

# Krajowe fundusze rynku pieniężnego wobec UCITS IV

*dr Jacek M. Kowalski*  
*Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu*  
*jakowalski@op.pl*

## Abstrakt

Z dniem 1 lipca 2011 roku państwa członkowskie Unii Europejskiej (UE) są zobowiązane do implementacji przepisów Dyrektywy UCITS IV na grunt prawa krajowego. Fakt ten wywoła określone konsekwencje na wielu płaszczyznach funkcjonowania i zarządzania funduszami UCITS<sup>1</sup> w Polsce, w tym w elitarnej grupie funduszy rynku pieniężnego. Warto więc zawczasu spojrzeć, jakich zmian mogą spodziewać się inwestorzy lokujący czasowo wolne środki płynne w jednostki uczestnictwa tychże funduszy, uważanych powszechnie za najbezpieczniejsze. Na bazie tych rozważań, sporządzono dwukryteriowy ranking krajowych funduszy rynku pieniężnego i funduszy pieniężnych (gotówkowych) za lata 2006-2010.

## Wprowadzenie

Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku *o funduszach inwestycyjnych*<sup>2</sup> 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. Ustawa ta jest nowoczesna i w pełni odpowiada wymogom rynkowym stąd, że implementowano do niej rozwiązania legislacyjne zgodne z pakietem dyrektyw Unii Europejskiej określanych wspólnym mianem UCITS III, które tworzą ramy prawne dla koncepcji spójnej regulacji w zakresie funkcjonowania europejskich funduszy UCITS<sup>3</sup>.

Wspomniany wyżej pakiet UCITS III obejmuje, trzy dyrektywy (wraz z aktami wykonawczymi), jak niżej:

- Dyrektywa Rady 85/611/EWG z dnia 20 grudnia 1985 roku *w sprawie koordynacji ustaw, rozporządzeń i przepisów administracyjnych dotyczących przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe*<sup>4</sup>. Zawarte tam przepisy określiły ujednolicone wymogi (organizacyjne, zarządcze i nadzorcze) obowiązujące fundusze UCITS, ustaliły zasady dywersyfikacji i zabezpieczenia płynności oraz określiły reguły stosowania dźwigni. Poza tym, przyjęte ustalenia pozwoliły na sprzedaż jednostek

---

<sup>1</sup>Od ang. *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, czyli przedsięwzięć zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe.

<sup>2</sup>[Dz.U.2004.146.1546, ze zm.]; tekst ujednolicony dostępny na <http://www.knf.gov.pl/>.

<sup>3</sup>Za fundusze *non* - UCITS, niezależnie od tego, czy podlegają przepisom krajowym, czy też nie, uważa się fundusze niezaharmoznizowane z pakietem *UCTSIII*, takie jak: hedgingowe, nieruchomości, towarowe, kapitału prywatnego (*private equity*).

<sup>4</sup>[Dz.U.U.E.L375, z 31.12.1985, s.3-18].

uczestnictwa funduszy UCITS wszystkim podmiotom w UE, pod warunkiem dokonania zgłoszenia tego faktu w państwie, w którym zbywanie to, ma miejsce (paszport europejski);

- Dyrektywa z dnia 21 stycznia 2002 roku 2001/107/WE w sprawie spółek zarządzających i uproszczonych prospektów emisyjnych (tzw. zarządcza)<sup>5</sup>
- Dyrektywa z dnia 21 stycznia 2002 roku 2001/108/WE w odniesieniu do inwestycji (tzw. produktowa)<sup>6</sup>.

Od dnia 1 lipca 2011 roku wejdą w życie przepisy Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/EW z dnia 13 lipca 2009 roku w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), zwanej UCITS IV<sup>7</sup>, wraz z aktami wykonawczymi, jak następuje:

- Rozporządzenie Komisji (UE) nr 583/2010 z dn. 1 lipca 2010 roku w sprawie wykonania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65-WE w zakresie kluczowych informacji dla inwestorów i warunków, które trzeba spełnić w przypadku dostarczania kluczowych informacji dla inwestorów albo prospektu emisyjnego na trwałym nośniku innym niż papier lub za pośrednictwem strony internetowej<sup>8</sup>
- Rozporządzenie Komisji (UE) nr 584/2010 z dn. 1 lipca 2010 roku. w sprawie wykonania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE w zakresie formatu i treści standardowego powiadomienia w formie pisemnej a także zaświadczenia dotyczącego UCITS, wykorzystania łączności elektronicznej przez właściwe organy do celów powiadamiania oraz w zakresie procedur dotyczących kontroli na miejscu i dochodzeń oraz wymiany informacji między właściwymi organami<sup>9</sup>
- Dyrektywa Komisji 2010/44/UE z dn. 1 lipca 2010 roku w sprawie wykonania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE w zakresie niektórych przepisów i procedury powiadomienia<sup>10</sup>
- Dyrektywa Komisji 2010/43/UE z dn. 1 lipca 2010 roku w sprawie wykonania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE w zakresie wymogów organizacyjnych,

---

<sup>5</sup> [Dz.U.U.E.L41, z dnia 13.02.2002, s.287-301].

<sup>6</sup> [Dz.U.U.E.L41, z dnia 13.02.2002, s.302-309].

<sup>7</sup> Na: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0032:0096:PL:PDF>

<sup>8</sup> [Dz.U.U.E.L176 z dnia 10.07.2010, s.1-15.

<sup>9</sup> Dz.U.U.E.L176 z dnia 10.07.2010, s.16-27.

<sup>10</sup> Dz.U.U.E.L176 z dnia 10.07.2010, s.28-41.

*konfliktów interesów, prowadzenia działalności, zarządzania ryzykiem i treści umowy między depozytariuszem a spółką zarządzającą*<sup>11</sup>

Ogólnie rzecz biorąc, wejście w życie pakietu UCITS IV wprowadzi dość istotne zmiany na kilku płaszczyznach funkcjonowania europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych. Konkretnie chodzi tu o regulacje, szczególnie istotne dla spółek zarządzających (tym polskich Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych), jak: paszport spółki zarządzającej, kwestie nadzoru, procedury powiadamiania, kluczowe informacje dla inwestorów, fuzje oraz struktury *master-feeder*. Z kolei, z punktu widzenia rozważań niniejszego artykułu, szczególnie interesujące są uregulowania pro-konsumpcyjne, dotyczące klientów segmentu funduszy rynku pieniężnego i pieniężnych (gotówkowych), uważanych powszechnie za bezpieczne. Tutaj, poza efektami czysto komercyjnymi, w sensie bogactwa i dostępności produktów inwestycyjnych, fundamentalne znaczenie będą miały: uporządkowanie nazewnictwa funduszy oraz wyznaczenie klasy ryzyka funduszy, w ramach tzw. kluczowej informacji dla inwestorów

## **1. Kwestie nazewnictwa funduszy *money market***

Przeciętny inwestor, nie posiadający zbyt dużego doświadczenia w wyborze przedmiotu lokaty w fundusz otwarty, pragnący jedynie zabezpieczyć wolne środki płynne na przeciąg co najwyżej kilku miesięcy, z pewnością będzie zainteresowany sięgnięciem po jednostki uczestnictwa funduszu, zwanego funduszem rynku pieniężnego, który co do zasady, powinien być narażony wyłącznie na ryzyko stopy procentowej.

Warto nadmienić, że zgodnie z przepisem art.2.21) [u.o.f.i.], instrumenty rynku pieniężnego będące przedmiotem lokat takiego funduszu, to: to papiery wartościowe lub prawa majątkowe inkorporujące wyłącznie wierzytelności pieniężne, o terminie realizacji praw liczonym od dnia ich wystawienia, nie dłuższym niż rok, których wartość może być ustalona w każdym czasie i co do których istnieją popyt i podaż umożliwiające ich nabywanie i zbywanie w sposób ciągły, przy czym przejściowa utrata płynności przez papier wartościowy lub prawo majątkowe nie powoduje utraty przez ten papier lub prawo statusu instrumentu rynku pieniężnego<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> Dz.U.UE.L176 z dnia 10.07.2010, s.42-61

<sup>12</sup>Do takich instrumentów można zaliczyć: bony skarbowe, bony pieniężne NBP, krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw (*commercial papers*), obligacje z kuponami odsetkowymi - wypłacanymi nie rzadziej niż rok lub zerokuponowe, którym pozostał do wykupu termin, krótszy niż rok. Por. M. Kobus, *Krótkoterminowe papiery dłużne-charakterystyka, geneza i struktura rynku*, Studia i Materiały-Wydział Zarządzania UW, 1/2006, s.68-78 oraz J. Onoszko, *Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych w Polsce*, Bank i Kredyt, Kwiecień 2003, s.109-119).

Identyfikacja funduszu rynku pieniężnego jest tu prosta, ale tylko dla tych inwestorów, którzy wiedzą, iż nazwa fundusz rynku pieniężnego jest prawnie zastrzeżona na mocy powołanego przepisu art.178 [u.o.f.i.], chociaż fundusz z prawa używania tej nazwy nie musi skorzystać. Inne fundusze, nieużywające tej nazwy, ale występujące w klasie fundusze krajowe rynku pieniężnego i używające takich nazw, jak gotówkowy, pieniężny, lokacyjny, skarbowy, depozytowy, ochrony kapitału, wcale nie są funduszami rynku pieniężnego.

Ustawowe fundusze inwestycyjne otwarte rynku pieniężnego, cechują szczególnie ostre wymogi bezpieczeństwa w zakresie: polityki lokacyjnej aktywów (przedmiotem lokat mogą być wyłącznie instrumenty rynku pieniężnego oraz depozyty o terminie zapadalności nie dłuższym niż rok płatne na żądanie lub które można wycofać przed terminem zapadalności, w bankach krajowych, instytucjach kredytowych o wysokim stopniu bezpieczeństwa), maksymalnego, ważonego wartością lokat, średniego terminu do wykupu lokat wchodzących w skład portfela inwestycyjnego (jest on nie dłuższy niż 90 dni). Jednocześnie, w celu z zapewnienia odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa lokat funduszu rynku pieniężnego, Minister Finansów w drodze rozporządzenia z dnia 20 sierpnia 2004 roku w *sprawie warunków, jakie muszą spełniać fundusze rynku pieniężnego* (dalej: [rozp.1]<sup>13</sup>), szczegółowo określił sposoby minimalizacji ryzyka inwestycji wynikającego ze zmian rynkowych stóp procentowych oraz sytuacji ekonomicznej emitenta. W szczególności, nacisk położono tu na wyceny ratingowe instrumentów rynku pieniężnego, wedle których przedmioty lokat muszą posiadać rating krótkoterminowy na poziomie co najmniej A3 wg Standard&Poor's lub P3 wg Moody's lub F3 wg Fitch Ratings. Jeżeli ten podstawowy warunek nie jest spełniony, instrument może być przedmiotem lokaty, gdy emitent, gwarant lub poręczyciel tego instrumentu, posiada przynajmniej dwa pozytywne ratingi na poziomach nie niższych, niż wyżej określone.

Wyżej wymienione wymogi prawne zostały wprowadzone w celu stworzenia warunków bezpiecznego, o dużej płynności, krótkookresowego inwestowania dla osób fizycznych, osób prawnych, jednostek organizacyjnych nie posiadających osobowości prawnej, w tym jednostek sektora finansów publicznych, które weszły w posiadanie czasowo wolnych środków płynnych.

Dla jasności dalszych rozważań trzeba przyjąć, że<sup>14</sup>: fundusze inwestujące większą część aktywów na rynku pieniężnym oraz w papiery dłużne, o terminie zapadalności lub okresie

---

<sup>13</sup> [Dz.U.2004.187.1936].

<sup>14</sup> *Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych*, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, na: [http://www.izfa.pl/files\\_user/pdf/Klasyfikacja%20funduszy%20inwestycyjnych.pdf](http://www.izfa.pl/files_user/pdf/Klasyfikacja%20funduszy%20inwestycyjnych.pdf)

odsetkowym nie dłuższym niż rok, mogące lokować część aktywów na rynkach zagranicznych, dla których łączna wartość parametru *duration* Macaulaya nie przekracza 1, nazywamy funduszami pieniężnymi (gotówkowymi). Tym samym, fundusze te mają większy potencjał zarabiania, niż ustawowe fundusze rynku pieniężnego, jednak przy większym ryzyku, chociażby ze względu na generowanie ryzyka walutowego<sup>15</sup> lub posiadanie przejściowo w portfelu obligacji zamiennych na akcje<sup>16</sup>.

Opisany wyżej chaos w klasyfikacjach funduszy inwestujących na rynkach pieniężnych, nieobcy także innym rynkom funduszy Unii Europejskiej, zwrócił wreszcie uwagę Komitetu Europejskich Regulatorów Papierów Wartościowych (CESR<sup>17</sup>). W dniu 1 lipca 2010 roku, wychodząc naprzeciw zapotrzebowaniu rynku, CESR wydał wytyczne w sprawie wspólnej definicji europejskich funduszy rynku pieniężnego<sup>18</sup>, co dla rodzimego rynku funduszy inwestycyjnych skutkuje tym, że będzie wprowadzona dwupoziomowa klasyfikacja, według klucza: *Short-Term Money Market Fund* (Fundusz inwestycyjny krótkoterminowego rynku pieniężnego) oraz *Money Market Fund* (Fundusz inwestycyjny rynku pieniężnego). Opisanie ustalenia wejdą w życie od dnia 1 lipca 2011 roku, w ramach UCITS IV.

## 2. Klasy ryzyka funduszy *money market*

Swoistym *novum*, które wprowadzi UCITS IV, jest obowiązek publikowania KII (od ang. *Key Investor Information*), tzn. kluczowej informacji dla inwestorów, dedykowanej inwestorom indywidualnym i przetłumaczonej na języki lokalne, w miejsce dotychczas stosowanego skróconego prospektu. W dokumencie tym, spółki zarządzające muszą pokazać profil ryzyka funduszu<sup>19</sup> w najbardziej prosty i przejrzysty sposób, czytelny dla przeciętnego inwestora indywidualnego. Cel ten należy osiągnąć, poprzez: prezentację wyników historycznych (najlepiej stosownych diagramów, odnoszących się do typowych okresów inwestowania),

<sup>15</sup> Wymaga zawierania transakcji zabezpieczających na wystandaryzowanych, a nawet niewystandaryzowanych instrumentach pochodnych (np. Aviva Investors Depozyt Plus).

<sup>16</sup> Np., Arka BZ WBK FIO subfundusz Arka Ochrony Kapitału FIO może inwestować do 10% wartości aktywów Subfunduszu w obligacje zamienne na akcje, w związku z czym możliwe jest, iż przejściowo wśród lokat Subfunduszu mogą znajdować się akcje i prawa wynikające z akcji.

<sup>17</sup> Committee of European Securities Regulators, od dnia 01.01.2011 przekształcony w European Securities and Markets Authority (ESMA), czyli Europejski Organ Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, który jest niezależnym organem UE dbającym o zachowanie stabilności jej systemu finansowego poprzez zapewnienie integralności, przejrzystości, efektywności i prawidłowego funkcjonowania rynków papierów wartościowych, a także zwiększenie ochrony inwestorów (<http://www.esma.europa.eu/>).

<sup>18</sup> CESR's Guidelines on a common definition of European money market funds, na: <http://www.eifr.eu>

<sup>19</sup> Porównaj na ten temat Kowalski J.M., *Fundusze inwestycyjne otwarte w Polsce (II) – ryzyka inwestycyjne i ryzyka uczestnictwa*, Zeszyty Naukowe WSB Poznań-Chorzów, Nr 10/2008, s.61-78.

sporządzenie wyciągu z polityki inwestycyjnej, interpretację relacji dochodu względem ryzyka.

Szczególnie istotne znaczenie przypisuje się tu prezentacji wyniku pomiaru dochodu i ryzyka<sup>20</sup>, za pomocą wspólnej dla wszystkich funduszy miary, której wartość pozwoli zaklasyfikować każdy fundusz do jednej z siedmiu klas ryzyka, od najbezpieczniejszej (ranga 1) do najbardziej ryzykownej (ranga 7). Zalecaną miarą jest syntetyczny wskaźnik ryzyka i zwrotu (*synthetic risk and reward indicator*)<sup>21</sup>, będący niczym innym jak absolutną miarą zmienności  $\sigma_f$  (*volatility*), dany wzorem:

$$SRRI = \sigma_f = \{[m/(T-1)] \cdot \sum [R(t)_f - A(R)_f]^2\}^{1/2},$$

gdzie:  $R(t)_f$  – stopa zwrotu (%) dla funduszu  $f$  w okresie  $t$  ( $t=1,2,\dots,T \cdot m$ ), mierzona na przestrzeni  $T$  lat w nienachodzących na siebie okresach roku o długości  $(1/m)$ ,  $A(R)_f$  – średnia arytmetyczna stóp zwrotu z  $R(t)_f$ .

Jeżeli oprzeć się na zalecanym okresie długości badania  $T=5$  lat, to przy miesięcznych stopach zwrotu, dostajemy:  $SRRI = \sigma_f = \{0,2034 \cdot \sum [R(t)_f - A(R)_f]^2\}^{1/2}$ . Tak obliczoną wartość SRRI odnosi się do przedziałów liczbowych wyznaczających klasy ryzyka, zrangowanych w relacji rosnącej, jak w poniższej tabelicy 1.

Tablica 1.  
Zasady rangowania funduszy według przedziałów klasowych dla wartości SRRI ([%]).

Przedziały klasowe dla SRRI						
<0,0-0,5)	<0,5-2)	<2-5)	<5-10)	<10-15)	<15-25)	<25-...0)
Rangi dla przedziałów klasowych ( $r_{SRRI}$ )						
1	2	3	4	5	6	7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *CESR's Guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document*, na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/ucits\\_directive\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm),

<sup>20</sup> Porównaj na ten temat: Kowalski J.M., *Decyzje inwestorów indywidualnych oparte na rankingach funduszy inwestycyjnych*, w: Stacharska-Targosz J. oraz Szostak J. (red.), *Finansowanie rozwoju regionalnego*, WSB w Poznaniu, Poznań, 2007, s.147-155 oraz Kowalski Jacek M., *Statystyczny pomiar efektywności funduszy inwestycyjnych otwartych za pomocą ECM*, Śląska Biblioteka Cyfrowa Katowice, Grudzień 2008, s.1-22, na: <http://www.sbc.org.pl/dlibra>

<sup>21</sup> *CESR's Guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document*, na: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/ucits\\_directive\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm),

### 3. Ranking krajowych funduszy *money market*

Narodowy Bank Polski poprzez strategię bezpośredniego celu inflacyjnego realizuje założenia polityki pieniężnej wyznaczone przez Radę Polityki Pieniężnej (RPP). Poprzez decyzje w przedmiocie poziomu stóp procentowych, wpływa na atrakcyjność inwestycyjną instrumentów na rynku finansowym, w tym instrumentów rynku pieniężnego. Przykładowo, obniżki stóp procentowych prowadzą do spadku stóp na krajowym rynku pieniężnym, spadku średniego oprocentowania depozytów złotych, a także obniżania się rentowności instrumentów dłużnych. Z kolei, wzrost stóp procentowych skłania do przenoszenia środków płynnych w kierunku papierów dłużnych i depozytów bankowych. Jednak roczne saldo wpłat i umorzeń w tzw. funduszach bezpiecznych, czyli rynku pieniężnego i pieniężnych (gotówkowych), przy dużej zmienności stóp procentowych, w ostatecznym efekcie zależy od klimatu inwestowania na rynku giełdowym. Wzrost ryzyka inwestycji na GPW skutkuje bowiem ucieczką w inwestycje bezpieczniejsze. Poza wszystkim, stabilność stóp procentowych, może korzystnie wpływać na przyrost wartości zarządzanych środków w segmencie funduszy z segmentu *money market*. Nieprzerwanie do końca 2010 roku, począwszy od czerwca 2009 roku, podstawowa stopa procentowa NBP wynosiła 3,5% co, przy sporym rozchwianiu rynku kapitałowego, spowodowało wzrost środków na rachunkach tych funduszy o 15,1% (rok 2009 r/r) oraz o 3,9% (rok 2010 r/r).

W okresie badania obejmującym, lata 2006-2010, najkrótszym dla tego typu analiz, wyznaczono roczne stopy zwrotu w interesującym nas segmencie funduszy i pokazano je w poniższej tabelicy 2, przy czym ustawowe fundusze rynku pieniężnego odznaczono tłustym drukiem.

Tablica 2.

Roczne stopy zwrotu netto YRR1 ([%]) z funduszy rynku pieniężnego i pieniężnych (gotówkowych) za lata 2006-2010\*.

Lp	Nazwa FIO	Lata				
		2006	2007	2008	2009	2010
1	Aviva Investors FIO subfundusz Aviva Investors Depozyt Plus	2,63	2,71	3,72	5,15	4,17
2	KBC Parasol FIO Subfundusz Pieniężny	2,86	2,55	3,44	4,76	4,77
3	BPH FIO Parasolowy Subfundusz BPH Skarbowy	2,26	2,58	3,36	5,85	3,54
4	Skarbiec FIO Subfundusz Skarbiec - Gotówkowy	2,54	2,64	4,47	-1,28	2,78
<b>5</b>	<b>SKOK FIO Rynku Pieniężnego</b>	<b>2,57</b>	<b>2,96</b>	<b>3,20</b>	<b>3,51</b>	<b>3,41</b>
6	Amplico FIO Parasol Krajowy Amplico Subfundusz Pieniężny	3,01	3,21	3,08	5,59	6,02

7	<b>PKO Rynku Pieniężnego - FIO</b>	<b>2,43</b>	<b>2,59</b>	<b>1,91</b>	<b>4,38</b>	<b>2,89</b>
8	PZU FIO Gotówkowy	2,92	2,85	2,97	4,25	3,63
9	DWS Polska FIO Płynna Lokata	3,34	2,40	4,67	-0,32	2,54
10	Allianz FIO Subfundusz Allianz Pieniężny	3,67	3,12	3,54	3,97	3,77
11	Arka BZ WBK FIO subfundusz Arka Ochrony Kapitału FIO	3,19	3,11	0,26	6,41	4,26
12	ING Parasol FIO subfundusz Gotówkowy	2,73	2,34	3,11	4,54	3,33
13	Legg Mason Pieniężny FIO	2,74	2,89	3,45	3,13	2,82
14	UniFundusze FIO subfundusz UniKorona Pieniężny	2,97	3,08	4,19	6,58	4,54
15	Skarbiec FIO Subfundusz Pieniężny Skarbiec - Kasa	2,60	2,92	4,27	4,03	2,95
16	PKO Skarbowy - FIO	2,41	2,03	3,24	4,67	4,64
17	Pioneer FIO Subfundusz Pioneer Pieniężny	2,63	2,87	1,22	5,48	3,61
18	Millennium FIO Subfundusz Pieniężny	2,68	2,79	3,06	3,92	3,56

Legenda: \*) Pokazano fundusze, które były notowane (i dla których posiadano dane) w całym okresie badania.  
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z archiwum na: <http://www.money.pl/fundusze/>

Analiza wzrokowa zawartości powyższej tablicy 2 pokazuje, iż roczna rentowność netto<sup>22</sup> ustawowych funduszy inwestycyjnych otwartych rynku pieniężnego, ogólnie mówiąc, nie zachwycała. Warto jednak wyniki te powiązać z pomiarem ryzyka inwestycji, dla całego badanego segmentu funduszy, w celu pełnej oceny wyników inwestowania. Całościowy obraz sytuacji pokazują informacje zawarte w poniższej tablicy 3.

W kolumnach 5 i 6 pokazano odpowiednio wartości miary ryzyka i odpowiadające jej rangi. Okazuje się, że zakup jednostek uczestnictwa SKOK FIO Rynku Pieniężnego można zaliczyć do inwestycji obciążonej najmniejszym ryzykiem, identycznie, jak inwestycje w Legg Mason Pieniężny FIO oraz Skarbiec FIO Subfundusz Pieniężny Skarbiec – Kasa (rangi  $r_{SRR1} = 1$ ).

Tablica 3.

Wyniki dwukryteriowego rangowania funduszy według pięcioletniej stopy zwrotu YRR5 ([%]) oraz miesięcznych SRR1 ([%]) za lata 2006-2010\*.

Lp	Nazwa FIO	YRR5	$r_{YRR5}$	SRR1	$r_{SRR1}$	$\Sigma r$
1	2	3	4	5	6	7
1	Aviva Investors FIO subfundusz Aviva Investors Depozyt Plus	20,09	3	0,6110	2	5
2	KBC Parasol FIO Subfundusz Pieniężny	20,10	3	0,5903	2	5

<sup>22</sup> Po prowizji i zryczałtowanym podatku (19%) podatku od dochodów kapitałowych.



3	BPH FIO Parasolowy Subfundusz BPH Skarbowy	19,94	3	0,6269	2	5
4	Skarbiec FIO Subfundusz Skarbiec - Gotówkowy	11,94	7	1,7821	2	9
5	<b>SKOK FIO Rynku Pieniężnego</b>	16,90	5	0,3932	1	6
6	Amplico FIO Parasol Krajowy Amplico Subfundusz Pieniężny	23,12	1	0,7807	2	3
7	<b>PKO Rynku Pieniężnego - FIO</b>	16,20	5	1,0086	2	7
8	PZU FIO Gotówkowy	18,04	4	0,9591	2	6
9	DWS Polska FIO Płynna Lokata	13,43	7	1,6392	2	9
10	Allianz FIO Subfundusz Allianz Pieniężny	19,76	3	0,6675	2	5
11	Arka BZ WBK FIO subfundusz Arka Ochrony Kapitału FIO	18,62	4	2,1903	3	7
12	ING Parasol FIO subfundusz Gotówkowy	17,35	4	0,6545	2	6
13	Legg Mason Pieniężny FIO	16,19	5	0,3931	1	6
14	UniFundusze FIO subfundusz UniKorona Pieniężny	23,69	1	0,8263	2	3
15	Skarbiec FIO Subfundusz Pieniężny Skarbiec - Kasa	18,20	4	0,2242	1	5
16	PKO Skarbowy - FIO	20,26	3	1,0126	2	5
17	Pioneer FIO Subfundusz Pioneer Pieniężny	17,03	4	1,0806	2	6
18	Millennium FIO Subfundusz Pieniężny	17,30	4	0,7389	2	6

Legenda: \*) Pokazano fundusze, które były notowane (i dla których posiadano dane) w całym okresie badania.  
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z archiwum na: <http://www.money.pl/fundusze/>

Z kolei, w kolumnie 3 i 4 powyższej tablicy 3, zamieszczono odpowiednio wartości pięcioletnich stóp zwrotu YRR5 oraz odpowiadające im rangi, nadane według klucza opisanego w poniższej tablicy 4.

Tablica 4.  
Zasady rangowania funduszy według przedziałów klasowych dla pięcioletniej stopy zwrotu YRR5 ([%]).

<b>Przedziały klasowe dla YRR</b>						
<11,94- 13,62)	<13,62- 15,30)	<15,30- 16,98)	<16,98- 18,66)	<18,66- 20,34)	<20,34- 22,02)	<22,02- 23,70)
<b>Rangi dla przedziałów klasowych (<math>r_{YRR5}</math>)</b>						
<b>7</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z tablicy 3.

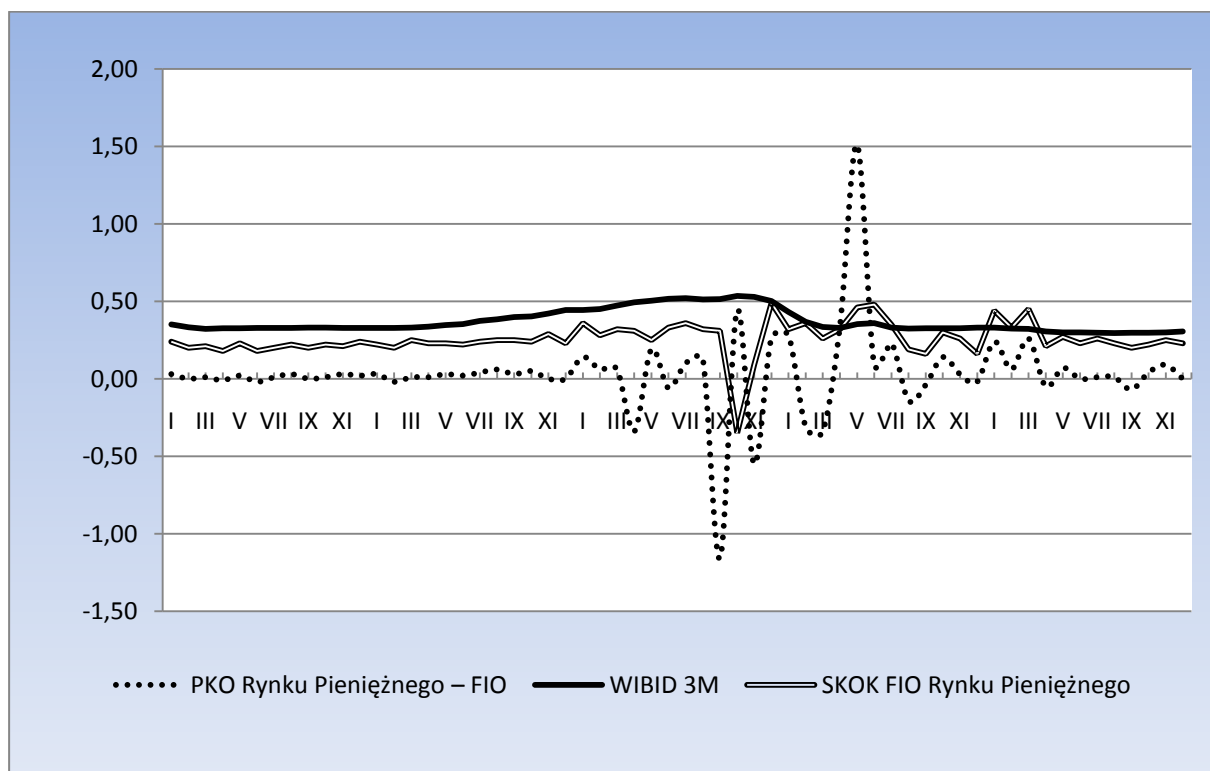
Okazuje się, że największą rentownością (ranga  $r_{YRR5=1}$ ), w pięcioletnim okresie badania, wykazały się dwa fundusze parasolowe: Amplico FIO Parasol Krajowy Amplico Subfundusz Pieniężny oraz UniFundusze FIO subfundusz UniKorona Pieniężny.

W ostatniej kolumnie tablicy 3, zestawiono łączne wyniki rankingu, które pokazują, iż wyjątkową zdolność do łączenia wysokiego bezpieczeństwa i rentowności, w latach 2006-2010, posiadały tylko dwa fundusze, które uzyskały sumę rang  $\sum r=3$ . Są to *ex aequo*: Amplico FIO Parasol Krajowy Amplico Subfundusz Pieniężny oraz UniFundusze FIO subfundusz UniKorona Pieniężny, ze wskazaniem jednak na ten pierwszy, gdyż przy omawianych inwestycjach priorytetem jest bezpieczeństwo. W tej konkurencji, co oczywiste, ustawowe fundusze otwarte rynku pieniężnego nie miały szans, ze względu na posiadane ograniczenia w polityce inwestycyjnej.

Na zakończenie rozważań warto prześledzić zachowanie się obu funduszy rynku pieniężnego względem benchmarku, za który przyjęto średnia miesięczną stopę zwrotu z WIBID 3M, a więc rocznej stopy procentowej płaconej przez banki od środków przyjętych w trzy miesięczny depozyt od innych banków.

Wykres 1.

Miesięczne stopy zwrotu ([%]) z funduszy rynku pieniężnego za okres 2006-2010 vs średniomiesięczny ([%]) WIBID 3M.



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych z archiwów <http://www.money.pl/>

## Zakończenie

Implementacja przepisów Dyrektywy UCITS IV na grunt prawa krajowego wymusi szereg zmian na polskim rynku funduszy inwestycyjnych, głównie w kontekście funkcjonowania spółek zarządzających (TFI). Wzrośnie konkurencja ze strony silniejszych kapitałowo zagranicznych spółek zarządzających, co nie we wszystkich aspektach może mieć dobry wpływ na rodzime fundusze. Z drugiej jednak strony, mogą na tym skorzystać inwestorzy indywidualni, o których interesy również zadbane w UCITS IV. Konkretnie, zostaną doprecyzowane mylące klasyfikacje, jak też polepszy się czytelność oferty funduszy w kontekście KII (kluczowej informacji dla inwestorów) oraz poprawi się racjonalność wyboru przedmiotu inwestycji na bazie publikowanej tamże oceny ryzyka (syntetyczny wskaźnik ryzyka i zwrotu).

W kontekście rozważań empirycznych zawartych w niniejszej pracy można powiedzieć, iż ocena bezpieczeństwa krótkookresowego lokowania przejściowo wolnych środków płynnych w jednostki uczestnictwa krajowych funduszy otwartych z segmentu *money market* wypadła zadowalająco. Fundusze rynku pieniężnego potwierdziły tu swoją elitarność, względem pozostałych funduszy z badanego segmentu.

## Literatura cytowana

1. Kobus M., *Krótkoterminowe papiery dłużne-charakterystyka, geneza i struktura rynku*, Studia i Materiały-Wydział Zarządzania UW, 1/2006, s.68-78
2. Kowalski J.M., *Decyzje inwestorów indywidualnych oparte na rankingach funduszy inwestycyjnych*, w: Stacharska-Targosz J. oraz Szostak J. (red.), *Finansowanie rozwoju regionalnego*, WSB w Poznaniu, Poznań, 2007, s.147-155
3. Kowalski J.M., *Fundusze inwestycyjne otwarte w Polsce (II) – ryzyka inwestycyjne i ryzyka uczestnictwa*, Zeszyty Naukowe WSB Poznań-Chorzów, Nr 10/2008, s.61-78
4. Kowalski J.M., *Statystyczny pomiar efektywności funduszy inwestycyjnych otwartych za pomocą ECM*, Śląska Biblioteka Cyfrowa Katowice, Grudzień 2008, s.1-22, na: <http://www.sbc.org.pl/dlibra>
5. Onoszko J., *Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych w Polsce*, Bank i Kredyt, Kwiecień 2003, s.109-119

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