



Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych

Raport 1999

Rynek funduszy inwestycyjnych – 1999	3
Otoczenie gospodarcze oraz podstawowe czynniki warunkujące rozwój rynku funduszy inwestycyjnych	3
Towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz fundusze inwestycyjne	4
Aktywa funduszy inwestycyjnych	7
Napływ środków do funduszy inwestycyjnych	8
Udziały rynkowe towarzystw i koncentracja aktywów	10
Wyniki funduszy inwestycyjnych	11
Podstawowe czynniki wpływające na wyniki funduszy inwestycyjnych w latach 1995–1999	11
Wyniki funduszy inwestycyjnych w 1999 r.	12
Fundusze akcyjne	12
Fundusze zrównoważone	14
Fundusze obligacji	15
Fundusze rynku pieniężnego	16
Podsumowanie	17
Analiza struktury kosztów	18
Koszty pokrywane ze środków funduszu	18
Opłaty dystrybucyjne	21
Zasady opodatkowania	23
Zmiany w regulacjach prawnych	24
Planowane zmiany w ustawie o funduszach inwestycyjnych	24
Nowelizacja ustawy o pracowniczych programach emerytalnych	26
Akty wykonawcze do ustawy o funduszach inwestycyjnych	29
Inne regulacje prawne	31
Towarzystwa funduszy inwestycyjnych – członkowie STFI	C



Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych

Raport 1999

Szanowni Państwo,

Przekazując w Państwa ręce pierwszy roczny raport Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce za 1999 rok pragniemy również powiedzieć parę słów o naszej działalności.

Towarzystwa funduszy powierniczych, a dziś funduszy inwestycyjnych, zorganizowały swoje środowisko zawodowe w formie Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych. Zarejestrowane w 1997 roku i działające od tego czasu na rzecz rozwoju rynku instytucjonalnego zarządzania aktywami Stowarzyszenie jest członkiem Europejskiej Federacji Towarzystw i Funduszy Inwestycyjnych (FEFSI) z siedzibą w Brukseli, głównej organizacji samorządowej europejskich funduszy inwestycyjnych.

Główne cele działania naszego Stowarzyszenia to:

- reprezentacja środowiska towarzystw funduszy powierniczych i inwestycyjnych,
- wspieranie rozwoju towarzystw funduszy powierniczych i inwestycyjnych w Polsce,
- upowszechnianie wiedzy o funduszach powierniczych i inwestycyjnych,
- rozwijanie i doskonalenie zasad etyki zawodowej specjalistów związanych z zarządzaniem funduszami powierniczymi i inwestycyjnymi.

Cele postawione przed Stowarzyszeniem realizujemy w szczególności poprzez:

- przygotowywanie analiz i ekspertyz dotyczących projektów legislacyjnych i innych zamierzeń regulacyjnych ważnych dla towarzystw funduszy inwestycyjnych i współpracujących z nimi instytucji rynku kapitałowego,

- udział w pracach instytucji opiniodawczo-doradczych w sprawach dotyczących rynku kapitałowego (w tym funduszy powierniczych i inwestycyjnych),
- organizowanie spotkań i konferencji poświęconych aktualnym problemom związanym z działalnością funduszy powierniczych i inwestycyjnych,
- zbieranie i gromadzenie informacji dotyczących sytuacji na rynku funduszy powierniczych i inwestycyjnych, przewidywanych zagrożeń oraz możliwości rozwoju, a następnie przekazywanie tych informacji i analiz członkom Stowarzyszenia,
- rozwijanie i doskonalenie zasad etyki zawodowej specjalistów, inwestorów i osób zawodowo związanych z rynkiem instrumentów inwestycyjnych w Polsce, przeznaczonym dla odbiorców indywidualnych,
- wspieranie procesu rozwoju rynku kapitałowego, aktywności gospodarczej i transformacji polskiego prawa finansowego,
- zbieranie i rozpowszechnianie informacji o członkach Stowarzyszenia i ich działalności w Polsce i poza jej granicami.

Działając w interesie naszego samorządu zawodowego jesteśmy przekonani, że fundusze inwestycyjne w najbliższych latach zajmą istotną pozycję na rynku kapitałowym w Polsce, pośrednicząc coraz skuteczniej pomiędzy rzeszą inwestorów a gospodarką. Przyszłość tego rynku, a więc nas samych, łączy się nierozdzielnie z tempem reformowania krajowej gospodarki i wzrostem naszej wiedzy o kierujących nią regułach. Mamy również nadzieję, że przedstawiany Raport dobrze charakteryzuje najważniejsze składniki rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce. Raport nasz zamierzamy wydawać każdego roku i dlatego będziemy wdzięczni Państwu za uwagi i komentarze służące jego ulepszeniu.

Zarząd STFI
T. Bańkowski
A. Kołatkowski
G. Świątlik

Rynek funduszy inwestycyjnych – 1999

Otoczenie gospodarcze oraz podstawowe czynniki warunkujące rozwój rynku funduszy inwestycyjnych

Rok 1999 był kolejnym, w którym zanotowano wzrost gospodarczy. Główną siłą powodującą przyrost PKB w ubiegłym roku (4,1% według wstępnych danych) była rosnąca konsumpcja wewnętrzna wspomagana dynamicznie rozwijającą się akcją kredytową. Wartość kredytów udzielonych gospodarstwom domowym zwiększyła się o ponad 50% (z 23,9 mld zł do 36,6 mld zł), przy niespełna 16% wzroście depozytów.

Równocześnie rosnące ceny paliw oraz interwencje rządowe na rynku rolnym spowodowały wzrost rocznej inflacji z 5,6% w lutym do 9,8% w grudniu 1999 r. Rosnąca inflacja przyczyniła się do zaostrzenia polityki monetarnej oraz wzrostu rynkowego poziomu stóp procentowych. W listopadzie 1999 r. nastąpiło również podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 350 punktów bazowych. O ile sama decyzja była oczekiwana przez rynek, to skala podwyżki była dla większości specjalistów zaskoczeniem.

Czynnikiem pozytywnie oddziaływującym na rynek funduszy był natomiast znaczący wzrost kursów akcji notowanych na giełdzie papierów wartościowych. Warszawski Indeks Giełdowy (WIG) w ujęciu rocznym zyskał 41,3%, co było pierwszym tak znaczącym wzrostem od 1996 r. Sytuacja ta spowodowała wzrost zainteresowania funduszami akcyjnymi, który był szczególnie widoczny pod koniec 1999 i na początku 2000 r.

Rok 1999 był jednym z najlepszych w dotychczasowej historii polskich funduszy inwestycyjnych i powierniczych. Liczba funduszy oferowanych na rynku zwiększyła się z 39 w końcu

1998 r. do 62 w grudniu 1999 r. Całkowita wartość aktywów, którymi zarządzały fundusze, wzrosła w tym czasie z 1,8 mld zł do 3,2 mld zł. Środki ulokowane w funduszach w dalszym ciągu stanowią jednak niespełna 2,5% oszczędności osób fizycznych ulokowanych w polskich bankach. Dodatkowo wartość aktywów funduszy inwestycyjnych na jednego mieszkańca nie przekraczała 20 dolarów, znacznie ustępując zarówno rynkom rozwiniętym, jak i rozwijającym się (tabela 1). Jednocześnie rozbieżność ta jest wyznacznikiem potencjału wzrostu aktywów funduszy inwestycyjnych w Polsce.

Systematyczny wzrost gospodarczy w naszym kraju znajduje odzwierciedlenie we wzroście zamożności społeczeństwa. To z kolei, po okresie szybkiego wzrostu wydatków konsumpcyjnych, powinno spowodować stopniowe zwiększanie się skłonności do oszczędzania. Jednocześnie przewidywany systematyczny spadek stóp procentowych

Tabela 1
Wartość aktywów funduszy inwestycyjnych
(w dolarach, w przeliczeniu na mieszkańca na koniec 1998 r.)

Kraj	Aktywa na mieszkańca
USA	20624
Kanada	7047
Australia	2366
Brazylia	736
Chile	199
Argentyna	194
Meksyk	80
Polska*	20

* W przypadku Polski wartość według stanu z końca 1999 r.
Źródło: FEFSI, Raport roczny 1998.

powinien sprzyjać poszukiwaniu alternatywnych wobec banków sposobów oszczędzania i przyczynić się to do wzrostu zainteresowania klientów ofertą funduszy inwestycyjnych. Oczekiwanym bodźcem stymulującym rozwój rynku jest rozpoczęta w 1999 r. reforma systemu emerytalnego. Fakt, iż pierwszy i drugi filar nowego systemu jedynie w ograniczonym stopniu zabezpieczają utrzymanie w wieku emerytalnym standardu życia z okresu aktywności zawodowej, powoduje, że dobrowolne formy oszczędzania na starość zyskują coraz większą popularność. Fundusze inwestycyjne są tu doskonałą alternatywą zarówno w ramach III filaru nowego systemu, jak i poza nim. Czynnikiem, który zdecydowanie negatywnie wpływał na tempo rozwoju rynku, były jednak przedłużające się prace nad nowelizacją ustawy o pracowniczych programach emerytalnych. Bardzo duże zainteresowanie pracodawców możliwościami, jakie daje ustawa trzeciofilarowa, powoduje, że po ostatecznym zatwierdzeniu regulacji prawnych można spodziewać się szybkiego rozwoju tego segmentu rynku.

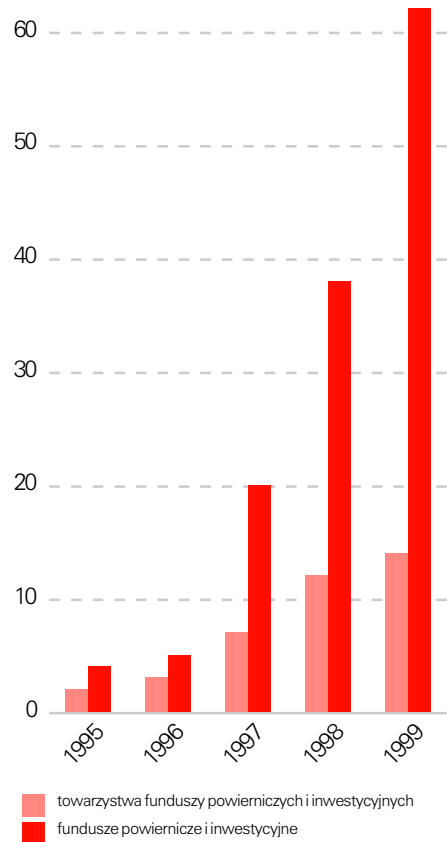
Na rozwój funduszy inwestycyjnych pozytywnie oddziałuje też stopniowa zmiana systemu dystrybucji jednostek uczestnictwa. Coraz większą popularnością cieszy się zakup jednostek poprzez wpłaty bezpośrednie na konto towarzystwa. Duże nadzieje związane są również z możliwością oferowania przez towarzystwa swych produktów poprzez internet. Po długich negocjacjach z Komisją Papierów Wartościowych i Giełd realna staje się także sprzedaż jednostek poprzez sieć agentów.

Generalnie perspektywy rozwoju rynku funduszy oceniane są wysoko, o czym świadczyć może fakt, że kolejne instytucje finansowe ogłaszają plany utworzenia w naszym kraju towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Według stanu na koniec 1999 r. zezwolenie na utworzenie towarzystwa funduszy inwestycyjnych posiadało w Polsce 16 podmiotów, z których 14 aktywnie działało na rynku zarządzając łącznie 62 funduszami. W ciągu roku trzy nowe towarzystwa zaoferowały klientom swe produkty, jedno natomiast zostało zlikwidowane.

Likwidacja pierwszego na naszym rynku towarzystwa była jednym z ważniejszych wydarzeń roku ubiegłego. Pokazała ona, że kłopoty

Wykres 1
Liczba aktywnie działających towarzystw funduszy powierniczych i inwestycyjnych oraz funduszy powierniczych i inwestycyjnych w latach 1995–1999 (stan na koniec grudnia odpowiedniego roku).

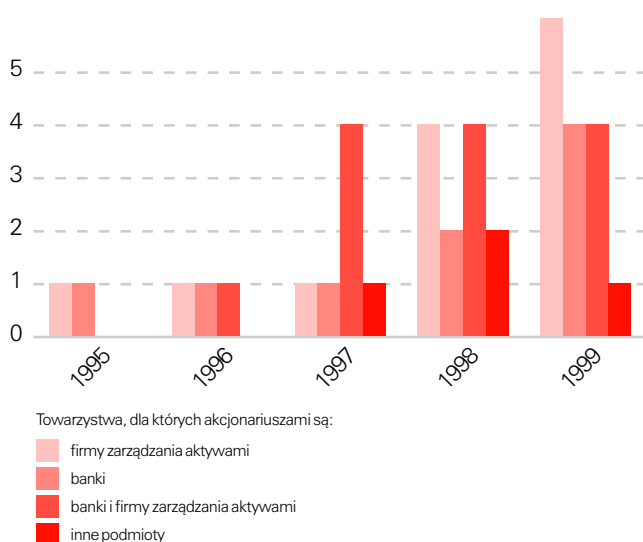


Towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz fundusze inwestycyjne

finansowe towarzystwa nie mają wpływu na sytuację klientów funduszy. W momencie decyzji akcjonariuszy o postawieniu w stan upadłości towarzystwa zarządzanie funduszem przejął bank-powiernik, który następnie dokonał jego likwidacji, zwracając klientom gotówkę. Ważnym czynnikiem był tu też fakt, że pierwsza upadłość towarzystwa funduszy powierniczych dotyczyła najmniejszego podmiotu na rynku, który w końcowej fazie działalności zarządzał aktywami o wartości nieznacznie przekraczającej 100 tys. zł.

Pod koniec ubiegłego roku akcjonariuszami działających w Polsce towarzystw funduszy inwestycyjnych były instytucje sektora finansowego:

Wykres 2
Liczba towarzystw funduszy powierniczych i inwestycyjnych w latach 1995–1999 z podziałem według rodzaju akcjonariuszy (stan na koniec grudnia odpowiedniego roku).



banki, firmy specjalizujące się w zarządzaniu aktywami oraz grupy ubezpieczeniowe. W przypadku czterech spośród czternastu aktywnie działających towarzystw funduszy inwestycyjnych wyłącznymi akcjonariuszami były polskie lub zagraniczne banki, w przypadku pięciu towarzystw – firmy specjalizujące się w zarządzaniu aktywami, a w jednym przypadku – grupa ubezpieczeniowa. Pozostałe cztery towarzystwa stanowiły spółki z udziałem polskich banków i zagranicznych firm specjalizujących się w zarządzaniu aktywami. Dokonanie przejrzystego podziału utrudnia fakt, że większość firm zarządzających aktywami, które są akcjonariuszami towarzystw funduszy inwestycyjnych, wchodzi w skład grup finansowych o wysokim udziale działalności bankowej.

Zdecydowana większość aktywów na koniec 1999 r. ulokowana była w funduszach powierniczych i otwartych funduszach inwestycyjnych. W grudniu 1999 r. istniał zaledwie jeden zamknięty fundusz inwestycyjny i 8 specjalistycznych funduszy otwartych. Sytuacja taka była konsekwencją obowiązujących regulacji prawnych. Większość funduszy powstała pod rządami ustawy z 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Obowiązywała ona do końca 1997 r. i dopuszczała istnienie na naszym rynku tylko jednego rodzaju funduszy – funduszy powierniczych. Ustawa o funduszach inwestycyjnych z sierpnia 1997 r. znacznie rozszerzyła gamę produktów, które towarzystwa funduszy inwestycyjnych mogą zaoferować swym klientom. Z drugiej strony nakładała ona obowiązek przekształcenia istniejących funduszy powierniczych w otwarte fundusze inwestycyjne. Na koniec 1999 r. istniało jeszcze 12 funduszy powierniczych.

Pierwsze fundusze powołane w oparciu o ustawę o funduszach inwestycyjnych rozpoczęły działalność dopiero na początku 1999 r. Możliwości, jakie stwarza nowa ustawa, wykorzystane zostały głównie do tworzenia specjalistycznych funduszy otwartych przygotowanych do obsługi III filara zreformowanego systemu emerytalnego – pod tym kątem utworzonych zostało pięć funduszy (kolejny otrzymał zezwolenie, jednak nie rozpoczął działalności). Polityka inwestycyjna funduszy trzecieofilarynych zbliżona jest do otwartych funduszy emerytalnych – większość aktywów lokowanych jest w papiery dłużne, natomiast udział akcji w portfelu nie przekracza 35–40%.

Nowością na rynku był też fundusz rynku pieniężnego skierowany wyłącznie do osób prawnych. Dostrzeżono tu szansę, jaką daje przygotowanie oferty obejmującej zarządzanie płynnością firm. W ubiegłym roku uruchomiony został również pierwszy fundusz dystrybucyjny, w przypadku którego wygospodarowane dochody wypłacane są inwestorom w formie okresowych dywidend. Dotychczas wszystkie fundusze miały charakter akumulacyjny, co oznacza, że wypracowane dochody były reinwestowane, powiększając wartość aktywów danego funduszu przypadającą na jednostkę uczestnictwa.

W 1999 roku powołano pierwszy fundusz zamknięty. Emisja jego certyfikatów depozytowych o łącznej wartości 10 mln zł w całości uplasowana została już pierwszego dnia sprzedaży. Ze względu na znacznie mniejsze ograniczenia polityki inwestycyjnej można przypuszczać, że segment funduszy zamkniętych powinien należeć do grona najszybciej rozwijających się na polskim rynku.

Nadal mało rozwinięty pozostaje segment funduszy indeksowych. Na koniec 1999 r. działały jedynie dwa tego typu fundusze. Dla obu funduszy punktem odniesienia są główne indeksy warszawskiej giełdy (WIG i WIG20).

Tabela 2
Liczba funduszy powierniczych i inwestycyjnych w latach 1995–1999
(stan na koniec grudnia odpowiedniego roku).

	1995	1996	1997	1998	1999
Fundusze akcyjne	1	1	8	17	22
Fundusze obligacji	1	1	3	7	14
Fundusze zrównoważone i stabilnego wzrostu	2	3	7	12	19
Fundusze rynku pieniężnego	0	0	2	2	7
Liczba funduszy ogółem	4	5	20	38	62

Aktywa funduszy inwestycyjnych

W 1999 r. zanotowano znaczący wzrost aktywów zarządzanych przez fundusze inwestycyjne i powiernicze. Ich wartość zwiększyła się z 1,8 mld zł do 3,2 mld zł (z 510,4 mln USD do 759,9 mln USD). Dzięki temu wartość środków powierzonych funduszom przekroczyła rekord z maja 1993 r., który wynosił 2,15 mld zł.

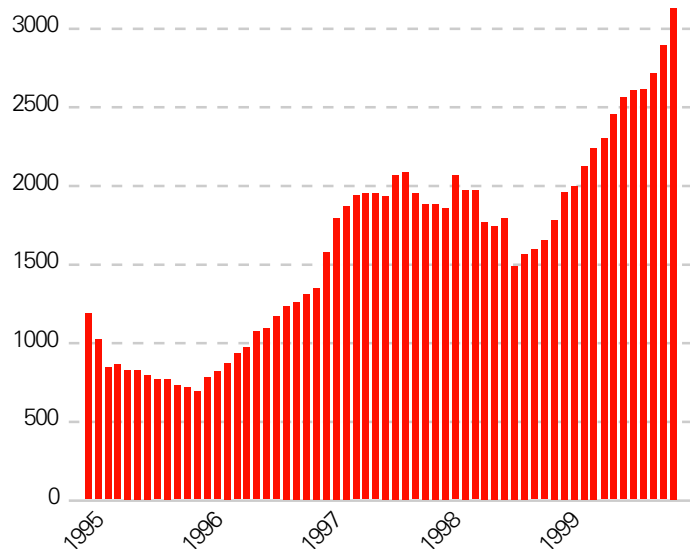
Na tak znaczący przyrost aktywów funduszy złożyło się kilka czynników. Po pierwsze, po raz pierwszy od 1996 r. warszawska giełda zakończyła rok znaczącą zwyżką kursów większości notowanych walorów – indeks WIG zyskał 41,3%. Fakt ten miał bezpośredni wpływ na przyrost aktywów funduszy akcyjnych i zrównoważonych. Pośrednio spowodował natomiast wzrost zainteresowania funduszami, który był szczególnie widoczny pod koniec 1999 i na początku 2000 r.

Kolejnym czynnikiem, który przyczynił się do wzrostu aktywów funduszy, była rosnąca wśród klientów popularność funduszy lokujących środki w papierach dłużnych. O ile na początku 1999 r. w tej grupie ulokowane były środki o wartości 377,7 mln zł, co stanowiło 21,1% całkowitej wartości aktywów, to pod koniec grudnia 1999 r. było to już 1171,1 mln zł, czyli 37,2% aktywów ogółem. W grupie funduszy inwestujących w instrumenty dłużne największą dynamikę odnotowały fundusze obligacji, które zwiększyły udział w rynku z 12,4% do 28,3%.

Na wzrost popularności funduszy obligacji i rynku pieniężnego istotny wpływ wywarły działania promocyjne podjęte przez poszczególne towarzystwa. Po nienajlepszych jeśli chodzi o stopę zwrotu z inwestycji giełdowych latach 1997–

1998 większość towarzystw zdecydowała się na promocję produktów charakteryzujących się znacznie niższym ryzykiem inwestycyjnym. Liczne kampanie reklamowe (zarówno prasowe, jak i telewizyjne) oraz promocyjne zniżki opłat dystrybucyjnych przyciągnęły do funduszy nowych klientów zarówno korporacyjnych, jak i indywidualnych. W przypadku pierwszej z tych grup ofertę towarzystw funduszy inwestycyjnych w większym stopniu zaczęto traktować jako jeden z elementów zarządzania płynnością firmy. Z kolei dla klientów indywidualnych agresywnie reklamowane fundusze stały się alternatywą wobec lokat bankowych oraz obligacji Skarbu Państwa, w przypadku których zniesiono ponadto przysługujące wcześniej ulgi podatkowe. Rozbudowując swą ofertę większość towarzystw starała się wzbogacić ją o różnego rodzaju programy systematycznego

Wykres 3
Wartość aktywów netto funduszy powierniczych i inwestycyjnych w latach 1995–1999 (w mln zł).



oszczędzania. Produkty te, charakteryzujące się niską kwotą minimalnych wymaganych wpłat okresowych, również przyczyniły się do wzrostu zainteresowania funduszami.

W przypadku funduszy zrównoważonych i akcyjnych ich zdecydowanie wolniejszy rozwój był skutkiem utrzymującej się w dwóch poprzednich latach słabej koniunktury giełdowej. W 1997 roku indeks WIG zyskał tylko nieco ponad 2%, a rok później stracił 12,7%. Znalazło to swoje odzwierciedlenie w nienajlepszych stopach zwrotu z jednostek uczestnictwa. To z kolei w sposób automatyczny przełożyło się na mniejsze zainteresowanie klientów funduszami akcyjnymi i zrównoważonymi.

Zdecydowana większość środków na koniec 1999 r. ulokowana była w funduszach powierniczych i otwartych funduszach inwestycyjnych. W jedynym działającym na koniec grudnia 1999 r. funduszu zamkniętym ulokowano aktywa o wartości 10,7 mln zł, zaś 8 otwartych funduszy specjalistycznych zgromadziło łącznie 56 mln zł.

Inną cechą wyróżniającą rynek polski jest niski udział funduszy indeksowych. Na koniec 1999 r. w dwóch zarządzanych pasywnie funduszach ulokowane było zaledwie 16,2 mln zł, co stanowiło 0,5% aktywów ogółem. W przyszłości rosnąca świadomość zalet tego rodzaju funduszy powinna przyczynić się do wzrostu zainteresowania ich ofertą.

Wykres 4
Alokacja aktywów funduszy powierniczych i inwestycyjnych (grudzień 1999 r.).

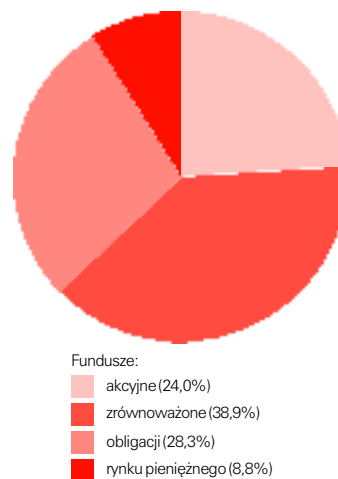


Tabela 3
Alokacja aktywów netto funduszy powierniczych i inwestycyjnych w latach 1995–1999 (stan na koniec grudnia odpowiedniego roku, w mln zł).

	1995	1996	1997	1998	1999
Fundusze akcyjne	3,0	306,3	660,0	494,5	755,3
Fundusze obligacji	10,7	46,0	66,5	255,6	892,9
Fundusze zrównoważone i stabilnego wzrostu	681,9	1011,6	1159,4	905,9	1225,7
Fundusze rynku pieniężnego	0,0	0,0	14,6	158,4	278,1
Liczba funduszy ogółem	695,6	1363,9	1900,5	1784,4	3152,0

Według szacunkowych obliczeń w 1999 roku wartość nabytych jednostek uczestnictwa przewyższała umorzenia o niemal 840 mln zł. Oznacza to, że pod względem napływu netto nowych środków do funduszy inwestycyjnych i powierniczych ubiegły rok był najlepszy w historii polskiego rynku.

Sytuacja ta wynikała przede wszystkim z dopływu gotówki do funduszy obligacji i rynku pieniężnego. Obie te grupy pozyskały łącznie ponad 700 mln zł, z czego ponad 600 mln zł przypadło na fundusze obligacji.

Wycofywanie środków przez klientów można była natomiast zaobserwować w przypadku funduszy zrównoważonych. Grupa ta w dalszym

Napływ środków do funduszy inwestycyjnych

Tabela 4

Szacunkowy napływ środków netto do funduszy powierniczych i inwestycyjnych w latach 1995–1999 z uwzględnieniem podziału na typy funduszy (w mln zł, według zagregowanych danych miesięcznych).

	1995	1996	1997	1998	1999
Fundusze akcyjne	2,3	257,9	372,6	-53,3	60,7
Fundusze obligacji	9,9	30,7	7,2	130,5	616,9
Fundusze zrównoważone i stabilnego wzrostu	-861,5	-11,2	48,4	-188,2	60,8
Fundusze rynku pieniężnego	0,0	0,0	13,4	133,0	100,7
Napływ środków netto ogółem	-849,3	277,4	441,6	22,0	839,1

ciągu pozostaje największą na naszym rynku, jednak w 1999 r. zanotowała odpływ netto gotówki w wysokości ponad 25 mln zł, a jej udział w ogólnej wartości aktywów obniżył się w ciągu roku z ponad 50% do niespełna 36%. Część tych środków przesunięta została prawdopodobnie do charakteryzujących się nieco mniejszym ryzykiem inwestycyjnym funduszy stabilnego wzrostu. Potwierdzeniem tej tezy może być fakt, że fundusze te pozyskały w 1999 roku ponad 88 mln zł.

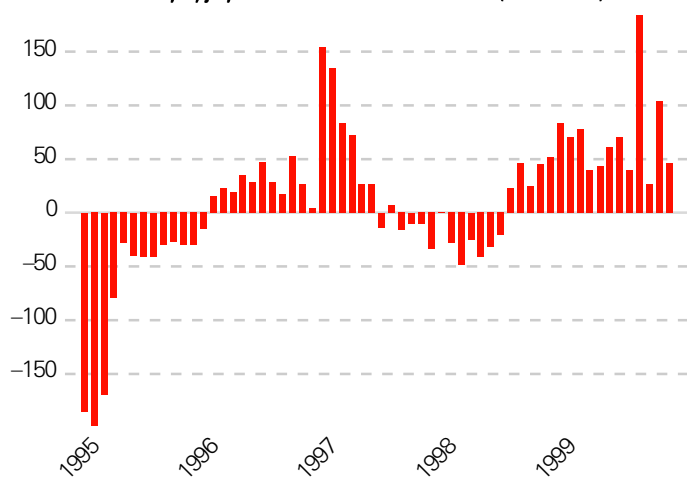
W przypadku funduszy akcyjnych napływ kapitału jest ściśle związany z koniunkturą giełdową – wzrostom kursów na rynku papierów wartościowych towarzyszy wzrost zainteresowania klientów tą grupą funduszy. Ponad 60% gotówki, która wpłynęła w 1999 r. do funduszy akcyjnych, wpłacona została w grudniu.

Zwiększonemu napływowi środków do funduszy inwestycyjnych sprzyja również rozwój kanałów dystrybucji. W początkowych latach działalności w Polsce sprzedaż jednostek uczestnictwa prowadzono głównie przez biura maklerskie oraz bezpośrednio przez towarzystwa (na przykład poprzez własną sieć POK-ów). Obecnie odbywa się ona w coraz większym stopniu

za pośrednictwem banków. Kilka towarzystw podjęło również współpracę z firmami ubezpieczeniowymi, oferującymi ubezpieczenia na życie z funduszem inwestycyjnym. W 1999 r. pierwsze towarzystwo uruchomiło dystrybucję jednostek przez Internet – dla otwarcia rejestru uczestnicy musieli jednak przekazywać listownie oświadczenia woli. Dystrybucję jednostek powinny ułatwić proponowane zmiany w przepisach ustawy o funduszach inwestycyjnych, które umożliwią składanie oświadczeń woli w formie elektronicznej, a także za pośrednictwem osób fizycznych zatrudnianych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych, biura maklerskie lub inne podmioty, które uzyskały zgodę KPWiG.

Wykres 5

Szacunkowy napływ środków netto do funduszy powierniczych i inwestycyjnych w latach 1995–1999 (w mln zł).



Obecnie polski rynek jest wyraźnie zdominowany przez kilka towarzystw funduszy inwestycyjnych o najwyższych aktywach. Na koniec 1999 roku łączny udział rynkowy trzech największych towarzystw przekraczał 75%.

Duża koncentracja aktywów wynika głównie stąd, że przez pierwsze trzy lata funkcjonowania na naszym rynku funduszy powierniczych dostępny był tylko jeden produkt – fundusz zrównoważony zarządzany przez obecne Pierwsze Polskie Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Pioneer. Podmiot ten w dalszym ciągu jest liderem na rynku, a w jego funduszach na koniec grudnia 1999 roku skupione było niemal 43% aktywów ogółem. Wraz z pojawianiem się coraz większej konkurencji udział najstarszego na rynku towarzystwa w sposób naturalny maleje. Między styczniem a grudniem 1999 r. udział w rynku PPTFI Pioneer zmniejszył się o 25,1%. Z drugiej strony na rynku pojawiają się inne podmioty, którzy w szybkim tempie budują silną pozycję.

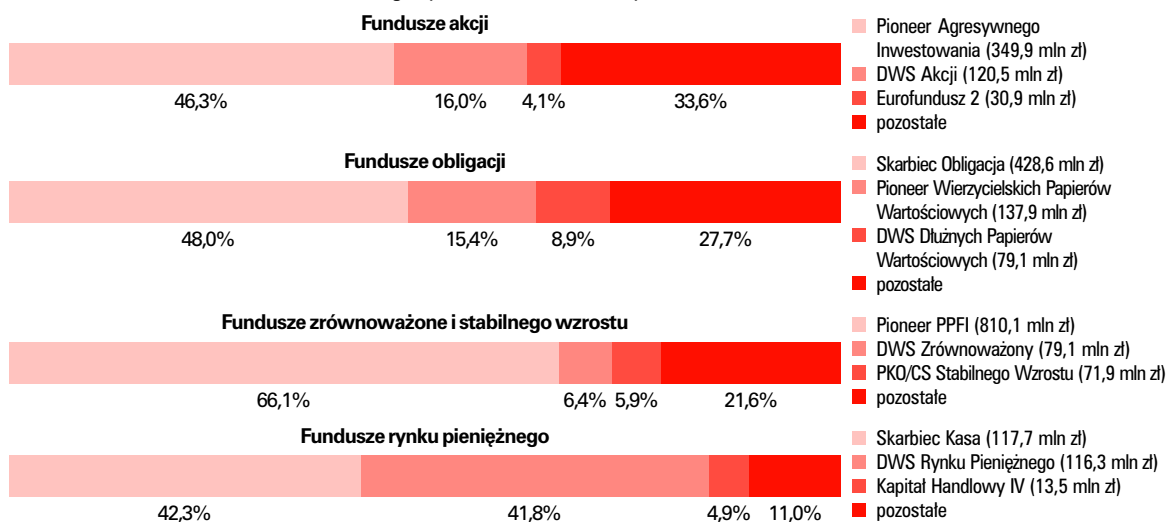
Koncentracja rynku odzwierciedla się również w udziale największych funduszy w poszczególnych kategoriach. Fundusze zarządzane przez najstarsze towarzystwo w Polsce w dalszym ciągu zarządzają ponad 66% środków zgromadzonych w funduszach zrównoważonych i stabilnego wzrostu oraz 46,3% aktywów ulokowanych w funduszach akcyjnych. W przypadku tej ostatniej kategorii jedynie dwa fundusze dysponują środkami większymi niż 100 mln zł.

Udziały rynkowe towarzystw i koncentracja aktywów

Tabela 5
Towarzystwa funduszy inwestycyjnych i ich udział w rynku według kryterium wartości aktywów netto (stan na koniec 1999 r.).

Towarzystwo	Rok uruchomienia funduszu	Udział w rynku (%)
PPTFI Pioneer	1992	42,9
TFI Skarbiec	1997	19,1
DWS Polska TFI	1998	13,1
PKO/Credit Suisse TFI	1997	4,8
Pekao/Alliance TFI	1996	4,8
TFI Korona	1995	3,9
PBK Atut TFI	1997	3,5
ING BSK TFI	1998	2,1
SEB TFI	1998	1,6
TFI BH	1999	1,3
WBK AIB TFI	1998	1,0
CA IB TFI	1999	0,8
TFI PZU	1999	0,6
Forum – Zachodnie TFI	1998	0,5

Wykres 6
Największe fundusze w poszczególnych kategoriach i ich udział w rynku według kryterium wartości aktywów netto.



Wyniki funduszy inwestycyjnych

Podstawowe czynniki wpływające na wyniki funduszy inwestycyjnych w latach 1995–1999

Wyniki funduszy inwestycyjnych odzwierciedlają wpływ wielu różnych czynników. Relacja między poziomem ryzyka i oczekiwanym dochodem zależy przede wszystkim od strategii przyjętej przez dany fundusz oraz od rodzaju dokonywanych lokat. Wyniki funduszy akcyjnych uzależnione są od koniunktury na giełdzie, zaś wyniki funduszy obligacji i rynku pieniężnego – od poziomu stóp procentowych oraz jego zmian. W przypadku funduszy inwestujących za granicą dodatkowym czynnikiem ryzyka jest zmienność kursu walutowego. Wyniki funduszy inwestycyjnych zależą też pośrednio od ogólnych warunków gospodarczych,

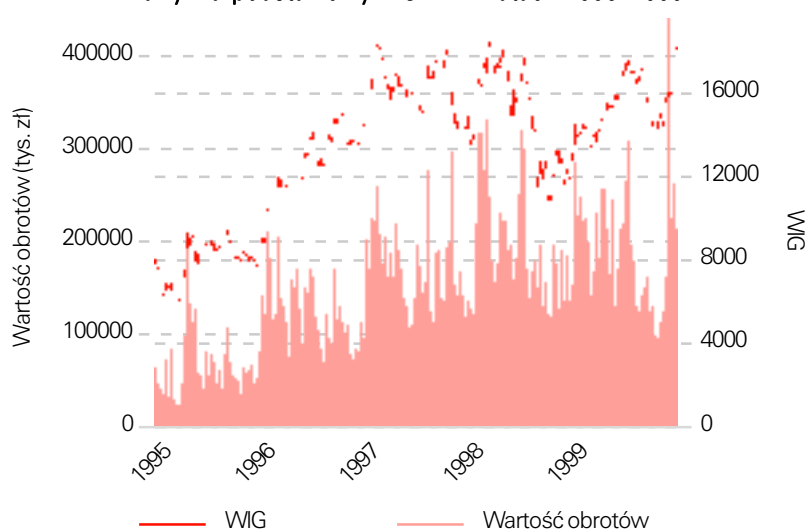
w tym fazy cyklu koniunkturalnego, inflacji, polityki monetarnej i fiskalnej, a także ogólnego poziomu rozwoju rynku kapitałowego oraz dostępności instrumentów finansowych. Na dochody uzyskiwane za pośrednictwem poszczególnych funduszy inwestycyjnych ma również wpływ skuteczność zarządzających nimi specjalistów oraz wysokość ponoszonych przez fundusze kosztów.

Wykres 7 ilustruje notowania indeksu WIG w latach 1995–1999. W okresie tym polski rynek akcji odznaczał się wysoką zmiennością notowań, charakterystyczną dla większości rynków rozwijających się. Roczna zmiana wartości indeksu WIG w okresie ostatnich

5 lat wahała się od –12% do niemal 90%. Tak zmienna koniunktura giełdowa powodowała brak stabilności wyników funduszy akcyjnych i zrównoważonych. Oczekiwany stopniowy wzrost kapitalizacji giełdy oraz wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych, w tym funduszy emerytalnych i inwestycyjnych, powinny przyczynić się do zwiększenia stabilności rynku akcji w przyszłości.

Wysoki poziom nominalnych i realnych stóp procentowych w ostatnich latach sprzyjał natomiast dobrym wynikom funduszy obligacji i rynku pieniężnego, co przyczyniało się do stałego wzrostu zainteresowania ich ofertą. Oferta ta musi jednak konkurować z atrakcyjnym oprocentowaniem depozytów bankowych oraz wysoką dochodowością instrumentów skarbowych bezpośrednio dostępnych dla osób fizycznych. Ze względu na wąskie spektrum papierów dłużnych dostępnych na polskim rynku, jak również ograniczenia zawarte w ustawie o funduszach

Wykres 7
Notowania indeksu WIG oraz wartość obrotów na rynku podstawowym GPW w latach 1995–1999.



inwestycyjnych, fundusze obligacji i rynku pieniężnego miały dotychczas niewielkie możliwości zwiększania stopy zwrotu poprzez lokowanie w instrumenty dłużne o wyższym ryzyku, ale i wyższej dochodowości. Poprawie konkurencyjności tych funduszy powinny sprzyjać oczekiwany wzrost znaczenia instrumentów dłużnych na polskim rynku oraz planowana zmiana w ustawie o funduszach inwestycyjnych, która zwiększy możliwości inwestowania w papiery dłużne emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego i listy zastawne banków hipotecznych.

W tabeli 6 przedstawiono roczne średnie stopy zwrotu dla wszystkich funduszy inwestycyjnych w latach 1995–1999. Średnia arytmetyczna odzwierciedla przeciętny dochód, jaki można osiągnąć dokonując losowego wyboru funduszu. Średnia ważona aktywami ilustruje natomiast ogólny przyrost oszczędności uczestników funduszy. Skumulowana 5-letnia stopa zwrotu obliczona na podstawie rocznych średnich ważonych wynosi 117,8%, co jest równoważne średniorocznemu dochodowi równemu 16,8%.

Dochód ten odzwierciedla przeciętne korzyści wynikające z uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych w ciągu ostatnich 5 lat.

Tabela 6
Średnie stopy zwrotu funduszy inwestycyjnych w latach 1995–1999.

	1995	1996	1997	1998	1999
Średnia ważona (%)	17,0	51,0	8,5	-9,9	26,1
Średnia arytmetyczna (%)	17,0	52,8	12,7	-8,7	25,9

Wyniki funduszy inwestycyjnych w 1999 roku były szczególnie udane. Na podkreślenie zasługuje fakt, że wszystkie działające w tym czasie fundusze osiągnęły dodatnią stopę zwrotu. Średnia arytmetyczna stopa zwrotu dla wszystkich funduszy w 1999 r. wyniosła 25,9%, zaś średnia ważona wartością aktywów – 26,1%. Przeciętny dochód, jaki zapewniły fundusze inwestycyjne, znacznie przewyższał stopę inflacji (9,8%), a także średnie oprocentowanie rocznych depozytów bankowych (15%) i rentowność obligacji skarbowych.

Wyniki funduszy inwestycyjnych w 1999 r.

Sprzyjająca koniunktura giełdowa sprawiła, że w 1999 roku najlepsze wyniki osiągnęły fundusze akcyjne. Wartość jednostek uczestnictwa tych funduszy wzrosła średnio o 33,6% (tabela 7). Wynik ten pozwolił zrekomensować niskie dochody z dwóch poprzednich lat. Trzeba jednak zauważyć, że wyniki funduszy akcyjnych charakteryzują się znacznym różnicowaniem: w ubiegłym roku najniższa stopa w tej grupie funduszy

Fundusze akcyjne

Opis metodologii

Średnie stopy zwrotu

Średnie stopy zwrotu w tabelach 6–10 zostały obliczone na podstawie wyników funduszy, które prowadziły działalność zarówno na początku, jak i na końcu danego roku. Średnia arytmetyczna w tabeli 6 została skalkulowana na podstawie stóp zwrotu z zastosowaniem jednakowych wag dla wszystkich funduszy, zaś średnie ważone we wszystkich tabelach – z zastosowaniem wag opartych na relacji aktywów netto danego funduszu na początku roku do łącznej wartości aktywów netto wszystkich funduszy w tym okresie.

Portfele wzorcowe

Dla oceny wyników funduszy akcyjnych przyjęto portfel złożony w 90% z indeksu WIG oraz w 10% z 52-tygodniowych bonów skarbowych. W przypadku portfela wzorcowego dla funduszy zrównoważonych proporcje te wynoszą po 50%. Portfel wzorcowy dla funduszy obligacji składa się całkowicie z 52-tygodniowych bonów skarbowych, zaś fundusze rynku pieniężnego oceniane są w odniesieniu do przeciętnego oprocentowania rachunków ROR w największych bankach. Dla przybliżenia stopy zwrotu z 52-tygodniowych bonów skarbowych wykorzystano ich przeciętną rentowność odnotowaną na rynku pierwotnym na ostatnich czterech przetargach poprzedzających dany rok.

wyniosła 6,2%, a najwyższa – 59,4%. Pięć funduszy akcyjnych uzyskało stopę zwrotu wyższą w porównaniu z portfelem wzorcowym.

W obrębie grupy funduszy akcyjnych relatywnie słabsze wyniki osiągały funduszy prywatyzacji. Bez ich uwzględnienia stopa zwrotu dla funduszy akcyjnych wyniosłaby średnio 38,8%, przewyższając rentowność portfela wzorcowego. Fundusze prywatyzacji znaczną część aktywów inwestują w akcje Narodowych Funduszy Inwestycyjnych oraz spółek biorących udział w Programie Powszechnej Prywatyzacji. Przeciętna stopa zwrotu osiągnięta w 1999 roku w grupie funduszy prywatyzacji wyniosła 14,8% (dla porównania wartość indeksu NIF obniżyła się w tym samym czasie o 7,6%). Słabe wyniki funduszy prywatyzacji sprawiły, że w przypadku części z nich towarzystwa zapowiedziały całkowitą zmianę zasad ich polityki inwestycyjnej.

Fundusze akcyjne można podzielić na zarządzane w sposób aktywny i pasywny (fundusze indeksowe). Skład portfela funduszy indeksowych

Tabela 7
Średnie ważone stopy zwrotu dla funduszy akcyjnych w latach 1995–1999.

	1995	1996	1997	1998	1999
Fundusze akcyjne (%)	—	80,8	4,9	-18,5	33,6
Portfel wzorcowy (%)*	4,0	82,7	4,0	-9,1	38,4

* Portfel złożony w 90% z akcji wchodzących w skład indeksu WIG i w 10% z 52-tygodniowych bonów skarbowych.

odzwierciedla konstrukcję określonego indeksu, w wyniku czego stopa zwrotu tego rodzaju funduszu powinna być zbliżona do procentowego wzrostu wartości indeksu. Na rozwiniętych rynkach fundusze te cieszą się dużą popularnością, z uwagi na relatywnie niższe koszty i wysoką dywersyfikację portfela. Warto podkreślić, że rentowność funduszy indeksowych działających na polskim rynku dorównywała lub nawet przewyższała wynik mierzony portfelem wzorcowym.

Skumulowana stopa zwrotu dla wszystkich funduszy akcyjnych w latach 1996–1999 wyniosła 106,5%, co odpowiada rocznej średniej nominalnej stopie zwrotu w wysokości 19,9% oraz średniej realnej stopie zwrotu 6,5%. Wynik ten przewyższa uzyskany przez fundusze obligacji (odpowiednio 16,9% w ujęciu nominalnym oraz 3,9% w ujęciu realnym), co oznacza, że w perspektywie czterech ostatnich lat korzyści z inwestowania w funduszach akcyjnych w zasadzie rekompensowały podejmowane ryzyko. Jednym z czynników kształtujących relację między wynikami funduszy akcyjnych i funduszy obligacji był utrzymujący się wysoki poziom stóp procentowych, zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym. Zgodnie z prognozami gospodarczymi, w najbliższych latach oczekiwany jest stopniowy spadek stopy inflacji oraz poziomu stóp procentowych, co powinno przyczynić się do obniżenia dochodowości funduszy inwestujących w instrumenty dłużne i wzrostu dochodowości funduszy akcyjnych. W przypadku rozwiniętych rynków kapitałowych akcje w długim terminie zapewniają wysokie realne stopy zwrotu, które znacznie przewyższają dochodowość obligacji. Dla przykładu, w porównywalnym czteroletnim okresie (1996–1999) skumulowana stopa zwrotu z akcji w Stanach Zjednoczonych mierzona indeksem NYSE Composite wyniosła 97,4%, co oznacza średnią roczną stopę zwrotu w wysokości 18,5%, a po uwzględnieniu inflacji – 15,8% (w ujęciu dolarowym).

Sprzyjająca koniunktura giełdowa przełożyła się również na dobre wyniki funduszy zrównoważonych. Ubiegłoroczna stopa zwrotu w tej grupie funduszy wyniosła średnio 28,8%, przewyższając o ponad 2%

Fundusze zrównoważone

Tabela 8
Średnie ważone stopy zwrotu dla funduszy zrównoważonych w latach 1995–1999.

	1995	1996	1997	1998	1999
Fundusze zrównoważone i stabilnego wzrostu (%)	17,0	51,5	9,1	-7,1	28,8
Portfel wzorcowy (%)*	13,9	57,0	10,9	5,6	26,8

* Portfel złożony w 50% z akcji wchodzących w skład indeksu WIG i w 50% z 52-tygodniowych bonów skarbowych.

rentowność portfela wzorcowego (stopę zwrotu z portfela złożonego w 50% z akcji wchodzących w skład indeksu WIG oraz w 50% z 52-tygodniowych bonów skarbowych). Ubiegłoroczny wzrost wartości jednostek uczestnictwa funduszy zrównoważonych wynosił od 20,7% do 40,9%. Dobre wyniki funduszy zrównoważonych oznaczają, że zarządzający nimi wykazali się wysokimi umiejętnościami w zakresie alokacji składu portfeli oraz doboru instrumentów finansowych.

Fundusze zrównoważone nie są jednak grupą jednorodną. Do grupy tej zaliczono również fundusze stabilnego wzrostu, w przypadku których udział akcji w portfelu jest znacznie niższy i nie przekracza 40%. Fundusze te charakteryzują się więc ostrożniejszą polityką inwestycyjną od typowych funduszy zrównoważonych, ale w przypadku silnych wzrostów na rynku akcji osiągają niższe dochody. Większość funduszy stabilnego wzrostu rozpoczęła działalność w ubiegłym roku, zgodnie więc z zastosowaną metodologią ich wyniki miały niewielki wpływ na przedstawione obliczenia.

Fundusze obligacji

Tabela 9 prezentuje wyniki funduszy obligacji. W latach 1996–1998 rentowność funduszy obligacji przewyższała poziom inflacji, zapewniając uczestnikom dodatnie realne stopy zwrotu. W 1999 roku średnia stopa zwrotu w grupie funduszy obligacji wyniosła 9,8% i była niższa od poziomu rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych z końca 1998 r. (12,2%) oraz zbliżona do stopy inflacji (9,8%). Skumulowana 4-letnia stopa zwrotu funduszy obligacji wyniosła 87,0%, co oznacza roczną

Tabela 9
Średnie ważone stopy zwrotu dla funduszy obligacji w latach 1995–1999.

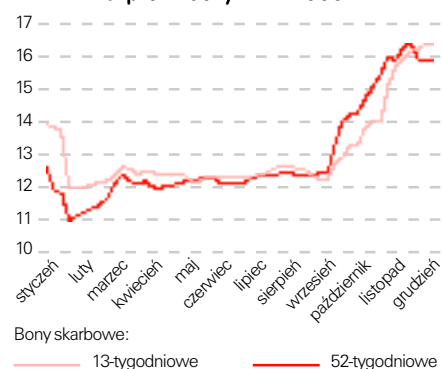
	1995	1996	1997	1998	1999
Fundusze obligacji (%)	—	19,3	18,3	20,7	9,8
Portfel wzorcowy (%)*	26,4	25,0	19,6	23,9	12,2

* Portfel złożony z 52-tygodniowych bonów skarbowych.

średnią stopę zwrotu w wysokości 16,9%. Przyczyny relatywnie gorszego ubiegłorocznego wyniku ilustruje wykres 8, przedstawiający zmiany rentowności 13- i 52-tygodniowych bonów skarbowych. Wzrost rentowności bonów skarbowych, jaki nastąpił w drugiej połowie ubiegłego roku, jest odzwierciedleniem istotnego wzrostu rynkowych stóp procentowych. Wzrost stóp procentowych spowodował spadek cen papierów dłużnych, szczególnie silny w przypadku instrumentów o stałym oprocentowaniu i długich terminach wykupu. Przełożyło się to na wolniejszy wzrost wartości jednostek uczestnictwa funduszy obligacji.

Spodziewany rozwój polskiego rynku instrumentów dłużnych powinien spowodować wzrost dostępności i różnorodności tych instrumentów. Wśród papierów dłużnych emitowanych w Polsce dominują obecnie instrumenty skarbowe. Oczekiwany jest jednak szybki rozwój rynku instrumentów emitowanych przez przedsiębiorstwa, jednostki samorządowe i instytucje finansowe (w tym banki hipoteczne). Większa dostępność tych instrumentów powinna przyczynić się do pogłębienia specjalizacji w grupie funduszy obligacji. Dzięki temu fundusze te powinny w przyszłości zapewniać uczestnikom dochody przewyższające oprocentowanie depozytów bankowych i zyski z bezpośrednich inwestycji w obligacje skarbowe.

Wykres 8
Rentowność bonów skarbowych na rynku pierwotnym w 1999 r.



W tabeli 10 przedstawiono stopy zwrotu funduszy rynku pieniężnego, które są w Polsce produktem stosunkowo nowym. Pierwsze tego typu fundusze rozpoczęły działalność w 1997 r., a na koniec ubiegłego roku ich liczba wzrosła do siedmiu. Fundusze rynku pieniężnego zapewniają stabilne dochody, a ich jednostki uczestnictwa rzadko notują spadki wartości, nawet w ujęciu dziennym. Z tego względu są one produktami konkurującymi z krótkoterminowymi depozytami bankowymi. Podejmowane są starania, by w przyszłości rejestry posiadane w funduszach rynku pieniężnego mogły być traktowane podobnie do kont bankowych,

Fundusze rynku pieniężnego

Tabela 10
Średnie ważone stopy zwrotu dla funduszy rynku pieniężnego w latach 1995–1999.

	1995	1996	1997	1998	1999
Fundusze rynku pieniężnego (%)	—	—	—	19,2	11,0
Portfel wzorcowy (%)*	12,9	12,2	12,6	12,8	10,5

* Średnie oprocentowanie rachunków ROR w największych bankach.

umożliwiając wystawianie w ich ciężar czeków czy pobieranie gotówki z bankomatów. Zgodnie z danymi przedstawionymi w tabeli 10, średnia stopa zwrotu funduszy rynku pieniężnego w 1999 roku wynosiła 11% i nieznacznie przewyższała przeciętne oprocentowanie rachunków ROR w największych bankach (10,5%). W porównaniu z depozytami terminowymi w bankach, zaletą funduszy rynku pieniężnego jest zbliżona rentowność przy jednoczesnej możliwości wycofania powierzonych środków w każdej chwili, bez utraty dotychczasowych dochodów.

Podsumowanie

W ostatnim 5-letnim okresie wysokie dochody przynosiły fundusze obligacji i rynku pieniężnego, stopy zwrotu funduszy akcyjnych były natomiast stosunkowo niskie w porównaniu z ponoszonym ryzykiem. Jednak w świetle zależności obserwowanych na rozwiniętych rynkach wynik ten nie jest typowy i w przyszłości można oczekiwać jego zmiany. Sprzyjać temu powinien spadek realnych stóp procentowych, wzrost roli rynku kapitałowego w polskiej gospodarce oraz ogólny wzrost podaży oszczędności spowodowany realizacją reformy systemu emerytalnego. Pierwsze symptomy zmiany relacji między dochodowością funduszy akcyjnych i funduszy inwestujących w instrumenty dłużne były już widoczne w ubiegłym roku. Dochodowość funduszy akcyjnych w tym okresie była znacznie wyższa niż w przypadku funduszy obligacji, częściowo rekompensując uczestnikom słabsze wyniki z lat poprzednich.

Analiza struktury kosztów

Jedną z charakterystycznych cech funduszy inwestycyjnych jest zasada pełnej przejrzystości kosztów. Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych, statut funduszu musi określać rodzaje, wysokość i sposób kalkulacji kosztów obciążających fundusz, w tym wynagrodzenie towarzystwa. Można wyróżnić następujące ogólne kategorie obciążeń dla uczestników funduszy:

- 1 Koszty pokrywane ze środków funduszu i wpływające na wycenę jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, w tym wynagrodzenie towarzystwa.
- 2 Opłaty dystrybucyjne pobierane przy zbywaniu lub odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy otwartych bądź zbywaniu i wykupywaniu certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych i mieszanych.
- 3 Podatki bezpośrednio obciążające uczestników funduszu.

W przypadku funduszy otwartych koszty pokrywane ze środków funduszu, które wpływają na wycenę jednostek uczestnictwa, obejmują między innymi: opłaty na rzecz depozytariusza i agenta transferowego, koszty usług prawnych, koszty prowadzenia i badania ksiąg funduszu oraz koszty wykonywania obowiązków informacyjnych, usług wydawniczych i reklamy. W przypadku funduszy zamkniętych i mieszanych są to ponadto koszty oferowania i prowadzenia zapisów na certyfikaty inwestycyjne oraz opłaty na rzecz podmiotu prowadzącego regulowany rynek, na którym certyfikaty te są notowane. Oddzielną pozycję stanowią opłaty od dokonywanych przez fundusz transakcji zakupu i sprzedaży papierów wartościowych (prowizje maklerskie). Poza tym do kosztów pokrywanych ze środków funduszu należy zaliczyć wynagrodzenie towarzystwa z tytułu zarządzania funduszem i jego reprezentacji, a w przypadku niektórych funduszy dochodzą ponadto koszty dystrybucyjne.

Podstawowym rozwiązaniem, które chroni uczestników przed nadmiernym obciążeniem powyższymi kosztami, są zapisy umieszczane w statutach funduszy. W przypadku większości zarejestrowanych w Polsce funduszy inwestycyjnych statut określa łączny limit kosztów operacyjnych, które mogą być pokryte ze środków funduszu, w tym maksymalny poziom opłat pobieranych za zarządzanie danym funduszem przez towarzystwo. Limit kosztów operacyjnych określany jest jako odpowiedni procent aktywów lub aktywów netto funduszu w skali

Koszty pokrywane ze środków funduszu

roku. Nie obejmuje on jednak prowizji maklerskich oraz opłat wymaganych przepisami prawa (takich jak opłaty rejestracyjne), a niekiedy również innych, wymienionych w statucie pozycji kosztów. Jeśli rzeczywiste koszty przekroczą w danym okresie ustanowiony limit, nadwyżkę pokrywa towarzystwo. Należy jednak zaznaczyć, że obecnie w przypadku niektórych funduszy pokrycie nadwyżki kosztów przez towarzystwo nie jest obligatoryjne albo limitowanie kosztów w ogóle nie występuje. Z punktu widzenia uczestników zaletą jest natomiast to, że przewidziane w statutach limity mają charakter maksymalny – rzeczywiste koszty mogą być niższe. Poza tym towarzystwo może podjąć decyzję o obniżeniu pobieranego wynagrodzenia lub pokryciu kosztów w większym zakresie, niż wskazuje na to statut. Projekt zmian w ustawie o funduszach inwestycyjnych przewiduje większe ujednoczenie sposobu prezentacji kosztów w statutach funduszy przez wprowadzenie formalnego wymogu podawania maksymalnej wysokości kosztów.

Ze względu na występujące obecnie różnice w podejściu do limitowania kosztów przez poszczególne fundusze otwarte, większego znaczenia nabierają ich roczne i półroczne sprawozdania finansowe, w których uwidoczniony jest rzeczywisty poziom kosztów operacyjnych. Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych, każdy fundusz otwarty zobowiązany jest udostępniać sprawozdania finansowe przy zbywaniu jednostek uczestnictwa, a także na żądanie uczestnika. Sprawozdania te publikowane są ponadto w Monitorze Polskim B.

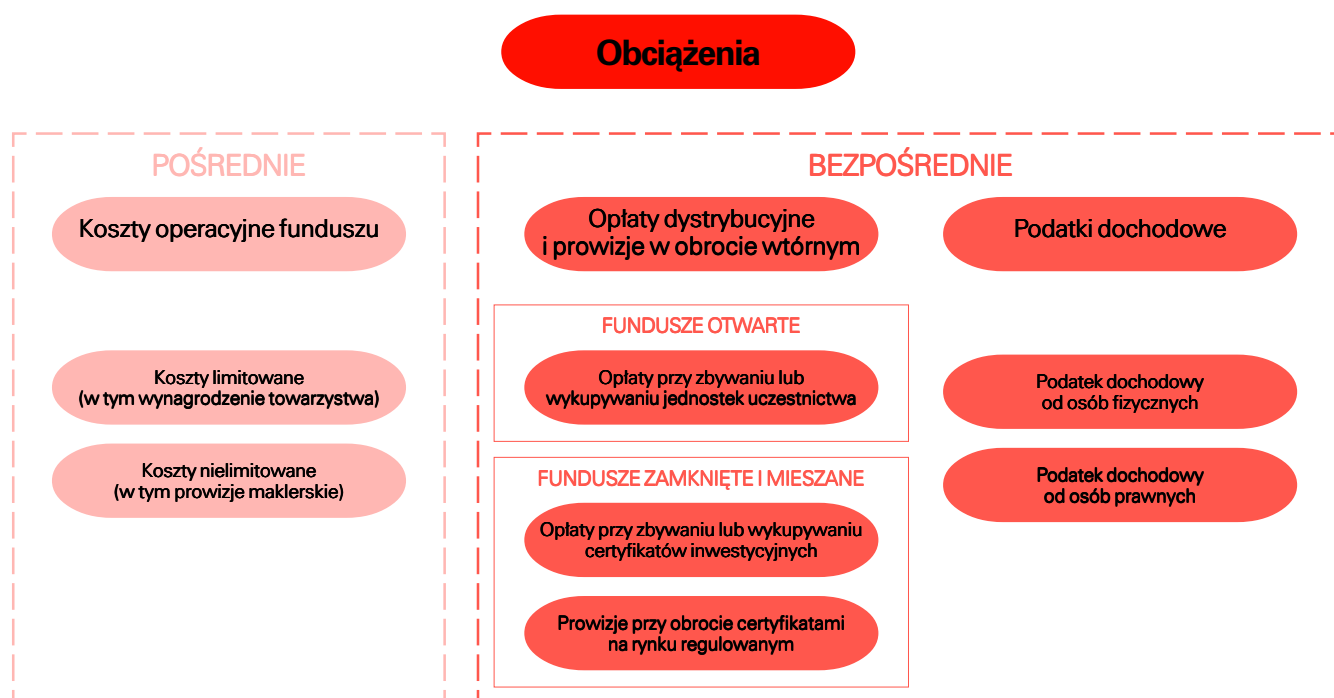
Tabela 11 przedstawia zakres oraz średni limit kosztów operacyjnych dla poszczególnych typów funduszy, zgodnie z danymi zawartymi w ich statutach i regulaminach na koniec grudnia 1999 r. Z tabeli tej

Tabela 11
Limity kosztów operacyjnych, maksymalne opłaty za zarządzanie i maksymalne opłaty dystrybucyjne dla poszczególnych typów funduszy (stan na koniec grudnia 1999 r.).

	Limit kosztów operacyjnych		Maksymalne opłaty za zarządzanie		Zakres maksymalnych opłat dystrybucyjnych*	
	Zakres	Wartość średnia	Zakres	Wartość średnia	Zbywanie	Odkupywanie
Fundusze akcyjne	2,50–6,50	4,09	0,50–3,00	1,94	0,0–5,5	0,0–4,5
Fundusze zrównoważone i stabilnego wzrostu	1,90–5,50	3,69	0,80–2,50	1,86	0,0–5,5	0,0–4,5
Fundusze obligacji	2,00–4,00	2,99	0,75–2,00	1,40	0,0–5,5	0,0–4,5
Fundusze rynku pieniężnego	1,30–4,00	2,54	0,60–2,00	1,29	0,0–5,5	0,0–4,5
Wszystkie fundusze ogółem	1,30–6,50	3,54	0,50–3,00	1,72	0,0–5,5	0,0–4,5

* Z wyłączeniem funduszy zamkniętych.

Wykres 9
Schemat bezpośrednich i pośrednich obciążeń dla uczestników funduszu inwestycyjnego.



wynika, że opłaty za zarządzanie oraz limity kosztów operacyjnych są najwyższe w przypadku funduszy akcyjnych i zrównoważonych, zaś niższe w przypadku funduszy obligacji i rynku pieniężnego. Średni limit kosztów operacyjnych w grupie 22 funduszy akcyjnych wynosi 4,09% (w tym opłat za zarządzanie 1,94%), przy czym w zależności od funduszu wynoszą one od 2,5% do 6,5%. W obrębie tej grupy niższymi kosztami charakteryzują się fundusze indeksowe, dla których średni limit wynosi 2,625%, zaś średni poziom opłat za zarządzanie – 0,75%.

Niższymi limitami kosztów operacyjnych i opłat za zarządzanie charakteryzują się fundusze zrównoważone i stabilnego wzrostu. Średni poziom opłat za zarządzanie w tej grupie funduszy wynosi 1,86%, zaś średni limit kosztów operacyjnych – 3,69%. Koszty w obrębie tej grupy wykazują jednak silne zróżnicowanie. Siedem funduszy stabilnego wzrostu działających na koniec 1999 roku charakteryzowało się średnim limitem kosztów operacyjnych równym 3,09% i średnim poziomem opłat za zarządzanie 1,68%, w porównaniu z odpowiednio 4,07% oraz 2,00% dla typowych funduszy zrównoważonych. Niższy poziom kosztów funduszy stabilnego wzrostu wynika z zakładanego małego udziału akcji w ich portfelach, co pozwala ograniczyć koszty zarządzania w porównaniu z typowymi funduszami zrównoważonymi. Ponadto większość funduszy stabilnego wzrostu ma postać funduszy

specjalistycznych, tworzonych z myślą o rozwijaniu produktów dla potrzeb III filaru zreformowanego systemu emerytalnego. W funduszach tych mają być lokowane przede wszystkim oszczędności pozyskiwane w ramach pracowniczych programów emerytalnych oraz indywidualnych długoterminowych programów oszczędzania. Długi termin lokat skłania towarzystwa do obniżenia opłat za zarządzanie oraz pozwala ograniczyć niektóre pozycje kosztów operacyjnych.

Najniższy poziom kosztów wykazują fundusze obligacji i rynku pieniężnego. Średni limit kosztów operacyjnych w przypadku funduszy obligacji wynosi 2,99% (w tym opłata za zarządzanie 1,40%), zaś w przypadku funduszy rynku pieniężnego – 2,54% (w tym opłata za zarządzanie 1,29%).

Ogólnie rzecz biorąc, koszty ponoszone przez uczestników funduszy inwestycyjnych w Polsce są stosunkowo wysokie, zwłaszcza gdy porównać je z rynkiem w Stanach Zjednoczonych. Średni limit kosztów operacyjnych w przypadku polskich funduszy wynosi 3,54%, podczas gdy średni całkowity koszt inwestowania w przypadku amerykańskich funduszy zawierał się w przedziale od 1,49% dla funduszy akcji do 0,46% dla funduszy rynku pieniężnego¹. Badania prowadzone na rynku amerykańskim dowodzą jednak występowania znacznych korzyści skali, polegających na tym, że wzrost wartości aktywów w przypadku poszczególnych funduszy prowadzi do obniżenia procentowego udziału kosztów. Przeciętna wartość aktywów przypadających na fundusz inwestycyjny w Stanach Zjednoczonych wynosiła na koniec 1998 r. ponad 750 mln dolarów, podczas gdy dla przeciętnego polskiego funduszu na koniec 1999 r. było to zaledwie 12,3 mln dolarów. Wraz ze wzrostem oszczędności gromadzonych w funduszach inwestycyjnych można oczekiwać, że koszty ponoszone przez uczestników będą ulegały stopniowemu obniżeniu.

Opłaty dystrybucyjne

Niezależnie od kosztów pokrywanych ze środków funduszu, fundusze inwestycyjne mogą pobierać opłaty przy zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych. Opłaty dystrybucyjne mają większe znaczenie w przypadku otwartych funduszy inwestycyjnych. W przypadku funduszy zamkniętych opłata tego rodzaju może zostać pobrana wyłącznie w chwili emisji certyfikatów. Uczestnicy funduszy zamkniętych są jednak obciążeni opłatami maklerskimi

¹ Według *Mutual Fund Fact Book*, Investment Company Institute, 1999 (dane dotyczą 1997 r.)

przy nabywaniu oraz zbywaniu certyfikatów inwestycyjnych na rynku regulowanym, na którym certyfikaty te są notowane.

Fundusze otwarte można podzielić na pobierające opłaty przy zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa oraz te, które opłat tych nie pobierają (bezprowizyjne). Spośród otwartych funduszy działających na rynku w końcu 1999 r. opłat dystrybucyjnych nie pobierało 10 funduszy, zaś pobierały je 52 fundusze. W przypadku funduszy bezprowizyjnych koszty dystrybucyjne obciążają bezpośrednio aktywa funduszu i mają wpływ na wycenę aktywów netto przypadających na jednostkę uczestnictwa.

Opłaty dystrybucyjne służą przede wszystkim pokryciu wynagrodzenia dystrybutorów oraz wynagrodzeniu towarzystwa z tytułu organizacji i nadzoru nad dystrybucją. W przypadku funduszy otwartych statuty określają z reguły maksymalny poziom opłat dystrybucyjnych, pozostawiając towarzystwu ostateczną decyzję co do ich wysokości. Z reguły statut przewiduje możliwość obniżenia opłat w stosunku do wszystkich lub wybranych grup uczestników funduszu oraz wymienia kryteria, od których można uzależnić wysokość pobieranych opłat. Najczęściej stosowanymi kryteriami są wysokość wpłat do funduszu wniesionych przez danego uczestnika, okres uczestnictwa w funduszu, fakt przystąpienia do określonego programu oszczędzania oraz sposób wnoszenia wpłat przez uczestnika funduszu (rozdzielenie wpłat bezpośrednich i wnoszonych za pośrednictwem dystrybutora funduszu). W praktyce fundusze przeprowadzają często akcje promocyjne, które polegają na okresowym obniżeniu bądź zniesieniu opłat dystrybucyjnych.

Spośród otwartych funduszy inwestycyjnych większość pobiera opłatę przy nabywaniu jednostek przez uczestnika. Pięć funduszy przewiduje pobieranie opłat zarówno przy nabywaniu, jak i odkupywaniu jednostek uczestnictwa. Ponadto niektóre fundusze oferują jednostki różnego typu (A, B lub C), które różnią się sposobem pobierania opłat. Celem wprowadzenia jednostek różnego typu jest ułatwienie uczestnikom wyboru struktury opłat, która najbardziej odpowiada ich preferencjom.

Tabela 11 przedstawia zakres maksymalnych opłat dystrybucyjnych pobieranych przez otwarte fundusze inwestycyjne. W praktyce pobierane opłaty dystrybucyjne są podawane w aktualnie obowiązujących tabelach opłat, a ich poziom jest z reguły znacznie niższy od maksymalnego, przewidzianego w statucie. Najwyższe opłaty dystrybucyjne pobierają fundusze akcyjne i zrównoważone, niższe zaś fundusze obligacji i rynku pieniężnego. W tej ostatniej grupie dominują fundusze bezprowizyjne.

Poza opłatami pobieranymi przy zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa, niektóre fundusze otwarte pobierają też jednorazową opłatę za otwarcie rejestru. Opłatami mogą być również obciążone konwersje dokonywane pomiędzy otwartymi funduszami inwestycyjnymi zarządzanymi przez dane towarzystwo.

Zasady opodatkowania

Zgodnie z ustawą o podatku dochodowym od osób prawnych, fundusze inwestycyjne zwolnione są z podatku dochodowego. W praktyce oznacza to, że podatek dochodowy nie obciąża bezpośrednio aktywów funduszy. Podatkiem dochodowym mogą być natomiast obciążone dochody uzyskane przez uczestników funduszy inwestycyjnych z tytułu uczestnictwa w tych funduszach. Jednak zgodnie z ustawą o podatku dochodowym od osób fizycznych, wszelkie przychody związane z uczestnictwem w funduszu inwestycyjnym, w tym z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa lub wykupu certyfikatów inwestycyjnych, a także z tytułu ich umorzenia (w przypadku likwidacji funduszu) są wolne od opodatkowania. Jedynie osoby fizyczne, które nie mają na terytorium Polski miejsca zamieszkania lub pobytu, mogą podlegać podatkowi dochodowemu, jeśli wynika to z przepisów podatkowych obowiązujących w kraju ich zamieszkania. Należy przy tym uwzględnić treść umów międzynarodowych o unikaniu podwójnego opodatkowania zawartych przez Polskę z krajami zamieszkania tych osób.

Dochody z tytułu udziału w funduszach inwestycyjnych są natomiast opodatkowane w przypadku osób prawnych. Zgodnie z obowiązującymi przepisami, przy ustalaniu dochodu ze zbycia jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, lub z tytułu ich umorzenia, wydatki poniesione na ich nabycie stanowią koszt uzyskania przychodów. Osoby prawne płacą więc podatek od różnicy między ceną zbycia a ceną nabycia jednostek uczestnictwa bądź certyfikatów inwestycyjnych. Podatnicy będący osobami prawnymi, które nie mają na terytorium Polski siedziby lub zarządu, podlegają obowiązkowi podatkowemu wyłącznie od dochodów uzyskanych na terytorium Polski. Sposób opodatkowania oraz stawka podatku mająca zastosowanie do tych osób może być inna od zasad i stawek stosowanych w odniesieniu do polskich podmiotów ze względu na treść umów międzynarodowych w sprawie zapobiegania podwójnemu opodatkowaniu.

Zmiany w regulacjach prawnych

Planowane zmiany w ustawie o funduszach inwestycyjnych

W 1999 r. opracowano projekt zmian do ustawy o funduszach inwestycyjnych, który uwzględnia między innymi szereg sugestii wysuwanych przez Stowarzyszenie. Projekt ten przewiduje doprecyzowanie szeregu przepisów, które budziły wątpliwości interpretacyjne, a także wprowadza istotne zmiany w zasadach tworzenia i funkcjonowania funduszy. Uchwalenie zmian w ustawie oczekiwane jest w drugiej połowie bieżącego roku.

Zasadniczą zmianą w ustawie ma być dodanie nowego rozdziału dotyczącego funduszy specjalistycznych zamkniętych. Nowy typ funduszu inwestycyjnego na polskim rynku odpowiadałby formą funduszu typu *venture capital*. W porównaniu z funduszami zamkniętymi charakteryzowałby się on bardziej liberalnymi limitami inwestycyjnymi i mogłyby na przykład inwestować w nieruchomości. Specjalistyczne fundusze zamknięte mogłyby emitować certyfikaty inwestycyjne bez konieczności sporządzania prospektu emisyjnego, co pozwoliłoby znacznie ograniczyć koszty emisji. Z drugiej jednak strony emisja taka nie byłaby dopuszczona do obrotu publicznego i musiałaby być skierowana do mniej niż 300 osób, chyba że wartość nominalna jednego certyfikatu inwestycyjnego przekraczałaby 40 tys. euro. Dokumentem, który zastąpiłby prospekt emisyjny, byłyby tak zwane Warunki emisji certyfikatów inwestycyjnych. Dodatkowym organem specjalistycznego funduszu zamkniętego byłoby zgromadzenie inwestorów, które decydowałoby między innymi o emisji nowych certyfikatów inwestycyjnych oraz zatwierdzałoby roczne sprawozdania funduszu. Organ taki umożliwiałby realizację uprawnień korporacyjnych w znacznie większym stopniu niż rada inwestorów działająca dotychczas w funduszach zamkniętych, a zgodnie z projektem zmian w ustawie – również w funduszach mieszanych.

Nowelizacja ustawy ma także wprowadzić możliwość tworzenia tak zwanych **zbiorczych portfeli papierów wartościowych** (*unit investment trust*). W odróżnieniu od funduszu inwestycyjnego stanowiłyby one formę współwłasności łącznej, bez odrębnej osobowości prawnej. Struktura portfela ustalana byłaby na podstawie regulaminu i mogłaby ulegać zmianom tylko w ściśle ustalonych przypadkach. Jednostki uczestnictwa w zbiorczym portfelu podlegałyby umorzeniu na żądanie uczestnika, jednak w miejsce umorzonych jednostek fundusz nie mógłby emitować nowych.

KPWiG w przygotowywanej nowelizacji przychyliła się również do innych postulatów wysuwanych od dłuższego czasu przez Stowarzyszenie. Przede wszystkim zgodziła się na dopuszczenie do sprzedaży jednostek uczestnictwa przez osoby fizyczne, które będą mogły przyjmować

oświadczenia woli, ale ze względu na ochronę interesów członków funduszu nie będą przyjmowały wpłat na nabycie jednostek uczestnictwa ani otrzymywały lub przekazywały wypłat z tytułu ich odkupienia. Pośrednictwo osób fizycznych powinno w znaczący sposób ułatwić funduszom inwestycyjnym dotarcie z ich ofertą do potencjalnych klientów. Uczestnicy funduszy będą również mogli składać oświadczenia woli za pomocą elektronicznych nośników informacji, co powinno znacznie ułatwić dystrybucję jednostek uczestnictwa na przykład poprzez bankomaty i Internet.

W odniesieniu do funduszy zamkniętych i mieszanych ma nastąpić poszerzenie możliwości dokonywania wpłat o papiery wartościowe oraz o udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością. Rozwiązanie to pozwoli zachęcić do przystępowania do funduszu osoby, które posiadają takie aktywa, ale nie chcą dokonywać ich spieniężenia w celu wniesienia wpłat na nabycie certyfikatów uczestnictwa w momencie ich subskrypcji. Certyfikaty inwestycyjne kolejnych emisji tych funduszy będzie można zbywać z dyskontem w stosunku do ich wartości wynikającej z wyceny aktywów netto, z tym że maksymalną wysokość dyskonta musi określać statut. Przepis ten powinien ułatwić dystrybuowanie kolejnych emisji certyfikatów inwestycyjnych.

Projekt nowelizacji zawiera przepis, który jednoznacznie wskazuje na możliwość korzystania z usług domów maklerskich w zakresie zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu. Rozwiązanie to umożliwia obniżenie kosztów funkcjonowania towarzystwa oraz podniesienie efektywności zarządzania portfelem. Komisja zgodziła się również na wprowadzenie skróconej wersji prospektu funduszy, który publikowany jest w dzienniku o zasięgu ogólnopolskim. Rozwiązania te pozwoliłyby na zmniejszenie kosztów funkcjonowania towarzystw, a tym samym przyczyniłyby się do poprawy ich sytuacji finansowej. Proponowane zmiany mają umożliwić ponadto łączenie funduszy inwestycyjnych otwartych oraz specjalistycznych otwartych w ramach towarzystw. Oznacza to, że w przypadku ewentualnej fuzji towarzystw możliwe będzie połączenie funduszy o tej samej strategii inwestycyjnej bez konieczności likwidowania któregośkolwiek z nich. Znowelizowana ustawa zapewni przy tym należyłą ochronę interesów uczestników łączących się funduszy.

Znowelizowana ustawa ma uściślić kwestię niektórych obowiązujących fundusze limitów inwestycyjnych, których interpretacja jest obecnie niejednoznaczna. Projekt przewiduje liberalizację limitów inwestycyjnych w przypadku listów zastawnych emitowanych przez banki hipoteczne oraz papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu

terytorialnego. Ponadto w odniesieniu do funduszy zamkniętych i mieszanych proponuje się zniesienie przepisu o minimalnej wymaganej wartości aktywów netto, a w odniesieniu do funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych – obniżenie tego limitu z 2,5 mln zł do 2 mln zł.

W projekcie przewidziano dodanie rozdziału określającego warunki dystrybuowania na terytorium Polski tytułów uczestnictwa otwartych funduszy inwestycyjnych, które mają siedziby w państwach Unii Europejskiej. Pozwoli to dostosować treść ustawy do przepisów dyrektywy Rady Wspólnot Europejskich 58/611/EEC z dnia 20 grudnia 1985 r. Zgodnie z projektem, fundusz zagraniczny lub spółka nim zarządzająca, które zamierzają rozpocząć dystrybuowanie tytułów uczestnictwa na terenie Polski, będą zobowiązane do poinformowania o tym zamiarze KPWiG oraz przedstawienia jej odpowiednich dokumentów, a także do opublikowania takich samych informacji i dokumentów, jakich wymagają przepisy prawa w państwie siedziby funduszu lub zarządzającej nim spółki. Komisja sprawować będzie nadzór nad funduszami zagranicznymi jedynie w zakresie zbywania tytułów uczestnictwa. Do dystrybucji dopuszczone będą fundusze, które spełniają warunki wymienione w wymienionej dyrektywie (potwierdzi to właściwy organ nadzoru w państwie siedziby).

Spośród aktów prawnych, które były przedmiotem prac Parlamentu w 1999 r., najistotniejsze znaczenie dla rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce miała niewątpliwie nowelizacja ustawy z 22 sierpnia 1997 r. o pracowniczych programach emerytalnych (PPE). Brak tej nowelizacji w praktyce zahamował start III filara zreformowanego systemu ubezpieczeń społecznych, pracodawcy wstrzymywali się bowiem z decyzją o utworzeniu w swojej firmie PPE do czasu wyjaśnienia wszelkich kwestii spornych związanych z ich funkcjonowaniem (do końca 1999 r. Urząd Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi zarejestrował tylko trzy pracownicze programy emerytalne, z których wszystkie mają formę umowy o wnoszenie składek do funduszy inwestycyjnych). Po długotrwałych dyskusjach między zainteresowanymi stronami, toczonych na forum nadzwyczajnej podkomisji zajmującej się rozpatrzeniem projektu nowelizacji ustawy o PPE, i po poprawkach Senatu, 2 marca 2000 r. Sejm uchwalił ustawę *o zmianie ustawy o pracowniczych programach emerytalnych oraz niektórych innych ustaw*. Oto krótka prezentacja przygotowanych zmian.

Posłowie postanowili, że tak zwaną składkę podstawową wnoszoną do PPE, w wysokości nie większej niż 7% wynagrodzenia uczestnika

Nowelizacja ustawy o pracowniczych programach emerytalnych

programu, finansował będzie **pracodawca**, a nie jak to miało miejsce dotychczas – pracownik. W najbardziej kontrowersyjnej kwestii, dotyczącej liczby form PPE, które mogą występować w jednej firmie, zdecydowano, że pracownicze programy emerytalne mogą być prowadzone (według wyboru pracodawców) **wyłącznie w jednej** z następujących form (art. 7 ust. 1):

- 1 pracowniczego funduszu emerytalnego,
- 2 umowy o wnoszenie przez pracodawcę składek pracowników do funduszu inwestycyjnego,
- 3 umowy grupowego inwestycyjnego ubezpieczenia na życie pracowników z zakładem ubezpieczeń,
- 4 umowy grupowego inwestycyjnego ubezpieczenia na życie pracowników z towarzystwem ubezpieczeń, na podstawie której pracownicy staną się jego członkami.

Rozwiązanie to zostało przyjęte w wyniku nieodrżucenia poprawki Senatu do pierwotnej wersji nowelizacji, która przewidywała możliwość prowadzenia PPE w jednej lub dwóch z dopuszczalnych form. Przeważało więc stanowisko reprezentowane przez Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej oraz UNFE, zgodnie z którym możliwość tworzenia w jednym zakładzie więcej niż jednej formy pracowniczego programu emerytalnego utrudni warunki jego negocjowania przez pracodawców oraz reprezentację pracowników (co opóźni prace nad jego tworzeniem), przyczyni się do wzrostu kosztów jego funkcjonowania oraz wyeliminuje korzyści związane z charakterem grupowym PPE. Natomiast zdaniem towarzystw funduszy inwestycyjnych rozwiązanie to nie jest korzystne, bowiem nie pozwala ono na dostosowanie formy zabezpieczenia emerytalnego w przypadku, gdy zabezpieczana grupa pracowników jest zróżnicowana pod względem wieku (wybór pomiędzy formą ubezpieczeniową a oszczędnościową). Ponadto w praktyce uniemożliwi pracodawcom tworzenie innych programów niż ubezpieczeniowe, gdyż w większości firm działają już grupowe ubezpieczenia na życie, które wystarczy tylko przekształcić w PPE.

W cytowanym powyżej art. 7 ust. 1 wprowadzono jeszcze jedną istotną zmianę. W wyniku kompromisu między stanowiskiem prezentowanym przez środowisko funduszy inwestycyjnych a wcześniejszym stanowiskiem ubezpieczycieli postanowiono, że umowy o tworzeniu PPE zawierane z zakładem ubezpieczeń na życie lub towarzystwem ubezpieczeń wzajemnych na życie zamiast dotychczasowej nazwy „ubezpieczenie na życie związane z funduszem inwestycyjnym” przybiorą postać

„grupowego inwestycyjnego ubezpieczenia na życie”. Zmiana ta była efektem postulatów TFI, które od dłuższego czasu wskazywały na fakt, iż termin „fundusz inwestycyjny” jest terminem zastrzeżonym wyłącznie dla podmiotów tworzonych i działających zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych. Sytuacja, w której ubezpieczyciele posługiwali się tą nazwą przy tworzeniu PPE (jak dzieje się to obecnie w przypadku polis na życie), wprowadzałaby w błąd potencjalnych uczestników tych programów co do ich faktycznej sytuacji prawnej. Aby umowa grupowego inwestycyjnego ubezpieczenia na życie mogła być formą porównywalną z umową o wnoszenie składek do funduszu inwestycyjnego (głównie pod względem obowiązków informacyjnych i limitów inwestycyjnych), do ustawy wprowadzono szereg przepisów, które szczegółowo regulują wyżej wymienione kwestie. W celu zwiększenia przejrzystości umowy postanowiono, że powinna być w niej wyróżniona część składki, która staje się środkami, część, która jest przeznaczona na ochronę ubezpieczeniową, oraz część pokrywająca koszty zakładu ubezpieczeń lub towarzystwa ubezpieczeń. Instytucje te będą dokonywały wycen aktywów funduszy w ramach PPE i ogłaszały je (nie rzadziej niż raz w miesiącu) w dzienniku o zasięgu ogólnopolskim, łącznie z danymi pozwalającymi uczestnikowi programu na ustalenie wartości przypadającej mu części aktywów funduszu. Zostały one również zobowiązane do ogłaszania rocznych i półrocznych szczegółowych informacji o funduszach tworzonych w związku z zawartymi w ramach PPE umowami grupowego inwestycyjnego ubezpieczenia na życie, których zakres zostanie określony w oddzielnym rozporządzeniu.

W nowelizacji ustawy wymieniono liczne kategorie instrumentów finansowych, w które zakład ubezpieczeń i towarzystwo ubezpieczeń mogą lokować aktywa stanowiące pokrycie swoich funduszy (art. 7a ust. 6). Wśród nich znalazły się między innymi certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte i mieszane oraz jednostki uczestnictwa zbywane przez fundusze inwestycyjne otwarte i specjalistyczne otwarte.

Nowelizacja ustawy o PPE przewiduje, że pracodawcy prowadzący dla pracowników grupowe ubezpieczenia na życie związane z funduszem inwestycyjnym lub inną formę grupowego gromadzenia środków na cele emerytalne, korzystający na mocy odrębnych przepisów z prawa do odliczania poniesionych wydatków od podstawy wymiaru na ubezpieczenia społeczne, mogą dostosować istniejące umowy do warunków ustawy i utworzyć PPE.

Sejm przyjął ponadto zapis zwalniający z podatku dochodowego od osób fizycznych wypłaty oszczędności zgromadzone we wszystkich

formach PPE, a nie tylko w jednej (pracownicze fundusze emerytalne) jak to miało miejsce dotychczas. Zrównano również w prawach wszystkie formy PPE odnośnie zwolnienia z podatku od spadku i darowizn środków zgromadzonych przez uczestników, które będą wypłacane osobom wskazanym w deklaracji uczestnictwa w programie.

Akty wykonawcze do ustawy o funduszach inwestycyjnych

W 1999 r. weszły w życie trzy akty wykonawcze do ustawy o funduszach inwestycyjnych:

- 1** Rozporządzenie Rady Ministrów z 15 grudnia 1998 r. w sprawie zakresu oraz terminów dostarczania Komisji Papierów Wartościowych i Giełd okresowych sprawozdań i bieżących informacji dotyczących działalności i sytuacji finansowej towarzystw funduszy inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych (Dz. U. Nr 161 z 1998 r., poz. 1077) – obowiązuje od 1 stycznia 1999 r.;
- 2** Rozporządzenie Rady Ministrów z 22 lipca 1999 r. w sprawie trybu likwidacji funduszy inwestycyjnych (Dz. U. Nr 65, poz. 738) – obowiązuje od 24 sierpnia 1999 r.;
- 3** Rozporządzenie Ministra Finansów z 9 września 1999 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych (Dz. U. Nr 77, poz. 868) – obowiązuje od 9 października 1999 r.

Rozporządzenie z 15 grudnia 1998 r. zostało wydane na podstawie art. 127 ust. 2 ustawy o funduszach inwestycyjnych. Ma ono przede wszystkim umożliwić Komisji Papierów Wartościowych i Giełd sprawowanie nadzoru i kontroli nad przestrzeganiem przez podmioty działające na tym rynku zakazów i ograniczeń zapisanych w tej ustawie, co z kolei ma zapewnić ochronę interesów uczestników funduszy. Rozporządzenie stanowi, że towarzystwa funduszy inwestycyjnych zobowiązane są do przekazywania KPWiG (w ciągu 15 dni od zatwierdzenia) rocznego sprawozdania finansowego wraz ze sprawozdaniem za rok obrotowy oraz opinią i raportem biegłego rewidenta. Towarzystwa dostarczają Komisji również sprawozdania miesięczne, nie później niż do 20. dnia następnego miesiąca. Ponadto towarzystwa mają obowiązek niezwłocznego przekazywania KPWiG (w formie raportu bieżącego) określonych w rozporządzeniu informacji, które dotyczą ich działalności i sytuacji finansowej.

Na mocy tego samego rozporządzenia fundusze inwestycyjne dostarczają Komisji zatwierdzone roczne i półroczne sprawozdania finansowe

wraz z oświadczeniem depozytariusza oraz opinią i raportem biegłego rewidenta, odpowiednio w okresie 4 i 2 miesięcy od zakończenia danego okresu sprawozdawczego. Fundusze przekazują KPWiG również sprawozdania okresowe. W przypadku funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych są to sprawozdania kwartalne, zaś w przypadku funduszy zamkniętych i mieszanych sprawozdanie okresowe dotyczy okresu, jaki upłynął od przedostatniej do ostatniej wyceny jego aktywów (w sytuacji gdy statut przewiduje dokonywanie wyceny aktywów z częstotliwością większą niż raz na kwartał, fundusz przekazuje sprawozdania kwartalne). Ponadto wszystkie fundusze inwestycyjne zobowiązane są do dostarczania Komisji określonych w rozporządzeniu informacji bieżących.

Rozporządzenie z 22 lipca 1999 r. określa szczegółowo procedurę likwidacji funduszy inwestycyjnych, której ogólne ramy zawiera rozdział X ustawy o funduszach inwestycyjnych. Na mocy tego rozporządzenia rozpoczęcie likwidacji funduszu następuje z datą określoną w decyzji KPWiG. W czasie trwania likwidacji fundusz nie zbywa ani nie odkupuje jednostek uczestnictwa, nie emituje oraz nie wykupuje certyfikatów inwestycyjnych (z wyjątkiem wypłat zgodnych z art. 141 ust. 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych), a także nie dokonuje przewidzianych w statucie funduszu wypłat dochodów innego rodzaju. O rozpoczęciu likwidacji funduszu towarzystwo informuje osoby, którym powierzyło wykonywanie swoich obowiązków, oraz podmioty, za pośrednictwem których fundusz zbywa i odkupuje (wykupuje) tytuły uczestnictwa. Z chwilą otwarcia likwidacji, prawo do reprezentowania i zarządzania funduszem przysługuje wyłącznie likwidatorowi, który winien niezwłocznie opublikować trzy ogłoszenia o rozpoczęciu likwidacji, z których pierwsze powinno być dokonane w terminie 14 dni od dnia doręczenia decyzji KPWiG (zawartość ogłoszeń określa art. 6 ust. 4 rozporządzenia). Towarzystwo lub depozytariusz są zobowiązani do przekazania likwidatorowi wszelkich dokumentów i nośników informacji dotyczących działalności funduszu. Po ich otrzymaniu likwidator sporządza sprawozdanie finansowe rozpoczęcia likwidacji oraz przedstawia Komisji harmonogram oraz sposób dokonywania czynności związanych z likwidacją, w tym sposób podejmowania decyzji o zbyciu aktywów oraz sposób i kolejność dokonywania wypłat środków pieniężnych wierzycielom i uczestnikom funduszu. Po zakończeniu likwidacji likwidator sporządza sprawozdanie zawierające co najmniej bilans zamknięcia, listę podmiotów, które zgłosiły roszczenia wobec funduszu, oraz wyliczenie kosztów likwidatora na dzień zakończenia likwidacji, a w terminie 14 dni od dnia zaspokojenia wierzycieli i umorzenia tytułów uczestnictwa

przekazuje do sądu rejestrowego wniosek o wykreślenie zlikwidowanego funduszu z rejestru.

Rozporządzenie z 9 września 1999 r. określa szczególne zasady rachunkowości funduszy inwestycyjnych, wzory składników sprawozdania finansowego, terminy sporządzania i złożenia do ogłoszenia rocznych i półrocznych sprawozdań finansowych oraz termin zatwierdzenia rocznego sprawozdania finansowego. Zasady rachunkowości opisane są w rozdziałach: drugim („Prowadzenie ksiąg rachunkowych”), trzecim („Ujmowanie w księgach rachunkowych operacji dotyczących funduszu”) i czwartym („Wycena aktywów oraz ustalenie zobowiązań i wyniku z operacji”) tegoż rozporządzenia. Rozdział piąty („Sprawozdania finansowe”) wyszczególnia elementy sprawozdania finansowego – wstęp, bilans, rachunek wyniku z operacji, zestawienie lokat, zestawienie zmian w aktywach netto oraz noty objaśniające. Dokładne składniki każdego z tych elementów zawarte są w pięciu załącznikach do rozporządzenia. Roczne sprawozdanie finansowe funduszu sporządza się w terminie trzech miesięcy od zakończenia roku obrotowego, przy czym uchwała walnego zgromadzenia akcjonariuszy towarzystwa w sprawie jego zatwierdzenia powinna być podjęta w terminie czterech miesięcy od zakończenia roku obrotowego. Sprawozdanie półroczne sporządza się natomiast w terminie dwóch miesięcy od zakończenia pierwszego półrocza roku obrotowego. Złożenie do ogłoszenia sprawozdania rocznego następuje w ciągu siedmiu dni od dnia jego zatwierdzenia przez WZA, jednak nie później niż w terminie czterech miesięcy od zakończenia roku obrotowego. W przypadku sprawozdania półrocznego złożenie do ogłoszenia następuje w terminie dwóch miesięcy od zakończenia pierwszego półrocza roku obrotowego.

W 1999 r. wydano także analogiczne rozporządzenie dotyczące funduszy powierniczych. Jest to Rozporządzenie Ministra Finansów z 26 października 1999 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości, w tym również wzorów składników sprawozdań finansowych funduszy powierniczych (Dz. U. Nr 90, poz. 1007) – weszło ono w życie 8 listopada ubiegłego roku.

Inne regulacje prawne

W 1999 r. weszło również w życie kilka aktów wykonawczych, które choć nie zostały wydane na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych, odnoszą się w pewnym stopniu także i do tych podmiotów. Od 1 stycznia ubiegłego roku obowiązują trzy rozporządzenia Rady Ministrów z 22 grudnia 1998 r., wydane na podstawie ustawy Prawo

o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Wszystkie one dotyczą emitentów papierów wartościowych, mają więc zastosowanie do funduszy inwestycyjnych zamkniętych i mieszanych, które zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych emitują papiery wartościowe w postaci certyfikatów inwestycyjnych. Pierwsze z tych rozporządzeń (Dz. U. Nr 163 z 1998 r., poz. 1160) określa rodzaj, formę i zakres informacji bieżących i okresowych oraz termin ich przekazywania przez emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu. Drugie rozporządzenie (Dz. U. Nr 163 z 1998 r., poz. 1161) precyzuje obowiązki informacyjne i publikacyjne tych emitentów, których papiery wartościowe wprowadzane są wyłącznie do wtórnego obrotu na regulowanym rynku pozagiełdowym oraz terminy ich przekazywania. Trzecie natomiast (Dz. U. Nr 163 z 1998 r., poz. 1162) określa szczegółowe warunki, jakim powinien odpowiadać prospekt emisyjny, skrót prospektu emisyjnego oraz memorandum informacyjne i skrót memorandum informacyjnego.

Z kolei 30 grudnia minionego roku zaczęło obowiązywać Rozporządzenie Ministra Finansów z 19 listopada 1999 r. w sprawie zakresu dodatkowych informacji podawanych w sprawozdaniach finansowych innych niż banki jednostek będących emitentami papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu lub emitentami papierów wartościowych ubiegającymi się o ich dopuszczenie do publicznego obrotu (Dz. U. Nr 100, poz. 1173). Stanowi ono, iż w przypadku emitentów będących funduszami inwestycyjnymi, w informacji dodatkowej do sprawozdania finansowego podaje się informacje zawarte w art. 37 ust. 2 opisanego wcześniej rozporządzenia dotyczącego szczególnych zasad rachunkowości funduszy (elementy wstępu sprawozdania) oraz w załączniku nr 5 do tego rozporządzenia (zawartość not objaśniających). Należy również zaznaczyć, że 14 lipca ubiegłego roku weszła w życie Uchwała Rady GPW w Warszawie w sprawie określenia dodatkowych warunków i trybu dopuszczenia certyfikatów inwestycyjnych do obrotu giełdowego. Jak dotychczas nie miała ona jednak zastosowania, ponieważ jedyny działający w 1999 r. fundusz zamknięty wybrał na miejsce notowań Centralną Tabelę Ofert.

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych – członkowie STFI

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych BANKU HANDLOWEGO SA	Adres Telfax Internet Kapitał akcyjny Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Wolska 167, 01-258 Warszawa (022) 690-1608 / (022) 690-2055 www.kapitalhandlowy.com 6 mln zł Andrzej Kołatkowski Bank Handlowy w Warszawie SA – 100%
CAIB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA	Adres Telfax Internet Kapitał akcyjny Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Emilii Plater 53, 00-113 Warszawa (022) 520-9799 / (022) 520-9798 — 6 mln zł Grzegorz Świątlik CAIB Securities SA – 100%
DWS Polska Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA	Adres Telfax Internet Kapitał akcyjny Członkowie zarządu Akcjonariusze	ul. Sienna 39, Warsaw Towers XI p., 00-121 Warszawa (022) 526-6800 / (022) 526-6801 www.dws.com.pl 25 mln zł Norbert Czyponka, Piotr Linke, Jak Mieczkowski Deutsche Fonds Holding GmbH – 100%
FORUM Zachodnie Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA	Adres Telfax Internet Kapitał akcyjny Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Ofiar Oświęcimskich 41/43, 50-950 Wrocław (071) 341-9386 / (071) 443-565 www.forum.pl 8 mln zł Tomasz Maliszewski Bank Zachodni SA – 51% Forum Financial Group Poland LLC – 49%
ING BSK Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA	Adres Telfax Internet Kapitał akcyjny Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Powstańców 28, 40-039 Katowice (032) 757-2655 / (032) 757-2656 www.ingbsk.com.pl 10 mln zł Dorota Winczewska ING BSK Asset Management SA – 100%
KORONA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA	Adres Telfax Internet Kapitał akcyjny Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Grzybowska 4, 00-131 Warszawa (022) 654-7802 / (022) 654-7799 www.korona.com.pl 34 mln zł Zbigniew Jakubowski Bank Gospodarki Żywnościowej SA – 100%
PBK ATUT Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA	Adres Telfax Internet Kapitał akcyjny Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Szymczaka 5, 01-227 Warszawa (022) 631-8883 / (022) 632-9820 www.pbkatut.com.pl 15 mln zł Jarosław Biernacki Powszechny Bank Kredytowy SA – 100%
PIONEER Pierwsze Polskie Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA	Adres Telfax Internet Kapitał akcyjny Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Stawki 2, 00-193 Warszawa (022) 635-6202 / (022) 635-8145 www.pioneer.com.pl 10 mln zł Philip White PIONEER International Corporation – 100%
PKO/CREDIT SUISSE Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA	Adres Telfax Internet Kapitał akcyjny Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa (022) 521-5600 / (022) 521-5601 www.pko-cs.com.pl 12 mln zł Giovanni Miccoli PKO BP – 50% Credit Suisse Asset Management Holding Europe (Luxembourg) SA – 50%
PEKAO/ALLIANCE Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA	Adres Telfax Internet Kapitał akcyjny Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Domaniewska 41, 02-672 Warszawa (022) 606-0001 / (022) 606-0005 www.przymierze.com.pl 25 mln zł Tomasz Bańkowski Bank Polska Kasa Opieki SA Grupa Pekao SA – 51% Alliance Capital Management of Delaware – 49%
Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU SA	Adres Telfax Internet Kapitał akcyjny Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Grzybowska 77, 00-844 Warszawa (022) 661-5043 / (022) 661-5052 www.tfipzu.com.pl 6 mln zł Czesław Gawłowski PZU na Życie S.A. – 100%
SEB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA	Adres Telfax Internet Kapitał akcyjny Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Szturmowa 2, 02-687 Warszawa (022) 607-2476 / (022) 607-2500 www.seb.pl 12 mln zł Zenon Słomski Skandinaviska Enskilda Banken AB – 100%
SKARBIEC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA	Adres Telfax Internet Kapitał akcyjny Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Bartycka 22, 00-716 Warszawa (022) 522-9400 / (022) 522-9431 www.skarbiec.com.pl 33,3 mln zł Andrzej Dorosz Bank Rozwoju Eksportu – 60% Allgemeine Deutsche Investment GmbH – 40%
WBK AIB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA	Adres Telfax Internet Kapitał akcyjny Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. 27 Grudnia 13, 61-737 Poznań (061) 855-7322 / (061) 855-7321 — 8 mln zł Krzysztof Samotij WBK AIB Asset Management SA – 100%

ISBN 83-87014-57-5