braku należytej staranności w działaniach instytucji Depozytariusza i Subdepozytariuszy, którym powierzono prowadzenie rachunków, na których przechowuje się aktywa funduszu. Wówczas fundusz wypowiada umowę i zawiadamia Komisję, która może nakazać funduszowi zmianę tych instytucji. W przypadku ogłoszenia upadłości Depozytariusza, przechowywane aktywa nie wchodzą do masy upadłości.

1.2 Ryzyka zmienne

Obok wyżej omówionych stałych ryzyk inwestycyjnych dla funduszu inwestycyjnego otwartego, należy wymienić *zmienne ryzyka inwestycyjne*, które związane są z rodzajem instrumentu finansowego będącego przedmiotem lokaty funduszu. Należy tu wyróżnić:

- *Ryzyko lokat w instrumenty dłużne* - przybiera postaci ryzyka kredytowego oraz ryzyka stopy procentowej. *Ryzyko kredytowe* (ryzyko niedotrzymania warunków przez emitenta) materializuje się w przypadku, gdy emitent oraz gwarant lub poręczyciel papieru lub

¹⁷ Przykładowo, dotyczy to *niewystandaryzowanych instrumentów pochodnych*, które mają zapewnić ograniczenie ryzyka inwestycyjnego lub usprawnić zarządzanie portfelem funduszu. Są one przedmiotem obrotu poza rynkiem zorganizowanym, a ich treść jest lub może być przedmiotem negocjacji między stronami.

instrumentu rynku pieniężnego¹⁸ przejściowo lub trwale nie wywiązują się z ciężących na nich zobowiązań. Jeżeli chodzi o *ryzyko stopy procentowej*, to związane jest ono głównie z lokatami w papiery dłużne o stałym oprocentowaniu (w tym obligacje zerokuponowe) i kształtuje się pod wpływem oczekiwań, co do wzrostu rynkowych stóp procentowych¹⁹. Zmiany tych ostatnich wpływają na poziom stóp zwrotu wymaganych przez inwestorów, co z kolei wpływa na rynkową cenę papieru. W efekcie, wzrost (spadek) rynkowych stóp procentowych, dający wzrost (spadek) rentowności obligacji o stałym oprocentowaniu, pociąga za sobą spadek (wzrost) rynkowych cen tych papierów. Jednocześnie, ryzyko stopy procentowej wzrasta przy dłuższych terminach wykupu oraz jest tym wyższe, im niższa jest stopa odsetkowa i stopa dochodowości;

- *Ryzyko lokat w akcje* - przybiera postaci ryzyka systematycznego (rynku akcji) oraz specyficznego (branży lub emitenta). *Ryzyko systematyczne* materializuje się w przypadku spadku NAV portfela funduszu akcji, wywołanego pogorszeniem się czynników makroekonomicznych globalnych lub krajowych. Globalizacja gospodarki spowodowała, że trendy cen akcji na wiodących giełdach światowych (zwłaszcza amerykańskich i azjatyckich) kształtują ceny akcji na rynkach europejskich. Światowy prymat gospodarki amerykańskiej powoduje, że terminy publikacji oficjalnych wyników makroekonomicznych z tego rynku²⁰ zawsze poprzedza konsolidacja notowań, co wskazuje na zmniejszenie płynności i stan wyczekiwania inwestorów na rynkach europejskich. Jeżeli chodzi o *ryzyka specyficzne*, to mogą się one materializować dając spadki rynkowych cen akcji na skutek pogorszenia dochodowości w spółkach danej branży lub u poszczególnych emitentów. *Metody analizy fundamentalnej* stosowane przez firmy zarządzające pozwalają ograniczać to ryzyko poprzez *dywersyfikację portfela*. Można tu wyróżnić cztery podstawowe klasy akcji, w zależności od ogólnego standingu emitenta²¹: *akcje firm renomowanych* (firm wypłacających dywidendę niezależnie od ogólnej sytuacji gospodarczej), *akcje firm szybko rosnących* (firm

¹⁸ Zgodnie z ustawą z dnia 27 maja 2004 roku o *funduszach inwestycyjnych* są to papiery wartościowe lub niebędące papierami wartościowymi instrumenty finansowe, wyemitowane lub wystawione na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, które mogą być przedmiotem obrotu na rynku pieniężnym.

¹⁹ Dla papierów dłużnych o zmiennym oprocentowaniu (zależnym od stopy rentowności bonów skarbowych lub stopy inflacji) w okresach płatności odsetek oraz bonów skarbowych ryzyko to jest niewielkie.

²⁰ Do najważniejszych należą wskaźniki: *Michigan Sentiment* i poprzedzający go wskaźnik *Consumer Evidence* - wyrażające opinie konsumentów w zakresie stanu i rozwoju gospodarki, *Initial Claims* - pokazujące zmiany na rynku pracy, *Industrial Production (IP)* - produkcji przemysłowej, *Consumer Price Index (CPI)* - wyrażający inflację na bazie zmian cen przyjętego koszyka towarów konsumpcyjnych i usług (lub w wersji *Core CPI* - bez cen energii i żywności), giełdowe akcji (*NASDAQ, DJ, S&P*), giełdowe towarów (*Reuters - CRB Futures Market* oraz *Spot Market Indexes*, liczone dla towarów o niskim stopniu przetworzenia).

²¹ Komar Z., *Sztuka inwestowania (The art of investing)*, PRET S.A., 1994, s.54.

wykazujących dynamikę wzrostu, która znacznie przewyższa dynamikę wzrostu Produktu Krajowego Brutto (PKB), co dobrze rokuje odnośnie przyszłych notowań kursów akcji), *akcje firm defensywnych* (firm mało podatnych na efekty cykli gospodarczych), *akcje firm w specjalnej sytuacji* (firm o dużym potencjale wzrostu notowań akcji, dzięki zaistnieniu nowej, szczególnej sytuacji w samej firmie lub w jej otoczeniu);

- *Ryzyko lokat w jednostki uczestnictwa* - ma swoje źródło w utracie bezpośredniej kontroli nad środkami, które są inwestowane przez firmę zarządzającą innym funduszem (odrębną osobą prawną). W szczególności dotyczy to funduszy zagranicznych, w kontekście szczególnych warunków zawieranych przez nie transakcji oraz ryzyka koncentracji aktywów lub rynków. Bezpieczeństwo takich lokat wzmacniają przepisy ustawy, które ograniczają udział jednego funduszu zagranicznego w aktywach funduszu do poziomu 20%;
- *Ryzyko lokat w instrumenty pochodne* - wynika ze specyficznych właściwości konstrukcji tych praw majątkowych, których cena rynkowa zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości instrumentu bazowego, którym mogą być papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego lub inne prawa majątkowe, a także określone indeksy, kursy walut, stopy procentowe. Z tego względu, że instrumenty pochodne są najbardziej ryzykowną formą lokaty, to *przepisy ustawy ograniczają możliwości zawierania umów mających za przedmiot instrumenty pochodne* do ściśle określonych sytuacji. Zgodnie z celem inwestycyjnym zadeklarowanym w statucie fundusz może zawierać takie umowy²², gdy ich celem jest zapewnienie *sprawnego zarządzania portfelem* inwestycyjnym funduszu lub *ograniczenie ryzyka inwestycyjnego* w zakresie zmian dotyczących: **a.** kursów, cen lub wartości papierów wartościowych i instrumentów rynku pieniężnego, które są w posiadaniu funduszu lub które fundusz zamierza nabyć w przyszłości, **b.** kursów walut będących przedmiotem lokat, **c.** wysokości stóp procentowych w związku z lokatami w depozyty, dłużne papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego oraz aktywami utrzymywanymi na zaspokojenie bieżących zobowiązań funduszu²³. W związku ze stosowaniem

²² Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie notowane są: *kontrakty terminowe* (na indeksy: WIG20, TechWIG, mWIG40; *akcje wybranych spółek*; *kursy walut*: USD/PLN i EUR/PLN; *obligacje*: hipoteczna o kuponie 6%), *jednostki indeksowe* (MiniWIG20) oraz *opcje* (na indeks WIG20). Podstawowe informacje na ten temat można znaleźć w Łaganowski A., *Instrumenty pochodne*, GPW w Warszawie, Warszawa, 2005.

²³ Fundusze inwestycyjne otwarte mogą utrzymywać część swoich aktywów na rachunkach bankowych, ale tylko w zakresie niezbędnym do zaspokojenia bieżących zobowiązań funduszu.

instrumentów pochodnych, obok ryzyka rynkowego i ryzyka płynności²⁴, pojawiają się *specyficzne ryzyka*, które mogą się materializować na skutek: **a.** *niewłaściwego zabezpieczenia pozycji*²⁵, **b.** *niedopasowania pozycji zabezpieczanej i zabezpieczającej*²⁶, **c.** *błędów w modelowaniu wyceny instrumentu*²⁷.

2. Ryzyka uczestnictwa

Świadomość istnienia stałych ryzyk inwestycyjnych, towarzyszących nieodłącznie polityce lokacyjnej każdego funduszu inwestycyjnego, nie uchroni inwestora przed materializacją *ryzyk własnych*, które wynikają z faktu uczestnictwa w funduszu. Ryzyka te, zwane *ryzykami uczestnictwa*, można podzielić na: *wewnętrzne* (takie, na które uczestnik może mieć jedynie ograniczony wpływ) oraz *zewnętrzne* (takie, na które uczestnik zasadniczo nie ma wpływu²⁸).

2.1 Ryzyka wewnętrzne

Wśród ryzyk wewnętrznych każdego funduszu inwestycyjnego, który działa na podstawie przepisów ustawy, należy wyróżnić:

- *Ryzyko stopy zwrotu* - materializuje się w przypadku uzyskania przez uczestnika funduszu zwrotu niższego od wyników historycznych funduszu. W pierwszym odruchu winą za taki stan rzeczy obarcza się fundusz, zapominając o *ustawowym zastrzeżeniu*, że nie może on gwarantować osiągnięcia założonego i zapisanego w statucie celu inwestycyjnego, pomimo tego, że ustawa nakłada na każdy fundusz *obowiązek działania w interesie jego uczestników*, a nadzór nad jego funkcjonowaniem sprawuje Komisja (KNF). Ustawa nakazuje funduszowi poinformowanie o tym fakcie wszystkich jego potencjalnych uczestników, co przybiera postać standardowego zapisu w *Prospekcie Informacyjnym (Skrócie Prospektu Informacyjnego)*. Tym samym, uczestnik powinien zyskać świadomość tego, że ponosi ryzyko nieosiągnięcia oczekiwanego zwrotu z

²⁴ Chodzi tu odpowiednio o sytuację: „ponadnormatywnej” zmiany kursu instrumentu zabezpieczającego w odniesieniu do zmiany kursu instrumentu bazowego oraz braku płynności pozwalającej na równoczesne zawarcie transakcji na pozycji zabezpieczanej i zabezpieczającej.

²⁵ Źródłem strat funduszu jest tu błędny dobór instrumentu lub niewłaściwe użycie instrumentu.

²⁶ Źródłem strat funduszu są tu błędy w ocenie kierunku zmian tych pozycji, co wymusza doraźne zmiany składu instrumentów.

²⁷ W efekcie pojawia się znaczna rozbieżność między wyceną instrumentu w portfelu, a jego wartością rynkową, co przekłada się na błędy w wycenie NAV funduszu.

²⁸ Przykładowo, zgodnie z obowiązującym prawem, bez zgody uczestników funduszu inwestycyjnego otwartego dopuszczalne jest zarówno przejęcie zarządzania funduszem przez inne towarzystwo, jak i zmiana depozytariusza.

inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszu, co może wiązać się z utratą części zainwestowanego kapitału. Źródłem ryzyka stopy zwrotu jest *zmiennosc ceny zbycia jednostki uczestnictwa*, kształtowana przez *fluktuacje wyceny* instrumentów finansowych w portfelu inwestycyjnym funduszu i *sprawność zarządzania* środkami funduszu. Ryzyko stopy zwrotu można wydatnie zmniejszyć analizując wyniki funduszu (funduszy) zarządzanych przez dane towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub firmę z segmentu *asset management*, której powierzono zarządzanie środkami interesującego inwestora funduszu. Efektywność inwestycji w jednostki uczestnictwa danego funduszu można oceniać na kilka sposobów. Najprościej, poprzez porównanie wyników funduszu ze wzorcem (*benchmarkiem*), odzwierciedlającym zachowanie się zmiennych rynkowych najlepiej oddających cel i politykę inwestycyjną funduszu, gdyż z założenia celem zarządzających fio jest pokonywanie ustalonych benchmarków²⁹. Bardziej doświadczeni inwestorzy mogą opierać się na wynikach wielu dostępnych *rankingów funduszy* lub analizować *kształtowanie się absolutnych stóp zwrotu* (najlepiej miesięcznych) uzyskiwanych w poprzednich latach, na tle stóp zwrotu innych jednorodnych funduszy (z tej samej grupy, kategorii i podkategorii), posługując się odpowiednimi miarami statystycznymi³⁰. Wiarygodnym źródłem informacji o rynku funduszy inwestycyjnych są z pewnością - wspomniane wcześniej - *Raporty miesięczne o rynku funduszy inwestycyjnych* opracowywane przez IZFiA oraz Analizy Online Sp. z o.o.³¹, która monitoruje krajowe i zagraniczne rynki lokat, tworząc rankingi funduszy i oceniając efektywność działania ich spółek zarządzających;

- *Ryzyko misselingu* - materializuje się w przypadku błędu popełnionego przez inwestora w *oszacowaniu własnej awersji do ryzyka* przy podejmowaniu decyzji o wyborze grupy funduszy w ramach fio oraz konkretnej kategorii i podkategorii w ramach grupy. Skutkuje on przeplataniem się nastrojów stresu i euforii, co w krańcowym przypadku może doprowadzić do odsprzedaży do funduszu jednostek uczestnictwa, po cenie niższej od ceny nabycia, w sytuacji utrzymywania się ujemnej stopy zwrotu (spadku wartości jednostek uczestnictwa) w dłuższym wycinku założonego czasu inwestowania. Ryzyko to można wydatnie zmniejszyć podejmując decyzję o inwestycji na podstawie materiałów informacyjnych funduszy, gdzie ustawodawca nakazał określenie *profilu*

²⁹ Odnośne dane za cały okres działalności znajdują się w materiałach informacyjnych każdego funduszu.

³⁰ Por. na ten temat Kowalski J. M., *Decyzje inwestorów indywidualnych oparte na rankingach funduszy inwestycyjnych*, Materiały IV-tej Chorzowskiej Konferencji Bankowości i Finansów, Chorzów, 22-23 września 2006.

³¹ Dostępne na <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10045/>.

inwestora, któremu rekomenduje się zakup jednostek uczestnictwa danego funduszu. Ma ono postać zwięzłego opisu zalecanej konfiguracji, takich czynników jak: czas oszczędzania, oczekiwania odnośnie przyszłych zysków, poziom akceptacji dla ryzyka inwestycji w akcje i transakcji zabezpieczających na instrumentach pochodnych, preferencje w zakresie stylu zarządzania środkami funduszu.

Ogólnie rzecz biorąc, na tle wyróżnionych na schemacie 1 grup funduszy inwestycyjnych otwartych, można wyróżnić następujące *profile inwestorów*:

- A. *Inwestorzy bardzo konserwatywni* - inwestują w fundusze rynku pieniężnego. Nie muszą planować długości czasu oszczędzania, oczekują systematycznych i stabilnych zysków przewyższających poziom inflacji i zbliżonych do poziomu oprocentowania lokat bankowych, akceptują tylko minimalne poziomy ryzyka kredytowego oraz ryzyka stopy procentowej³², nie akceptują ryzyk inwestycji w akcje;
- B. *Inwestorzy konserwatywni* - inwestują w fundusze gotówkowe³³ i fundusze obligacji (papierów dłużnych). *Fundusze gotówkowe* przeznaczone są dla inwestorów, którzy: planują oszczędzanie nawet w krótkim okresie, oczekują stabilnych zysków przewyższających poziom oprocentowania lokat bankowych, akceptują bardzo niskie ryzyka inwestycji w papiery dłużne, nie akceptują ryzyk inwestycji w akcje. Natomiast *fundusze obligacji* (papierów dłużnych), są właściwą inwestycją w średnioterminowym lub długoterminowym horyzoncie oszczędzania, przeznaczone dla inwestorów, którzy: oczekują przeciętnych zysków, akceptują niskie (średnie) ryzyka inwestycji w papiery dłużne i nie akceptują ryzyk inwestycji w akcje;
- C. *Inwestorzy umiarkowani* - inwestują w fundusze hybrydowe. Przy założeniu średnioterminowego lub długoterminowego czasu oszczędzania, oczekują zysków: ponadprzeciętnych (w *funduszach stabilnego wzrostu*) lub wysokich (w *funduszach zrównoważonych*) w zależności od zaakceptowanego procentowego udziału akcji w portfelu funduszu, akceptują transakcje zabezpieczające na instrumentach pochodnych, w mniejszym lub większym stopniu oczekują od spółki zarządzającej aktywnego ograniczania strat w okresach bessy. Atrakcyjną odmianą produktu hybrydowego okazują się być oferowane od kilku lat na polskim rynku *fundusze z ochroną kapitału*, które chronią portfel poprzez wydzielenie w nim części

³² Redukcję ryzyk związanych z inwestycjami w papiery dłużne gwarantują tu przepisy rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 20 sierpnia 2004r. w sprawie warunków, jakie muszą spełniać fundusze rynku pieniężnego [Dz.U.2004.187.1936].

³³ Uczestnictwo w funduszu gotówkowym, o mniejszych ograniczeniach inwestycyjnych niż fundusz rynku pieniężnego, wymaga niekiedy akceptacji dla zawierania transakcji zabezpieczających ryzyka walutowe, które pojawiają się przy lokatach w zagraniczne papiery dłużne, o zwiększonym ryzyku kredytowym.

bezpiecznej (biernej) oraz *ryzykownej* (czynnej). *Aktywa bierne* pokrywane są lokatami w bezpieczne obligacje o terminie wykupu, pokrywającym zwykle zadeklarowany okres ochrony kapitału, natomiast *aktywa czynne* - pokryte lokatami w akcje i instrumenty pochodne - są głównym źródłem wzrostu wartości jednostek uczestnictwa. Oczywiście, im większa (mniejsza) jest rentowność lokat w bezpieczną część portfela, tym mniejszy (większy) potencjał zarobkowania daje ryzykowna część portfela. Ogólnie, inwestując w fundusze z ochroną kapitału należy jednak pamiętać, że *gwarancja zwrotu określonego procentu zainwestowanego kapitału* jest ważna jedynie od dnia zamknięcia okresu rozliczeniowego, a wcześniejsza odsprzedaż jednostek uczestnictwa do funduszu może wiązać się ze stratą;

D. Inwestorzy agresywni - inwestują w fundusze akcji. Planując zamrożenie środków w dłuższym horyzoncie oszczędzania, oczekują bardzo wysokich zysków, akceptują wszystkie ryzyka inwestycji w akcje i transakcje zabezpieczające na instrumentach pochodnych.

Inwestorom, którzy „nie wpisują się” w powyższe *klasyczne profile*, zaleca się równoważenie ryzyk inwestycji w fundusze. Sensownym wyjściem jest dokonanie *podziału inwestycji* między kilka funduszy z różnych grup ryzyka (najlepiej, zarządzanych przez różne firmy) lub wybór któregoś z funduszy o *szczególnej konstrukcji*. Te ostatnie funkcjonują na nieco innych zasadach niż *klasycznie rozumiane fundusze otwarte* (rynku pieniężnego i gotówkowe, papierów dłużnych, hybrydowe, akcji), a mogą mieć formę:

- *Funduszy z wydzielonymi subfunduszami* - znane w Europie pod nazwą *umbrella funds*, czyli funduszy parasolowych, mogą funkcjonować w Polsce na podstawie przepisów art. 159-169 ustawy. Nazwa wynika stąd, że pod parasolem danego funduszu posiadającego osobowość prawną znajdują się *wyspecjalizowane subfundusze* (odrębne portfele inwestycyjne), które nie posiadają osobowości prawnej. Mogą być one zarządzane przez więcej niż jeden podmiot, gdy stosuje się w nich różne polityki inwestycyjne. Taka konstrukcja funduszu umożliwia inwestorowi na *elastyczne zmiany celu inwestycyjnego* i przedmiotu lokaty, poprzez zamiany jednostek uczestnictwa subfunduszy, bez umarzania jednostek uczestnictwa w funduszu. Liczba tych funduszy systematycznie rośnie na skutek popularności u inwestorów oraz niższych kosztów obsługi funduszu;
- *Funduszy funduszy* - mogą funkcjonować w Polsce na podstawie przepisów art.101 ustawy. Portfel takiego funduszu składa się z tylko z jednostek uczestnictwa oraz certyfikatów inwestycyjnych innych funduszy inwestycyjnych. Koszty jego

funkcjonowania są zdecydowanie niższe w porównaniu z funduszami inwestującymi w tradycyjne instrumenty finansowe, gdyż zarządzanie środkami funduszu sprowadza się tylko i wyłącznie do wyboru funduszu, którego jednostki (certyfikaty) wejdą do portfela;

- *Funduszu podstawowego i powiązanych* - znane w Europie pod nazwą *master - feeder* oraz na rynku amerykańskim pod nazwą *hub and spoke*, mogą funkcjonować w Polsce na podstawie przepisów art.170-177 ustawy. Przy tej konstrukcji, fundusz podstawowy może zbywać tytuły uczestnictwa tylko i wyłącznie do związanych ze sobą funduszy powiązanych i *vice versa* - fundusze powiązane mogą nabywać tylko i wyłącznie tytuły uczestnictwa funduszu podstawowego³⁴.

Mimo tego, że działające w Polsce otwarte fundusze hedgingowe lansuje się jako inwestycje na „każdą pogodę”, to należy mieć świadomość tego, że są to produkty obciążone sporym ryzykiem, gdyż jako fundusze typu *managed futures* (zarządzane przez automatyczny system transakcyjny na bazie sygnałów analizy technicznej) lokują posiadane aktywa wyłącznie w finansowe i towarowe kontrakty terminowe.

2.2 Ryzyka zewnętrzne

W przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych, do ryzyk zewnętrznych należy zaliczyć:

- *Ryzyko rozwiązania funduszu* - materializuje się w przypadku zaistnienia ustawowo określonych przesłanek i po przeprowadzeniu likwidacji funduszu, a wówczas suma pieniędzy odzyskana przez uczestnika (proporcjonalna do liczby posiadanych jednostek uczestnictwa) może się okazać znacząco niższa, od kwoty zainwestowanej w fundusz³⁵;
- *Ryzyko zmian w statucie* - związane jest z wydawaniem przez KNF zgody na zmiany w zapisach statutu, a konkretnie takie, które mogą negatywnie kształtować indywidualne sytuacje uczestników funduszu. Chodzi o przypadki: *przejęcia zarządzania funduszem przez inne towarzystwo, zmiany depozytariusza lub podmiotu obsługującego fundusz*,

³⁴ Pierwszą ofertę w tym zakresie przedstawiło Superfund TFI, które w 2006 roku wprowadziło na rynek fundusz podstawowy Superfund Trend Podstawowy SFIO, przeznaczony dla dwóch funduszy powiązanych: Superfund Trend Bis Powiązany FIO oraz Superfund Trend Plus Powiązany FIO. Formalnie fundusz podstawowy jest tu funduszem funduszy hedgingowych, gdyż inwestuje on do 100% aktywów funduszu w tytuły uczestnictwa Quadriga B (dynamiczny) oraz Quadriga C (agresywny), luksemburskich subfunduszy hedgingowych pod parasolem Quadriga SICAV Superfund EUR oraz w niewielkim tylko stopniu w instrumenty rynku pieniężnego, bony skarbowe, tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych, nie dokonując lokat w obligacje ani w instrumenty pochodne.

³⁵ Wynika to stąd, że na skutek materializacji ryzyka płynności, ceny aktywów spieniężanych w toku likwidacji mogą nie odzwierciedlać ich rynkowej wartości, jak też może wystąpić niekorzystna relacja między należnościami funduszu i wartością roszczeń zgłaszanych przez jego wierzycieli.

*połączenia funduszu z innym funduszem*³⁶, *zmiany polityki inwestycyjnej funduszu*³⁷, *przekształcenie funduszu*³⁸;

- *Ryzyko inflacji* - materializuje się wówczas, gdy na skutek zachodzenia procesów inflacyjnych faktyczna stopa zwrotu z inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszu, okazuje się być znacząco niższa od stopy nominalnej;
- *Ryzyko blokady wyjścia z funduszu* - materializuje się w wyniku zaistnienia jednej z dwóch ustawowych przesłanek, umożliwiających funduszowi zawieszenie odkupu jednostek uczestnictwa³⁹. Jest ono szczególnie duże dla małych funduszy, w związku z rozmytym charakterem przepisu o możliwości zawieszeniu odkupu z powodu braku możliwości wiarygodnej wyceny istotnej części aktywów funduszu, z przyczyn niezależnych od funduszu;
- *Ryzyko opodatkowania dochodów funduszu* - wiąże się z możliwością zniesienia aktualnie obowiązujące zwolnienia podmiotowego, co przełoży się bezpośrednio na spadek stóp zwrotu z jednostek uczestnictwa;
- *Ryzyko zmiany zasad opodatkowania dochodów uczestników*⁴⁰ - wynika stąd, że nie można wykluczyć wzrostu ryczałtowego opodatkowania dochodów z tytułu udziału w funduszach kapitałowych, o ile utrzyma się dotychczasowe tempo wzrostu aktywów zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych (głównie w ryzykownych funduszach akcyjnych), w stopniu zagrażającym *porządkowi i bezpieczeństwu rynku kapitałowego*, zwłaszcza w sytuacji znacznego przeszacowania wartości wielu spółek giełdowych.

³⁶ Nie mogą być łączone fio utworzone jako: fundusze z wydzielonymi subfunduszami, fundusze podstawowe, fundusze powiązane. W wyniku połączenia dwóch innych fio, fundusz przejmowany podlega wykreśleniu z rejestru funduszu.

³⁷ W tym wymuszone zmianami dyrektyw europejskich w zakresie funduszy UCITS, co może wpływać również na kształt obowiązującej ustawy.

³⁸ Przykładowo, w 2006 roku - po raz pierwszy w Polsce - Commercial Union Polska TFI przekształciło zarządzane przez siebie fundusze w fundusz parasolowy, a zgodę KNF na takie przekształcenie otrzymało SEB TFI.

³⁹ Art.89 ust.4 ustawy z dnia 27 maja 2004 roku *o funduszach inwestycyjnych* [Dz.U.2004.146.1546, ze zm.].

⁴⁰ Opis ewolucji sposobów opodatkowania dochodów z tytułu udziału w funduszach kapitałowych można znaleźć w Antkiewicz S., *Lokowanie w fundusze inwestycyjne w świetle opodatkowania transakcji na rynku finansowym*, <http://ekonom.univ.gda.pl/mikro/konferencja/pdf/Antkiewicz%20Slawomir1.pdf>.

Literatura cytowana

1. Antkiewicz S., *Lokowanie w fundusze inwestycyjne w świetle opodatkowania transakcji na rynku finansowym*,
<http://ekonom.univ.gda.pl/mikro/konferencja/pdf/Antkiewicz%20Slawomir1.pdf>
2. Hucik-Gaicka S., *Rozwój Funduszy Hedgingowych - Charakterystyka hedgingu - część 1*,
www.waluty.com.pl
3. Komar Z., *Sztuka inwestowania (The art of investing)*, PRET S.A., Warszawa, 1994
4. Kowalski J. M., *Decyzje inwestorów indywidualnych oparte na rankingach funduszy inwestycyjnych*, Materiały IV-tej Chorzowskiej Konferencji Bankowości i Finansów, Chorzów, 22-23 września 2006.
5. Łaganowski A., *Instrumenty pochodne*, GPW w Warszawie, Warszawa, 2005
6. Mazurek J., *Alternatywa dla bessy*, Forbes, 01/2007
7. Miziołek T., *Pierwszy fundusz funduszy hedgingowych*, Nasz Rynek Kapitałowy, 12(180), Grudzień 2005
8. Pruchnicka-Grabias I., *Ochrona portfela obligacji przed ryzykiem stopy procentowej*, Bank i Kredyt, Sierpień 2004, s.39-45
9. Skov N. A., *Finanse i zarządzanie*, PRET S.A., Warszawa, 1994

Autor jest Kierownikiem Zakładu Statystyki i Ekonometrii w Katedrze Metod Ilościowych w Wyższej Szkole Bankowej w Poznaniu - Wydział Zamiejscowy w Chorzowie