

*Tomasz Miziolek**

SYSTEMATYKA RYZYKA W FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH I SPECJALISTYCZNYCH OTWARTYCH

WSTĘP

Ryzyko jest nieodłącznym atrybutem działalności człowieka, ponieważ podejmując różnego rodzaju decyzje nie jesteśmy zazwyczaj w stanie kontrolować lub dokładnie przewidzieć przyszłości. Z ryzykiem mamy do czynienia wówczas, gdy rezultat, jaki będzie osiągnięty w przyszłości, nie jest nam znany, ale możliwe jest zidentyfikowanie jego przyszłych alternatyw, a jednocześnie znane jest prawdopodobieństwo ich wystąpienia¹.

Szczególnym rodzajem ryzyka jest ryzyko, którym obarczone są decyzje podejmowane przez inwestorów na rynku finansowym. Ryzyko inwestycyjne dotyczy wszystkich rodzajów instrumentów finansowych zarówno tych o charakterze dłużnym, jak i instrumentów udziałowych. Występuje ono jednak nie tylko w przypadku samodzielnego inwestowania w papiery wartościowe, ale również wówczas, gdy lokujemy kapitał na rynku finansowym w sposób pośredni – np. poprzez fundusze inwestycyjne.

Celem niniejszego artykułu jest dokonanie systematyzacji najistotniejszych rodzajów ryzyka, którym obarczone są lokaty w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych otwartych.

PODSTAWOWE INFORMACJE NA TEMAT RYZYKA W FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH

Fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze pub-

* Dr, adiunkt w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Uniwersytetu Łódzkiego.

¹ D. Dziawgo, *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 14.

licznego, a w szczególnych przypadkach również niepublicznego, proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, w określone papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe. Fundusz inwestycyjny jest zobowiązany prowadzić tę działalność ze szczególnym uwzględnieniem interesu uczestników, przestrzegając zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego określonych w *Ustawie z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych*².

Najważniejszymi ustawowymi mechanizmami mającymi na celu zapewnienie bezpieczeństwa i ochrony interesów uczestników funduszy oraz ograniczenie ryzyka inwestowania w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych są:

- konstrukcja funduszu inwestycyjnego i zarządzającego nim towarzystwa funduszy inwestycyjnych (dalej: TFI). Podmioty te są odrębnymi osobami prawnymi, co oznacza, że majątek funduszu jest rozdzielny z majątkiem TFI. W przypadku ewentualnego bankructwa towarzystwa, oszczędnościom uczestników funduszu nic nie zagraża, gdyż powierzone przez nich środki przechowywane są przez bank, pełniący funkcję depozytariusza;

- zakres dopuszczalnych lokat i limitów inwestycyjnych. Działalność lokacyjna funduszy jako instytucji „zaufania publicznego” jest poddana wielu ograniczeniom w celu zapobieżenia podejmowaniu przez zarządzających portfelem inwestycyjnym nadmiernego ryzyka. Zakres tych ograniczeń jest przede wszystkim zależny od rodzaju funduszu. Najbardziej elastyczne pod tym względem są fundusze zamknięte, które generalnie charakteryzują się najwyższym poziomem ryzyka. Najbardziej rygorystyczne przepisy dotyczące dopuszczalnej polityki inwestycyjnej obowiązują w funduszach otwartych, które – co do zasady – cechuje niewielkie ryzyko inwestycyjne³;

- zakres obowiązków informacyjnych funduszy, który determinuje przejrzystość, a tym samym bezpieczeństwo tej formy lokowania środków pieniężnych. Do najważniejszych obowiązków informacyjnych należy zaliczyć obowiązek publikowania prospektów informacyjnych i skrótów tych prospektów (w przypadku funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych) oraz prospektów emisyjnych i ich skrótów (w przypadku funduszy zamkniętych emitujących publiczne certyfikaty inwestycyjne), obowiązek sporządzania półrocznych i rocznych sprawozdań finansowych, obowiązek ogłaszania informacji o wartości aktywów netto przypadających na jednostkę uczestnic-

² DzU, 2004, nr 146, poz. 1546, z późn. zm.

³ Zaprezentowana zależność pomiędzy poziomem ryzyka a rodzajem funduszu nie jest jednak bezwzględna, gdyż poziom ryzyka, jakim obarczony jest w praktyce fundusz, jest determinowany faktycznie realizowaną strategią inwestycyjną, a nie potencjalnym składem portfela inwestycyjnego. Dla przykładu akcyjny fundusz otwarty inwestujący w małe i średnie spółki cechować się będzie znacznie wyższym poziomem ryzyka niż zamknięty fundusz z ochroną kapitału, wykorzystujący w swojej polityce inwestycyjnej jedną z dostępnych strategii zabezpieczania portfela.

stwa lub certyfikat inwestycyjny oraz cenę zbycia i odkupienia jednostek uczestnictwa, a także obowiązek dostarczania organowi nadzoru przez fundusze i TFI okresowych sprawozdań i bieżących informacji dotyczących ich działalności i sytuacji finansowej;

– działalność organu nadzoru⁴, który pełni funkcję nadzorczą i kontrolną w stosunku do funduszy inwestycyjnych, zarządzających nimi towarzystw oraz podmiotów zaangażowanych w obsługę funduszy inwestycyjnych (depozytariuszy, agentów transferowych, podmiotów prowadzących dystrybucję jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych, a także podmiotów, którym TFI powierzyły wykonywanie swoich obowiązków – np. firm zarządzających aktywami).

ŹRÓDŁA INFORMACJI NA TEMAT RYZYKA W FUNDUSZACH OTWARTYCH I SPECJALISTYCZNYCH OTWARTYCH

Informacja na temat potencjalnych rodzajów ryzyka, jakim obarczone jest lokowanie środków pieniężnych w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych (dalej: FIO) i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych (dalej: SFIO), jest jednym z najistotniejszych zagadnień, z którym powinien zapoznać się inwestor podejmując decyzję odnośnie do powierzenia oszczędności instytucji wspólnego inwestowania. Obowiązujące w Polsce prawo (ustawa o funduszach inwestycyjnych oraz akty wykonawcze) gwarantuje uczestnikom FIO i SFIO bardzo szeroki dostęp do różnego rodzaju informacji i danych dotyczących ryzyka cechującego te podmioty.

Artykuł 220 ustawy o funduszach inwestycyjnych stanowi, że wszelkie informacje niezbędne do oceny ryzyka inwestycyjnego FIO i SFIO powinien zawierać prospekt informacyjny. Ponadto, na żądanie uczestnika, towarzystwo zarządzające funduszem ma obowiązek udzielić uczestnikowi dodatkowych informacji o limitach inwestycyjnych funduszu, sposobie zarządzania ryzykiem inwestycyjnym funduszu oraz o aktualnych zmianach i przyrostach wartości w zakresie głównych lokat funduszu. Artykuł 229 ustawy stwierdza natomiast, iż informacje dotyczące funduszu inwestycyjnego publikowane przez towarzystwo, w tym informacje reklamowe, powinny rzetelnie przedstawiać sytuację finansową funduszu oraz ryzyko związane z uczestnictwem w funduszu i nie mogą wprowadzać uczestników w błąd. Ponadto, jeżeli wartość aktywów netto funduszu cechuje się lub będzie się cechować dużą zmiennością (a więc inwestycjom w tytuły uczestnictwa takiego funduszu

⁴ Od 19 września 2006 r. organem nadzoru m. in. nad rynkiem funduszy inwestycyjnych jest Komisja Nadzoru Finansowego. Wcześniej funkcję tę pełniła Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.

towarzyszyć będzie szczególnie wysokie ryzyko) ze względu na skład portfela inwestycyjnego lub na stosowane techniki zarządzania portfelem, w ww. informacjach powinno zostać wyeksponowane stwierdzenie wskazujące na podwyższony poziom ryzyka.

Szczegółowe wytyczne dotyczące najważniejszych kategorii ryzyk, które powinny zostać uwzględnione w prospektach FIO i SFIO oraz ich skrótach, zawiera *Rozporządzenie Rady Ministrów z 13 września 2004 r. w sprawie prospektu informacyjnego funduszu inwestycyjnego otwartego oraz specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego, a także skrótu tego prospektu*⁵. Z kolei faktyczne aspekty występowania ryzyka w działalności FIO i SFIO opisane są w ich sprawozdaniach finansowych, zgodnie z *Rozporządzeniem Ministra Finansów z 8 października 2004 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych*⁶.

Ponadto w *Kodeksie dobrych obyczajów przy prezentacji wyników oraz klasyfikacji funduszy inwestycyjnych* opracowanym przez Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce⁷ wśród zaleceń dla TFI znalazł się zapis mówiący, że towarzystwo powinno ujawnić informacje niezbędne do określenia poziomu ryzyka związanego z inwestycjami dokonywanymi przez fundusz.

RODZAJE RYZYKA W FUNDUSZACH OTWARTYCH I SPECJALISTYCZNYCH OTWARTYCH

Ryzyko występujące w funduszach inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych otwartych można podzielić na dwie zasadnicze grupy: ryzyko inwestycyjne związane z przyjętą polityką inwestycyjną funduszu oraz ryzyko łączące się z inwestowaniem w jednostki uczestnictwa⁸.

W ramach ryzyka związanego z polityką inwestycyjną należy uwzględnić ryzyko inwestowania w poszczególne instrumenty finansowe, ryzyko związane z realizowanymi przez fundusz strategiami zarządzania, ryzyko inwestowania na określonym obszarze geograficznym, w określonej branży lub sektorze

⁵ DzU, 2004, nr 205, poz. 2095, z późn. zm.

⁶ DzU, 2004, nr 231, poz. 2318. W punkcie piątym not objaśniających fundusze są zobowiązane wskazać poziom obciążenia aktywów i zobowiązań ryzykiem stopy procentowej (ze wskazaniem aktywów obciążonych ryzykiem wartości godziwej oraz ryzykiem przepływów pieniężnych) w podziale na kategorie bilansowe oraz ryzykiem kredytowym (w podziale na kategorie bilansowe) i ryzykiem walutowym ze wskazaniem przypadków znaczącej koncentracji tych ryzyk w poszczególnych kategoriach lokat.

⁷ Obecnie Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami.

⁸ Por. art. 11, ust. 1, pkt 13 oraz art. 14 *Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych*.

gospodarczym bądź w celu odzwierciedlenia indeksu akcji lub dłużnych papierów wartościowych.

Ryzyko łączące się z inwestowaniem w jednostki uczestnictwa (ryzyko związane z uczestnictwem w funduszu) obejmuje ryzyko nieosiągnięcia oczekiwanego zwrotu z inwestycji w jednostki uczestnictwa, ryzyko wystąpienia szczególnych okoliczności, na które uczestnik nie ma wpływu lub wpływ ten jest ograniczony, ryzyko niewypłacalności gwaranta, ryzyko inflacji oraz ryzyko związane z regulacjami prawnymi dotyczącymi funduszu.

Ryzyko inwestowania w instrumenty finansowe

Podstawowym rodzajem ryzyka występującego w funduszach inwestycyjnych jest ryzyko związane z lokowaniem środków pieniężnych pozyskanych przez fundusz od inwestorów w instrumenty finansowe. Każdy papier wartościowy, który zostanie zakupiony do portfela inwestycyjnego przez zarządzającego funduszem, obciążony jest bowiem określonym poziomem ryzyka, które w sposób pośredni obciąża także uczestnika funduszu. Spadek ceny instrumentu finansowego powoduje obniżenie wartości aktywów netto funduszu, co znajduje odzwierciedlenie w zmniejszeniu wartości jednostki uczestnictwa, a tym samym obniżeniu wartości kapitału zainwestowanego przez uczestnika.

W literaturze przedmiotu można spotkać się z bardzo wieloma klasyfikacjami ryzyka inwestycyjnego. Biorąc pod uwagę obowiązujące w Polsce regulacje prawne najbardziej zasadne wydaje się zastosowanie kryterium typu instrumentu finansowego, który stanowi główny przedmiot lokat funduszu inwestycyjnego otwartego lub specjalistycznego otwartego. Na tej podstawie można wyróżnić ryzyko inwestowania:

- w instrumenty dłużne,
 - w instrumenty o charakterze udziałowym,
 - w instrumenty pochodne,
 - w tytuły uczestnictwa,
- oraz
- ryzyko niezależne od przedmiotu dokonywanych lokat.

Ryzyko inwestowania w instrumenty dłużne

Najważniejszymi rodzajami ryzyka związanego z inwestowaniem przez fundusz w instrumenty dłużne są ryzyko kredytowe oraz ryzyko stopy procentowej. **Ryzyko kredytowe** (*credit risk*) jest przede wszystkim ryzykiem wynikającym z zaprzestania spłaty zobowiązań przez emitenta papierów

dłużnych, w które inwestuje fundusz. Zbliżonym pojęciem jest **ryzyko niedotrzymania warunków** (*default risk*), które wynika z faktu niedotrzymania warunków umowy przez emitenta określonego instrumentu finansowego⁹. Ryzyko kredytowe dotyczy przede wszystkim walorów emitowanych przez przedsiębiorstwa, gdyż to właśnie w przypadku tych podmiotów mamy najczęściej do czynienia z zagrożeniem niespłacenia (bądź nieterminowego spłacenia) zobowiązań przewidzianych harmonogramem emisji (w szczególności spłaty należności z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych) na skutek złej sytuacji finansowej emitenta. Chodzi tu zarówno o instrumenty średnio- i długoterminowe (papiery komercyjne – głównie obligacje), jak i instrumenty rynku pieniężnego (krótkoterminowe papiery dłużne). Znacznie niższe ryzyko niewypłacalności występuje w przypadku walorów emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego (obligacje komunalne), natomiast znikome ryzyko kredytowe charakteryzuje obligacje i bony emitowane przez rządy (Skarb Państwa)¹⁰.

Poziom ryzyka kredytowego jest ściśle związany z wiarygodnością kredytową emitenta. Jej oceny dokonują wyspecjalizowane agencje ratingowe (agencje *credit-rating*), których działalność polega na przeprowadzaniu jakościowych klasyfikacji dłużnych papierów wartościowych oraz innych zobowiązań ze względu na standing finansowy emitenta, poprzez nadanie pożyczkobiorcy stopnia zaufania finansowego, wyrażonego najczęściej za pomocą kodu literowego¹¹. Istotne pogorszenie sytuacji finansowej emitenta bądź perspektyw jego rozwoju w najbliższym okresie, skutkujące obniżeniem oceny ratingowej, może wpłynąć na spadek ceny wyemitowanych przez niego papierów wartościowych, a tym samym na spadek wartości jednostki uczestnictwa w funduszu, który ma w swoim portfelu te instrumenty. Ryzyko kredytowe występuje także w przypadku depozytów bankowych i odnosi się do wypłacalności banku.

Ryzyko kredytowe jest najwyższe w przypadku funduszy obligacji typu *high-yield* lokujących aktywa w instrumenty dłużne przedsiębiorstw o ratingu spekulacyjnym lub nieinwestycyjnym (np. na poziomie BB+ lub niższym według agencji Standard & Poor's), czyli w tzw. obligacje śmieciowe (*junk*

⁹ W. Tarczyński, M. Łuniewska, *Dywersyfikacja ryzyka na polskim rynku kapitałowym*, Wyd. Placet, Warszawa 2004, s. 38.

¹⁰ Ryzyko kredytowe występuje także w przypadku inwestowania przez fundusz w instrumenty udziałowe. W tym przypadku przejawia się ono w ryzyku finansowym (*financial risk*) i ryzyku bankructwa (*bankruptcy risk*). Ryzyko finansowe jest konsekwencją korzystania przez przedsiębiorstwo z kapitałów obcych w celu finansowania działalności, wskutek czego zwiększa się ryzyko niewypłacalności emitenta. Ryzyko bankructwa wynika z ryzyka niedotrzymania warunków i finansowego i jest związane z możliwością upadłości spółki, czego skutkiem mogłaby być utrata całości lub większości środków pieniężnych zainwestowanych w jej akcje.

¹¹ D. Dziawgo, *Credit-rating...*, s. 113.

bonds)¹². Najniższe ryzyko kredytowe występuje w funduszach obligacji skarbowych (rządowych).

Drugim podstawowym rodzajem ryzyka cechującego lokaty w instrumenty wierzycielskie jest **ryzyko stopy procentowej** (*interest rate risk*)¹³. Polega ono na możliwości zrealizowania niższej od zakładanej stopy zwrotu z papierów dłużnych, wynikającej z wrażliwości kursów obligacji będących przedmiotem lokat funduszu na zmiany rynkowych stóp procentowych. Obejmuje ono:

- **ryzyko zmiany ceny** (*holding period risk*) instrumentu dłużnego, wynikające z faktu, iż cena ta w momencie jego sprzedaży na rynku wtórnym przed terminem wykupu, pod wpływem zmiany stopy procentowej może okazać się niższa od zakładanej;

- **ryzyko reinwestycji** (*reinvestment risk*) dochodu uzyskiwanego z tytułu przetrzymywania obligacji, wynikające z faktu, że stopa reinwestycji odsetek od obligacji otrzymywanych w czasie jej ważności może być odmienna od stopy zwrotu z obligacji w terminie do wykupu (*YTM – yield to maturity*)¹⁴.

Poziom ryzyka stopy procentowej jest zdeterminowany długością okresu do terminu wykupu papierów dłużnych – im termin ten jest dłuższy, tym ryzyko to jest wyższe z uwagi na większą niepewność co do przyszłych zdarzeń na rynku (w tym kontekście używa się także pojęcia **ryzyka czasu trwania inwestycji** – *maturity risk*)¹⁵. Oznacza to, że obligacje długoterminowe są bardziej wrażliwe na zmianę stopy procentowej niż obligacje krótkoterminowe. Drugim czynnikiem wpływającym na ryzyko stopy procentowej jest wysokość i sposób oprocentowania obligacji. W momencie wzrostu rynkowych stóp procentowych (bądź tylko w oczekiwaniu na ich wzrost) ceny instrumentów o stałym oprocentowaniu spadają. Analogicznie, przy spadku rynkowych stóp procentowych obserwujemy wzrost cen obligacji stałoprocentowych. Z kolei w przypadku ryzyka reinwestycji wzrost stóp procentowych powoduje zwiększenie dochodów z reinwestycji, czyli wzrost zrealizowanej stopy zwrotu z obligacji, spadek stóp procentowych wiąże się zaś ze spadkiem dochodów z reinwestycji, a więc zmniejszeniem zrealizowanej stopy zwrotu z obligacji¹⁶.

¹² W przypadku tego rodzaju funduszy występować może także ryzyko negatywnej percepcji rynków obligacji śmieciowych (np. w sytuacji wzrostu liczby bankructw firm o ratingu nieinwestycyjnym), co może negatywnie wpływać na wycenę ich tytułów uczestnictwa.

¹³ Ryzyko stopy procentowej występuje również przy inwestowaniu w akcje – wzrost stopy procentowej zwiększa bowiem koszt kapitału obcego, a tym samym zmniejsza potencjalne zyski spółek, a w konsekwencji ich wycenę. Z drugiej strony wzrost stóp procentowych oznacza z reguły wzrost zainteresowania bezpiecznymi instrumentami finansowymi (lokatami bankowymi, obligacjami skarbowymi) kosztem instrumentów o zmiennym dochodzie (akcji), których ceny w efekcie mniejszego popytu mogą się obniżyć.

¹⁴ Ryzyko reinwestowania nie dotyczy obligacji zerokuponowych (*zero-coupon bonds*).

¹⁵ W. Tarczyński, M. Mojsiewicz, *Zarządzanie ryzykiem*, PWE, Warszawa 2001, s. 100.

¹⁶ Tamże, s. 95.

Ryzyko stopy procentowej jest, obok ryzyka kursowego i ryzyka płynności, głównym składnikiem **ryzyka rynkowego** (*market risk*) w funduszach inwestujących w instrumenty dłużne. Jest ono związane z możliwością spadku wartości aktywów tych funduszy w wyniku niekorzystnego kształtowania się kursów rynkowych papierów wartościowych (w tym przypadku – papierów dłużnych) będących przedmiotem ich lokat.

Najwyższy poziom ryzyka stopy procentowej cechuje fundusze o długim ważonym terminie zapadalności portfela papierów dłużnych, w szczególności fundusze długoterminowych obligacji. Najmniejsze ryzyko tego rodzaju występuje w funduszach o najmniejszym *duration*, czyli w funduszach rynku pieniężnego i gotówkowych.

Do pozostałych istotnych rodzajów ryzyka inwestowania w papiery dłużne należą¹⁷:

- **ryzyko wykupu na żądanie**, zwane też **ryzykiem wcześniejszego wykupu** (*call risk*) lub **ryzykiem przedpłaty** (*prepayment risk*). Polega ono na możliwości wcześniejszej od założeń spłaty kapitału (wykupu obligacji) przez emitenta w okresie spadających stóp procentowych, co może zmusić zarządzającego funduszem do zakupu (w miejsce wykupionych walorów) instrumentów o niższej rentowności;

- **ryzyko „wydłużenia”**. Jest przeciwieństwem ryzyka wcześniejszego wykupu i polega na możliwości opóźnienia spłaty rat kapitałowych przez emitenta w momencie rosnących stóp procentowych, w wyniku czego fundusz nie będzie mógł inwestować na rynku w nowo emitowane instrumenty o wyższej rentowności;

- **ryzyko zmienności** (*convertibility risk*). Występuje w przypadku obligacji zamiennych na akcje i wynika z faktu, że zamiana może nastąpić w chwili niekorzystnej dla posiadacza instrumentu.

Ryzyko inwestowania w instrumenty udziałowe

Najważniejszym rodzajem ryzyka w przypadku inwestycji funduszy w instrumenty udziałowe jest **ryzyko rynkowe**. Wynika ono z faktu, że ceny pojedynczych instrumentów o charakterze właścicielskim (akcji lub kwitów depozytowych spółek) notowanych na rynku giełdowym zależą od stanu koniunktury na całym rynku. Ryzyko to znajduje swoje odzwierciedlenie przede wszystkim w **ryzyku zmian kursów akcji** (*bull-bear market risk*). Pogorszenie się sytuacji na giełdzie papierów wartościowych, wywołane np. spadkiem koniunktury gospodarczej w kraju lub w danym sektorze, nieko-

¹⁷ Pomijam w tym momencie ryzyka wspólne dla instrumentów dłużnych i udziałowych (np. ryzyko inflacji), które są opisane na stronach 118–119 oraz ryzyko płynności, które jest opisane na stronie 116.

rzystnymi z punktu widzenia rynku kapitałowego działaniami państwa w sferze polityki monetarnej lub fiskalnej, obniżeniem ratingu danego kraju bądź pogorszeniem atrakcyjności inwestycyjnej całego regionu (wywołane np. kryzysem finansowym w innym kraju danego regionu) może skutkować sprzedażą walorów przez część inwestorów, czego konsekwencją będzie spadek kursów akcji. Ryzyko rynkowe może się również przejawiać w postaci **ryzyka wycofania kapitału**, do którego może dojść w sytuacji, gdy w stosunku do danego rynku pojawia się rynek konkurencyjny, oferujący korzystniejsze możliwości ulokowania kapitału.

Jak zostało już wspomniane, koniunktura na rynku kapitałowym jest w istotnym stopniu determinowana przez sytuację gospodarczą w danym kraju lub regionie świata¹⁸. Dlatego też ważnym rodzajem ryzyka związanego z inwestycjami kapitałowymi (w tym także z inwestycjami w jednostki uczestnictwa funduszy akcyjnych i hybrydowych) jest **ryzyko makroekonomiczne**, które zależne jest od kształtowania się podstawowych wskaźników makroekonomicznych (produktu krajowego brutto, produkcji przemysłowej, inwestycji, konsumpcji, eksportu i importu, inflacji, bezrobocia) określających konkurencyjność gospodarki danego kraju lub regionu w skali globalnej. Niekorzystne tendencje w kształtowaniu się tych wskaźników bądź tylko obawy odnośnie do ich wartości w przyszłości, mogą spowodować wycofanie się głównie zagranicznych instytucji finansowych z lokalnego rynku kapitałowego, a tym samym doprowadzić do spadku cen akcji na giełdzie.

Wymienione rodzaje ryzyka, wraz z opisanym już ryzykiem stopy procentowej oraz ryzykiem kursowym, ryzykiem siły nabywczej, ryzykiem politycznym i ryzykiem wydarzeń¹⁹ składają się na tzw. **ryzyko systematyczne** (*systematic risk*), determinowane przez siły zewnętrzne, które nie podlega kontroli podmiotu znajdującego się w jego zasięgu i które nie może być wyeliminowane przez inwestora (a więc także przez zarządzającego funduszem)²⁰.

Jego przeciwieństwem jest **ryzyko niesystematyczne**, zwane także **ryzykiem specyficznym** (*specific risk*) obejmujące obszar działania danego podmiotu, które może być w znacznej mierze przezeń kontrolowane i które można ograniczyć za pomocą dywersyfikacji portfela. Jest to zatem ryzyko związane z działalnością spółki, które obok opisanych już rodzajów ryzyk (kredytowego, niedotrzymania warunków, finansowego i bankructwa) obejmuje także ryzyko zarządzania (*management risk*) będące pochodną złego zarządzania przedsiębiorstwem oraz ryzyko biznesu (*business risk*) związane ze zmiennością dochodów osiąganych przez emitenta.

¹⁸ Nie chodzi tu wyłącznie o region w sensie geograficznym, ale także o grupę krajów zlokalizowanych w różnych częściach świata, które łączy np. podobny poziom rozwoju gospodarczego (np. kraje *emerging markets*).

¹⁹ Ryzyka te są opisane na stronach 118–119.

²⁰ W. Tarczyński, M. Łuniewska, *Dywersyfikacja ryzyka...*, s. 36.

Najwyższy poziom opisanych powyżej rodzajów ryzyka występuje w funduszach akcji lokujących aktywa w walory spółek o niskiej kapitalizacji i niestabilnej sytuacji finansowej, charakteryzujących się niskim stopniem dywersyfikacji prowadzonej działalności, a działających na rynkach rozwijających się lub rynkach o niestabilnej sytuacji politycznej i gospodarczej. Wysokie ryzyko cechuje także fundusze sektorowe (inwestujące w akcje firm należących do jednego sektora), których wyniki są uzależnione od koniunktury panującej w danej branży. Relatywnie niskim ryzykiem są natomiast obciążone fundusze, w portfelach których przeważają walory renomowanych spółek o ugruntowanej pozycji na rynku i wysokiej kapitalizacji rynkowej (tzw. *blue-chips*), generujące przychody z różnego rodzaju działalności i funkcjonujące na rynkach rozwiniętych.

Typowym ryzykiem przy inwestowaniu w akcje jest także **ryzyko rynkowej płynności** (*liquidity risk*)²¹. Polega ono na braku (lub bardzo ograniczonej) możliwości sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych w krótkim okresie i w znaczącej ilości, bez istotnego wpływania na rynkową cenę instrumentu (spadek ceny w przypadku sprzedaży i wzrost ceny w przypadku zakupu). Może ono wynikać z nabywania przez fundusz mało płynnych aktywów albo być konsekwencją **ryzyka** polegającego na **wysokiej koncentracji lokat w określone aktywa** lub ekspozycji na określone rynki papierów wartościowych.

Najwyższym ryzykiem płynności charakteryzują się fundusze o niskim stopniu dywersyfikacji portfela inwestycyjnego (mające stosunkowo duże pakiety akcji niewielu spółek o niewielkiej kapitalizacji i znikomej płynności rynkowej) oraz fundusze prowadzące agresywną politykę inwestycyjną, inwestujące w spółki wzrostowe (*aggressive growth funds*), stosujące spekulacyjne metody inwestycyjne, skutkujące częstymi zmianami składu portfela inwestycyjnego. Najniższe ryzyko płynności dotyczy funduszy o zdywersyfikowanym portfelu inwestycyjnym, inwestujących w duże, płynne spółki, a także funduszy wykorzystujących pasywne strategie zarządzania portfelem.

Ryzyko inwestowania w instrumenty pochodne

Fundusze otwarte i specjalistyczne otwarte mogą, na warunkach określonych w art. 94 ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz w *Rozporządzeniu Ministra Finansów z 26 sierpnia 2004 r. w sprawie zawierania przez fundusz inwestycyjny otwarty umów, których przedmiotem są instrumenty pochodne, w tym niewystandaryzowane instrumenty pochodne*²², lokować część swoich

²¹ Występuje ono również przy lokowaniu środków w dłużne papiery wartościowe, lecz z reguły w mniejszym zakresie.

²² DzU, 2004, nr 197, poz. 2021.

aktywów w instrumenty pochodne. Zawarcie umowy mającej za przedmiot instrumenty pochodne może mieć na celu jedynie zapewnienie sprawnego zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu lub ograniczenie ryzyka inwestycyjnego związanego ze zmianą:

- kursów, cen, wartości papierów wartościowych i instrumentów rynku pieniężnego posiadanych przez fundusz albo papierów wartościowych i instrumentów rynku pieniężnego, które fundusz zamierza nabyć w przyszłości,
- kursów walut w związku z lokatami funduszu,
- wysokości stóp procentowych w związku z lokatami w depozyty, dłużne papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego oraz aktywami utrzymywanymi na zaspokojenie bieżących zobowiązań funduszu.

Ponadto, fundusz otwarty, który zawiera umowy mające za przedmiot instrumenty pochodne, w tym niewystandaryzowane instrumenty pochodne, jest zobowiązany opracować i wdrożyć szczegółowe procedury podejmowania decyzji inwestycyjnych dotyczących tych instrumentów oraz procedury umożliwiające monitorowanie i mierzenie w każdym czasie ryzyka związanego z poszczególnymi instrumentami pochodnymi, a także ryzyka portfela inwestycyjnego funduszu²³.

Mimo że fundusze otwarte mogą wykorzystywać derywaty jedynie w celu ograniczenia ryzyka, specyficzne cechy tych instrumentów sprawiają, iż także w tym przypadku uczestnicy funduszy narażeni są na rozmaite rodzaje ryzyka. Związane jest ono przede wszystkim z ryzykiem, jakim obarczone są poszczególne instrumenty bazowe. Wymienić tu należy przede wszystkim **ryzyko rynkowe** związane ze zmianami kursów instrumentów pochodnych, zależnymi od ceny instrumentu bazowego. W porównaniu z typowym ryzykiem rynkowym charakterystycznym dla instrumentów bazowych (udziałowych lub dłużnych), jest ono w tym przypadku znacznie większe, gdyż lokowaniu aktywów funduszu w derywaty towarzyszy również ryzyko dźwigni finansowej. Zawarcie transakcji na rynku instrumentów pochodnych wymaga bowiem wniesienia depozytu zabezpieczającego, o wartości niższej niż wartość instrumentu bazowego, wskutek czego nawet niewielkie wahania kursów na rynku kasowym mają zwielokrotniony wpływ (zależny od stopnia dźwigni) na wartość inwestycji. Niekorzystna sytuacja na rynku może zatem doprowadzić do sytuacji, w której konieczne będzie uzupełnienie depozytu zabezpieczającego, a w konsekwencji nawet do poniesienia strat przewyższających wartość pierwotnej inwestycji.

Istotnym rodzajem ryzyka występującego przy inwestycjach w instrumenty pochodne jest **ryzyko niedopasowania wyceny instrumentu pochodnego do wyceny instrumentu bazowego**. Wynika ono z faktu, że cena rynkowa instrumentu pochodnego może się okresowo różnić od jego wartości

²³ Art. 95 ust. 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych.

teoretycznej i różnica ta może pogorszyć rentowność inwestycji funduszu w dany instrument pochodny w porównaniu z rentownością inwestycji w instrument bazowy w tym samym czasie.

W przypadku instrumentów pochodnych opartych na konkretnych instrumentach bazowych (np. akcjach, indeksach rynków akcji, obligacjach, walutach) istotne znaczenie może mieć również **ryzyko charakterystyczne dla danego typu instrumentu bazowego** (np. ryzyko stopy procentowej w przypadku kontraktów *futures* na obligacje) oraz **ryzyko płynności** (w szczególności dla mało płynnych kontraktów, dla których nie ma animatora rynku).

W przypadku inwestycji w instrumenty pochodne występują ponadto szczególne rodzaje **ryzyka operacyjnego**²⁴. Należą do nich przede wszystkim ryzyko związane z zawieraniem i rozliczaniem transakcji tymi instrumentami oraz ryzyko przyjęcia błędnego modelu ich wyceny.

Ryzyko inwestowania w tytuły uczestnictwa

Fundusze otwarte mogą nabywać do portfela inwestycyjnego, na zasadach określonych w art. 101 i 104 ustawy o funduszach inwestycyjnych (fundusze specjalistyczne otwarte na zasadach określonych w art. 113 ustawy), jednostki uczestnictwa innych funduszy 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. W przypadku dokonywania przez fundusz tego rodzaju inwestycji narażony jest on na ryzyko portfela lokat tych podmiotów, które w zależności od prowadzonej polityki inwestycyjnej może obejmować określone typy ryzyka opisane na stronach 111–118.

Ryzyko inwestycyjne niezależne od przedmiotu dokonywanych lokat

Wśród pozostałych kategorii ryzyka związanego z polityką inwestycyjną prowadzoną przez fundusz najistotniejsze znaczenie mają ryzyko inflacji oraz ryzyko walutowe. **Ryzyko inflacji** (*inflation risk*), zwane także **ryzykiem siły nabywczej**, może być interpretowane wielorako²⁵. Z jednej strony możemy je odnosić do sytuacji, w której dochodzi do spadku siły nabywczej instrumentów finansowych (akcji, obligacji) kupowanych przez fundusz inwestycyjny w wyniku panującej inflacji. Może jednak dotyczyć wyłącznie rynku akcji i być interpretowane jako sytuacja, w której wzrost inflacji prowadzi do

²⁴ Więcej informacji na temat ryzyk operacyjnych w funduszach otwartych znajduje się na stronie 120.

²⁵ Inny sposób interpretacji przedstawiono na stronie 124.

podniesienia stóp procentowych, co z reguły powoduje spadek cen akcji. Ryzyko inflacji może być zatem szczególnie istotne dla funduszy akcyjnych w momencie wzrostu inflacji oraz dla wszystkich typów funduszy w warunkach bardzo wysokiej inflacji.

Ryzyko walutowe (*foreign exchange risk*), zwane też **ryzykiem kursowym** (*currency risk*), oznacza możliwość poniesienia strat finansowych na skutek zmian (fluktuacji) kursów walutowych. Dotyczy ono funduszy, w portfelach których znajdują się instrumenty denominowane w walutach obcych – zarówno funduszy inwestujących na rynku akcji, jak i funduszy papierów dłużnych. Aprecjacja waluty krajowej względem waluty obcej skutkuje spadkiem wartości instrumentów denominowanych w walucie obcej, w efekcie czego następuje spadek wartości jednostek uczestnictwa. W szczególnych przypadkach wpływ zmian kursów walutowych na wartość portfela inwestycyjnego funduszu może okazać się większy niż zmiany cen instrumentów wchodzących w jego skład. Dotyczy to zwłaszcza funduszy lokujących aktywa w obligacje denominowane w walutach obcych – istotna deprecjacja waluty obcej może w krótkim okresie nawet zniwelować zysk wypracowany przez papiery wierzycielskie. W przypadku funduszy inwestycyjnych ryzyko walutowe ma zatem charakter **ryzyka transakcyjnego** (*transaction risk*), gdyż wynika z przeprowadzania operacji finansowych (inwestycji) w warunkach niestabilnych kursów walutowych.

Wśród innych ważnych rodzajów ryzyka, charakterystycznych zarówno dla papierów dłużnych, jak i udziałowych, wymienić należy:

- **ryzyko wydarzeń** (*event risk*) – to ryzyko związane z możliwością wystąpienia nieoczekiwanych zdarzeń, które mają wpływ na sytuację określonego instrumentu finansowego, ale nie mają go na ogólną sytuację na rynku;
- **ryzyko polityczne** (*political risk*) – to ryzyko powstające na skutek decyzji władz danego kraju, które mają wpływ na sytuację podmiotów gospodarczych (np. decyzje podatkowe);
- **ryzyko zmian w regulacjach prawnych** – to ryzyko wynikające ze zmian obowiązującego prawa w krajach, w których inwestowane są środki funduszu, w szczególności w zakresie podatków, ceł, działalności gospodarczej, udzielanych koncesji i zezwoleń. Może ono negatywnie oddziaływać na kondycję finansową emitentów, a w konsekwencji na ceny ich akcji lub papierów dłużnych²⁶.

Pozostałe rodzaje ryzyka inwestycyjnego

Fundusze otwarte mogą również, na warunkach określonych w art. 102 ustawy o funduszach inwestycyjnych, udzielać innym podmiotom pożyczek, których przedmiotem są zdematerializowane papiery wartościowe, na podstawie zasad określonych w *Rozporządzeniu Ministra Finansów z 19 paź-*

²⁶ Inną interpretację tego rodzaju ryzyka można znaleźć na stronie 124.

dziennika 2005 r. w sprawie trybu i warunków udzielania przez firmy inwestycyjne pożyczek na nabycie maklerskich instrumentów finansowych²⁷. W związku z powyższym mogą być one obciążone ryzykiem:

- związanym z brakiem możliwości sprzedaży pożyczonych papierów wartościowych w okresie trwania pożyczki,
- związanym z utratą pożytków wynikających z posiadania papierów wartościowych (w szczególności prawa do dywidendy),
- związanym z utratą praw korporacyjnych wynikających z posiadania papierów wartościowych (w szczególności prawa do uczestniczenia w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy),
- kredytowym stron umowy pożyczki.

Ryzyka operacyjne związane z procesem inwestycyjnym

Poza wymienionymi dotychczas rodzajami ryzyka będącymi *stricte* pochodną prowadzonej polityki inwestycyjnej, fundusz obciążony może być także narażony na rozmaite ryzyka operacyjne związane z procesem inwestycyjnym. Najistotniejszym wśród nich jest **ryzyko wyceny** wynikające z faktu, że nie wszystkie papiery wartościowe będące przedmiotem lokat funduszu, mogą być wyceniane na podstawie wyceny rynkowej. Może to doprowadzić do powstania różnicy pomiędzy teoretyczną wyceną instrumentu dokonywaną przez fundusz a ceną możliwą do uzyskania w momencie jego sprzedaży²⁸. Wśród pozostałych ryzyk operacyjnych warto wymienić ryzyko nierozliczenia lub opóźnienia rozliczenia zawartych przez fundusz transakcji (**ryzyko rozliczenia**), co może wpłynąć na zwiększenie kosztów funduszu związanych z finansowaniem nierozliczonych transakcji oraz **ryzyko błędnego zawarcia transakcji**.

Funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych nie byłoby w praktyce możliwe, gdyby nie rozmaite podmioty zaangażowane w ich obsługę, takie jak depozytariusz czy agent transferowy. W ramach umowy, jaką fundusz zawiera z depozytariuszem, podmiot ten wypełnia szereg istotnych zadań, w tym m. in. przechowuje i ewidencjonuje aktywa funduszu, nadzoruje prawidłowe zarządzanie funduszem (w szczególności zapewnia prawidłową wycenę aktywów netto i wartości jednostki uczestnictwa) oraz kontroluje terminowe rozliczanie transakcji uczestników funduszy. Jednak w sytuacji czasowego lub trwałego zaprzestania świadczenia tychże usług bądź świadczenia ich w sposób niewłaściwy, może pojawić się **ryzyko związane z przechowywaniem aktywów**.

²⁷ DzU, 2005, nr 207, poz. 1728.

²⁸ Zgodnie z art. 23 ust. 2 *Rozporządzenia w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych*, aktywa funduszy wycenia się, a zobowiązania ustala się według wiarygodnie oszacowanej wartości godziwej (szczegółowe zasady wyceny aktywów i ustalenia zobowiązań funduszy określa rozdział 4 tego rozporządzenia).

Ryzyko związane z uczestnictwem w funduszu

Ryzyko nieosiągnięcia oczekiwanego zwrotu z inwestycji

Do najistotniejszych rodzajów ryzyka inwestowania w jednostki uczestnictwa (ryzyka związane z uczestnictwem w funduszu) należy ryzyko nieosiągnięcia oczekiwanej przez uczestnika funduszu stopy zwrotu z jednostek uczestnictwa. Wynika ono z braku możliwości przewidzenia przyszłych zmian wartości poszczególnych składników portfela inwestycyjnego, a tym samym określenia przyszłej wartości jednostki oraz spodziewanej stopy zwrotu. Jest to konsekwencją faktu, że na wyniki funduszu ma wpływ nie tylko ogromna liczba zmiennych ekonomicznych, ale także szereg czynników o charakterze politycznym, prawnym, psychologicznym, operacyjnym, których zachowanie jest w praktyce niemożliwe do antycypowania. Najważniejszymi czynnikami, które mają wpływ na wielkość tego ryzyka, są:

- zakładany horyzont inwestycyjny – im krótszy okres inwestowania w jednostki uczestnictwa, tym większe ryzyko wystąpienia nieoczekiwanych, krótkotrwałych wahań koniunktury, które będą negatywnie oddziaływać na wartość jednostki. W związku z powyższym zaleca się wydłużanie okresu inwestowania, w szczególności w funduszach inwestujących w instrumenty udziałowe, z uwagi na znacznie większe prawdopodobieństwo wystąpienia istotnych wahań koniunktury w krótkim terminie na rynku akcji w porównaniu z rynkiem papierów dłużnych;

- wybór funduszu odpowiadającego naszym preferencjom (przede wszystkim skłonności do ryzyka) – uczestnik funduszu może zainwestować środki pieniężne w fundusz, którego ryzyko inwestycyjne będzie nieadekwatne do poziomu ryzyka przez niego akceptowanego. Dlatego też przed przystąpieniem do funduszu należy zapoznać się z opisanym w prospekcie informacyjnym profilem inwestora, w którym zawarta jest informacja na temat poziomu ryzyka, jakim obarczona jest inwestycja w jednostki funduszu, oraz zalecany minimalny horyzont inwestycyjny;

- moment rozpoczęcia inwestycji – zakup jednostek może być dokonany w chwili, gdy wycena jednostek funduszu osiąga lokalne maksimum, po czym przez dłuższy czas znajduje się poniżej tego poziomu. Ryzyko wyboru złego momentu inwestycji może zostać ograniczone np. poprzez rozłożenie zakupu jednostek w czasie, zgodnie z zasadą średniej ceny;

- opłaty manipulacyjne (dystrybucyjne) pobierane przy nabywaniu jednostek przez uczestnika, odkupywaniu ich przez fundusz oraz w momencie konwersji jednostek między funduszami zarządzanymi przez to samo towarzystwo. Najwyższe stawki występują w aktywnie zarządzanych funduszach akcyjnych, natomiast najmniejsze w funduszach rynku pieniężnego i gotówkowych (większość z nich nie pobiera ww. opłat);

– wynagrodzenie firmy asset management za zarządzanie funduszem, które bezpośrednio wpływa na wycenę jednostki uczestnictwa, a tym samym na oczekiwaną stopę zwrotu. Najwyższe stawki wynagrodzenia za zarządzanie obowiązują w funduszach akcyjnych, najmniejsze zaś w funduszach rynku pieniężnego i gotówkowych;

– podatek od zysków kapitałowych – im wyższa stawka podatku, tym niższy zysk uczestnika funduszu²⁹;

– metoda rozliczania odkupywanych przez fundusz jednostek, określająca, które jednostki są odkupywane jako pierwsze – nabyte najwcześniej (dalej: FIFO), nabyte jako ostatnie (dalej: LIFO) lub nabyte po najwyższej cenie (dalej: HIFO).

Ryzyko nieosiągnięcia oczekiwanego zwrotu z inwestycji w jednostki uczestnictwa obejmuje w szczególności:

● **ryzyko związane z zawarciem określonych umów** – na wartość jednostki mogą mieć wpływ umowy związane z zabezpieczaniem inwestycji funduszu lub umowy dotyczące jednostek funduszu,

● **ryzyko związane ze szczególnymi warunkami zawartych przez fundusz transakcji** zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych, w tym możliwości zawarcia transakcji na warunkach niestandardowych oraz możliwości opóźnień w ich realizacji lub rozliczeniu, spowodowanych czynnikami niezależnymi od podmiotu zarządzającego aktywami funduszu,

● **ryzyko związane z udzielonymi przez fundusz gwarancjami.**

Ryzyko wystąpienia szczególnych zdarzeń

W ramach ryzyka wystąpienia szczególnych okoliczności, na pojawienie się których uczestnik funduszu nie ma wpływu lub ma ograniczony wpływ, wyróżnia się:

– **ryzyko otwarcia likwidacji funduszu** – fundusz inwestycyjny może ulec likwidacji po przeprowadzeniu likwidacji, zgodnie z przepisami Działu XI ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz *Rozporządzenia Rady Ministrów z 21 czerwca 2005 r. w sprawie trybu likwidacji funduszy inwestycyjnych*³⁰. W szczególności może to nastąpić na skutek upływu okresu, na jaki fundusz został utworzony, spadku wartości aktywów netto poniżej 2 mln zł, podjęcia przez radę inwestorów uchwały o rozwiązaniu funduszu lub wystąpienia innych przyczyn określonych w statucie funduszu;

– **ryzyko przejęcia zarządzania funduszem przez inne towarzystwo funduszy inwestycyjnych** – zarządzanie funduszem inwestycyjnym może zostać przejęte

²⁹ Obecnie w Polsce obowiązuje 19-procentowa stawka podatku od zysków kapitałowych.

³⁰ DzU, 2005, nr 114, poz. 963, z późn. zm.

przez inne TFI na zasadach określonych przepisami Działu XI ustawy o funduszach inwestycyjnych;

– **ryzyko zmiany depozytariusza lub podmiotu obsługującego fundusz** – fundusz inwestycyjny może zmienić depozytariusza bądź agenta transferowego zgodnie z przepisami Działu IV ustawy o funduszach inwestycyjnych;

– **ryzyko połączenia funduszu z innym funduszem** – fundusz inwestycyjny może zostać połączony z innym funduszem na podstawie przepisów Działu VIII ustawy o funduszach inwestycyjnych;

– **ryzyko przekształcenia funduszu specjalistycznego otwartego w fundusz otwarty oraz ryzyko przekształcenia funduszy otwartych (specjalistycznych otwartych) w jeden fundusz otwarty (specjalistyczny otwarty) z wydzielonymi subfunduszami** – fundusz specjalistyczny otwarty może zostać przekształcony w fundusz otwarty, fundusze otwarte lub specjalistyczne otwarte mogą zaś zostać przekształcone w fundusz z wydzielonymi subfunduszami (tzw. fundusz parasolowy) na podstawie przepisów Działu XI ustawy o funduszach inwestycyjnych;

– **ryzyko zmiany polityki inwestycyjnej funduszu** – fundusz może w trakcie swojej działalności zmienić realizowaną politykę inwestycyjną, przy czym w celu ochrony interesu uczestników zmiana statutu w tym zakresie wchodzi w życie dopiero po upływie trzech miesięcy od dnia dokonania ogłoszenia o planowanej zmianie.

Zgodę na wymienione powyżej zmiany i przekształcenia musi wyrazić organ nadzoru – Komisja Nadzoru Finansowego.

Ryzyko niewypłacalności gwaranta

Jedną z podstawowych cech funduszy inwestycyjnych jako formy inwestycji jest brak gwarancji osiągnięcia celu inwestycyjnego, a tym samym wypracowania określonej stopy zwrotu (art. 19 ust. 2 ustawy o funduszach inwestycyjnych). Mimo braku prawnych gwarancji, na rynku funkcjonują podmioty, które w praktyce takiej gwarancji udzielają. Są nimi tzw. fundusze z ochroną kapitału, które z jednej strony zapewniają uczestnikom w pewnym okresie zwrot ulokowanego kapitału, a równocześnie dają możliwość partycypowania w zyskach, jakie w przypadku korzystnej koniunktury mogą wypracować instrumenty rynku finansowego bądź niefinansowego. Charakteryzują się one tzw. moralną gwarancją ochrony kapitału, polegającą na tym, że prowadzona przez nie odpowiednia strategia inwestycyjna oraz wbudowane mechanizmy ochrony pozwalają wygenerować określony wynik inwestycyjny i wypełnić zobowiązania wobec uczestników. Ponadto część z nich, dla zwiększenia wiarygodności swych deklaracji, uzyskuje gwarancje zwrotu zainwestowanego kapitału instytucji kredytowych (banków) z własnej grupy kapitałowej.

W związku z powyższym może jednak zdarzyć się sytuacja, w której instytucja gwarantująca zwrot kapitału na określonym poziomie (np. w wysokości 100% zainwestowanych środków), nie będzie w stanie, np. na skutek niewypłacalności, zrealizować swojego zobowiązania wobec uczestników funduszu inwestycyjnego.

Ryzyko inflacji

Ryzyko inflacji należy w tym kontekście rozumieć jako ryzyko wzrostu ogólnego poziomu cen w gospodarce, co w konsekwencji prowadzi do spadku siły nabywczej powierzonych funduszowi środków pieniężnych. Obliczając stopę zwrotu z inwestycji trzeba zatem uwzględnić, obok opłat manipulacyjnych i podatku od zysków kapitałowych, także stopę inflacji.

Ryzyko regulacji prawnych

Inwestując w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych należy również brać pod uwagę możliwość wystąpienia zmian przepisów prawnych regulujących zasady funkcjonowania rynku finansowego, a zwłaszcza rynku funduszy inwestycyjnych. Zmiany te mogą negatywnie wpływać na działalność funduszy (np. ograniczenie dostępnych funduszom instrumentów finansowych lub zmniejszenie limitów inwestycyjnych), w wyniku czego mogą ograniczać potencjalne korzyści dla uczestników funduszy.

Jak pokazują doświadczenia rynku polskiego (choć nie tylko) szczególne znaczenie dla uczestników mają zmiany prawa podatkowego dotyczącego lokowania środków w funduszach inwestycyjnych. Regulacje prawno-podatkowe są jednymi z najistotniejszych czynników determinujących nie tylko poziom ryzyka związanego z uczestnictwem w funduszu, ale także tempo rozwoju instytucji wspólnego inwestowania³¹.

Pozostałe rodzaje ryzyka

Inwestor, który powierza oszczędności funduszowi inwestycyjnemu, musi zaakceptować fakt, iż nie będzie miał bezpośredniego wpływu na to, w jaki sposób fundusz będzie realizował deklarowaną w statucie i prospekcie informacyjnym politykę inwestycyjną (pozostaje to wyłącznie w gestii zarządzających funduszem). Uczestnik funduszu narażony jest zatem na **ryzyko**

³¹ Więcej na ten temat K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 232–235.

związane z brakiem wpływu na zarządzanie funduszem. Ryzyko to może być ograniczone w przypadku funduszu specjalistycznego otwartego, w którym działa organ kontrolny w postaci rady inwestorów. Zgodnie z art. 114 ust. 3 ustawy o funduszach inwestycyjnych ciało to kontroluje realizację celu inwestycyjnego funduszu, jego polityki inwestycyjnej oraz stosowanie ograniczeń inwestycyjnych.

Jedną z podstawowych zalet uczestnictwa w instytucji wspólnego inwestowania jest możliwość dywersyfikacji portfela, która generalnie wpływa na obniżenie poziomu ryzyka inwestycyjnego. Dywersyfikacja może jednak być także źródłem **ryzyka rozwodnienia zysku** (*dillution*), czyli zmniejszenia jego potencjalnej wartości. Zróznicowanie inwestycji mające na celu ograniczenie ryzyka niejako „skazuje” uczestnika na wartość średnią inwestycji, pozbawiając go z reguły możliwości osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków. Dotyczy to także funduszy zarządzających bardzo dużymi aktywami, którym z racji swojej niskiej elastyczności zazwyczaj niesłychanie trudno jest wypracować ponadprzeciętne stopy zwrotu (na ograniczenie potencjalnych zysków wpływ mają także obowiązujące limity inwestycyjne).

PODSUMOWANIE

Lokowanie środków pieniężnych w jednostki uczestnictwa funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych obarczone jest przede wszystkim ryzykiem związanym z polityką inwestycyjną funduszu, będącym pochodną ryzyk charakterystycznych dla instrumentów finansowych, które mogą znaleźć się w ich portfelach – przede wszystkim dłużnych papierów wartościowych oraz akcji. Do najistotniejszych rodzajów ryzyka inwestycyjnego należą ryzyko rynkowe, ryzyko kredytowe, ryzyko stóp procentowych, ryzyko rynkowej płynności, ryzyko makroekonomiczne, ryzyko siły nabywczej oraz ryzyko kursowe. Klienci funduszy narażeni są jednak także na ryzyka wynikające z uczestnictwa w instytucji wspólnego inwestowania – wśród nich najważniejszą rolę odgrywają ryzyko nieosiągnięcia oczekiwanej stopy zwrotu z jednostek uczestnictwa, ryzyko związane ze szczególnymi sytuacjami w funkcjonowaniu funduszy, a także ryzyko zmian przepisów prawnych regulujących zasady ich działania. Mając powyższe na względzie należy jednak podkreślić, że dzięki ustawowym mechanizmom mającym na celu ochronę interesu inwestorów i ograniczenie ryzyka oraz nadzorowi ze strony Komisji Nadzoru Finansowego, ta forma oszczędzania cieszy się w Polsce coraz większym zainteresowaniem inwestorów.

BIBLIOGRAFIA

- D. Dziawgo, *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- W. Tarczyński, M. Łuniewska, *Dywersyfikacja ryzyka na polskim rynku kapitałowym*, Wyd. Placet, Warszawa 2004.
- W. Tarczyński, M. Mojsiewicz, *Zarządzanie ryzykiem*, PWE, Warszawa 2001.

Tomasz Miziolek

**SYSTEMATIC OF RISK IN OPEN-END
AND SPECIALISED OPEN-END INVESTMENT FUNDS**

The aim of this article is to systematizing of risk connected with investing in units of open-end and specialised open-end investment funds. There are two main categories of risk in investment funds: risk connected with fund's investment policy and risk resulting from holding units. The most important types of investment risk are: market risk, credit risk, interest rates risk, liquidity risk, macroeconomic risk, inflation risk, currency risk, event risk and political risk. Unit-holders are also taken to different types of risk resulting from participation in investment fund, for example risk of unattainable expected rate of return from units, risk connected with special situations (such as takeover of the management of an investment fund, mergers funds, transformation, dissolution and liquidation of an investment fund, changing of investment policy) and risk of unstable legislation.