

MAREK POPIELAS

## JEDNOLITE PODEJŚCIE DO POMIARU RYZYKA INWESTYCJI W TYTUŁY UCZESTNICTWA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH JAKO KOLEJNY ELEMENT HARMONIZACJI USŁUG INWESTYCYJNYCH W UNII EUROPEJSKIEJ

### Podstawy harmonizacji usług inwestycyjnych w Unii Europejskiej

Od 23 marca 1957 roku, daty przyjęcia Traktatów Rzymskich przez ówczesnych prekursorów Unii Europejskiej, europejski system prawny z różnym natężeniem ewoluował, a państw poszukujących wspólnej drogi przybywało. W tym czasie kształtowała się m.in. koncepcja wspólnotowego rynku wewnętrznego, powołana w końcu w art. 13 Jednolitego Aktu Europejskiego z 17 lutego 1986 roku. Rynek ten, jak zakładano, istnieć powinien od 1993 roku.

Dziś z całą pewnością mówić można o dużej swobodzie przepływu osób, towarów, kapitału i usług na tym rynku. W odniesieniu do tych ostatnich, jako obszaru względnie najpóźniej liberalizowanego, kluczowe było przyjęcie 12 grudnia 2006 roku tzw. dyrektywy usługowej<sup>1</sup>, zakładającej, w miejsce protekcjonizmu narodowego, swobodne świadczenie usług, przy zachowaniu warunku wzajemnego uznawania podmiotów i kwalifikacji z innych państw członkowskich UE. W obszarze wyłączeń tej dyrektywy ujęto usługi finansowe<sup>2</sup>, odnośnie do których swoboda świadczenia usług regulowana jest odrębnymi przepisami.

Skupiając się na usługach inwestycyjnych, wskazać należy na dwa rodzaje usług: zarządzanie indywidualnymi portfelami inwestycyjnymi klientów oraz zarządzanie tzw. inwestycjami wspólnymi. Pierwsze z nich świadczone są przez firmy inwestycyjne, regulowane na bazie dyrektywy MiFID<sup>3</sup> i jej przepisów wykonawczych, tak więc domy maklerskie i banki (instytucje kredytowe) prowadzące działalność maklerską. W ramach tych drugich

---

<sup>1</sup> Dyrektywa 2006/123/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 12 grudnia 2006 r. dotycząca usług na rynku wewnętrznym, DzU L 376 z 27.12.2006, s. 36.

<sup>2</sup> Zgodnie z art. 2 ust. 2 lit. b dyrektywy usługowej, nie znajduje ona zastosowania do usług finansowych, takich jak usługi w zakresie bankowości, działalności kredytowej, ubezpieczeń i reasekuracji, usług w zakresie emerytur pracowniczych lub indywidualnych, papierów wartościowych, funduszy inwestycyjnych, płatności oraz doradztwa inwestycyjnego – w tym usług wymienionych w załączniku I do dyrektywy 2006/48/WE.

<sup>3</sup> Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE

funkcjonują fundusze inwestycyjne, przy czym nie do wszystkich tego rodzaju produktów znajdzie zastosowanie prawodawstwo unijne. Na rynku funduszy szczególną uwagę należy zwrócić na tzw. dyrektywę UCITS.

### **Zarys historyczny kształtowania wymogów w zakresie podstawowych materiałów informacyjnych dla inwestorów**

Pierwsze poważne kroki w celu harmonizacji zasad tworzenia podstawowych materiałów informacyjnych dla inwestorów, udostępnianych im przy zbywaniu tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych<sup>4,5</sup> podjęto poprzez przyjęcie tzw. *Management Directive*<sup>6</sup>, stanowiącej nowelizację dyrektywy UCITS<sup>7</sup>. Dyrektywa ta wskazywała na szereg elementów niezbędnych do ujęcia w skróconym prospekcie informacyjnym<sup>8</sup>, które usystematyzowano w następujących grupach:

1. Krótka prezentacja UCITS.
2. Informacja na temat inwestycji.
3. Informacja ekonomiczna.
4. Informacja handlowa.
5. Informacja dodatkowa<sup>9</sup>.

Z punktu widzenia niniejszego opracowania najistotniejszy staje się jeden z elementów *Informacji na temat inwestycji*, a mianowicie: hasłowo wspomniana w dyrektywie *krótka ocena profilu ryzyka dla funduszy*.

---

Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG, DzU L 145 z 30.04.2004, s. 1, z późn. zm.

<sup>4</sup> Formuła *fundusze inwestycyjne otwarte*, znana na gruncie polskich przepisów o funduszach inwestycyjnych, stosowana będzie w artykule dla określenia funduszy inwestycyjnych skoordynowanych na gruncie regulacji unijnych, określanych miejscami jako fundusze typu otwartego.

<sup>5</sup> Mając na uwadze podstawowy charakter materiałów informacyjnych dla uczestnika, pominąć można tzw. pełne prospekty informacyjne, jak i obowiązkowe publikacje sprawozdań finansowych funduszy inwestycyjnych otwartych, do których, co prawda, uczestnik funduszy powinien mieć nieograniczony dostęp, jakkolwiek koncepcja przyjęta na poziomie europejskim nie narzuca konieczności bezwzględnego przekazywania takich materiałów przy zbywaniu tytułów uczestnictwa przez fundusz.

<sup>6</sup> Dyrektywa 2001/107/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r. zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), w celu uregulowania działalności spółek zarządzających i uproszczonych prospektów emisyjnych, DzU L 41 z 13.02.2002, s. 20; między innymi poprzez tę nowelizację ukształtowana została tzw. dyrektywa UCITS III.

<sup>7</sup> Dyrektywa Rady 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), DzU L 375 z 31.12.1985, s. 3.

<sup>8</sup> W artykule posłużono się pojęciem „skrócony prospekt informacyjny”, bliższym regulacjom polskim, w samej polskiej wersji językowej tejże dyrektywy znaleźć można jednak nieco mylące pojęcie nawiązujące do prospektu emisyjnego.

<sup>9</sup> Dyrektywa Rady 85/611/EWG..., Załącznik I, Tabela C, po nowelizacji.

W celu uszczegółowienia zakresu informacji wymaganych przez tę dyrektywę, Komisja Europejska wydała swoją rekomendację<sup>10</sup>, która to jednakże nie stanowi powszechnego źródła prawa. W konsekwencji nie wszystkie państwa członkowskie Unii Europejskiej przyjęły jednolitą implementację propozycji Komisji do swojego prawa macierzystego<sup>11</sup>.

Niezależnie od powyższego, rekomendacja nadal nie przesądzała jednoznacznie, w jaki sposób ujednoczyć informację nt. ryzyka inwestycji w tytuły uczestnictwa, powołała jedynie rodzaje ryzyka, wymagające wskazania i opisanie w skróconym prospekcie informacyjnym oraz nawiązała do rozważenia przez poszczególne państwa wymogu stosowania wskaźnika syntetycznego, który miałby uzupełniać informację opisową nt. ryzyka<sup>12</sup>.

Po kilku latach różnorodnego interpretowania<sup>13</sup> w państwach członkowskich przepisów europejskich, jak i wspomnianej rekomendacji, względem skróconego prospektu informacyjnego, uznano, iż konieczne jest wypracowanie zupełnie nowej koncepcji dla podstawowego materiału informacyjnego dla inwestorów – stał się nim dokument określony w przepisach zmienionej dyrektywy UCITS, zwanej odąd dyrektywą UCITS IV<sup>14</sup>, jako **kluczowe informacje dla inwestorów**. Dla tego dokumentu przewidziano silnie ustrukturyzowaną formę<sup>15</sup>, bez możliwości nałożenia na niego dodatkowych wymagań ze strony poszczególnych państw członkowskich Unii Europejskiej.

Nowy dokument, prezentujący kluczowe informacje dla inwestorów, winien być stosowany przez wszystkie fundusze inwestycyjne otwarte począwszy od 1 lipca 2011 roku, przy czym okres przejściowy na zastąpienie przez niego obecnych skróconych prospektów informacyjnych ustalono na 12 miesięcy.

Zakres i kształt dokumentu zawierającego kluczowe informacje dla inwestorów określają kolejno:

- przepisy poziomu 1 – dyrektywa główna<sup>16</sup>,
- przepisy poziomu 2 – przepisy wykonawcze do dyrektywy głównej<sup>17</sup>,

---

<sup>10</sup> Commission Recommendation of 27 April 2004 on some contents of the simplified prospectus as provided for in Schedule C of Annex I to Council Directive 85/611/EEC, po poprawkach, opublikowana ostatecznie w DzU L 999 z 7.06.2004, s. 30.

<sup>11</sup> Informacja nt. stanu implementacji została zawarta w opracowaniu z lipca 2005 r. CESR: *Implementation of the European Commission's Recommendations on UCITS*. <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=3486>, data odsłony 29.01.2011.

<sup>12</sup> Commission Recommendation of 27 April 2004..., s. 33.

<sup>13</sup> Autor nie sugeruje tu bynajmniej błędów interpretacyjnych, podkreśla jednakże możliwość niejednoznacznych rozwiązań na bazie istniejących ówczesnie przepisów.

<sup>14</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), DzU L 302 z 17.11.2009, s. 32.

<sup>15</sup> Najbardziej obrazowym tego przykładem niech stanie się wymóg zawarcia wszystkich niezbędnych informacji na dwóch stronach typu A-4.

<sup>16</sup> *Ibidem*, Rozdział IX Sekcja 3.

<sup>17</sup> Rozporządzenie Komisji (UE) nr 583/2010 z dnia 1 lipca 2010 r. w sprawie wykonania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE w zakresie kluczowych informacji dla inwestorów i warunków, które należy spełnić w przypadku dostarczania kluczowych informacji dla inwestorów lub prospektu

- przepisy poziomu 3 – wytyczne CESR<sup>18</sup>, które jako jedyne nie podlegają prawnemu obowiązkowi przyjęcia w państwach członkowskich UE.

Poszczególne jego sekcje to:

1. Cele i polityka inwestycyjna.
2. Profil ryzyka i zysku.
3. Opłaty.

W dalszej części zostanie rozwinięte zagadnienie ujęte w sekcji 2, a zwłaszcza przyjęte podstawy metodologiczne pomiaru ryzyka, zostanie również podjęta próba oceny efektywności proponowanych rozwiązań. Obecnie możemy mówić jedynie o próbie, bowiem co prawda metodyka zaproponowana przez CESR bazowała na danych empirycznych, niemniej w toku konsultacji środowiskowych ulegała ona zmianom. W konsekwencji efekt zastosowanych rozwiązań będzie można wiarygodnie ocenić prawdopodobnie dopiero po kilku latach jej stosowania.

### Pomiar ryzyka

Do dokonywania pomiaru ryzyka inwestowania w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych zakładano, od samego początku prac, wykorzystanie takiej miary zmienności, która spełnia postulat środka dobrze rozpoznanego, ugruntowanego w dziedzinie finansów, koncepcyjnie łatwego do uchwycenia, a jednocześnie będącego w stanie uwzględniać wpływ różnorodnych czynników ryzyka<sup>19</sup>. Za taką miarę uznano odchylenie standardowe stóp zwrotu, wyznaczane w oparciu o następujące, ostateczne przyjęte założenia<sup>20</sup>:

- okres obserwacji względem momentu dokonywania pomiaru – ostatnie 5 lat,
- zakres czasowy stóp zwrotu – jeden tydzień, a w przypadku gdy fundusz publikuje wycenę tytułów uczestnictwa z mniejszą częstotliwością – jeden miesiąc,
- zmienność przeskalowywana winna być na bazę roczną.

Wyprowadzony wskaźnik nosi miano syntetycznego wskaźnika zysku i ryzyka.

Podejmując decyzję względem wykorzystania miar zmienności dla określania ryzyka inwestycji w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych autorom przyświecać musiała idea wywodząca się z tzw. teorii portfela, według której im większa jest zmienność

---

emisyjnego na trwałym nośniku innym niż papier lub za pośrednictwem strony internetowej, DzU L 176 z 10.07.2010, s. 1.

<sup>18</sup> *Committee of European Securities Regulators*, od 1 stycznia 2011 r. zastąpiony przez *European Securities and Markets Authority* (ESMA), posiadający szersze niż CESR kompetencje, w tym w zakresie tworzenia tzw. wiążących standardów technicznych; spośród kilku wytycznych CESR w tym obszarze, dostępnych na <http://esma.europa.eu/>, niniejszy artykuł skupiać się będzie na opracowaniu *CESR's guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document*, <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=6961>, data odsłony: 29.01.2011 r.

<sup>19</sup> CESR: *Addendum to CESR's consultation paper on the format and content of Key Information Document disclosures for UCITS*. <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=5873>, data odsłony 29.01.2011 r., s. 3.

<sup>20</sup> CESR: *CESR's guidelines on the methodology...*, s. 3.

stopy zwrotu, tym większe jest ryzyko, gdyż tym bardziej zrealizowana stopa zwrotu może się różnić od spodziewanej (oczekiwanej) stopy zwrotu<sup>21</sup>.

Jako że w analizowanym przypadku w sposób oczywisty przyjmowana jest tylko część z całej historii danych dotyczących obserwowanych stóp zwrotu, należy mówić o uwzględnianiu jedynie próby z całego zbioru danych. W konsekwencji będziemy mieć tutaj do czynienia z tzw. odchyleniem standardowym w próbie<sup>22</sup>. W takim przypadku odchylenie standardowe stanowi dodatnią wartość pierwiastka kwadratowego wariancji z próby, wariancja ta jest przy tym nieobciążonym estymatorem wariancji w populacji<sup>23</sup>.

Miara zmienności zaproponowana przez CESR ostatecznie przybrała formułę:

$$\sigma = \sqrt{\frac{m}{T-1} \sum_{t=1}^T (r_{f,t} - \overline{rf})^2}$$

gdzie:

$r_{f,t}$  – tygodniowa lub miesięczna stopa zwrotu, przy czym uwzględnić ona winna wielkość wypłaconych dochodów (o ile fundusz wypłaca dochody zgodnie z założonymi w jego konstrukcji warunkami),

$m = 52$  i  $T = 260$  dla tyg. stóp zwrotu /  $m = 12$  i  $T = 60$  dla mies. stóp zwrotu,

$\overline{rf}$  – średnia arytmetyczna stóp zwrotu, wyrażona wzorem:

$$\overline{rf} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_{f,t}$$

Źródło: *CESR's guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document*, <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=6961>, data odsłony: 29.01.2011 r., s. 3.

W zależności od wartości wyznaczonego wskaźnika, fundusz umieszczany ma być na siedmiostopniowej skali graficznej, na której, od lewej, 1 oznacza potencjalnie najniższy zysk i najniższe ryzyko, a 7 – potencjalnie najwyższy zysk i ryzyko. Takie przyporządkowanie funduszu odbywa się zgodnie z tabelą 1.

<sup>21</sup> K. Jajuga: *Teoretyczne podstawy pomiaru ryzyka*, [w:] *Zarządzanie ryzykiem*, red. K. Jajuga, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 41.

<sup>22</sup> A.D. Aczel: *Statystyka w zarządzaniu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 25.

<sup>23</sup> Więcej nt. nieobciążonego estymatora wariancji w m.in. J. Koronacki, J. Mielniczuk: *Statystyka dla studentów kierunków technicznych i przyrodniczych*, Wydawnictwa Naukowo-Techniczne, Warszawa 2006, s. 150–153; J.T. McClave, P.G. Benson, T. Sincich: *Statistics for Business and Economics*, Pearson Education, Inc, New Jersey 2005, s. 325–328; S.M. Kot, J. Jakubowski, A. Sokolowski: *Statystyka*, Difin, Warszawa 2007, s. 209–213.

Tabela 1

## Klasyfikacja funduszu według kategorii ryzyka

Kategoria ryzyka	Przedziały zmienności (%)	
	równa lub większa niż	mniejsza niż
1	0	0,5
2	0,5	2
3	2	5
4	5	10
5	10	15
6	15	25
7	25	

Źródło: *CESR's guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document*, <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=6961>, data odsłony: 29.01.2011 r., s. 5.

Kwestią oczywistą jest, że wartość wyznaczanego wskaźnika w trakcie funkcjonowania funduszu ulegać musi zmianom, biorąc jednak pod uwagę fakt, iż sam dokument prezentujący kluczowe informacje dla inwestorów nie powinien być zbyt często, bez wyraźnej podstawy modyfikowany (inaczej, w przypadku wskaźnika zmienności, powodować by to mogło u uczestników funduszu wątpliwości w zakresie wiarygodności wskaźnika), przyjęto, że przeklasyfikowanie funduszu do innej kategorii ryzyka powinno następować o ile:

- wielkość parametru zmienności odpowiadałaby innej kategorii ryzyka dla każdego tygodniowego (odpowiednio: miesięcznego) punktu pomiaru w ciągu ostatnich 4 miesięcy,
- dla powyższego przypadku, gdyby okazało się, że wskaźnik fluktuuje pomiędzy więcej niż jedną inną kategorią ryzyka, przyporządkowanie powinno nastąpić do tej kategorii, która odpowiadałaby większości obserwacji.

Niezależnie od tych zasad, przeklasyfikowanie powinno nastąpić w każdym przypadku, gdy ulegnie istotnej zmianie profil zysku i ryzyka, a wynik rewizji wielkości wskaźnika będzie wskazywał na inną kategorię ryzyka<sup>24</sup>.

Podobnie rewizja wielkości wskaźnika nastąpić powinna również wtedy, gdy znajdzie zastosowanie nowa polityka inwestycyjna przyjęta przez fundusz, w tym przypadku jednak CESR założył szczególny tryb postępowania<sup>25</sup>. Zgodnie z propozycją CESR, dla takich funduszy oraz funduszy z niedostateczną historią notowań, tj. takich, dla których nie można wyznaczyć tygodniowych (odpowiednio: miesięcznych) stóp zwrotu w ostatnich pięciu latach, kolejne etapy postępowania winny wyglądać następująco:

<sup>24</sup> CESR: *CESR's guidelines on the methodology...*, s. 5–6.

<sup>25</sup> Dla potrzeb niniejszego artykułu autor pominie kwestię tzw. funduszy strukturyzowanych, funduszy typu total return i absolute return oraz funduszy typu life cycle, szerzej popularnych w krajach Europy Zachodniej, ujętych jednakże w wytycznych CESR.

1. Wyznaczenie stóp zwrotu (tygodniowych lub miesięcznych) dla dostępnej historii notowań.
2. Wyznaczenie analogicznych stóp zwrotu dla portfela modelowego określonego funduszu inwestycyjnego (tzw. *benchmark*) – dla brakującego okresu notowań w okresie 5-letnim.
3. Połączenie obu szeregów danych.
4. Wyznaczenie wskaźnika zgodnie z ogólną metodyką<sup>26</sup>.

Regulacje dotyczące kluczowych informacji dla inwestora zmiierzają w kierunku ujednoczenia sposobu prezentacji potencjalnym inwestorom informacji na temat funduszy inwestycyjnych otwartych. Byłoby to o tyle korzystne dla nich, że taka ustandaryzowana forma pozwala przede wszystkim szybko porównać podobne, rozważane przez nich produkty, bez potrzeby szerokiej analizy czy też konieczności zasięgnięcia profesjonalnego doradztwa.

Rozwiązania te potraktowano jako swoisty *benchmark* w stosunku do innych, względnie podobnych produktów inwestycyjnych oferowanych klientom detalicznym, które łącznie z funduszami zwykle się określać w nomenklaturze europejskiej jako *packaged retail investment products*<sup>27</sup>.

Syntetyczny wskaźnik zysku i ryzyka mógłby ponadto znaleźć zastosowanie jako jeden z elementów oceny kompleksowości konkretnego produktu funduszowego na gruncie przepisów MiFID<sup>28</sup>. Nadzorcy, zdając sobie obecnie sprawę, że nie znajduje szczególnego uzasadnienia dotychczasowe traktowanie wszelkich tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych jako tzw. *non-complex instruments*, poszukują czynnika, który pozwoliłby je w sposób odpowiedni różnicować<sup>29</sup>.

Propozycje CESR, uszczegóławiające narzucone prawem europejskim rozwiązania, jak już wspomniano, nie stanowią obligatoryjnego dla państw członkowskich EU zespołu wytycznych, co nie oznacza jednak, że w imię dobrej praktyki nie znajdują one powszechnego zastosowania. Przyjęta metodyka wyznaczania wskaźnika syntetycznego stanowi, jak zawsze w tego typu przypadkach, pewien kompromis pomiędzy tym, co zakładają nadzorcy a czego oczekuje środowisko (nie tylko środowisko podmiotów świadczących usługi, ale także ich odbiorcy). W przypadku tego procesu nie można zarzucić jego dysponentom braku należytej staranności, zarówno bowiem CESR, jak i Komisja Europejska podjęły

---

<sup>26</sup> *Ibidem*, s. 6.

<sup>27</sup> Względem tego rodzaju produktów, obejmujących także ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe czy bankowe produkty strukturyzowane, na poziomie Komisji Europejskiej trwają obecnie zaawansowane prace zmierzające do harmonizacji określonych wymogów, jednym z prawdopodobnych wspólnych rozwiązań okazać się mogą kluczowe informacje dla inwestorów.

<sup>28</sup> W skrócie: zagadnienie to wiąże się z dostosowywaniem do poziomu wiedzy i doświadczenia inwestorów konkretnych produktów oferowanych przez pośredników finansowych.

<sup>29</sup> Obecnie, na poziomie europejskim, trwają prace nad rewizją przepisów MiFID, w tym w zakresie wspomnianej kompleksowości instrumentów finansowych.

efektywny dialog z interesariuszami. Działania CESR to zwłaszcza konsultacje publiczne<sup>30</sup>, po stronie Komisji Europejskiej zwrócić należy uwagę na przeprowadzone na jej zlecenie specjalistyczne badania produktowe<sup>31</sup>.

Niezależnie od powyższego, krytyczne podejście do tematu wymaga uwypuklenia, przynajmniej w sposób ogólny, kilku zagrożeń dla efektywnego funkcjonowania proponowanego przez CESR rozwiązania.

Po pierwsze, pewna fakultatywność po stronie państw członkowskich UE, względem implementacji wytycznych CESR, spowodować może pojawienie się choćby nieco odmiennych uregulowań, tym samym, nie znając przyszłych uregulowań w poszczególnych systemach prawnych, obecnie nie można w pełni zagwarantować porównywalności danych. W konsekwencji nie można wykluczyć, że inwestor, rozważając produkty z różnych krajów UE, nie otrzyma różnorodnych jakościowo informacji.

Po drugie, elementem, którego nie można pominąć, jest towarzyszący przyjętej mierze zmienności błąd oszacowań, związany z potencjalnym błędem doboru próby analizowanych danych. W zamierzeniach twórców modelu miałyby on być minimalizowany na skutek mechanizmu zapobiegającego przypadkowej migracji do innej klasy ryzyka<sup>32</sup>, o czym mowa była wcześniej.

Nadal istnieje zagrożenie, że dla celów zmiany klasyfikacji, fundusz celowo poddawany byłby zmianie polityki inwestycyjnej, a sama jakość „brakujących”, doszacowywanych historycznych danych, będzie dodatkowym obciążeniem ostatecznego wyniku.

W końcu najsilniejsze wątpliwości wynikają z dwojakiego rodzaju danych przewidzianych do wyznaczania wskaźnika syntetycznego, tj. tygodniowych stóp zwrotu vs stopy miesięczne. Dla tego samego okresu obserwacji rozwiązanie takie powoduje, iż w przypadku tych drugich, liczba obserwacji jest kilkakrotnie mniejsza, wobec czego obliczenia wskaźnika obarczone byłyby wtedy większym błędem oszacowań. W tym kontekście wątpliwa będzie celowość porównywania informacji o funduszach rzadziej i częściej wycenianych, co leżało u podstaw koncepcji dokumentu zawierającego kluczowe informacje dla inwestorów. Podobnie sam moment wyznaczania wskaźnika może być w poszczególnych funduszach istotnie różny, co zaburza taką porównywalność.

Wyjaśnienie tego typu niuansów zapewne nie znajdzie miejsca na dwustronicowym arkuszu, przez co w zapomnienie z pewnością nie pójdzie doradztwo w zakresie inwestycji w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych.

---

<sup>30</sup> Wyniki konsultacji publicznych zamieszczono w CESR: *Feedback statement – CESR’s technical advice on the format and content of Key Information Document disclosures for UCITS*, <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=6565>, data odśrody 29.01.2011 r.

<sup>31</sup> Badania prowadzono w siedmiu krajach UE, w tym w Polsce, wyniki badań zamieszczono w IFF Research and YouGov: *UCITS Disclosure Testing Research Report*, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/other\\_docs/research\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/research_report_en.pdf), data odśrody 29.01.2011 r.

<sup>32</sup> CESR: *CESR’s guidelines on the methodology...*, s. 6.



## Literatura

- Aczel A.D.: *Statystyka w zarządzaniu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- CESR: *Addendum to CESR's consultation paper on the format and content of Key Information Document disclosures for UCITS*, <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=5873>, data odsłony 29.01.2011.
- CESR: *CESR's guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document*, <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=6961>, data odsłony: 29.01.2011
- CESR: *Implementation of the European Commission's Recommendations on UCITS*, <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=3486>, data odsłony 29.01.2011.
- Commission Recommendation of 27 April 2004 on some contents of the simplified prospectus as provided for in Schedule C of Annex I to Council Directive 85/611/EEC, DzU L 999 z 7.06.2004.
- Dyrektywa Rady 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), DzU L 375 z 31.12.1985, z późn. zm.
- Dyrektywa 2006/123/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 12 grudnia 2006 r. dotycząca usług na rynku wewnętrznym, DzU L 376 z 27.12.2006.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), DzU L 302 z 17.11.2009.
- Jajuga K.: *Teoretyczne podstawy pomiaru ryzyka*, [w:] *Zarządzanie ryzykiem*, red. K. Jajuga, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Koronacki J., Mielniczuk J.: *Statystyka dla studentów kierunków technicznych i przyrodniczych*, Wydawnictwa Naukowo-Techniczne, Warszawa 2006.
- Kot M., Jakubowski J., Sokołowski A.: *Statystyka*, Difin, Warszawa 2007.
- McClave J.T., Benson P.G., Sincich T.: *Statistics for Business and Economics*, Pearson Education, Inc, New Jersey 2005.
- Rozporządzenie Komisji (UE) nr 583/2010 z dnia 1 lipca 2010 r. w sprawie wykonania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE w zakresie kluczowych informacji dla inwestorów i warunków, które należy spełnić w przypadku dostarczania kluczowych informacji dla inwestorów lub prospektu emisyjnego na trwałym nośniku innym niż papier lub za pośrednictwem strony internetowej, DzU L 176 z 10.07.2010.

mgr Marek Popielas  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie  
Kolegium Gospodarki Światowej  
Niestacjonarne studia doktoranckie

### **Streszczenie**

W artykule została poruszona kwestia zasad pomiaru ryzyka inwestowania w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych w kontekście harmonizacji usług inwestycyjnych w UE. W pierwszej części artykułu przedstawiono podstawy harmonizacji usług inwestycyjnych. W kolejnej części zarysowano historię kształtowania obowiązkowych materiałów informacyjnych, udostępnianych przy dystrybucji produktów funduszowych. Ostatnia część prezentuje metodykę wyznaczania wskaźnika zysku i ryzyka, zaproponowaną przez CESR, oraz komentarz autora do wybranych jej elementów.

### **UNIFORM APPROACH TO MEASURING THE RISK OF INVESTMENTS IN OPEN-ENDED INVESTMENT FUNDS' UNITS AS THE NEXT ELEMENT FOR HARMONIZATION OF INVESTMENT SERVICES IN THE EUROPEAN UNION**

#### **Summary**

The paper raises the issue of risk measurement for investments in UCITS' units in terms of harmonization of investment services in the EU. The paper first presents the basis for harmonization of investment services. The next section outlines the history of development of mandatory information made available for distribution of funds' units. The last part presents the methodology for determining the risk and reward indicator, as proposed by CESR, and the author's commentary to some of its elements.