

Wojciech Krawiec

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

RATING FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH – PROCES PRYZNAWANIA, SKALE

1. Wstęp

Nieodłącznym elementem rynku finansowego, zwiększającym bezpieczeństwo transakcji, jest funkcjonowanie wyspecjalizowanych instytucji zajmujących się oceną i klasyfikacją występujących na rynku papierów wartościowych, a także ich emitentów. Procesowi oceny, a w konsekwencji uzyskania ratingu, podlegają także fundusze inwestycyjne. Przyjmując za kryteria wyodrębnienia takie czynniki, jak horyzont czasu oraz przedmiot oceny – rating funduszy inwestycyjnych zaliczyć można do ratingu długoterminowego, który uzyskać mogą emitenci papierów wartościowych [Jaworski 2002, s. 79].

Agencje ratingowe przyznają rating zarówno funduszom inwestycyjnym (na wniosek zarządów spółek nimi zarządzających), jak i samym spółkom zarządzającym. Najczęściej ocenom agencji ratingowych podlegają fundusze, które inwestują w instrumenty dłużne, czyli fundusze rynku pieniężnego oraz fundusze obligacji.

Jednym z głównych celów ratingu funduszy jest sprawdzenie, czy fundusz osiąga założone cele inwestycyjne, przy zachowaniu odpowiedniej płynności oraz ochronie kapitału. Rating funduszy rynku pieniężnego dotyczy bezpieczeństwa powierzonego funduszowi kapitału według jego wartości nominalnej. Rating funduszy obligacyjnych zaś dotyczy jakości kredytowej funduszu i poziomu ochrony portfela przed stratą kapitału spowodowaną niewywiązaniem się przez emitenta ze zobowiązań kredytowych. Fundusze obligacji w ramach procesu nadawania ratingu otrzymują faktycznie dwa ratingi: jeden dotyczący oceny ryzyka kredytowego i drugi (tzw. rating zmienności) określający poziom całkowitego ryzyka rynkowego [Dziawgo 1997, s. 156; <http://www.fitchpolska.com.pl/metodyka/fundusz...>].

Proces przyznawania ratingu funduszom inwestycyjnym jest podobny we wszystkich agencjach ratingowych, jednakże w zależności od typu ocenianego funduszu pod uwagę brane są odmienne czynniki mające wpływ na zachowanie jego portfela. Zarówno przyznawane oceny ratingowe, jak i skale tych ocen różnią się w zależności od typu ocenianego funduszu, a także od typu agencji ratingowej.

2. Proces przyznawania ratingu funduszom rynku pieniężnego oraz funduszom obligacji na przykładzie agencji Fitch Ratings oraz Standard & Poor's

Agencje ratingowe Fitch Ratings Ltd. oraz Standard & Poor's przystępują do procesu nadawania ratingu z chwilą otrzymania pisemnego wniosku od zarządu towarzystwa i po wyrażeniu zgody na systematyczne dostarczanie informacji na temat portfela analizowanego funduszu.

W celu dokonania oceny funduszu towarzystwo jest zobowiązane udostępnić analitykom agencji następujące informacje:

- ostatni zaudytowany raport roczny i ewentualnie raport półroczny,
- aktualny prospekt i informacje dodatkowe do sprawozdania,
- kopie ostatnich protokołów kontrolnych Komisji Papierów Wartościowych i Giełd,
- kopie umów dotyczących odsprzedaży oraz sposobu prowadzenia polityki dotyczącej odsprzedaży (fundusze obligacji),
- wzory kontraktów *repo* i dane na temat sposobu prowadzenia polityki funduszu odnośnie do transakcji *repo* (fundusze rynku pieniężnego),
- dane dotyczące sposobu prowadzenia polityki inwestycyjnej funduszu oraz ewentualnie ustalony dla danego funduszu benchmark,
- sposób prowadzenia polityki dotyczącej zapadalności portfela, zarządzania ryzykiem stopy procentowej oraz ryzykiem walutowym, a także opis metod i częstotliwość wyceny aktywów,
- sposób prowadzenia polityki w zakresie pożyczania papierów wartościowych i wykorzystywania dźwigni finansowej,
- listę zatwierdzonych inwestycji funduszu z wyszczególnieniem typów papierów wartościowych, jakości kredytowej, zapadalności oraz np. limitów sektorowych,
- listę aktualnie posiadanych papierów wartościowych oraz dane dotyczące transakcji zawartych w ciągu ostatnich 3 miesięcy i zawartości portfela w tym okresie,
- aktualne i historyczne dane dotyczące alokacji portfela między gotówkę oraz różne grupy papierów o stałym dochodzie w przypadku funduszy obligacji,
- historie miesięcznych umorzeń jednostek uczestnictwa za ostatnie 2 bądź 3 lata,
- listę 10 największych udziałowców funduszu i ich udziałów w wartości aktywów netto,

- miesięczne zmiany wartości aktywów netto za okres 12 bądź 24 miesięcy i miesięczne stopy zwrotu nawet za okres 36 miesięcy,
- comiesięczna średnia zapadalność portfela za ostatnie 2 bądź 3 lata,
- dane dotyczące stóp referencyjnych,
- dane dotyczące osób zarządzających portfelem, opis struktury organizacyjnej,
- materiały reklamowe [<http://www.fitchpolska.com.pl/metodyka/fundusz>; <http://www.fitchpolska.com.pl/metodyka/metodyka...>; <http://www.sandpfund-services...>].

Po zapoznaniu się z wszystkimi wskazanymi dokumentami, spotkaniu z zarządem towarzystwa oraz zarządzającymi danym funduszem¹ analitycy agencji przedstawiają powołanemu komitetowi ratingowemu propozycję ratingu. Jeśli komitet zgodzi się z zaproponowaną oceną, rating zostaje upubliczniony. Na wniosek zarządu towarzystwa rating może jednak nie być podawany do publicznej wiadomości. W przypadku gdy komitet ma jakieś zastrzeżenia, istnieje możliwość odesłania oceny do poprawki.

Po uzyskaniu ratingu portfel funduszu podlega stałemu monitorowaniu, a zarządzający nim jest zobowiązany przekazywać co tydzień szczegółowe informacje, m.in. na temat zawartości portfela, transakcji, struktury portfela, wartości aktywów netto, ewentualnych zmian personalnych na istotnych dla funkcjonowania funduszu stanowiskach [<http://www.gtfi.pl/ins...>].

3. Rating funduszy rynku pieniężnego

Jak już wspomniano wcześniej, ratingi funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego oceniają bezpieczeństwo inwestycji oraz zdolność do utrzymania stabilnej wartości rynkowej funduszu.

W procesie nadawania ratingu funduszom rynku pieniężnego analizuje się jakość kredytową, zapadalność, płynność, dywersyfikację, wykorzystanie papierów z opcją odsprzedaży i/lub odkupu, wykorzystanie kontraktów odkupu oraz zarządzanie i kontrolę.

W procesie nadawania ratingu agencja Fitch wykorzystuje czterostopniową skalę oznaczoną symbolami od AAA do BBB, dodatkowo dodając do każdej oceny symbol V1+, który odpowiada ratingowi zmienności². Standard & Poor's zaś wykorzystuje ośmiostopniową symbolikę od AAA do DDD (tab. 1).

¹ Celem takich spotkań jest uzyskanie informacji na temat strategii inwestycyjnej, oceny procedur inwestycyjnych, infrastruktury funduszu oraz systemów zarządzania ryzykiem. Podczas nich wyjaśniane są także ewentualne sprzeczności bądź wątpliwości co do ocenianego podmiotu.

² Rating zmienności wykorzystywany najczęściej w ocenie funduszy obligacji jest oceną bezpieczeństwa kapitału. Symbol V1+ postawiony przy ratingu funduszy rynku pieniężnego pozwala odróżnić ten rating od ratingu funduszy obligacji, których oceny zmienności oznacza się symbolami od V1 do V10.

Tabela 1. Symbole stosowane przez agencje ratingowe dla funduszy rynku obligacji

Standard & Poor's		Fitch Ratings	
Symbol	Charakterystyka	Symbol	Charakterystyka
AAAm	najwyższy stopień bezpieczeństwa, bardzo wysoka zdolność do utrzymania wartości i ograniczone ryzyko poniesienia straty	AAA/V1+	najwyższy stopień bezpieczeństwa kapitału i jakość kredytowa portfela
Aam	bardzo wysoki stopień bezpieczeństwa, wysoka zdolność do utrzymania wartości i ograniczone ryzyko poniesienia straty	AA/V1+	bardzo wysoki stopień bezpieczeństwa kapitału i jakość kredytowa portfela
Am	duży stopień bezpieczeństwa, wysoka zdolność do utrzymania wartości i ograniczone ryzyko poniesienia straty	A/V1+	wysoki stopień bezpieczeństwa kapitału i jakość kredytowa portfela
BBBm	dostateczny stopień bezpieczeństwa, odpowiednia zdolność do utrzymania wartości i ograniczone ryzyko poniesienia straty	BBB/V1+	odpowiedni stopień bezpieczeństwa kapitału i jakość kredytowa portfela
BBm	bezpieczeństwo jest niepewne, podatność na utratę wartości		
Bm	bezpieczeństwo jest ograniczone, duża podatność na utratę wartości		
CCCm	bardzo duża podatność na utratę wartości		
DDm	fundusz nie utrzymał w przeszłości podstawowej wartości aktywów, a zrealizowane, bądź nie, straty przekraczały 5% wartości NAV		

Źródło: opracowanie własne na podstawie [<http://www.fitchpolska.com.pl/metodyka/metodyka...>; <http://www.sandpfundservices...>].

Wśród polskich funduszy rynku pieniężnego tylko Fundusz Inwestycyjny Otwarty Skarbowy Rynku Pieniężnego zarządzany przez Górnośląskie Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych oraz Fundusz Inwestycyjny Otwarty Rynku Pieniężnego Kasa zarządzany przez Skarbiec Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych mają przyznane ratingi. Pierwszy ma krajowy rating kredytowy AA (pol) oraz rating zmienności V1³ nadany mu przez Fitch Ratings. Drugi zaś ma ocenę Am⁴ wystawioną przez Standard & Poor's.

4. Rating funduszy obligacji

Rating funduszy obligacji odzwierciedla ryzyko kredytowe (tak jak w przypadku jednostkowej obligacji) i bazuje na jakości kredytowej aktywów w portfelu funduszu. Rating kredytowy nie ocenia adekwatności ceny rynkowej danego funduszu i nie zajmuje się kosztami funduszy, które w rezultacie mogą zmniejszać zyski inwestorów. Bazuje on na ocenie wielu różnych czynników, takich jak: jakość kredytowa aktywów, ich dywer-

³ Rating zmienności na poziomie zmienności V1 przyznany dla GTFI FIO SRP odzwierciedla stabilność wartości aktywów netto funduszu. Fundusze o ratingu V1 charakteryzują się bardzo niskim ryzykiem kredytowym.

⁴ Litera „m” przy symbolu pozwala odróżnić rating funduszu rynku pieniężnego od ratingu przyznanego funduszowi obligacji. Przy ratingu funduszy obligacji Standard & Poor's stawia literę „f”.

syfikacja, zapadalność poszczególnych aktywów w portfelu, a także efektywność zarządzania i zdolności operacyjne [http://www.fitchratings.com...; http://www.gtfi.pl/ins...].

Agencja ratingowa Standard& Poor's używa następujących symboli do określenia ryzyka kredytowego funduszy obligacyjnych (tab. 2):

Tabela 2. Symbole stosowane przez agencje ratingowe dla funduszy rynku obligacji

Symbol	Charakterystyka
AAAf	portfel funduszu ma najwyższą ochronę przed stratami z powodu niedotrzymania zobowiązań kredytowych
Aaf	portfel funduszu ma bardzo silną ochronę przed stratami z powodu niedotrzymania zobowiązań kredytowych
Af	portfel funduszu ma silną ochronę przed stratami z powodu niedotrzymania zobowiązań kredytowych
BBBf	portfel funduszu ma dostateczną ochronę przed stratami z powodu niedotrzymania zobowiązań kredytowych
BBf	portfel funduszu ma wątpliwą ochronę przed stratami z powodu niedotrzymania zobowiązań kredytowych
Bf	portfel funduszu jest podatny na straty z powodu niedotrzymania zobowiązań kredytowych
CCCf	portfel funduszu jest bardzo podatny na straty z powodu niedotrzymania zobowiązań kredytowych

Dodatkowo do każdej z powyższych ocen może być dodany znak „+” lub „-” pokazujący obecny stan funduszu i nadanej mu oceny.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Dziawgo 1997, s. 157; http://www.sandpfundservices...].

Agencja Fitch Ratings z kolei do określenia ryzyka kredytowego funduszy obligacyjnych stosuje międzynarodową skalę stosowaną dla ratingów długoterminowych. Symbol „AAA” oznacza najwyższą wiarygodność kredytową, a „B” odpowiada najniższej wiarygodności kredytowej i oznacza poziom spekulacyjny.

Poza wymienioną już oceną ryzyka kredytowego fundusze obligacji otrzymują także tzw. rating zmienności (*bond fund volatility ratings*) – określający poziom ryzyka rynkowego. Ma on za zadanie dokonać oceny zagrożenia spadkami wartości jednostek uczestnictwa, które wynika z czynników innych niż niebezpieczeństwo niewypłacalności.

Ocena ta dotyczy wrażliwości funduszy inwestycyjnych o stałych dochodach na zmiany stóp procentowych, ryzyka kredytowego, wcześniejszej spłaty kredytów hipotecznych, ryzyka spreadu, ryzyka walutowego, płynności portfela, dywersyfikacji i koncentracji inwestycji czy instrumentów pochodnych [http://www.gtfi.pl/publikacje...; http://www.sandpfundservices...].

Zarówno Standard & Poor's, jak i Fitch Ratings nadają funduszom obligacji ratingi zmienności, ale stosują różne skale ocen. Fitch Ratings wykorzystuje 11-stopniową skalę oceny ryzyka rynkowego oznaczoną literą V (tab. 3). Agencja Standard & Poor's zaś wykorzystuje 6-stopniową skalę ocen oznaczoną literą S. Miaowicie S1 oznacza najniższą wrażliwość stóp zwrotu funduszu na zmianę warunków rynkowych. Fundusze obligacji mające taką ocenę odznaczają się takim samym bądź niższym poziomem ryzyka rynkowego jak portfel złożony z papierów

rządowych o okresie zapadalności od roku do trzech lat, denominowanych w tej samej walucie co aktywa funduszu [<http://www.sandpfundservices...>]. Ocena S6 oznacza najwyższą wrażliwość stopy zwrotu na zmiany rynkowe i dotyczy funduszy, które stosują strategie spekulacyjne obciążone wieloma rodzajami ryzyka, z niską bądź żadną dywersyfikacją portfela.

Tabela 3. Symbole stosowane przez agencje ratingowe dla funduszy rynku obligacji

	Symbol	Charakterystyka
Najniższe ryzyko rynkowe (stabilna wartość)	V1+	rating przyznawany jest tylko funduszom rynku pieniężnego, które nie powinny przynosić strat wartości nominalnej jego uczestnikom lub akcjonariuszom
Niskie ryzyko rynkowe	V1	stopy zwrotu charakteryzują się względną stabilnością, nawet w przypadku wystąpienia różnych scenariuszy kształtowania się stóp procentowych; fundusze te zapewniają niski stopień ekspozycji na ryzyko stóp procentowych oraz zmieniające się warunki rynkowe
	V2	stopy zwrotu charakteryzują się stabilnością w średnim i długim okresie, ale cechuje je pewna zmienność w krótkim okresie w związku z większą ekspozycją na ryzyko stóp procentowych i zmieniające się warunki rynkowe
Umiarkowany poziom ryzyka rynkowego	V3	stopy zwrotu charakteryzują się stabilnością w średnim i długim okresie, ale cechuje je pewna zmienność w krótkim okresie w związku z większą ekspozycją na ryzyko stóp procentowych i zmieniające się warunki rynkowe
	V4	stopy zwrotu mogą wykazywać znaczną zmienność w wyniku wystąpienia różnych scenariuszy kształtowania się stóp procentowych, fundusze te mają znaczną ekspozycję na ryzyko stóp procentowych i inne rodzaje ryzyka, np. wcześniejszej spłaty kredytów hipotecznych, ryzyko derywatów, ryzyko dźwigni, braku płynności oraz/lub ryzyko kursowe
Poziom umiarkowany ryzyka rynkowego przechodzący w poziom wysoki	V5	fundusze spekulacyjne, stopy zwrotu mogą charakteryzować się silną zmiennością w wyniku wystąpienia różnych scenariuszy kształtowania się stóp zwrotu, fundusze te wykazują wysoką ekspozycję na ryzyko stóp procentowych oraz zmieniające się warunki rynkowe, są narażone również na ryzyko wcześniejszej spłaty kredytów hipotecznych, ryzyko instrumentów pochodnych, ryzyko dźwigni, braku płynności oraz/lub ryzyko walutowe
	V6	
	V7	
Poziom spekulacyjny	V8	
	V9	
	V10	

Źródło: [<http://www.gtfi.pl/ins...>].

Także Japan Credit Rating Agency przyznaje ratingi funduszom inwestycyjnym, nie dzieli ich jednak na fundusze obligacji bądź rynku pieniężnego, tylko na długo- i krótkookresowe. Długoterminowe ratingi oznaczone są symbolami F-AAA, F-AA, F-A, F-BBB, F-N, gdzie „F” oznacza rating funduszu. Ich charakterystyka jest taka sama jak długoterminowych ratingów obligacji. Ratingi krótkoterminowe zaś są oznaczane symbolami F-J1, F-J2, F-J3, F-JN i ściśle związane z krótkoterminowymi ratingami przyznawanymi obligacjom.

5. Rating jakości zarządzania – rating towarzystw funduszy inwestycyjnych

Procesowi ratingu podlegają także spółki zarządzające funduszami. Rating przyznawany spółkom zarządzającym nosi często nazwę ratingu jakości zarządza-

nia. Na ocenę poszczególnych firm zarządzających w większym stopniu wpływają czynniki jakościowe niż ilościowe. Należy do nich zaliczyć: strukturę organizacyjną, zasoby ludzkie, politykę inwestycyjną i zarządzanie ryzykiem, systemy informacyjne i kontrolę. Brane są również pod uwagę dotychczasowe wyniki czy np. konstrukcja portfela.

Standard & Poor's pod względem jakości zarządzania wyróżnia cztery kategorie funduszy:

- AAA – dla funduszy o najwyższej jakości w sektorze z punktu widzenia procesu inwestycyjnego i jakości zarządzania w porównaniu z funduszami z tej samej grupy,
- AA – dla funduszy o bardzo wysokich standardach jakościowych,
- A – dla funduszy o wysokich standardach jakościowych,
- NR – dla funduszy niespełniających minimalnych standardów jakościowych.

Z kolei agencja JCR-VIS Credit Rating Company Limited stowarzyszona z Japan Credit Rating Agency do określenia jakości zarządzania funduszami inwestycyjnymi stosuje pięciostopniową skalę, w której:

- AAA(MQ)⁵ – oznacza najwyższą jakość zarządzania,
- AA(MQ) – oznacza wysoką jakość zarządzania,
- A(MQ) – oznacza dobrą jakość zarządzania,
- BBB(MQ) – oznacza odpowiednią jakość zarządzania,
- BB(MQ) – oznacza słabą jakość zarządzania,
- B(MQ) – oznacza najniższą jakość zarządzania.

6. Podsumowanie

Posiadanie przez fundusz ratingu gwarantuje jego uczestnikom między innymi to, że osiągane cele oraz stosowana polityka inwestycyjna są zgodne z zapisami statutu. Rating dostarcza niezależnej informacji o bezpieczeństwie zainwestowanego kapitału w przypadku funduszu rynku pieniężnego oraz odpowiedniej jakości aktywów zgromadzonych w portfelu funduszu obligacji. Zwiększa także wiarygodność danego funduszu. Ciągła kontrola, której podlega fundusz mający ocenę ratingową, dowodzi transparentności funduszu i zwiększa komfort obecnych i przyszłych uczestników funduszu.

Uzyskanie ratingu przez fundusze oraz towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest niewątpliwie ważne w procesie alokacji kapitału i na pewno w dużym stopniu wpływa na decyzję inwestorów. Należy jednak pamiętać, że brak oceny ratingowej danego funduszu nie oznacza, że nie gwarantuje on odpowiedniego bezpieczeństwa bądź ochrony kapitału. Większość funduszy inwestycyjnych zawiera w swoich statutach zapisy mówiące o tym, jakie warunki powinny spełniać papiery wartościowe

⁵ Litera „MQ” stawiane przy symbolach ratingowych oznaczają, że jest to rating jakości zarządzania.

(np. jaką ocenę ratingową powinny mieć), by mogły być nabyte przez fundusz, co w dużym stopniu jest gwarancją dla uczestników funduszy.

W funduszach rynku pieniężnego ważnym elementem działalności jest obowiązujący Standard Funduszu Inwestycyjnego Rynku Pieniężnego, którego kryteria muszą spełnić fundusze inwestycyjne, by mogły posługiwać się nazwą Fundusz Rynku Pieniężnego.

Dużą wadą funduszy, które nie zostały objęte procesem nadawania ratingu, jest brak możliwości oceny personelu zarządzającego funduszem. Wiadomo, iż czynnik ludzki w dużym stopniu wpływa na osiągnięte przez fundusz wyniki oraz bezpieczeństwo i poziom ochrony zainwestowanego kapitału.

Literatura

Bojańczyk M., *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, SGH, Warszawa 2005.

Dziawgo D., *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, PWN, Warszawa 1997.

http://www.fitchratings.com/corporate/fitchResources.cfm?detail=1&rd_file=m_funds.

http://www.fitchpolska.com.pl/metodyka/fundusz_obligacji.pdf.

http://www.fitchpolska.com.pl/metodyka/metodyka_pol3.pdf.

http://www.gtfi.pl/ins/jw_srp_rating.html.

http://www.gtfi.pl/publikacje/04gfti_0602pl.pdf.

<http://www.jcr.co.jp/information/definitions.htm>.

<http://www.jcrvis.com.pk/mutualfund.htm>.

<http://www.sandpfundservices.com/UK/products/fundRatings/>

Jaworski W., *Rating ubezpieczeniowy*, AE, Poznań 2002.

MUTUAL FUNDS RATING – METHODS AND SCALES

Summary

The integral part of finance market is existence of specialized agencies, which are responsible for evaluating the securities and their issuer's. Also mutual fund and the fund management are rated by rating agencies. During this process many factors are took into consideration, such as: credit quality, liquidity, portfolio weighted average maturity, diversification, investment policies, risk management policies, organizational structure, quality of human resources, information systems and internal control.

The most often the worldwide rating agencies assign a money market fund rating, a bond fund credit quality rating (bonds fund also assigned a bond fund volatility rating) and management quality rating.