

Piotr PIETRASZEWSKI*

 <https://orcid.org/0000-0002-0589-0327>

Piotr LESZCZYŃSKI**

RÓŻNICE W WYCENACH OBLIGACJI W PORTFELACH POLSKICH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Abstrakt

Przedmiot badań: Polskie papiery dłużne w portfelach krajowych funduszy inwestycyjnych.

Cel badawczy: Przedstawienie i dyskusja skutków nowych regulacji prawnych, obowiązujących od 2021 r., w odniesieniu do dłużnych papierów wartościowych, w kontekście niskiej płynności na polskim rynku publicznym tych papierów. Celem szczegółowym jest udzielenie odpowiedzi na pytanie, czy po zmianie przepisów obserwuje się, a jeśli tak, to jak znaczące różnice w wycenach obligacji i listów zastawnych dokonywanych przez działające na polskim rynku fundusze inwestycyjne i czy różnice te wzrosły czy zmalały.

Metoda badawcza: Analiza krytyczno-porównawcza aktów prawnych i sprawozdań finansowych oraz analiza statystyczno-empiryczna.

Wyniki: Regulacje prawne pozostawiają TFI dużą dowolność w zakresie definiowania kryteriów aktywnego rynku oraz konstrukcji stosowanych modeli wyceny w przypadku braku ceny z aktywnego rynku. Znajduje to odzwierciedlenie w różnicach w wycenach tych samych obligacji przez różne TFI, największych dla obligacji korporacyjnych, sięgających nawet ponad 22 procent wartości nominalnej obligacji.

Słowa kluczowe: obligacje, wartość godziwa, Catalyst, płynność obrotu, fundusze inwestycyjne.

Klasyfikacja JEL: G12, G23, K22

* Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Katedra Rynku i Inwestycji Kapitałowych; e-mail: piotr.pietraszewski@uni.lodz.pl

** Analityk, Ground Frost Sp. z o.o.; e-mail: piotr.leszczynski@groundfrost.pl

1. Wprowadzenie

Z dniem 1 stycznia 2021 r. weszło w życie Rozporządzenie Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 28 grudnia 2020 r.¹ zmieniające rozporządzenie w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych z dnia 24 grudnia 2007 r.² Celem wprowadzenia nowych regulacji było m.in. dostosowanie zasad wyceny aktywów funduszy inwestycyjnych do Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (MSR/MSSF) – w szczególności wydanego w maju 2011 r. MSSF 13. „Wycena wartości godziwej”. Kluczowe zmiany dotyczą sposobu wyceny instrumentów nienotowanych na tzw. aktywnym rynku, roli wyceny za pomocą modelu czy samej definicji aktywnego rynku.

Ma to szczególne znaczenie dla tych funduszy, które posiadają w swoich portfelach aktywa o niskiej płynności. Przykładem instrumentów, których zasady wyceny uległy zmianie po wprowadzeniu wspomnianych przepisów, są instrumenty dłużne, w szczególności obligacje korporacyjne. Przed rokiem 2021 obowiązującym podejściem do wyceny niepłynnych instrumentów dłużnych była metoda skorygowanej ceny nabycia, która co do zasady pomija zmianę ryzyka niewypłacalności emitenta w czasie trwania inwestycji³. Na mocy Rozporządzenia z 2020 r. wprowadzono istotne ograniczenia stosowania tej metody, dopuszczając ją wyłącznie w określonych warunkach (dla instrumentów o terminie zapadalności do 92 dni). W efekcie większość polskich obligacji korporacyjnych ujmowana jest w aktywach funduszy w wartości godziwej oszacowanej za pomocą modelu wyceny⁴.

Celem artykułu jest przedstawienie i dyskusja skutków nowych regulacji prawnych w zakresie wyceny składników lokat funduszy inwestycyjnych, wprowadzonych Rozporządzeniem z 2020 r., w odniesieniu do dłużnych papierów wartościowych, w kontekście niskiej płynności na polskim rynku publicznym tych papierów. Celem szczegółowym jest udzielenie odpowiedzi na pytanie, czy po zmianie przepisów obserwuje się, a jeśli tak, to jak znaczące różnice

¹ Rozporządzenie Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 28 grudnia 2020 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych (Dz.U. z 2022 r., poz. 2436), dalej: Rozporządzenie z 2020 r.

² Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 grudnia 2007 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych (Dz.U. z 2007 r., nr 249, poz. 1859), dalej: Rozporządzenie z 2007 r.

³ *Ibidem*, § 25.

⁴ **T. Gašior, M. Szydłowski**, *Praktyczne aspekty wyceny składników lokat funduszy inwestycyjnych po zmianach regulacji w zakresie ich rachunkowości*, w: **J. Nesterak, A. Wodecka-Hyjek** (red.), *Dylematy i metamorfozy współczesnego zarządzania*, Instytut Nauk Ekonomicznych PAN, Warszawa 2021, s. 126–127.

w wycenach obligacji i listów zastawnych dokonywanych przez działające na rynku polskim fundusze inwestycyjne i czy różnice te wzrosły czy zmalały.

Realizacji celów badawczych służą dwie metody: analiza krytyczno-poznawcza aktów prawnych i sprawozdań finansowych oraz analiza statystyczno-empiryczna.

O znaczeniu, jakie omawiane kwestie mają dla całego rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce, świadczą dane zamieszczane przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego w corocznych raportach, dotyczących sytuacji finansowej TFI. W świetle tych danych udział dłużnych papierów wartościowych w wartości aktywów netto (WAN) wszystkich funduszy wynosił w latach 2021 i 2022 odpowiednio 44 i 43%⁵.

Problem poruszony w artykule jest istotny zarówno w wymiarze teoretycznym, jak i praktycznym. Poza badaczami zainteresowanymi rynkiem kapitałowym, w tym w szczególności rynkiem obligacji i rynkiem funduszy inwestycyjnych oraz wpływem zmian w rachunkowości na praktykę podmiotów działających na tym rynku, artykuł powinien zainteresować organy regulujące i nadzorujące rynek oraz same fundusze i podmioty pełniące funkcję depozytariusza, ponieważ te podmioty zobowiązane są dbać o odpowiednią transparentność i standaryzację tego segmentu rynku.

2. Przegląd literatury

Jedną z przesłanek wprowadzenia nowych przepisów była potencjalnie błędna ocena ryzyka, w tym w szczególności ryzyka kredytowego i ryzyka płynności, oraz jego niewłaściwe ujęcie w wycenie instrumentów dłużnych w przypadku powszechnie stosowanej dotychczas metody wyceny według skorygowanej ceny nabycia. To może prowadzić do błędnej oceny sytuacji, nawet jeśli u emitenta pojawią się problemy finansowe, aż do momentu jego bankructwa lub powstania poważnych problemów z obsługą zobowiązań⁶. Wprowadzenie wartości godziwej jako jednolitego standardu w wycenie aktywów funduszu miało być odpowiedzią na ten problem. Kwestia jest jednakże dyskusyjna. Obok

⁵ UKNF, *Raport dotyczący sytuacji finansowej towarzystw funduszy inwestycyjnych w 2022 roku*, Warszawa 2023, s. 8.

⁶ Publikacja rozporządzenia zmieniającego rozporządzenie w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych, <https://krwlegal.pl/aktualnosci/publikacja-rozporzadzenia-zmieniajacego-rozporzadzenie-w-sprawie-szczegolnych-zasad-rachunkowosci-funduszy-inwestycyjnych>; stan na 1.02.2024 r.

oczywistych zalet w porównaniu z metodami wyceny opartymi na historycznych kosztach, takich jak brak opóźnień w wykazywaniu strat czy powstawania zobowiązań⁷, w literaturze często wskazuje się bowiem wady wartości godziwej jako metody wyceny aktywów, także w kontekście kryzysu finansowego. Podkreśla się duży zakres uznaniowości w wycenie dokonywanej w sytuacji, gdy brakuje cen pochodzących z efektywnych rynków, co może prowadzić do różnic w wycenach analogicznych aktywów przez różne podmioty oraz utraty porównywalności i wiarygodności sprawozdań finansowych⁸. Wycena instrumentów finansowych w wartości godziwej miała też prowadzić, zdaniem wielu krytyków⁹, do specyficznej, niekończącej się „spirali” spadków w trakcie kryzysu finansowego i nadmiernych odpisów aktywów banków i funduszy inwestycyjnych, przyspieszających kryzys, chociaż niektórzy badacze nie znajdują dowodów na poparcie tych tez¹⁰. Z tego względu w 2008 r., w trakcie trwania globalnego kryzysu, w MSR/MSSF wprowadzono zmiany umożliwiające podmiotom dokonywanie w szczególnych sytuacjach reklasyfikacji aktywów z grupy aktywów wycenianych w wartości godziwej do innych kategorii, które mogą być wyceniane w zamortyzowanym koszcie, co wcześniej było zakazane. Miało to zapobiec nadmiernej zmienności wyników finansowych i pozwolić „przeczekać” jednostkom okres dekoniunktury¹¹.

Literatura dotycząca różnic, nieprawidłowości czy też nadużyć w wycenach aktywów przez fundusze inwestycyjne dotyczy przede wszystkim wyceny instrumentów dłużnych. Płynność obrotu na rynkach długu, w szczególności długu korporacyjnego, jest zazwyczaj dużo niższa niż na rynkach akcji. Goldstein

⁷ Zob. np. **T.J. Linsmeier**, *Financial Reporting and Financial Crises: The Case for Measuring Financial Instruments at Fair Value in the Financial Statements*, Accounting Horizons 2011/25 (2), s. 409–417; **M.E. Barth**, *Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks*, The Accounting Review 1994/69 (1), s. 1–25.

⁸ Zob. np.: **A. Mazur**, *Wartość godziwa – potencjał informacyjny*, Difin, Warszawa 2011, s. 10; **S. Nikolaos, V. Giannopoulos**, *IFRS 9 Financial Assets: Debt Instrument Classification and Management Under the New Accounting Standard – A Case Study of Greek Government Bonds in Banks' Investment Portfolios*, w: **P. Alhonse i in.** (red.), *Essays on Financial Analytics*, Springer 2023, s. 175–204.

⁹ Zob. np. **F. Allen, E. Carletti**, *Mark-to-Market Accounting and Liquidity Pricing*, Journal of Accounting and Economics 2008/45 (2–3), s. 358–78; **G. Plantin, H. Sapra, H.S. Shin**, *Marking-to-Market: Panacea or Pandora's Box?*, Journal of Accounting Research 2008/46 (2), s. 435–460.

¹⁰ **Ch. Laux, Ch. Leuz**, *Did Fair-Value Accounting Contribute to the Financial Crisis?*, Journal of Economic Perspectives 2010/24 (1), s. 93–118.

¹¹ **D. Jędrzejka**, *Problemy rachunkowości instrumentów finansowych w czasie kryzysu*, Ekonomiczne Problemy Usług 2009/43, s. 107–119.

i Hotchkiss¹² oraz Bao i in.¹³ pokazują, że nawet na tak dużym rynku jak amerykański na wielu obligacjach korporacyjnych w ogóle nie ma handlu bądź handel odbywa się bardzo rzadko. Cici i in.¹⁴, badając rozproszenie wycen identycznych obligacji korporacyjnych przez różne fundusze inwestycyjne, doszli do wniosku, że rozproszenie cen jest związane z cechami specyficznymi dla obligacji, zwykle kojarzonymi z płynnością rynkową i zmiennością na całym rynku. Ponadto, zjawisko to ma związek z praktyką wygładzania stóp zwrotu przez fundusze. Znaczące różnice w wycenach obligacji korporacyjnych przez dłużne fundusze inwestycyjne dokumentują także Cici i Zhang¹⁵. Huang i in.¹⁶ pokazują, w jaki sposób dyspersja wycen obligacji korporacyjnych może przynosić korzyści autoryzowanym doradcom inwestycyjnym kosztem inwestorów funduszy.

Na problem niskiej płynności na polskim rynku obligacji zwracało uwagę wielu autorów¹⁷. Zagadnienie wyceny niepłynnych aktywów przez fundusze inwestycyjne zostało dotąd poruszone w rozdziałach dwóch monografii¹⁸, jednak w żadnej z tych pozycji nie dokonano systemowej analizy empirycznej tego zagadnienia na polskim rynku funduszy inwestycyjnych (w jednej z nich scharakteryzowano jedynie studia przypadków). Dalsza część artykułu wypełnia lukę badawczą w tym zakresie.

¹² M.A. Goldstein, E.S. Hotchkiss, *Providing liquidity in an illiquid market: Dealer behavior in US corporate bonds*, Journal of Financial Economics 2020/135, s. 16–40.

¹³ J. Bao, J. Pan, J. Wang, *The Illiquidity of Corporate Bonds*, The Journal of Finance 2011/66, s. 911–946.

¹⁴ G. Cici, S. Gibson, J.J. Merrick, *Missing the Marks: Dispersion in Corporate Bond Valuations Across Mutual Funds*, Journal of Financial Economics 2010/101 (1), s. 206–226.

¹⁵ G. Cici, P.A. Zhang, *On the valuation skills of corporate bond mutual funds*, Review of Finance 2024/28 (6), s. 2017–2049.

¹⁶ A.G. Huang i in., *Bond Valuation Dispersion and ETF Creation*, 2024, <https://ssrn.com/abstract=5046012>; stan na 1.02.2024 r.

¹⁷ Zob. np. J. Kubiczek, *Corporate Bond Market in Poland – Prospects for Development*, Journal of Risk and Financial Management 2020/13 (12), s. 1–13; K. Kozdra, *Rynek Catalyst w finansowaniu przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe PWSZ w Płocku, Nauki Ekonomiczne 2020/2, s. 235–246; D. Kordela, *Nowe rynki giełdowe – analiza i ocena rozwoju*, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 2015/73, s. 659–669; K. Gemra, J. Grzywacz, *Koszt finansowania przedsiębiorstw na rynku Catalyst w latach 2009–2013*, w: J. Ostaszewski, E. Kosycarz (red.), *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i kierunki jej ewolucji*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014; R. Wilczyński, *Rozwój Rynku Obligacji w Polsce*, w: J. Duraj, A. Sajnog (red.), *Ekonomiczne i Pozaekonomiczne Czynniki Zarządzania Wartością Przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.

¹⁸ T. Gąsior, M. Szydłowski, *Praktyczne...*; C.B. Martysz, A. Królikowska, *Nieprawidłowości i nadużycia w zakresie wyceny funduszy inwestycyjnych*, Rozdział 2, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2023.

3. Metodyka wyceny – znaczenie modelu wyceny w szacowaniu wartości godziwej obligacji przez fundusze inwestycyjne w kontekście nowych regulacji prawnych

Szczególne zasady rachunkowości funduszy inwestycyjnych zawarte w Rozporządzeniu z 2007 r. (§ 23 ust. 2) stanowią, że aktywa i zobowiązania funduszy wyceniane są do wiarygodnie oszacowanej wartości godziwej. Rozporządzenie z 2020 r. (§ 1) wprowadza hierarchie wartości godziwej na wzór treści zawartych w MSSF 13., tj.: „Za wiarygodnie oszacowaną wartość godziwą składnika lokat uznaje się:

- 1) cenę z aktywnego rynku (poziom 1 hierarchii);
- 2) w przypadku braku ceny, o której mowa w pkt 1, cenę otrzymaną przy zastosowaniu modelu wyceny, gdzie wszystkie znaczące dane wejściowe są obserwowalne w sposób bezpośredni lub pośredni (poziom 2 hierarchii);
- 3) w przypadku braku ceny, o której mowa w pkt 1 i 2, wartość godziwą ustaloną za pomocą modelu wyceny opartego o dane nieobserwowalne (poziom 3 hierarchii)”.

Przed rokiem 2021 obowiązujące Rozporządzenie z 2007 r. (§ 2 ust. 19) wymieniało następujące kryteria, które dany rynek musiał spełniać jednocześnie, żeby był uznany za aktywny:

- a) instrumenty będące przedmiotem obrotu na rynku są jednorodne,
- b) zazwyczaj w każdym czasie występują zainteresowani nabywcy i sprzedawcy,
- c) ceny są podawane do publicznej wiadomości.

Rozporządzenie z 2020 r. (§ 1) wprowadziło nową definicję, określając aktywny rynek jako „rynek, na którym transakcje dotyczące danego składnika aktywów lub zobowiązania odbywają się z dostateczną częstotliwością i mają dostateczny wolumen, aby dostarczać bieżących informacji na temat cen tego składnika aktywów lub zobowiązania, w tym rynki giełdowe, rynki pośredników, rynki brokerskie i rynki transakcji bezpośrednich, które cechują się taką częstotliwością i wolumenem”. Co istotne, nowa definicja aktywnego rynku nie odnosi się, jak poprzednio, do ogółu transakcji dokonywanych na rynku, na którym dany instrument jest notowany, lecz do konkretnego instrumentu oraz pytania, czy jego cena została ukształtowana w handlu o dostatecznej częstotliwości i wolumenie. Obiektywna granica, po przekroczeniu której częstotliwość i wolumen obrotu należy uznać za dostateczne, nie została wskazana i różne towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI) stosują w tym zakresie różne kryteria. W tabeli 1 zestawiono szczegółowe kryteria aktywnego rynku w odniesieniu do polskich dłużnych papierów wartościowych innych niż skarbowe, stosowane przez wszystkie TFI zarządzające funduszami kapitałowymi według raportu

kwartalnego Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFA) z grudnia 2022 r.¹⁹ W analizie pominięto TFI zarządzające wyłącznie funduszami niepublicznymi, gdyż nie publikują one tego typu informacji.

TABELA 1: Kryteria aktywnego rynku w odniesieniu do dłużnych polskich papierów wartościowych innych niż skarbowe, stan na 31.12.2022 r.

Nazwa TFI	Kryterium aktywnego rynku w zakresie
1	2
Goldman Sachs TFI*	<u>wolumenu</u> : obrót w okresie miesiąca poprzedzającego dzień ustalenia rynku aktywnego $\times 12 \geq$ pozycja w danym papierze wartościowym we wszystkich Funduszach zarządzanych przez TFI w dniu ustalenia aktywności rynku <u>częstotliwości</u> : brak
TFI Allianz Polska**	<u>wolumenu</u> : obrót w okresie miesiąca poprzedzającego dzień ustalenia rynku aktywnego $\geq 5\%$ zaangażowania TFI w dany instrument finansowy <u>częstotliwości</u> : brak
Santander TFI	<u>wolumenu</u> : obrót w okresie miesiąca poprzedzającego dzień ustalenia rynku aktywnego $\times 12 > 20\%$ pozycji w danym papierze wartościowym we wszystkich Funduszach zarządzanych przez TFI w przedostatni dzień roboczy miesiąca <u>częstotliwości</u> : w co najmniej 5 dniach badanego miesiąca wystąpił obrót
Millenium TFI	<u>wolumenu</u> : obrót w okresie miesiąca poprzedzającego dzień ustalenia rynku aktywnego $\times 6 \geq$ łączne zaangażowanie w ten papier przez wszystkie fundusze zarządzane przez TFI w dniu ustalenia aktywności rynku <u>częstotliwości</u> : obrót odbywał się przynajmniej przez 4 dni w tym okresie
Skarbiec TFI	<u>wolumenu</u> : obrót z miesiąca poprzedzającego analizę $> 20\%$ ilości instrumentu posiadanego przez Fundusz <u>częstotliwości</u> : brak
Quercus TFI	<u>wolumenu</u> : obrót nie wskazuje na realizację pojedynczych transakcji oraz wartość obrotu jest nie niższa niż 0,50% wartości emisji danej serii danego emitenta <u>częstotliwości</u> : obroty pojawiają się co najmniej 5 dni w miesiącu

¹⁹ Raport kwartalny – aktywa grudzień 2022, <https://www.izfa.pl/raporty#aktywa-raport>; stan na 1.02.2024 r.

TABELA 1 (cont.)

1	2
Rockbridge TFI***	<p><u>wolumenu</u>: wartość obrotu w okresie miesiąca kalendarzowego poprzedzającego dzień ustalenia rynku aktywnego ≥ 100 tys. PLN</p> <p><u>częstotliwości</u>: obrót występował przez minimum 10 dni w poprzednim miesiącu kalendarzowym</p> <ul style="list-style-type: none"> dla papierów wartościowych, które nie były notowane w okresie pełnego 1 miesiąca: <p><u>wolumenu</u>: średnia dzienna wartość obrotu z dotychczasowych dni notowań (dzienna wartość obrotu z pierwszego dnia notowania) ≥ 5 tys. PLN</p> <ul style="list-style-type: none"> dla papierów denominowanych w zagranicznej walucie: <p><u>wolumenu</u>: wartość obrotu w okresie miesiąca kalendarzowego poprzedzającego dzień ustalenia rynku aktywnego ≥ 500 tys. PLN (przy przeliczeniu według ostatniego dostępnego średniego kursu wyliczonego dla danej waluty przez NBP)</p> <p><u>częstotliwości</u>: obrót występował w każdym dniu</p>
Noble Funds TFI	<p><u>wolumenu</u>: obrót w okresie ostatniego miesiąca kalendarzowego ≥ 100 tys. jednostek waluty, w jakiej dana obligacja została wyemitowana</p> <p><u>częstotliwości</u>: obrót występował w co najmniej 4 dniach sesyjnych</p>
Uniqą TFI	<p><u>wolumenu</u>: obrót w ciągu miesiąca poprzedzającego badanie aktywności rynku ≥ 100 tys. PLN</p> <p><u>częstotliwości</u>: brak</p>
Ipopema TFI	<p><u>wolumenu</u>: w poprzednim miesiącu łączny obrót jest $\geq 0,5\%$ liczby papierów danej serii pozostających w obrocie w ostatnim dniu roboczym tego miesiąca</p> <p><u>częstotliwości</u>: obrót wystąpił co najmniej w 5 dniach w miesiącu</p>
Caspar TFI	<p><u>wolumenu</u>: obrót z poprzedniego miesiąca $\times 12 \geq$ pozycji TFI na danym instrumencie</p> <p><u>częstotliwości</u>: brak</p>
AgioFunds TFI	<p><u>wolumenu</u>: obrót dla danego składnika aktywów w miesiącu poprzedzającym wybór rynku aktywnego w wysokości ≥ 200 tys. zł. bądź w wysokości odpowiadającej tej kwocie w przypadku instrumentów notowanych w walucie innej niż złoty (wg średniego kursu danej waluty z badanego okresu)</p> <p><u>częstotliwości</u>: liczba sesji w miesiącu poprzedzającym wybór rynków, w których zawarto transakcje na danym papierze wartościowym nie może być mniejsza niż 7</p>
Amundi TFI	<p><u>wolumenu</u>: obrót w okresie 1 miesiąca poprzedzającego dzień ustalenia rynku aktywnego $\times 12 >$ pozycja w danym papierze wartościowym we wszystkich Funduszach zarządzanych przez TFI w dniu ustalenia aktywności rynku</p> <p><u>częstotliwości</u>: ilość dni sesyjnych była w miesiącu poprzedzającym proces badania aktywności rynku ≥ 4</p>

1	2
VIG/C-QUADRAT TFI	<u>wolumenu</u> : obrót dla danego składnika aktywów w miesiącu poprzedzającym wybór rynku aktywnego ≥ 200 tys. zł bądź w wysokości odpowiadającej tej kwocie w przypadku instrumentów notowanych w innej walucie (wg średniego kursu danej waluty z badanego okresu) <u>częstotliwości</u> : liczba sesji w miesiącu poprzedzającym wybór rynków, w których zawarto transakcje na danym papierze wartościowym ≥ 7
Baltic Capital TFI	<u>wolumenu</u> : obrót danym składnikiem lokat ≥ 250 tys. waluty <u>częstotliwości</u> : wystąpił obrót w co najmniej 3 dniach ostatniego miesiąca
EQUES Investment TFI	<u>wolumenu</u> : miesięczny obrót na rynku był przynajmniej taki jak posiadana przez wszystkie zarządzane przez TFI fundusze pozycja <u>częstotliwości</u> : przynajmniej przez 7 dni notowań na danym rynku w ciągu miesiąca dla danego aktywa były zawierane transakcje
Opera TFI	<u>wolumenu</u> : spełniony jest co najmniej jeden z trzech następujących warunków: a) obrót za ostatni miesiąc $\times 12 \geq 5\%$ wielkości emisji danej serii papieru wartościowego b) TFI jest w stanie sprzedać całą swoją pozycję w trakcie 365 dni c) obrót za poprzedni miesiąc ≥ 100 tys. zł lub równoważność, przeliczając po średnim kursie NBP z ostatniego dnia miesiąca <u>częstotliwości</u> : w poprzednim miesiącu wystąpiło co najmniej 5 dni z obrotem
PKO TFI, TFI PZU, Pekao TFI, Generali Investments TFI, Investors TFI, Esaliens TFI, BNP Paribas TFI, Alior TFI, Superfund TFI, TFI AGRO, Templeton Asset Management (Poland) TFI, BPS TFI, PFR TFI	brak szczegółowych kryteriów
Opoka TFI, Insignis TFI, Mount TFI, Provide TFI	brak informacji (tylko fundusze zamknięte)

O b j a ś n i e n i a:

* Przed 24 kwietnia 2023 r. NN Investment Partners TFI;

** Od 1 lipca 2022 r. w połączeniu z Aviva Investors Poland TFI;

*** Od 21 grudnia 2022 r. w połączeniu z Nationale-Nederlanden TFI.

Ź r ó d ł o: opracowanie własne na podstawie not objaśniających do rocznych sprawozdań finansowych TFI za 2022 r.

Jak wynika z tabeli 1, aż 13 spośród 30 analizowanych TFI zarządzających FIO i SFIO, w tym te zajmujące najwyższe pozycje pod względem wartości aktywów pod zarządzaniem, jak PKO TFI, TFI PZU i Pekao TFI, nie zdefiniowało w swoich sprawozdaniach finansowych szczegółowych kryteriów aktywnego rynku w odniesieniu do częstotliwości i wolumenu obrotu danym instrumentem dłużnym, cytując jedynie ogólne zapisy Rozporządzenia z 2020 r. Spośród pozostałych 17 TFI większość (12 TFI) definiuje zarówno kryterium dostatecznego wolumenu, jak i dostatecznej częstotliwości obrotu, pozostałe pięć ogranicza się wyłącznie do doprecyzowania, jaki wolumen transakcji należy uznać za wystarczający.

W odniesieniu do wolumenu obrotu niektóre TFI wymagają, aby obrót na danym papierze w okresie miesiąca poprzedzającego dzień ustalenia rynku aktywnego przekraczał ustalony próg zaangażowania w ten papier przez towarzystwo (np. Goldman Sachs, Allianz Polska, Santander itd.), inne określają wprost minimalną wartość obrotu (np. Rockbridge, Noble Funds, Uniqa itd.) bądź też wymagają, aby wartość obrotu przekraczała określony procent wartości emisji danej serii danego emitenta (Quercus) lub liczby papierów danej serii pozostających w obrocie (Ipopema). Poza tym kryterium wolumenu w przypadku różnych TFI formułowane jest w mniej lub bardziej rozbudowany i precyzyjny sposób. W odniesieniu do częstotliwości obrotu towarzystwa wymagają, aby w okresie miesiąca poprzedzającego analizę obrót na danym instrumencie wystąpił w określonej liczbie dni sesyjnych, od przynajmniej trzech (Baltic Capital) do dziesięciu (Rockbridge, a dla papierów denominowanych w obcej walucie w każdym dniu).

Skutkiem stosowania zróżnicowanych kryteriów przez różne TFI bądź też braku doprecyzowania tych kryteriów może być sytuacja, gdy ten sam instrument w portfelach funduszy zarządzanych przez jedno towarzystwo klasyfikowany jest jako taki, którego cena pochodzi z aktywnego rynku, zaś w portfelach funduszy innych TFI już nie. Jedne TFI mogą zatem ustalać wartość godziwą takiego instrumentu na podstawie ostatniej dostępnej ceny rynkowej, inne zaś będą posilkować się modelami. Ostatecznym skutkiem takiej sytuacji będą różnice w wycenach danego instrumentu w portfelach różnych funduszy.

W przypadku aktywów zagranicznych, w tym także papierów dłużnych, istotne okazało się usunięcie z definicji aktywnego rynku zapisu o tym, że ceny muszą być publicznie dostępne i wymienienie wprost, obok rynku giełdowego, rynków pośredników, rynków brokerskich i rynków transakcji bezpośrednich. Analiza sprawozdań finansowych funduszy wykazuje, że w przypadku zagranicznych papierów dłużnych cenę giełdową zastąpiono kwotowaniami

Bloomberg Generic Price (kurs publikowany przez serwis Bloomberg i wyznaczony na podstawie kwotowań pozyskiwanych z pozagiełdowego rynku transakcji bezpośrednich) lub zaczerpniętymi z rynku dealerskiego. Sytuacja przedstawia się zupełnie inaczej w odniesieniu do lokat w aktywa o niskiej płynności i niebędących przedmiotem obrotu bezpośredniego (rynek międzybankowy), na przykład polskich obligacji korporacyjnych.

Jak wynika z analiz przeprowadzonych przez portal analizy.pl, bezpośrednim skutkiem zmiany regulacji w zakresie definicji aktywnego rynku był spadek udziału aktywnego rynku w wycenie wszystkich obligacji nieskarbowych w portfelach funduszy długu korporacyjnego²⁰. Na koniec 2021 r. udział ten wynosił 36%, w porównaniu z 51% na dzień 30.06.2021 r., czyli ostatni moment, gdy nie obowiązywało jeszcze nowe rozporządzenie²¹.

Dotychczasowe regulacje dopuszczały w takich przypadkach stosowanie tzw. wyceny liniowej, czyli metody skorygowanej ceny nabycia. Metoda ta polega na tym, że obligację w dowolnym momencie wycenia się, dyskontując przyszłe przepływy pieniężne efektywną stopą procentową z dnia nabycia obligacji. Wycenę koryguje się w przypadku drastycznego pogorszenia sytuacji finansowej emitenta bądź jego bankructwa poprzez dokonywanie odpisów. To podejście zostało jednak wykluczone przez nowe przepisy, z wyjątkiem sytuacji, gdzie pierwotny termin zapadalności aktywów nie przekracza 92 dni i termin ten nie został wydłużony²².

Po wprowadzeniu Rozporządzenia z 2020 r. niepłynne instrumenty wycenia się za pomocą modelu, przy czym przepisy nie precyzują, jakiego rodzaju ma być to model. Technika ta jest definiowana obecnie jako „pozwalająca wyznaczyć wartość godziwą składnika aktywów lub zobowiązań poprzez przeliczenie przyszłych kwot, w szczególności przepływów pieniężnych lub dochodów i wydatków, na jedną zdyskontowaną kwotę z uwzględnieniem założeń dotyczących ryzyka lub pozwalającą za pomocą innych powszechnie uznanych metod na oszacowanie wartości godziwej aktywów lub zobowiązań, gdzie dane wejściowe do modelu są obserwowalne na rynku w sposób bezpośredni lub pośredni; w przypadku gdy dane obserwowalne na rynku nie są dostępne, dopuszcza się

²⁰ E. Bartosiak, *Roi się od modeli w funduszach obligacji korporacyjnych*, 2022, <https://www.analizy.pl/tylko-u-nas/30240/roi-sie-od-modeli-w-funduszach-obligacji-korporacyjnych>; stan na 1.02.2024 r.

²¹ Zgodnie z § 4 ust. 1 Rozporządzenia z 2020 r. towarzystwa funduszy inwestycyjnych fundusze inwestycyjne oraz depozytariusze byli zobowiązani zapewnić dostosowanie rachunkowości do nowych przepisów nie później niż do dnia 1 lipca 2021 r.

²² Rozporządzenie 2020, § 1.

zastosowanie danych nieobserwowalnych, z tym że we wszystkich przypadkach fundusz wykorzystuje w maksymalnym stopniu dane obserwowalne i w minimalnym stopniu dane nieobserwowalne²³. Za dane obserwowalne przyjmuje się:

- a) ceny podobnych aktywów z aktywnego rynku,
- b) ceny podobnych aktywów z rynku, który nie jest aktywny,
- c) inne dane wejściowe, które są obserwowalne w odniesieniu do danego aktywa, w szczególności: stopy procentowe i krzywe dochodowości obserwowalne we wspólnie notowanych przedziałach, zakładaną zmienność, spread kredytowy,
- d) dane wejściowe potwierdzone przez rynek.

Z kolei dane nieobserwowalne odnoszą się do pozostałych wiarygodnych informacji, dotyczących założeń, które przyjmują uczestnicy rynku, dostępnych w momencie wyceny i wpisujących się w cel wyceny do wartości godziwej.

Informacje dotyczące stosowanych modeli wyceny nie płynnych obligacji ujawniane w sprawozdaniach finansowych funduszy są bardzo zróżnicowane i ogólnikowe. W niemal każdej polityce rachunkowości pojawia się zdanie, że fundusz stosuje model zdyskontowanych przepływów pieniężnych, przy czym przepływy pieniężne dyskontuje się z użyciem na bieżąco kalibrowanej krzywej dochodowości. Wśród informacji branych pod uwagę przy konstrukcji krzywej dyskontowej wymienia się – o ile takie informacje są ujawniane – kwotowania stawek rynku pieniężnego i terminowego (transakcji FRA oraz IRS), a także fixingi kwotowań obligacji skarbowych. Skonstruowana krzywa dyskontowa może być zatem tzw. krzywą swapową albo krzywą skarbową, często jednak oba typy danych branych pod uwagę przy ich konstrukcji wymieniane są w sprawozdaniach jednocześnie (jak w przypadku Millenium) bądź wcale (np. Alianz, BNPP). W sprawozdaniach brakuje takich technicznych szczegółów jak stosowane metody interpolacji bądź metoda kapitalizacji stopy procentowej.

Należy jednak podkreślić, że kwestie takie jak wybór postaci strukturalnej modelu (np. DCF, model dwumianowy) czy metody i założenia stosowane przy konstrukcji krzywej dochodowości najczęściej nie są głównymi determinantami ceny modelowej. Kluczowe w wycenie po początkowym ujęciu (po dniu nabycia/objęcia aktywa) jest określenie zmiany ryzyka inwestycji. W przypadku instrumentów dłużnych najważniejsze ryzyko dotyczy potencjalnej niezdolności emitenta do uregulowania swoich zobowiązań w przyszłości. Ryzyko stopy procentowej także jest istotne, ale dotyczy ono tylko instrumentów o stałym oprocentowaniu, natomiast popularne na polskim rynku instrumenty indeksowane stopą

²³ *Ibidem*.

WIBOR są w zasadzie pozbawione tego rodzaju ryzyka. W wycenie modelowej łączne ryzyko odzwierciedla się poprzez parametr tzw. premii za ryzyko czy też spreadu kredytowego, ponieważ najczęściej jest on wyrażony jako stała wartość dodawana do stopy wolnej od ryzyka. Innymi słowy, oczekiwane przepływy pieniężne z obligacji dyskontuje się krzywą dochodowości równoległe przesuniętą w wartość odzwierciedlającą ryzyko specyficzne instrumentu (Z-spread).

W przypadku sposobów szacowania spreadu kredytowego informacje ujawniane w sprawozdaniach są jeszcze bardziej skąpe – zazwyczaj mowa jest o stosowaniu metody porównawczej albo wycenach rynkowych podobnych instrumentów, brak jednak szczegółów na temat sposobów wyznaczania grupy porównawczej. Mimo braku bardziej szczegółowych informacji można wywnioskować, że spread kredytowy niemal zawsze jest parametrem implikowanym z ceny podobnych obligacji. W praktyce stosuje się także spread implikowany z historycznej ceny instrumentu wycenianego, o ile ryzyko kredytowe emitenta nie uległo zmianie. Obliczenia polegają na znalezieniu takiej wartości premii, przy której wycena modelowa zrówna się z historyczną ceną rynkową. Jednak kluczowe jest, aby taka cena została ustalona na aktywnym rynku – zgodnie z kryteriami przyjętymi przez TFI. Fakt, że aktywny rynek jest różnie definiowany przez towarzystwa stanowi główny powód różnic w wycenie instrumentów dłużnych. W sprawozdaniach brakuje też zazwyczaj informacji na temat sposobów uwzględniania w wycenach wbudowanych instrumentów pochodnych.

Brak precyzyjnych wytycznych w odniesieniu do kluczowych kwestii wyceny może prowadzić do występowania zauważalnych różnic w wycenie tego samego składnika aktywów przez różne fundusze. Opisana sytuacja rodzi nowe wyzwania nie tylko dla samych TFI, ale także dla podmiotów pełniących funkcję banku-depozytariusza. W interpretacji Kidyby i in.²⁴ do zadań depozytariusza należy bowiem, obok innych obowiązków, bieżąca kontrola, czy zostały ustanowione odpowiednie i spójne procedury wyceny aktywów i czy są stosowane zgodnie z prawem i statutem funduszu, a także okresowa weryfikacja poprawności tych obliczeń i stosowanych procedur. Jak wskazuje Miziołek²⁵, Komisja Nadzoru Finansowego już w przeszłości wśród zidentyfikowanych nieprawidłowości w wykonywaniu obowiązków przez depozytariuszy wskazywała takie sytuacje, w których depozytariusz nie dokonuje weryfikacji otrzymanych od

²⁴ A. Kidyba (red.) i in., *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Tom 1: Art. 1–157, Warszawa 2018, s. 1109.

²⁵ T. Miziołek, *Ewolucja przepisów prawnych dotyczących depozytariuszy na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce*, *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny* 2022/84 (2), s. 37.

funduszy modeli i metod wyceny składników aktywów, co w rezultacie może powodować, że wycena wartości danego składnika nie będzie przedstawiała jego wiarygodnie oszacowanej wartości godziwej.

4. Metody i wyniki badania różnic w wycenach obligacji i listów zastawnych przez fundusze inwestycyjne

Celem badania jest udzielenie odpowiedzi na pytanie, czy po zmianie przepisów obserwuje się, a jeśli tak, to jak znaczące różnice w wycenach obligacji i listów zastawnych dokonywanych przez działające na rynku polskim fundusze inwestycyjne i czy różnice te wzrosły czy zmalały.

Dane do badania pozyskano ze stron internetowych TFI z kwartalnych raportów, dotyczących składu portfela funduszy inwestycyjnych. Większość FIO i SFIO publikuje takie informacje raz na kwartał, niektóre częściej (np. PZU co miesiąc). Badaniem objęto wszystkie obligacje i listy zastawne notowane na rynku Catalyst i znajdujące się na dzień 30 grudnia 2022 r. w portfelach wszystkich FIO i SFIO zarządzanych przez dziesięć TFI, zajmujących najwyższe pozycje pod względem wartości aktywów pod zarządzaniem na koniec 2022 r., wg raportu kwartalnego IZFA²⁶. W celach porównawczych analogiczne badanie przeprowadzono dla tych samych dziesięciu TFI na koniec 2020 r., czyli ostatni pełny rok sprzed wejścia w życie nowych przepisów, kiedy to fundusze miały jeszcze możliwość stosowania w wycenach metody skorygowanej ceny nabycia z zastosowaniem efektywnej stopy procentowej z dnia nabycia obligacji.

Z danych zamieszczonych w tabeli 2 wynika, że WAN funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych, uwzględnionych w badaniu, stanowi prawie 86% ogólnej sumy WAN wszystkich FIO i SFIO zarządzanych przez wszystkie TFI działające w Polsce. Uwzględnioną w badaniu grupę funduszy można zatem uznać za reprezentatywną dla całego rynku FIO i SFIO działających w Polsce, a prawidłowości dotyczące całego rynku nie powinny odbiegać znacząco od prawidłowości zaobserwowanych w badaniu.

²⁶ <https://www.izfa.pl/raporty#aktywa-raport>; stan na 1.02.2024 r.

TABELA 2: Liczba i wartości aktywów netto (WAN) funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych zarządzanych przez 10 TFI uwzględnionych w badaniu

TFI	Liczba funduszy	Liczba subfunduszy	WAN [PLN]	Udział w WAN FIO i SFIO wszystkich TFI [%]
PKO TFI	8	47	30 513 263 169	20,91
NN Investment Partners TFI	5	47	20 530 705 533	14,07
Pekao TFI	5	45	17 827 115 607	12,21
TFI PZU	8	50	14 436 569 440	9,89
SANTANDER TFI S.A.	3	36	12 259 289 397	8,40
TFI Allianz	3	70	14 256 189 043	9,77
Generali Investments TFI	3	33	6 773 812 741	4,64
Millennium TFI	3	21	3 774 126 394	2,59
BNP Paribas TFI	5	32	2 501 073 500	1,71
Quercus TFI	1	13	2 420 647 933	1,66
Suma końcowa	44	394	125 292 792 758	85,85

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji zamieszczonych na <https://www.izfa.pl/raporty#aktywa-raport>; stan na 1.02.2024 r.

Tabela 3 zawiera informacje na temat tego, ile serii obligacji poszczególnych rodzajów emitentów oraz listów zastawnych notowanych było na rynku Catalyst w dniach 30 grudnia 2022 r. i 30 grudnia 2020 r. oraz jaka część z tych instrumentów znajdowała się w portfelach FIO i SFIO zarządzanych przez dziesięć TFI o największej wartości aktywów pod zarządzaniem.

TABELA 3: Liczba serii obligacji i listów zastawnych notowanych na Catalyst na koniec 2022 r. i 2020 r. oraz podlegających wycenie przez minimum jedno, minimum dwa oraz przez dziesięć TFI o największej wartości aktywów pod zarządzaniem

	Catalyst		minimum 1		minimum 2		10	
	2022	2020	2022	2020	2022	2020	2022	2020
	1	2	3	4	5	6	7	8
Łącznie	545	515	264	247	169	202	14	18
Korporacyjne	210	257	121	157	101	123	1	2
Komunalne	226	136	64	4	2	2	0	0

TABELA 3 (cont.)

	1	2	3	4	5	6	7	8
Skarbowe	63	60	54	54	48	48	13	16
Listy zastawne	40	50	25	31	18	29	0	0
Spółdzielcze	6	12	0	1	0	0	0	0

Źródło: opracowanie własne na podstawie publikacji wybranych TFI o składnikach lokat portfeli na 30.12.2022 r. i 30.12.2020 r. oraz statystyk dziennych Catalyst na 30.12.2022 r. i 30.12.2020 r. publikowanych w na stronie <https://gpwcatalyst.pl/statystyki>

Z porównania lat 2020 i 2022 wynika, że na koniec 2020 r. na rynku Catalyst notowanych było mniej serii instrumentów dłużnych niż na koniec 2022 r. (515 vs. 545), za co odpowiada w głównej mierze dużo mniejsza liczba serii obligacji komunalnych (136 vs. 226), przy jednocześnie większych liczbach notowanych serii obligacji korporacyjnych (257 vs. 210), listów zastawnych (50 vs. 40) oraz obligacji spółdzielczych (12 vs. 6). Podobnie w portfelach analizowanych funduszy inwestycyjnych na koniec 2020 r. znajdowało się mniej różnych serii instrumentów dłużnych w porównaniu z rokiem 2022 (247 vs. 264) – w obu przypadkach była to prawie połowa wszystkich notowanych na Catalyst instrumentów – przy czym na uwagę zasługuje fakt, jak znacząco pomiędzy 2020 a 2022 rokiem wzrosła liczba serii obligacji komunalnych znajdujących się w portfelach funduszy (4 vs. 64). Chociaż obligacje komunalne były w 2022 r. najliczniejszą grupą na rynku Catalyst, to najliczniej reprezentowane w portfelach funduszy były obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa, podobnie jak w 2020, w którym także na Catalyst stanowiły najliczniejszą grupę.

Przy większej liczbie serii instrumentów notowanych na Catalyst oraz znajdujących się w portfelach funduszy (z minimum 1 wyceną) na koniec 2022 r. w porównaniu z rokiem 2020, grupa badawcza, do której zaliczamy instrumenty z minimum 2 wycenami, na koniec 2022 r. jest mniej liczna w porównaniu z rokiem 2020 (169 vs. 202), co świadczy o wzroście rozproszenia wśród analizowanych TFI pomiędzy 2020 i 2022 r.

Tabela 4 zawiera najważniejsze statystyki opisowe dotyczące różnic w wycenach obligacji i listów zastawnych przez dziesięć wybranych TFI. Skalę różnic w wycenach zobrazowano za pomocą rozstępu, tj. różnicy między maksymalną a minimalną wyceną zaobserwowaną wśród badanych TFI. Analizowane wyceny to tzw. ceny brudne, tj. powiększone o narosłe odsetki, podawane w procentach wartości nominalnej. Tabela 4 podaje maksymalne (max) oraz średnie wartości tych miar, a także medianę i odchylenie standardowe.

Obligacje komunalne i spółdzielcze zostały pominięte, ponieważ tylko dwie serie obligacji komunalnych znajdują się w portfelach minimum dwóch funduszy i ani jedna obligacja spółdzielcza.

TABELA 4: Różnice w wycenach obligacji i listów zastawnych posiadających minimum dwie wyceny na koniec 2022 r. i 2020 r. przez dziesięć TFI o największej wartości aktywów pod zarządzaniem

	Rozstęp		Rozstęp do ceny MIN	
	(% wartości nomin.)		(%)	
	2022	2020	2022	2020
	Łącznie			
max	22,33	30,11	27,53	33,64
średnia	2,08	1,86	2,28	2,00
mediana	0,96	0,51	0,95	0,51
odch. stand.	3,46	4,31	4,05	5,03
	Obligacje korporacyjne			
max	22,33	21,59	27,53	28,42
średnia	2,93	1,71	3,18	1,90
mediana	1,43	0,54	1,47	0,55
odch. stand.	4,16	3,54	4,93	4,30
	Obligacje skarbowe			
max	4,71	30,11	4,72	26,02
średnia	0,62	1,89	0,78	1,69
mediana	0,08	0,21	0,08	0,20
odch. stand.	0,92	4,76	1,12	4,06
	Listy zastawne			
max	5,82	25,18	6,16	33,64
średnia	1,46	1,64	1,49	1,94
mediana	0,96	0,61	0,95	0,61
odch. stand.	1,61	4,49	1,68	6,03

Źródło: opracowanie własne na podstawie publikacji wybranych TFI o składnikach lokat portfeli na 30.12.2022 r. i 30.12.2020 r. oraz statystyk dziennych Catalyst na 30.12.2022 r. i 30.12.2020 r. publikowanych na stronie <https://gpwcatalyst.pl/statystyki>

Średni rozstęp wśród analizowanych papierów wyniósł na koniec 2022 r. 2,08% wartości nominalnej, przy odchyleniu standardowym na poziomie 3,46 punktów procentowych (p.p.). Największe różnice w wycenach zidentyfikowano dla obligacji emitowanych przez przedsiębiorstwa, gdzie średni rozstęp kształtował się na poziomie 2,93 p.p., a maksymalna opublikowana wycena była średnio o 3,18% wyższa od wyceny minimalnej. Dla jednej z analizowanych obligacji korporacyjnych różnica pomiędzy maksymalną i minimalną wyceną sięgnęła nawet 25,12 p.p. – w tym przypadku wycena maksymalna była o 27,54% wyższa od wyceny minimalnej. W tej grupie obligacji zaobserwowano również największe zróżnicowanie pod względem rozbieżności w wycenach poszczególnych instrumentów, mierzone odchyleniem standardowym na poziomie 4,16 p.p. Wyniki te są zgodne z oczekiwaniami, ponieważ szczególnie istotnym parametrem w wycenie obligacji przedsiębiorstw jest zmiana tzw. spreadu kredytowego, którego pomiar jest kwestią słabo wystandaryzowaną. Problem ten w znacznym mniejszym stopniu dotyczy listów zastawnych, które co do zasady są zabezpieczone wierzytelnościami z tytułu kredytów hipotecznych. Natomiast w odniesieniu do obligacji skarbowych kwestia szacowania spreadu wcale nie występuje.

Średni rozstęp wycen dokonywanych przez różne TFI i mediana rozstępu wzrosły pomiędzy końcem 2020 i 2022 r. Dotyczy to w szczególności obligacji korporacyjnych, w których przypadku średni rozstęp wzrósł z poziomu 1,71% wartości nominalnej obligacji do 2,93%. Można to wyjaśnić następująco. Przed wprowadzeniem Rozporządzenia z 2020 r. większość obligacji wyceniano według skorygowanej ceny nabycia, zatem jedynym czynnikiem wpływającym na wycenę w następnych okresach była cena nabycia danego papieru. Analiza płynności na rynku Catalyst pozwala przypuszczać, że fundusze nie handlują aktywnie obligacjami korporacyjnymi, zatem większość lokat nabywana jest w momencie emisji tych instrumentów. Wobec tego, obligacje nabyte w ten sposób przez różne fundusze po tej samej cenie powinny mieć zbliżoną wycenę w kolejnych okresach, jeżeli stosują one metodę skorygowanej ceny nabycia. Natomiast w wyniku nowych przepisów obligacje wyceniane są do wartości godziwej, stąd większe rozbieżności w wycenie, ponieważ fundusze korzystają z różnych modeli.

W przypadku obligacji skarbowych, reprezentowanych przez 48 papierów, spadek średniego rozstępu w wycenach wydaje się dość przypadkowy. Zarówno przed, jak i po wprowadzeniu nowych przepisów większość tych obligacji wyceniana była według cen z rynku hurtowego Treasury BondSpot Poland, w nielicznych przypadkach, np. w przypadku obligacji emitowanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego czy Polski Fundusz Rozwoju, klasyfikowano te papiery jako

nienotowane na aktywnym rynku. Nie sposób zatem znaleźć racjonalne uzasadnienie dla ewentualnej spadkowej tendencji w rozbieżnościach wycen tych obligacji przez różne TFI. W przypadku listów zastawnych badana grupa obligacji nie jest dostatecznie liczna, aby wyciągać jakieś wiarygodne wnioski.

5. Podsumowanie

W artykule podjęto próbę analizy i dyskusji skutków nowych regulacji prawnych w zakresie wyceny składników portfeli funduszy inwestycyjnych w odniesieniu do polskich obligacji. Analiza wykazała, że istotne są trzy zmiany wprowadzone nowymi przepisami. Po pierwsze, nowa definicja aktywnego rynku, stanowiącego warunek możliwości wyceny aktywów według ich ceny rynkowej, nie odnosi się, jak poprzednio, do ogółu transakcji dokonywanych na rynku, na którym dany instrument jest notowany, lecz do konkretnego instrumentu oraz pytania, czy jego cena została ukształtowana w handlu o dostatecznej częstotliwości i wolumenie. Po drugie, nowe przepisy nie precyzują, jaką częstotliwość i wolumen obrotu należy uznać za dostateczne, co skutkuje dużym stopniem arbitralności. W konsekwencji możliwe są sytuacje, w których ten sam instrument klasyfikowany jest przez niektóre fundusze jako taki, którego cena pochodzi z aktywnego rynku i stanowi wiarygodne oszacowanie jego wartości godziwej, przez inne zaś nie. Po trzecie, nowe rozporządzenie znacząco ograniczyło możliwość stosowania metody skorygowanej ceny nabycia, która do tej pory była powszechnie stosowana przez fundusze w przypadkach braku ceny ukształtowanej na aktywnym rynku, na rzecz wyceny za pomocą modelu. Brak jednolitych standardów, czy to na poziomie regulacji prawnych czy rekomendacji wydawanych przez organ nadzorczy bądź zrzeczający TFI, pozostawia funduszom dużą dowolność w zakresie konstrukcji stosowanych modeli wyceny.

Przedstawione uwarunkowania prawne i rynkowe uzasadniły przypuszczenie, że w wycenach tych samych obligacji przez różne fundusze powinno występować zauważalne zróżnicowanie. Hipoteza ta została potwierdzona w badaniu przeprowadzonym dla wszystkich obligacji znajdujących się na koniec 2022 r. w portfelach wszystkich FIO i SFIO zarządzanych przez dziesięć TFI o największej wartości aktywów pod zarządzaniem. Największe zróżnicowanie w wycenach, sięgające nawet 22% wartości nominalnej obligacji, zaobserwowano w segmencie obligacji korporacyjnych. Wyniki te są zgodne z oczekiwaniami, ponieważ szczególnie istotnym parametrem w wycenie obligacji przedsiębiorstw jest zmiana tzw. spreadu kredytowego, którego pomiar jest kwestią słabo wystandaryzowaną.

Różnice w wycenach tych samych obligacji przez różne TFI nastręczają problemów instytucjom pełniącym funkcję depozytariusza, zobowiązanym do weryfikowania poprawności wycen aktywów. Jest to także ryzyko dla samych funduszy i inwestorów, gdzie nieprawidłowa wycena aktywów bezpośrednio przekłada się na wycenę jednostek uczestnictwa i w skrajnych przypadkach może oddziaływać na wynik finansowy. Zmniejszeniu obserwowanych różnic sprzyjałoby opracowanie jednolitych standardów czy to na poziomie regulacji prawnych, czy rekomendacji wydawanych przez organ nadzorczy bądź zrzeszający TFI. Obszarem szczególnego zainteresowania powinna być większa standaryzacja terminu „aktywny rynek”, na przykład poprzez określenie minimalnych progów wolumenu czy częstotliwości transakcji na takim rynku, co w obecnym stanie prawnym oddano w kompetencje TFI.

Bibliografia

Akty prawne

- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 grudnia 2007 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych (Dz.U. z 2007 r., nr 249, poz. 1859).
- Rozporządzenie Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 28 grudnia 2020 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych (Dz.U. z 2022 r., poz. 2436).

Literatura

- Allen F., Carletti E.**, *Mark-to-Market Accounting and Liquidity Pricing*, Journal of Accounting and Economics 2008/45 (2–3), s. 358–78, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.919900>
- Bao J., Pan J., Wang J.**, *The Illiquidity of Corporate Bonds*, The Journal of Finance 2011/66, s. 911–946, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01655.x>
- Barth M.E.**, *Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks*, The Accounting Review 1994/69 (1), s. 1–25, <https://www.jstor.org/stable/248258>; stan na 1.02.2024 r.
- Bartosiak E.**, *Roi się od modeli w funduszach obligacji korporacyjnych*, 2022, <https://www.analizy.pl/tylko-u-nas/30240/roi-sie-od-modeli-w-funduszach-obligacji-korporacyjnych>; stan na 1.02.2024 r.
- Cici G., Gibson S., Merrick J.J. Jr.**, *Missing the Marks: Dispersion in Corporate Bond Valuations Across Mutual Funds*, Journal of Financial Economics 2010/101 (1), s. 206–226, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.02.001>
- Cici G., Zhang P.A.**, *On the valuation skills of corporate bond mutual funds*, Review of Finance 2024/28 (6), s. 2017–2049, <https://doi.org/10.1093/rof/rfae028>
- Gašior T., Szydłowski M.**, *Praktyczne aspekty wyceny składników lokat funduszy inwestycyjnych po zmianach regulacji w zakresie ich rachunkowości*, w: J. Nesterak, A. Wodecka-Hyjek

- (red.), *Dylematy i metamorfozy współczesnego zarządzania*, Instytut Nauk Ekonomicznych PAN, Warszawa 2021.
- Gemra K., Grzywacz J.**, *Koszt finansowania przedsiębiorstw na rynku Catalyst w latach 2009–2013*, w: J. Ostaszewski, E. Kosycarz (red.), *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i kierunki jej ewolucji*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014.
- Goldstein M.A., Hotchkiss E.S.**, *Providing liquidity in an illiquid market: Dealer behavior in US corporate bonds*, *Journal of Financial Economics* 2020/135, s. 16–40, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.05.014>
- Huang A.G., Wermers R.R., Xue J., Zhou X.A.**, *Bond Valuation Dispersion and ETF Creation*, 2024, <https://ssrn.com/abstract=5046012>; stan na 1.02.2024 r., <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5046012>
- Jędrzejka D.**, *Problemy rachunkowości instrumentów finansowych w czasie kryzysu*, *Ekonomiczne Problemy Usług* 2009/43, s. 107–119.
- Kidyba A.** (red.), **Dumkiewicz M., Kapijas M., Kmieć J., Młynkiewicz K., Nowak A., Sadkowski C., Wojciechowski R.**, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz, Tom 1: Art. 1–157*, Warszawa 2018.
- Kordela D.**, *Nowe rynki giełdowe – analiza i ocena rozwoju*, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* 2015/73, s. 659–669.
- Kozdra K.**, *Rynek Catalyst w finansowaniu przedsiębiorstw*, *Zeszyty Naukowe PWSZ w Płocku, Nauki Ekonomiczne* 2020/2, s. 235–246.
- Kubiczek J.**, *Corporate Bond Market in Poland – Prospects for Development*, *Journal of Risk and Financial Management* 2020/13 (12), s. 1–13.
- Laux Ch., Leuz Ch.**, *Did Fair-Value Accounting Contribute to the Financial Crisis?*, *Journal of Economic Perspectives* 2010/24 (1), s. 93–118, <https://doi.org/10.2139/ssrn.1487905>
- Linsmeier Thomas J.**, *Financial Reporting and Financial Crises: The Case for Measuring Financial Instruments at Fair Value in the Financial Statements*, *Accounting Horizons* 2011/25 (2), s. 409–417, <https://doi.org/10.2308/acch-10024>
- Martysz C.B., Królikowska A.**, *Nieprawidłowości i nadużycia w zakresie wyceny funduszy inwestycyjnych*, Rozdział 2, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2023.
- Mazur A.**, *Wartość godziwa – potencjał informacyjny*, Difin, Warszawa 2011.
- Miziołek T.**, *Ewolucja przepisów prawnych dotyczących depozytariuszy na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce*, *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny* 2022/84 (2), s. 27–42, <https://doi.org/10.14746/rpeis.2022.84.2.2>
- Nikolaos S., Giannopoulos V.**, *IFRS 9 Financial Assets: Debt Instrument Classification and Management Under the New Accounting Standard – A Case Study of Greek Government Bonds in Banks' Investment Portfolios*, w: P. Alhonse, K. Bouaiss, P. Grandin, C. Zopounidis (red.), *Essays on Financial Analytics*, Springer 2023, s. 175–120, https://doi.org/10.1007/978-3-031-29050-3_10
- Plantin G., Sapra H., Shin H.S.**, *Marking-to-Market: Panacea or Pandora's Box?*, *Journal of Accounting Research*, 2008/46(2), s. 435–60, <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00281.x>
- Wilczyński R.**, *Rozwój Rynku Obligacji w Polsce*, w: J. Duraj, A. Sajnog (red.), *Ekonomiczne i Pozaekonomiczne Czynniki Zarządzania Wartością Przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.
- UKNF**, *Raport dotyczący sytuacji finansowej towarzystw funduszy inwestycyjnych w 2022 roku*, Warszawa 2023.

Strony internetowe

<https://gpwcatalyst.pl/statystyki>; stan na 1.02.2024 r.

<https://www.izfa.pl/raporty#aktywa-raport>; stan na 1.02.2024 r.

Publikacja rozporządzenia zmieniającego rozporządzenie w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych, <https://krwlegal.pl/aktualnosci/publikacja-rozporzadzenia-zmieniajacego-rozporzadzenie-w-sprawie-szczegolnych-zasad-rachunkowosci-funduszy-inwestycyjnych>; stan na 1.02.2024 r.

Piotr PIETRASZEWSKI, Piotr LESZCZYŃSKI

DIFFERENCES IN BOND VALUATIONS IN PORTFOLIOS OF POLISH INVESTMENT FUNDS**Abstract**

Background: The entry into force on January 1, 2021 of the Regulation of the Minister of Finance, Funds and Regional Policy of December 28, 2020, amending the regulation on special accounting principles for investment funds introduced numerous changes in the rules for the valuation of investment fund assets, in particular instruments not listed on the so-called active market, the role of valuation using a model or the definition of an active market itself.

Research purpose: To present and discuss the effects of the new legal regulations in relation to Polish bonds, particularly in the context of low liquidity in the public market for these instruments; to answer the question of whether, and if so, to what extent, differences are observed in the valuations of bonds carried out by investment funds operating on the Polish market under the aforementioned legal and market conditions. Furthermore, the research investigates whether the regulatory changes have contributed to an increase or decrease in these differences.

Methods: The study employed two methods: a critical-comparative analysis of legal acts and literature, and a statistical-empirical analysis.

Conclusions: Legal regulations leave funds with considerable discretion in defining the criteria for an active market and constructing the valuation models used in the absence of a price from an active market. This is reflected in the differences in the valuations of the same bonds by different TFIs, which pose challenges for institutions acting as depositaries, obliged to verify the correctness of asset valuations by funds.

Keywords: bonds, fair value, Catalyst, trading liquidity, investment funds.