



## Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych

**Raport 2002**

<b>List do raportu rocznego</b>	<b>3</b>
<b>Rynek funduszy inwestycyjnych w 2002 roku</b>	<b>5</b>
Warunki działalności funduszy inwestycyjnych	5
Towarzystwa funduszy inwestycyjnych i fundusze inwestycyjne	10
Aktywa funduszy inwestycyjnych	15
Udział w rynku towarzystw i funduszy inwestycyjnych	18
Napływ środków do funduszy inwestycyjnych	20
<b>Wyniki funduszy inwestycyjnych</b>	<b>22</b>
Czynniki wpływające na wyniki funduszy inwestycyjnych w latach 1998-2002	22
Wyniki funduszy inwestycyjnych w 2002 roku	24
Fundusze akcyjne	25
Fundusze hybrydowe	26
Fundusze obligacji	27
Fundusze rynku pieniężnego	28
Podsumowanie	29
<b>Koszty funduszy inwestycyjnych</b>	<b>30</b>
Koszty pokrywane ze środków funduszu	30
Opłaty dystrybucyjne	31
Zasady opodatkowania	33
<b>Kodeks dobrych praktyk</b>	<b>35</b>
<b>Zmiany w regulacjach prawnych</b>	<b>37</b>

## List do raportu rocznego.

Rok 2002 był rokiem dużych nadziei. Był to kolejny rok znacznego wzrostu aktywów Funduszy Inwestycyjnych. W roku tym aktywa przewyższyły wartość 22 mld PLN. Tendencja wzrostu wyraźnie się umocniła, a wraz z nią nadzieja, że jest to zjawisko trwałe zawitała w Towarzystwach Funduszy Inwestycyjnych, które to od początku swej działalności w naszym kraju inwestowały w rozwój sektora funduszy inwestycyjnych w Polsce wierząc, że wzorem innych państw rozwiniętych rynek ten będzie wzrastał a fundusze inwestycyjne skupią pod swym zarządem część aktywów polskich podobną do funduszy na rynkach rozwiniętych, czyli znacznie więcej niż obecnie.

Fundusze inwestycyjne w Polsce tak jak i w innych krajach odgrywają istotną rolę w gospodarce - wspierają jej rozwój kierując aktywa pochodzące od tysięcy inwestorów w różne obszary gospodarki.

Fakt, że fundusze inwestycyjne są najbardziej przejrzystym instrumentem finansowym, o jednoznacznie sformułowanych zasadach inwestowania, bezpiecznym i dostarczającym bieżącej informacji o wynikach inwestowania, jest coraz bardziej uświadamiany przez rynek. Pozwala to zwiększać liczbę osób powierzających swe środki funduszom inwestycyjnym.

Wzrost tego sektora rynku finansowego jest również wielkim wyzwaniem dla całego środowiska Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce. Wyzwanie to potęguje przystąpienie Polski do Unii Europejskiej. Aby móc skutecznie konkurować z funduszami z innych krajów europejskich, polskie fundusze chcą działać na tych samych prawach, co zagraniczne. Zapewnieniu równości ma służyć nowa Ustawa o Funduszach Inwestycyjnych, której fundamenty zostały przygotowane przy aktywnym udziale środowiska Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych i we współpracy z KPWiG. Fakt ten również budzi nadzieje - po raz pierwszy w pracach nad tworzeniem prawa biorą udział praktycy, których prawo to będzie dotyczyć. Ustawa ma wprowadzić możliwość nowych rozwiązań produktowych, takich jak fundusz funduszy, „Umbrella Funds”, ustawy standard funduszu rynku pieniężnego, uatrakcyjniając dotychczasową ofertę funduszy inwestycyjnych w Polsce.

Kolejnym kamieniem milowym jest zaproponowana przez Rząd koncepcja Indywidualnych Kont Emerytalnych. Przyjęta przez Rząd, jest dowodem wyjścia na przeciw inicjatywie zgłoszonej przez Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce. Inicjatywie wskazującej na potrzebę stworzenia indywidualnego mechanizmu oszczędzania, stymulowanego dodatkowo przez zachętę podatkową. W procesie gromadzenia środków na emeryturę Konta Emerytalne nie tylko są istotne dla każdego obywatela zainteresowanego własną przyszłością, pozwalając gromadzić środki na tę część życia, która trwa coraz dłużej ze względu na wydłużającą się długość życia, ale i z powodów związanych z gospodarką kraju. Środki gromadzone na emeryturę mają charakter długoterminowy. Brak jest w naszym kraju, rodzimego kapitału długoterminowego. Taki kapitał pozwala na podjęcie szeregu koniecznych inwestycji podnoszących jakość życia w Polsce np.: inwestycji infrastrukturalnych.

Wzrost sektora budzi nadzieję na transformację formy współdziałania środowiska - nadzieję na powołanie „Izby Samorządowej” otwartej dla innych, dotychczas niezrzeszonych podmiotów (zgodnie z uchwałą Walnego Zgromadzenia STFI w Polsce) specjalizujących się w zarządzaniu aktywami (Asset Management). Widząc podobieństwo

zasad działania oraz szeroki wspólny obszar spraw i dążeń. Realizacja tych zamierzeń związana jest z Uchwaleniem ustawy o Funduszach Inwestycyjnych.

Uchwalenie tej ustawy jest zaplanowane na rok 2003. Proces ten budzi silne nadzieje środowiska. W związku z tym STFI w Polsce i wszyscy jego Członkowie deklarują swój udział w pracach nad ustawą, opracowywaniu ekspertyz i służenie opinią praktyków, jeśli ich opinia będzie potrzebna przy tworzeniu tego ważnego dla środowiska prawa.

Z poważaniem,

Marek Łukaszewski  
Prezes Zarządu STFIwP

## Rynek funduszy inwestycyjnych w 2002 roku

### Warunki działalności funduszy inwestycyjnych

Rok 2002 był drugim z kolei, w którym tempo wzrostu gospodarczego utrzymywało się na niskim poziomie. Wzrost realny produktu krajowego brutto wyniósł 1,3%, podczas gdy rok wcześniej wzrost ten osiągnął poziom 1,0%, a w 2000 r. 4,0%. Poziom PKB w wyrażeniu nominalnym, tj. w cenach bieżących, wyniósł 769,4 mld zł. O ile jednak w roku 2001 tempo rozwoju polskiej gospodarki malało z kwartału na kwartał, to w 2002 roku następowało stopniowe przyspieszanie – podczas gdy w pierwszym kwartale wzrost PKB wyniósł zaledwie 0,4%, to w czwartym już 2,1%, czyli najwięcej od pierwszego kwartału 2001 r.

Wzrost PKB wspierała rosnąca konsumpcja i eksport. Spożycie indywidualne wzrosło w 2002 r. o 3,3% (rok wcześniej 2,0%), a nakłady brutto na środki trwałe spadły o 7,2% (w 2001 r. 8,8%), przy czym spadek nakładów inwestycyjnych był z kwartału na kwartał coraz mniejszy. W rezultacie popyt krajowy wzrósł o 0,8%. Oznacza to wprawdzie poprawę w porównaniu z rokiem 2001, kiedy analogiczny wskaźnik wyniósł –1,7%, ale poziom ten był nadal znacząco niższy niż w poprzednich latach (2,8% w 2000 r., 4,8% w 1999 r.).

Poprawie ulegała w 2002 roku sytuacja w handlu zagranicznym. Według danych GUS eksport w cenach bieżących wzrósł o 13,0%, zaś import zwiększył się o 9,0% (w ujęciu dolarowym było to odpowiednio 13,6% i 9,6%, a w euro 8,2% i 4,4%). Dynamika obrotów w handlu zagranicznym była więc znacznie wyższa niż w 2001 r., kiedy to eksport w cenach bieżących (w porównaniu z rokiem 2000) zwiększył się o 7,4%, a import zmalał o 3,2%. Nieznacznie zmniejszyło się również ujemne saldo w wymianie handlowej – z 58,1 mld zł (14,2 mld USD, 15,8 mld euro) w 2001 r. do 57,5 mld zł (14,1 mld USD, 15,0 mld euro). Polski eksport pozostaje więc odporny na przedłużającą się stagnację gospodarczą u naszych najważniejszych partnerów handlowych, zwłaszcza Niemiec. Wyniki handlu zagranicznego pokazują, iż polscy eksporterzy potrafili skutecznie działać w sytuacji słabego popytu na rynku europejskim oraz w warunkach mocnego złotego. Według danych NBP średnioroczny kurs dolara w 2002 r. był niższy niż rok wcześniej o 0,4%, natomiast

euro umocniło się względem złotego (głównie za sprawą jego aprecjacji w stosunku do dolara) o 5,1%.

Coraz lepszą sytuację odnotowywano w 2002 roku także na rachunku obrotów bieżących. Wynikało to zarówno z poprawy salda obrotów towarowych, jak i utrzymującego się wysokiego salda nieklasyfikowanych obrotów bieżących. Według danych NBP deficyt na rachunku obrotów bieżących zmalał z 7,2 mld zł w 2001 r. do 6,7 mld zł w 2002 r., co oznacza spadek z 3,8% do 3,3% PKB. Deficyt na rachunku obrotów bieżących został zrównoważony przez nadwyżkę na rachunku obrotów kapitałowych i finansowych. Wyraźnemu spowolnieniu napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich (z 7,0 do 4,1 mld USD) towarzyszył znacznie wyższy niż rok wcześniej napływ inwestycji portfelowych (2,8 mld USD w 2002 r. wobec 1,1 mld USD w 2001 r.), dotyczących przede wszystkim polskich instrumentów dłużnych (3,4 mld USD). Wielkość oficjalnych aktywów rezerwowych wyniosła na koniec 2002 roku 29,8 mld USD, czyli była (według danych o imporcie NBP) ponad siedmiokrotnie wyższa od średniej miesięcznej wartości importu towarów i usług w minionym roku.

Stopniowe ożywienie w polskiej gospodarce znalazło swoje odzwierciedlenie w wynikach finansowych przedsiębiorstw. Według badanej przez GUS próbki, firmy odnotowały w 2002 roku nieznacznie korzystniejsze wyniki finansowe w porównaniu z rokiem poprzednim, mimo ukształtowania się przychodów z całokształtu działalności na poziomie nieco niższym od uzyskanego w 2001 r. Wobec mniejszego wzrostu kosztów niż przychodów, w nieznacznym stopniu poprawiły się podstawowe wskaźniki ekonomiczno-finansowe. Przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów były wyższe niż rok wcześniej, co przy niższych kosztach działalności wpłynęło na wyraźną poprawę jej rentowności. Jednocześnie odnotowano znaczne pogorszenie wyników na pozostałej działalności operacyjnej oraz na działalności finansowej. Trudna sytuacja gospodarcza nie ominęła również spółek notowanych na GPW w Warszawie.

Wyniki finansowe większości z nich były dość przeciętne, co przełożyło się na niskie notowania ich akcji, a w rezultacie na rozczarowujące wyniki osiągnięte przez fundusze akcyjne i hybrydowe. Jedynie styczeń 2002 roku okazał się korzystny dla inwestorów giełdowych (WIG20 wzrósł wówczas o 19,6%). Dalsze miesiące przyniosły spadki głównych indeksów giełdowych (z przerwą w maju), które nasiliły się w czerwcu i lipcu i trwały do końca września. Dopiero pod koniec roku indeks WIG20 odrobił większość strat, zaś indeks WIG zakończył rok nawet na niewielkim plusie. W dużej mierze było to wynikiem zakończenia w Kopenhadze negocjacji w sprawie akcesji naszego kraju do Unii

Europejskiej oraz pozytywnego dla Polski rozstrzygnięcia referendum unijnego w Irlandii. Dużo gorsze wyniki zanotowały fundusze inwestujące w akcje zagranicznych firm. Brak spodziewanego ożywienia gospodarczego oraz wielkie afery księgowo (tzw. kreatywna księgowość) dotknęły dotkliwie giełdy amerykańskie i zachodnioeuropejskie. Spadki na giełdach w Stanach Zjednoczonych przekroczyły 20%, zaś jeszcze bardziej spadła większość europejskich indeksów, które na przełomie lata i jesieni pogłębiały swe kilkuletnie minima. Choć koniec roku przyniósł na większości światowych parkietów wzrosty, droga do odrobienia poniesionych wcześniej strat jest jeszcze daleka.

Podobnie jak rok wcześniej, warunki działalności funduszy inwestycyjnych były w poważnym stopniu determinowane prowadzoną przez RPP polityką monetarną. W 2002 roku kontynuowany był trwający od początku 2001 r. proces obniżania nominalnych stóp procentowych. W efekcie aż ośmiu obniżek (jedna więcej niż w 2001 r.) stopa redyskontowa spadła z 14% do 7,5%, a główna stopa referencyjna z 11,5% do 6,75%. Uzasadnieniem tych obniżek była przede wszystkim spadająca inflacja. Rok 2002 okazał się drugim z kolei rokiem szybkiego ograniczania presji inflacyjnej w Polsce. Roczna dynamika inflacji spadła z 3,6% w grudniu 2001 r. do 0,8% w końcu 2002 r., zaś średnioroczna inflacja spadła z 5,5% w 2001 r. do 1,9% w roku ubiegłym. Spadki stóp procentowych skutkowały znacznym obniżeniem rentowności papierów skarbowych. Średnia rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych obniżyła się z 10,8% w końcu 2001 roku do 5,7% pod koniec 2002 roku. Krzywa dochodowości instrumentów dłużnych uległa znacznemu przesunięciu w dół. Spadki rentowności i wzrost cen obligacji były również konsekwencją dużego zainteresowania ze strony kapitału zagranicznego z uwagi na wysoki zysk i zbliżające się przystąpienie Polski do UE. Spadały także stopy procentowe rynku międzybankowego – trzymiesięczny WIBOR obniżył się z 11,91% w końcu 2001 r. do 6,87% dwanaście miesięcy później.

Obniżki stóp procentowych istotnie wpłynęły na poziom oprocentowania depozytów bankowych. Według danych NBP średnie ważone oprocentowanie rachunków bieżących (ROR) osób prywatnych obniżyło się z 2,4% w grudniu 2001 r. do 1,2% w końcu 2002 r., zaś średnie ważone oprocentowanie depozytów rocznych spadło w analogicznym okresie z 8,0% do 4,6%. Trwający nieprzerwanie od końca 2000 r. spadek atrakcyjności lokat bankowych, który uległ nasileniu zwłaszcza w ostatnich kilkunastu miesiącach, spowodował bezprecedensowy spadek wartości depozytów gospodarstw domowych o blisko 8 miliardów złotych (3,9%) do poziomu 195,9 mld zł. Spośród 12 miesięcy 2002 roku aż w siedmiu odnotowano miesięczny spadek wartości depozytów, a roczna dynamika

przyrostu depozytów, która przez większość 2001 roku była kilkunastoprocentowa, od lipca 2002 r. była ujemna. Na tym tle nieco lepiej wypadły depozyty przedsiębiorstw – w całym roku wartość depozytów firm wzrosła o 0,76 mld zł (1,4%), ale roczna dynamika ich przyrostu spadła z 16,4% do zaledwie 1,4%. Spadek atrakcyjności lokat bankowych był również konsekwencją niskiego wzrostu gospodarczego, a w rezultacie niewielkiego wzrostu płac, rosnącego bezrobocia i konsumowania zgromadzonych wcześniej oszczędności. Ponadto w marcu 2002 r. zaczął być pobierany podatek od dochodów kapitałowych (w tym także od odsetek bankowych), który dodatkowo zniechęcał do powierzania oszczędności bankom.

W tej sytuacji wzrosła atrakcyjność alternatywnych form lokowania oszczędności, z których największą popularnością w 2002 roku cieszyły się fundusze inwestycyjne. Choć również ich zyski zostały opodatkowane (za wyjątkiem funduszy zamkniętych, specjalistycznych zamkniętych i mieszanych emitujące certyfikaty inwestycyjne, których sprzedaż na rynku giełdowym jest do końca 2003 r. zwolniona z tego podatku), nie przeszkodziło to w znaczącym wzroście powierzonych funduszom aktywów. Suma aktywów netto funduszy inwestycyjnych zwiększyła się z 12,1 mld zł w końcu 2001 r. do 22,8 mld zł w końcu 2002 r., czyli o 10,7 mld zł. Był to największy w dotychczasowej historii roczny przyrost aktywów netto (poprzednio najlepszy rezultat zanotowano w 2001 r. – 5 mld zł).

Tak duża skala przyrostu aktywów funduszy inwestycyjnych spowodowała znaczną poprawę wskaźników opisujących stan rozwoju tego segmentu rynku finansowego w Polsce. Relacja aktywów netto funduszy do PKB wzrosła w 2002 roku blisko dwukrotnie z poziomu 1,62% do 2,96%. Wielkość zgromadzonych aktywów w stosunku do depozytów gospodarstw domowych zwiększyła się z 5,95% do 11,62%. Natomiast relacja aktywów funduszy do kapitalizacji GPW w Warszawie wzrosła z 11,93% do 20,59%. Pomimo tak dynamicznego przyrostu aktywów ich wartość w przeliczeniu na jednego mieszkańca wyniosła w końcu ubiegłego roku tylko 142 USD. Wynik ten nadal ustępuje nie tylko krajom rozwiniętym, ale również państwom o zbliżonym poziomie rozwoju gospodarczego (tabela 1). Dla przykładu na Węgrzech i w Czechach aktywa przypadające na jednego mieszkańca są ponad dwukrotnie wyższe (odpowiednio 393 USD i 321 USD). Różnica ta świadczy jednak również o ogromnym potencjale rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w przyszłości.



*Tabela 1. Wartość aktywów funduszy inwestycyjnych w krajach OECD w przeliczeniu na jednego mieszkańca w dolarach według stanu na koniec 2002 r.\**

Kraj	Aktywa na mieszkańca (USD)	Kraj	Aktywa na mieszkańca (USD)
Luksemburg	1 822 832	Norwegia	3 427
Irlandia	65 151	Finlandia	3 179
USA	22 425	Korea	3 159
Australia	18 286	Niemcy	2 541
Francja	14 278	Grecja	2 430
Szwajcaria	11 426	Japonia	2 383
Austria	8 224	Nowa Zelandia	1 949
Kanada	8 010	Portugalia	1 932
Dania	7 493	Węgry	393
Belgia	7 293	Czechy	321
Włochy	6 596	Meksyk	310
Szwecja	6 519	Polska	142
Holandia	4 952	Turcja	87
Wielka Brytania	4 914	OECD - średnio	9 684
Hiszpania	4 449		

\* - bez Słowacji i Islandii. Liczba ludności według stanu na 2001 rok. Aktywa według stanu na koniec

2002 r. (Holandia – 2001 r.). Węgry – aktywa – obliczenia własne.

Źródło: obliczenia na podstawie: „Worldwide Investment Fund Assets and Flows – Supplementary Tables” – FEFSI 2003 oraz „Quarterly Labour Force Statistics” – OECD 2003.

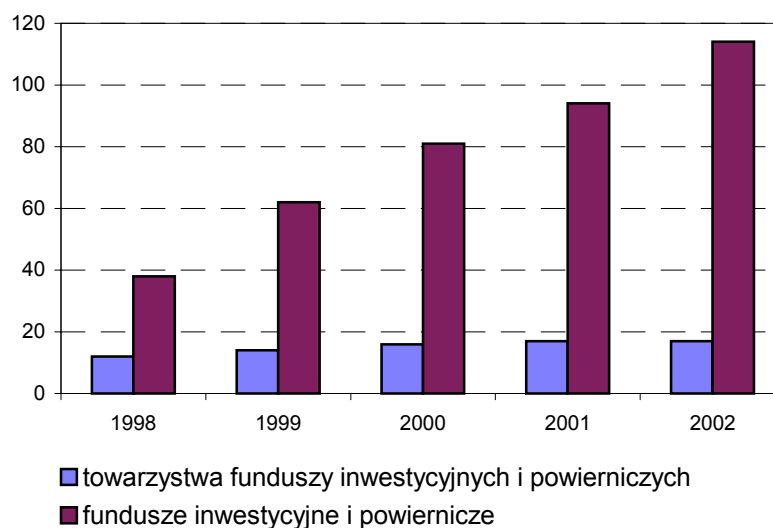
W końcu 2002 roku na polskim rynku funkcjonowało 114 funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez 17 towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI). W 2002 roku utworzono 27 nowych funduszy oraz zlikwidowano 7 podmiotów, w efekcie czego liczba funduszy zwiększyła się o 20 podmiotów (o 7 więcej niż w 2001 r.). Blisko połowę nowych funduszy (12) uruchomiły nowe TFI – Millennium TFI, Commercial Union Polska TFI oraz TFI Kredyt Banku. Pozostałe fundusze zostały utworzone przez towarzystwa działające już wcześniej na rynku. Oferta funduszy dostępna dla klientów indywidualnych i instytucjonalnych powiększyła się przede wszystkim o podmioty inwestujące w papiery dłużne, tj. fundusze obligacji i rynku pieniężnego. Zaoferowano również nowe fundusze inwestujące na rynkach zagranicznych. Po raz pierwszy na szeroką skalę TFI wykorzystywały możliwość uruchomienia funduszy emitujących certyfikaty inwestycyjne. Wśród siedmiu takich podmiotów znalazły się m.in. fundusze inwestycyjne mieszane, dotychczas nieobecne na polskim rynku. Coraz więcej towarzystw wykorzystywało do dystrybucji tytułów uczestnictwa banki komercyjne, wzrosła także popularność sprzedaży funduszy przez Internet.

Rok 2002 można niewątpliwie uznać za bardzo udany dla rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce. Zapoczątkowany rok wcześniej wzrost zainteresowania tą formą lokowania oszczędności, spowodowany ucieczką przed podatkiem od dochodów kapitałowych, był w 2002 roku kontynuowany. Przesunięcie popytu z depozytów bankowych na rzecz jednostek funduszy inwestycyjnych świadczy o tym, iż rozpoczął się proces zmiany struktury oszczędności polskiego społeczeństwa. Przesuwanie środków ludności z depozytów do funduszy nie jest z pewnością zjawiskiem incydentalnym. Można oczekiwać, iż w najbliższych latach fundusze inwestycyjne będą cieszyć się w Polsce coraz większą popularnością. Sprzyjać temu będzie zarówno wzrost świadomości inwestycyjnej Polaków, jak i oczekiwane stopniowe zwiększanie się stopnia zamożności naszego społeczeństwa. Tempo rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych będzie jednak w coraz większym stopniu determinowane przez dynamikę rozwoju gospodarczego.

### **Towarzystwa funduszy inwestycyjnych i fundusze inwestycyjne**

W końcu 2002 roku zezwolenie KPWiG na utworzenie towarzystwa funduszy inwestycyjnych posiadało 19 podmiotów, z których 17 aktywnie działało na rynku (tj. zarządzało co najmniej jednym funduszem). Liczba TFI nie uległa w ubiegłym roku zmianie (to pierwszy taki przypadek od 1994 r.), gdyż obok trzech nowych towarzystw, trzy podmioty zostały zlikwidowane bądź zaprzestały zarządzania funduszami (wykres 1). Nowymi towarzystwami na rynku były: Millennium TFI należące do Domu Maklerskiego BIG-BG, Commercial Union Polska TFI będące własnością Commercial Union Polska TUnŻ oraz TFI Kredyt Banku, którego jedynym akcjonariuszem jest KB Zarządzanie Aktywami. Zakończyło natomiast działalność PDM TFI, które na początku 2001 r. utworzyło cztery fundusze terminowe (ostatni z nich został zlikwidowany w marcu 2002 r.). TDA TFI, które zarządzało funduszem zamkniętym EEF IV ZFI, na mocy porozumienia z grupą PZU zdecydowało o likwidacji tego podmiotu (rozpoczęła się ona w sierpniu 2002 roku). Z kolei w listopadzie decyzję o zaprzestaniu działalności podjęło również Invesco TFI, na skutek braku perspektyw szybkiego rozwoju III filara systemu emerytalnego, który miał być motorem działalności tego towarzystwa (dwa fundusze zarządzane przez Invesco zostały zlikwidowane, a dwa przejęte przez TFI Skarbiec).

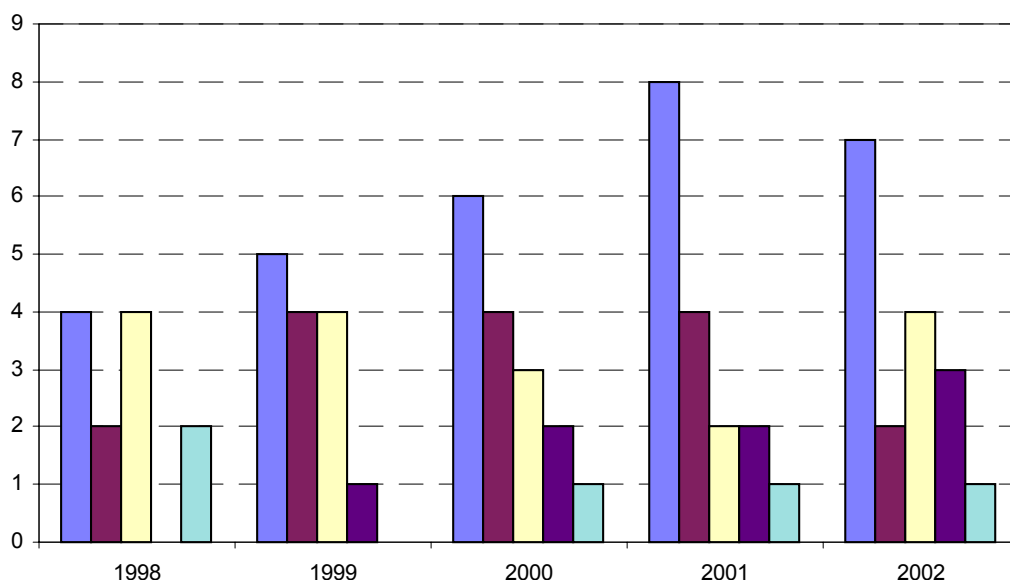
Wykres 1. Liczba aktywnie działających towarzystw funduszy inwestycyjnych i powierniczych oraz funduszy inwestycyjnych i powierniczych\* w latach 1998-2002 (stan na koniec roku).



\* - w wyniku wejścia w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r., fundusze powiernicze działały na polskim rynku do 1999 r.

Pod koniec 2002 r. akcjonariuszami działających w Polsce towarzystw funduszy inwestycyjnych były głównie instytucje sektora finansowego: firmy specjalizujące się w zarządzaniu aktywami lub domy maklerskie (7), banki (2), firmy zarządzające aktywami i banki (4) oraz firmy ubezpieczeniowe (3) – por. wykres 2. W 2002 roku nastąpiło niewiele zmian własnościowych na rynku TFI. Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju nabył 19,9% akcji CA IB TFI od jego największego akcjonariusza – CA IB Securities, natomiast Skarbiec Asset Management Holding (spółka zarządzania aktywami w grupie BRE Banku) przejął kontrolę nad TFI Skarbiec od BRE Banku i ADIG. Nastąpiła również zmiana nazwy towarzystwa zarządzającego funduszami Arka na BZ WBK AIB TFI, co było konsekwencją zmiany nazwy Wielkopolskiego Banku Kredytowego i innych spółek zależnych, która nastąpiła w 2001 r. po fuzji z Bankiem Zachodnim.

Wykres 2. Liczba towarzystw funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1998-2002 z podziałem według rodzaju akcjonariuszy (stan na koniec roku).



Towarzystwa dla których akcjonariuszami są:

- firmy zarządzania aktywami
- banki
- banki i firmy zarządzania aktywami
- firmy ubezpieczeniowe
- inne podmioty

Na koniec 2002 roku działało w Polsce 114 funduszy inwestycyjnych, o 20 więcej niż w końcu 2001 r. (wykres 1). W ciągu dwunastu miesięcy utworzono 27 nowych funduszy inwestycyjnych, w tym 16 funduszy otwartych, 4 specjalistyczne otwarte, trzy specjalistyczne zamknięte, dwa zamknięte i dwa mieszane. Fundusze mieszane pojawiły się w ofercie TFI po raz pierwszy od wejścia w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r. W 2002 roku nadal nie uruchomiono natomiast żadnego zbiorczego portfela papierów wartościowych (*unit investment trust*), których tworzenie dopuściła nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych z listopada 2000 r. Z kolei subskrypcja pierwszego zamkniętego funduszu nieruchomości nie powiodła się. Nie rozpoczął działalności również pierwszy fundusz typu ETF (*exchange-traded fund*), mimo iż jeszcze w maju 2002 roku umowę dotyczącą jego utworzenia podpisały GPW w Warszawie i CA IB TFI. Ze względu na niekorzystną koniunkturę giełdową w Niemczech (fundusz miał naśladować zmiany indeksu DAX Xetra) plany jego uruchomienia zostały odłożone.

Uwzględniając kryterium polityki inwestycyjnej na rynku w 2002 roku rozpoczęło działalność dziewięć funduszy obligacji (w tym fundusz specjalistyczny zamknięty i mieszany oraz dwa inwestujące w papiery dłużne denominowane w dolarach), osiem funduszy hybrydowych (w tym m.in. dwa fundusze zrównoważone, dwa fundusze stabilnego wzrostu oraz dwa fundusze arbitrażowe), sześć funduszy rynku pieniężnego w tym jeden w formie funduszu zamkniętego) oraz cztery fundusze akcyjne (w tym jeden inwestujący akcje spółek europejskich oraz jeden inwestujący w akcje małych i średnich polskich spółek). W odróżnieniu od dwóch poprzednich lat, gdy oferta TFI była skierowana przede wszystkim do osób prawnych, tym razem zdecydowana większość funduszy była adresowana do klientów indywidualnych. Dotyczyło to również tzw. funduszy antypodatkowych, czyli funduszy utworzonych w celu uniknięcia przez ich uczestników podatku od dochodów kapitałowych. Było to możliwe dzięki zwolnieniu z podatku do końca 2003 r. zysków ze sprzedaży certyfikatów inwestycyjnych (będących papierami wartościowymi) na giełdzie. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych przeprowadziły w 2002 roku subskrypcje dziewięciu takich funduszy, z których pięć rozpoczęło działalność w minionym roku, a pozostałe cztery w roku 2003. Większość z tych funduszy zawarło umowy z bankami ze swojej grupy kapitałowej, na mocy których zobowiązały się one do odkupienia certyfikatów na giełdzie tuż przed terminem rozpoczęcia likwidacji funduszy przypadającym na grudzień 2003 r. W wyniku przeprowadzonych subskrypcji fundusze pozyskały ponad 1,9 mld zł. Ich certyfikaty inwestycyjne notowane są głównie na GPW w Warszawie oraz na rynku pozagiełdowym CeTO. Spośród pięciu funduszy antypodatkowych uruchomionych w 2002 roku dwa były funduszami obligacji, dwa funduszami hybrydowymi (w tym jeden arbitrażowy), i jeden funduszem rynku pieniężnego. W 2002 roku utworzono również pierwszy fundusz niepubliczny, którego certyfikaty nie zostały wprowadzone do publicznego obrotu i nie były notowane na rynku wtórnym.

Część funduszy dokonała zmiany polityki inwestycyjnej lub formuły prowadzonej działalności. Jeden fundusz akcyjny został przekształcony w fundusz hybrydowy (zrównoważony), jeden fundusz rynku pieniężnego przekształcił się w fundusz inwestujący w papiery dłużne denominowane w euro, zaś jeden fundusz obligacji stał się funduszem rynku pieniężnego. Z kolei jeden z funduszy o z góry określonym terminie likwidacji stał się funduszem o nieograniczonym okresie działania. W związku ze zmianami własnościowymi lub zmianą nazwy, pod którą działa bank będący właścicielem TFI, kilkanaście funduszy zmieniło także swoje nazwy.

W 2002 roku zlikwidowano siedem funduszy inwestycyjnych. Trzy były funduszami o określonym terminie likwidacji – dwa z nich to fundusze zamknięte inwestujące w opcje na indeksy giełd zagranicznych, zaś jeden to fundusz rynku pieniężnego. Jeden fundusz zamknięty został zlikwidowany na skutek skrócenia czasu jego trwania będącego konsekwencją porozumienia zawartego między zarządzającym nim towarzystwem a jego uczestnikami. Dwa fundusze uległy likwidacji wskutek zaprzestania działalności przez zarządzające nimi towarzystwo, zaś jeden z uwagi na spadek aktywów netto poniżej minimalnej wymaganej przez prawo wielkości.

Przyjmując kryterium formy prawnej pod koniec 2002 roku działały 82 fundusze otwarte, 24 specjalistyczne otwarte, cztery fundusze specjalistyczne zamknięte (w tym jeden fundusz niepubliczny), dwa fundusze zamknięte i dwa fundusze mieszane. Ze względu na prowadzoną politykę inwestycyjną, spośród 114 funduszy 35 można było zaliczyć do funduszy hybrydowych (w tym 13 funduszy zrównoważonych, 13 funduszy stabilnego wzrostu, trzy fundusze aktywnej alokacji, dwa fundusze arbitrażowe oraz cztery pozostałe fundusze hybrydowe), 29 do funduszy akcyjnych (w tym osiem podmiotów inwestujących na rynkach zagranicznych i dwa fundusze indeksowe), 28 do funduszy obligacji (z czego pięć inwestuje w papiery dłużne denominowane w obcych walutach), a 22 do funduszy rynku pieniężnego (tabela 2).

*Tabela 2. Liczba funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1998-2002 (stan na koniec roku).*

	1998	1999	2000	2001	2002
Fundusze akcyjne	17	22	25	26	29
Fundusze hybrydowe*	12	19	25	31	35
Fundusze obligacji	7	14	16	19	28
Fundusze rynku pieniężnego	2	7	15	18	22
<b>Liczba funduszy ogółem</b>	<b>38</b>	<b>62</b>	<b>81</b>	<b>94</b>	<b>114</b>

\* - w tym fundusze zrównoważone, stabilnego wzrostu oraz pozostałe fundusze hybrydowe.

### Rodzaje funduszy inwestycyjnych – kryterium polityki inwestycyjnej

**Fundusze rynku pieniężnego** – lokują aktywa w krótkoterminowe instrumenty dłużne, głównie bony skarbowe oraz krótkoterminowe papiery dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa. Są to fundusze o najniższym ryzyku inwestycyjnym.

**Fundusze obligacji** – inwestują w średnio- i długoterminowe papiery dłużne, przede wszystkim obligacje skarbowe oraz obligacje przedsiębiorstw, banków i jednostek samorządu terytorialnego. Obarczone są nieco większym ryzykiem niż fundusze rynku pieniężnego – wartość ich jednostek może podlegać okresowym nieznacznym wahaniom.

**Fundusze hybrydowe** – inwestują zarówno w papiery udziałowe (akcje), papiery wierzycielskie, jak i inne kategorie lokat. Podstawowym rodzajem funduszy hybrydowych są **fundusze zrównoważone**, w portfelach których udział akcji i instrumentów dłużnych jest z reguły zbliżony. Ich ryzyko inwestycyjne jest większe niż w funduszach stabilnego wzrostu, natomiast mniejsze niż w funduszach akcyjnych. Drugim typem funduszy hybrydowych są **fundusze stabilnego wzrostu**. Lokują one do 40 procent aktywów w akcje (z reguły jest to 20-40%), natomiast pozostałą część portfela inwestują w papiery dłużne. Są one bardziej ryzykowne niż fundusze obligacji, natomiast mniej niż fundusze zrównoważone. Do pozostałych funduszy hybrydowych zaliczyć można m.in. **fundusze aktywnej alokacji**, które proporcje zaangażowania w akcje i instrumenty dłużne elastycznie dostosowują do bieżącej sytuacji panującej na rynku oraz fundusze arbitrażowe wykorzystujące w swoich inwestycjach strategię arbitrażową na rynku terminowym.

**Fundusze akcyjne** – inwestują prawie wyłącznie w akcje. Ryzyko inwestycyjne jest w ich przypadku najwyższe, ale równocześnie potencjał zysku w długim okresie jest większy niż w innych typach funduszy.

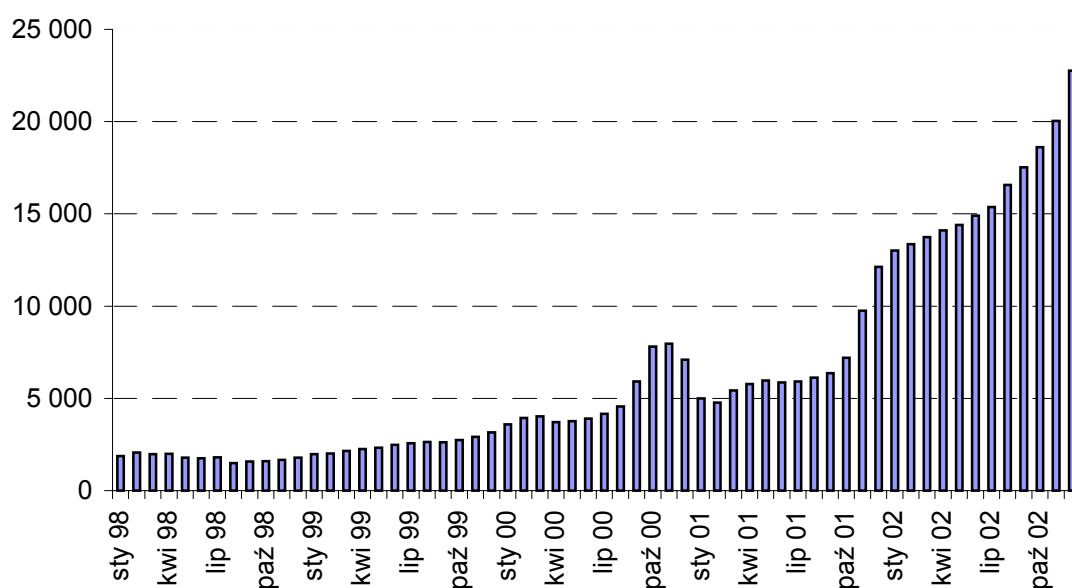
### Aktywa funduszy inwestycyjnych

Rok 2002 był kolejnym rekordowym rokiem wzrostu wartości aktywów funduszy inwestycyjnych funkcjonujących na polskim rynku. Wartość aktywów netto, którymi zarządzały fundusze inwestycyjne, wzrosła z 12,1 mld zł do 22,8 mld zł, czyli o 88% (w 2001 r. o 71%) – por. wykres 3. W przeliczeniu na dolary aktywa funduszy zwiększyły się z 3,04 mld USD do 5,93 mld zł (o 95%), natomiast w przeliczeniu na euro z 3,44 mld € do 5,66 mld € (65%). Według danych Europejskiego Stowarzyszenia Funduszy i Towarzystw Inwestycyjnych (FEFSI), organizacji monitorującej rynki funduszy w 21 krajach europejskich, Polska zanotowała w 2002 roku najwyższą dynamikę wzrostu aktywów netto w przeliczeniu na euro (63,3%), wyprzedzając Czechy (40,7%). Mimo to Polska pozostawała jednym z najmniejszych rynków funduszy na starym kontynencie, z udziałem w europejskim rynku wynoszącym tylko 0,16% (mniejszy udział miały jedynie Lichtenstein, Węgry i Czechy). Miesięczna dynamika przyrostu aktywów funduszy była przez cały rok dodatnia, co zdarzyło się po raz pierwszy od 1996 r., zaś najlepszy okazał

się grudzień 2002 r., kiedy wartość aktywów zwiększyła się o 13,6% (w ujęciu wartościowym oznaczało to rekordowy przyrost w skali miesiąca w wysokości 2,7 mld zł).

Czynnikami, które w decydującym stopniu wpłynęły na tak znaczący przyrost aktywów funduszy inwestycyjnych, było utrzymujące się na wysokim poziomie zainteresowanie ofertą funduszy obligacji (począwszy od drugiego półrocza także funduszy obligacji inwestujących w papiery dłużne denominowane w dolarach), a w mniejszym stopniu także funduszy rynku pieniężnego oraz duży popyt na certyfikaty inwestycyjne tzw. funduszy antypodatkowych (wszystkie zaplanowane emisje doszły do skutku). W pierwszym przypadku inwestycje w jednostki funduszy stanowiły bardzo atrakcyjną alternatywę dla terminowych depozytów bankowych lub ROR-ów, natomiast motywem inwestowania w certyfikaty była ucieczka przed podatkiem od dochodów kapitałowych.

*Wykres 3. Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1998-2002 (w mln zł).*



W przeciwieństwie do lat poprzednich, rok 2002 nie przyniósł istotnych zmian w alokacji środków pomiędzy poszczególne rodzaje funduszy inwestycyjnych (tabela 3, wykres 4). Dzięki panującej hossie na rynku długu, dominującą pozycję na rynku umocniły fundusze obligacji, w których na koniec minionego roku ulokowano 15,2 mld zł, aż o blisko 8,5 mld zł (125%) więcej niż w 2001 r. Prawie 800 mln zł z tej kwoty stanowiły środki powierzone tzw. funduszom antypodatkowym inwestującym w obligacje, zaś 355 mln zł znalazło się w posiadaniu funduszy lokujących aktywa w papiery dłużne denominowane



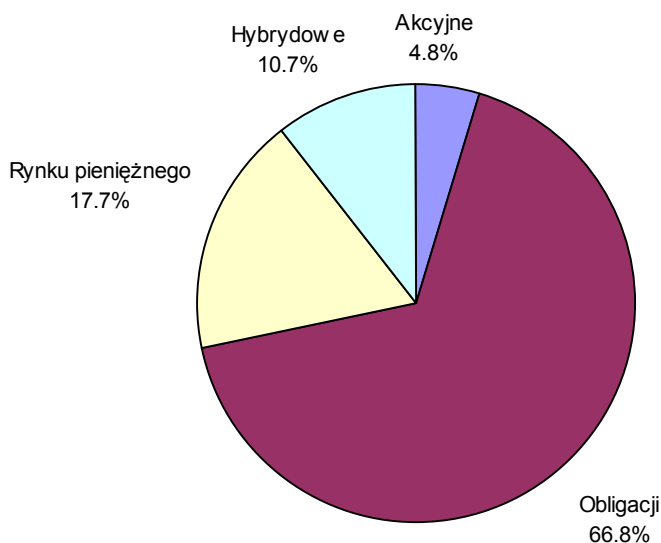
w walutach obcych. Udział w rynku funduszy obligacji wzrósł z 55,7% do 66,8%, co jest jednym z najwyższych wskaźników w Europie (wyższy mają jedynie Węgry). Drugim pod względem popularności typem funduszy pozostały fundusze rynku pieniężnego. Mimo, iż ich aktywa wzrosły z 2,43 mld zł do 4,03 mld zł (65%), udział w rynku tych podmiotów nieznacznie obniżył się (z 20,1% do 17,7%). Rok 2002 był kolejnym rokiem, w którym malało znaczenie funduszy hybrydowych. Ich udział w rynku spadł z 14,9% do 10,7%, choć wartość ich aktywów wzrosła o 623 mln zł (34%) do 2,43 mld zł. Bardzo zróżnicowany był przyrost aktywów w poszczególnych podtypach funduszy hybrydowych. Aktywa netto funduszy stabilnego wzrostu wzrosły bowiem o 87%, aktywnej alokacji o 42%, podczas gdy funduszy zrównoważonych zmniejszyły się o 4%. Najważniejszą rolę odegrały jednak w tym przypadku hybrydowe fundusze antyopodatkowe, które zgromadziły łącznie 758 mln zł. Jediną grupą funduszy, która odnotowała spadek wartości zarządzanych środków były fundusze akcyjne. Utrzymująca się niekorzystna koniunktura na warszawskiej giełdzie i zagranicznych parkietach sprawiła, iż aktywa funduszy inwestujących w akcje zmalały o 36 mln zł (3,2%) do 1,09 mld zł. Udział w rynku funduszy akcyjnych spadł o prawie połowę z 9,3% do 4,8%.

*Tabela 3. Alokacja aktywów netto funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1998-2002 (stan na koniec roku, w mln zł).*

	1998	1999	2000	2001	2002
Fundusze akcyjne	494,5	755,3	1 056,2	1 123,4	1 087,9
Fundusze hybrydowe*	905,9	1 225,7	1 545,6	1 811,4	2 434,4
Fundusze obligacji	255,6	892,9	1 212,6	6 750,4	15 218,4
Fundusze rynku pieniężnego	158,4	278,1	3 283,6	2 436,3	4 025,3
<b>Aktywa netto ogółem</b>	<b>1 784,4</b>	<b>3152,0</b>	<b>7 098,0</b>	<b>12 121,4</b>	<b>22 766,0</b>

\* - w tym przede wszystkim fundusze zrównoważone, stabilnego wzrostu i aktywnej alokacji.

Wykres 4. Alokacja aktywów funduszy inwestycyjnych w końcu 2002 r.



Biorąc pod uwagę kryterium formy prawnej najwięcej aktywów zgromadziły fundusze otwarte – 18,02 mld zł (79,2%) i specjalistyczne otwarte – 2,94 mld zł (12,9%). Wskutek likwidacji dwóch funduszy zamkniętych udział tych podmiotów w rynku zmniejszył się z 3,2% do 1,4% (316 mln zł). Znaczny przyrost aktywów stał się natomiast udziałem funduszy specjalistycznych otwartych (z 52 mln zł do 428 mln zł). W końcu 2002 r. aktywa czterech takich funduszy stanowiły 1,9% aktywów netto wszystkich funduszy. W dwóch funduszach mieszanych ulokowano 1 058 mln zł, co stanowiło 4,6% aktywów netto całego rynku.

#### Udział w rynku towarzystw i funduszy inwestycyjnych

W 2002 roku utrzymywał się wysoki stopień koncentracji rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce (tabela 4). Pięć największych towarzystw zarządzało aktywami stanowiącymi 73,3% ogólnej wartości środków wszystkich TFI, podczas gdy rok wcześniej wskaźnik koncentracji był o 0,9 pkt. proc. wyższy. Łączny udział w rynku trzech największych TFI wzrósł z 53,2% do 58,1%.

Podmioty rynku funduszy inwestycyjnych można podzielić na trzy kategorie. W pierwszej, obejmującej największe towarzystwa, znajdują się Pioneer Pekao TFI (23,9% udziału w rynku, wzrost o 0,4 pkt. proc. w stosunku do roku poprzedniego) oraz PKO/Credit Suisse (22,6%, wzrost o 6,8 pkt. proc.). Oba towarzystwa zawdzięczają w dużej mierze dominującą pozycję na rynku bardzo skutecznej sieci dystrybucyjnej prowadzonej głównie

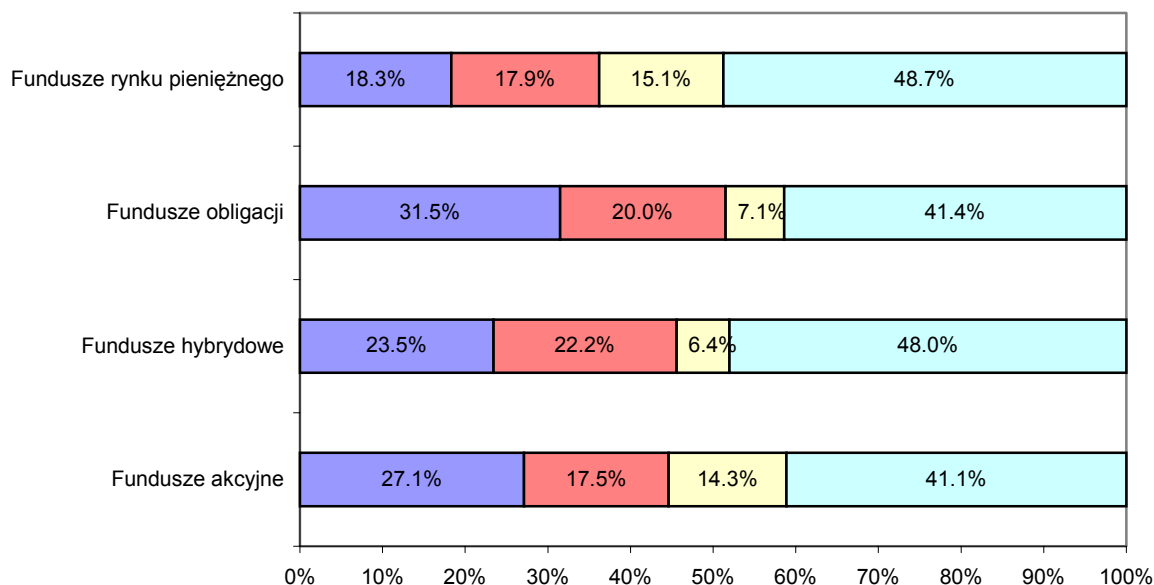
w placówkach banków ze swojej grupy kapitałowej (Pekao SA i PKO BP). Drugą kategorię stanowią średnie towarzystwa – ING TFI (11,6%, spadek o 2,3 pkt. proc.), TFI Skarbiec (8,3%, spadek o 2,2 pkt. proc.) oraz DWS Polska TFI (6,9%, spadek o 3,6 pkt. proc.). Do trzeciej kategorii, skupiającej małe TFI, należy pozostałych 12 towarzystw. W tej grupie największymi podmiotami były CA IB TFI (4,6%) oraz Union Investment TFI (4,3%). Towarzystwami, które najbardziej powiększyły swój udział w rynku w 2002 roku były PKO/Credit Suisse (6,8 pkt. proc.) i BZ WBK AIB TFI (2,2 pkt. proc.).

*Tabela 4. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych i ich udział w rynku (w %) według wartości aktywów netto (stan na koniec 2002 r.).*

<b>Towarzystwo</b>	<b>Rok uruchomienia pierwszego funduszu</b>	<b>Udział w rynku (%)</b>
Pioneer Pekao TFI	1992	23,9%
PKO/Credit Suisse TFI	1997	22,6%
ING TFI	1998	11,6%
Skarbiec TFI	1997	8,3%
DWS Polska TFI	1998	6,9%
CA IB TFI	1999	4,6%
UNION INVESTMENT TFI	2000	4,3%
Warta TFI	2000	3,8%
BZ WBK AIB TFI	1998	3,5%
TFI Banku Handlowego	1999	3,4%
SEB TFI	1998	2,4%
Millennium TFI	2002	1,5%
TFI PZU	1999	1,2%
Górnośląskie TFI	2000	1,1%
Commercial Union Polska TFI	2002	0,5%
PBK ATUT TFI	1997	0,2%
TFI Kredyt Banku	2002	0,2%

Spośród czterech kategorii funduszy największą koncentracją cechują się fundusze obligacji i akcyjne – łączny udział w rynku trzech największych funduszy w tych kategoriach sięga blisko 60% (wykres 5). W przypadku funduszy hybrydowych i rynku pieniężnego wskaźnik ten nieznacznie przekracza 50%. Największymi funduszami w poszczególnych kategoriach w końcu 2002 roku były: PKO/CS Obligacji (fundusze obligacji), Alfa SFIO (fundusze rynku pieniężnego), Pioneer Zrównoważony (fundusze hybrydowe) i ING Akcji 2 (fundusze akcyjne). Największymi funduszami na rynku były: PKO/CS Obligacji (4 794 mln zł), Pioneer Obligacji (3 045 mln zł) i Skarbiec-Obligacja (1 080 mln zł).

Wykres 5. Największe fundusze inwestycyjne w poszczególnych kategoriach i ich udział w rynku (w %) według wartości aktywów netto (stan na koniec 2002 r.).



<p>Fundusze rynku pieniężnego:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Alfa SFIO (737 mln zł)</li> <li>2. Arka Ochrona Kapitału (720 mln zł)</li> <li>3. DWS Polska Rynku Pieniężnego Plus (606 mln zł)</li> </ol> <p>Pozostałe (1 962 mln zł)</p>	<p>Fundusze obligacji:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. PKO/CS Obligacji (4 794 mln zł)</li> <li>2. Pioneer Obligacji (3 045 mln zł)</li> <li>3. Skarbiec-Obligacja (1 080 mln zł)</li> </ol> <p>Pozostałe (6 299 mln zł)</p>
<p>Fundusze hybrydowe:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Pioneer Zrównoważony (571 mln zł)</li> <li>2. CA IB Pro Lokata FIM (539 mln zł)</li> <li>3. Millennium Arbitraż plus 20 FIZ (155 mln zł)</li> </ol> <p>Pozostałe (1 169 mln zł)</p>	<p>Fundusze akcyjne:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. ING Akcji 2 (295 mln zł)</li> <li>2. Pioneer Agresywnego Inwestowania (191 mln zł)</li> <li>3. DWS Polska Akcji (155 mln zł)</li> </ol> <p>Pozostałe (447 mln zł)</p>

### Napływ środków do funduszy inwestycyjnych

Rok 2002 okazał się rekordowy pod względem napływu netto środków do funduszy inwestycyjnych (tabela 5, wykres 6). Zgodnie z szacunkowymi obliczeniami, wartość zbytych jednostek uczestnictwa oraz wyemitowanych certyfikatów inwestycyjnych przewyższyła wartość umorzonych jednostek i wykupionych certyfikatów (jedyny taki wykup miał miejsce w październiku 2002 r.) o ponad 9 miliardów złotych. Rok wcześniej do funduszy napłynęło blisko 5 mld zł, a dwa lata wcześniej 3,6 mld zł.

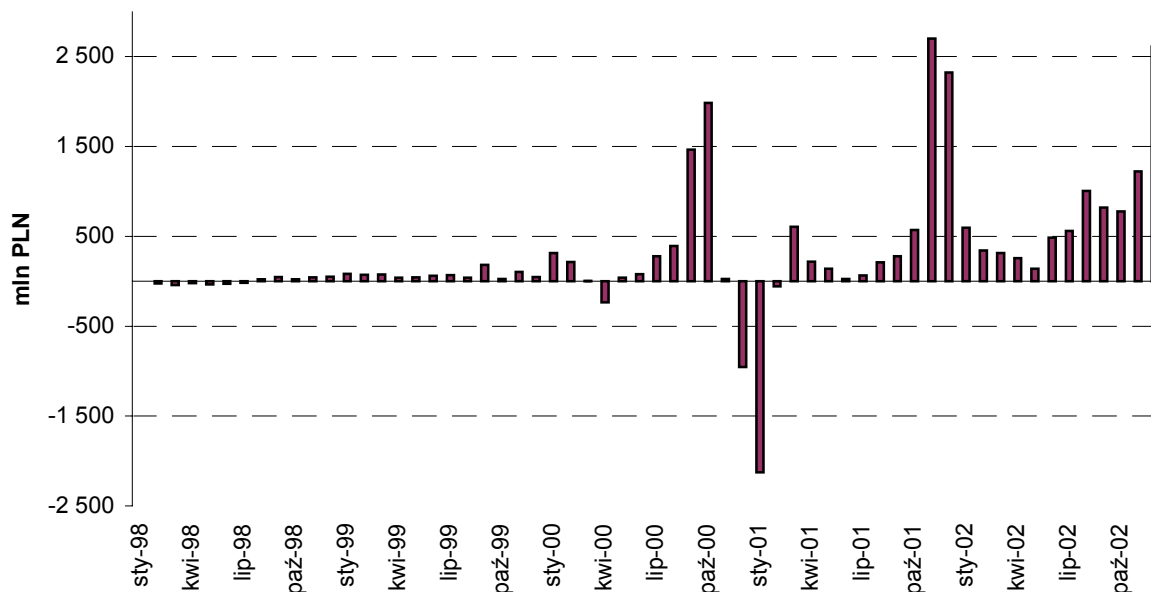
Podobnie jak w roku 2001, zdecydowanie najwięcej środków wpłynęło do funduszy obligacji (7,75 mld zł netto). Nowe środki kierowane były do funduszy inwestujących w papiery dłużne na rynku polskim (zarówno do funduszy otwartych, zamkniętych jak i mieszanych) oraz na rynkach zagranicznych. Decydującą rolę odegrały atrakcyjne stopy zwrotu tych funduszy, znacząco przewyższające oprocentowanie depozytów bankowych. Fundusze rynku pieniężnego zostały zasilone nowymi środkami w wysokości prawie 900 mln zł.

Fundusze hybrydowe pozyskały w 2002 roku ponad 500 mln zł nowych środków netto. Największy wpływ na wyniki tych funduszy miało uruchomienie dwóch funduszy arbitrażowych i funduszu mieszanego oraz likwidacja trzech funduszy zamkniętych. Jedyną kategorią funduszy, która zanotowała odpływ netto środków były fundusze akcyjne (prawie 16 mln zł). Było to spowodowane słabymi wynikami inwestycyjnymi tych podmiotów, mającymi miejsce drugi rok z rzędu, co skutecznie zniechęciło inwestorów do nabywania nowych udziałów i zachęciło do umarzania posiadanych jednostek. Najważniejszym czynnikiem, który decyduje o napływie środków do funduszy akcyjnych jest bowiem obecny stan koniunktury giełdowej oraz przewidywania co do jej poziomu w najbliższej przyszłości. Warunkiem pojawienia się popytu w segmencie funduszy akcyjnych jest więc trwała poprawa sytuacji na warszawskim parkiecie oraz na giełdach zagranicznych. Więszemu zainteresowaniu funduszami akcyjnymi sprzyjać może także obniżenie dochodowości funduszy papierów wierzycielskich do poziomu jednocyfrowego.

*Tabela 5. Szacunkowy napływ środków netto do funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1998–2002 z uwzględnieniem podziału na typy funduszy (w mln zł, według zagregowanych danych miesięcznych).*

	1998	1999	2000	2001	2002
Fundusze akcyjne	-53,3	60,7	280,5	256,6	- 15,7
Fundusze obligacji	130,5	616,9	203,4	5 370,3	7 752,4
Fundusze hybrydowe	-188,2	60,8	163,6	320,9	505,1
Fundusze rynku pieniężnego	133,0	100,7	2 961,5	-990,9	889,4
<b>Napływ środków netto ogółem</b>	<b>22,0</b>	<b>839,1</b>	<b>3 608,9</b>	<b>4 956,9</b>	<b>9 131,2</b>

Wykres 6. Szacunkowy napływ środków netto do funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1998-2002 (w mln zł)



## Wyniki funduszy inwestycyjnych

### Czynniki wpływające na wyniki funduszy inwestycyjnych w latach 1998-2002

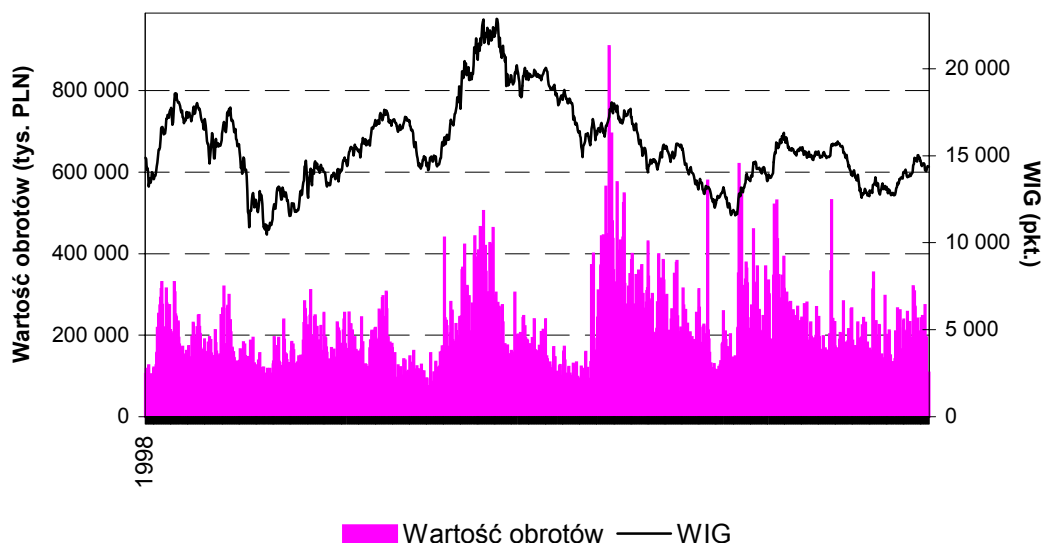
Wyniki osiągnięte przez fundusze inwestycyjne są determinowane przez szereg rozmaitych czynników. Relacja pomiędzy oczekiwanym dochodem, a poziomem ryzyka zależy w głównej mierze od strategii inwestycyjnej przyjętej przez dany fundusz oraz od rodzaju dokonywanych lokat. Zasadniczym czynnikiem, który wpływa na wyniki funduszy akcyjnych (w mniejszym stopniu również funduszy hybrydowych) jest koniunktura panująca na giełdzie, będąca przede wszystkim odzwierciedleniem stanu, w jakim znajduje się gospodarka. Wyniki funduszy obligacji i rynku pieniężnego są z kolei uzależnione w największym stopniu od poziomu stóp procentowych oraz ich zmian. W przypadku funduszy inwestujących w instrumenty denominowane w walutach obcych (zarówno o charakterze dłużnym jak i udziałowym) znaczący wpływ na osiągnięte wyniki może mieć zmienność kursu walutowego. Wysokość stóp zwrotu poszczególnych funduszy jest wreszcie determinowana przez skuteczność zarządzających nimi specjalistów oraz wysokość kosztów ponoszonych przez ich uczestników.

Lata 1998-2002 były okresem, w którym polski rynek akcji charakteryzował się wysoką zmiennością notowań (por. wykres 7 prezentujący notowania indeksu WIG). Roczne zmiany wartości indeksu WIG w ostatnich pięciu latach wahały się od -22%

w 2001 r. do 41,3% w 1999 r. Tak zmienna koniunktura giełdowa była przyczyną braku stabilności wyników funduszy akcyjnych oraz funduszy zrównoważonych. Poprawa sytuacji makroekonomicznej, a w konsekwencji lepsze wyniki finansowe spółek giełdowych oraz wprowadzenie przez nie standardów ładu korporacyjnego powinny przyczynić się do zwiększenia stabilności polskiego rynku akcji w kolejnych latach.

Rok 2002 okazał się szczególnie udany dla funduszy inwestujących w papiery wierzycielskie. Istotny spadek stóp procentowych spowodował spadek rentowności i wzrost cen papierów dłużnych, zwłaszcza w przypadku instrumentów o stałym oprocentowaniu i długich terminach wykupu. Zjawisku temu sprzyjało również oczekiwanie na zbliżającą się akcesję Polski do Unii Europejskiej, pod kątem procesu konwergencji polskiej gospodarki (a zwłaszcza stóp procentowych) do gospodarek państw strefy euro. Ponieważ równocześnie systematycznie obniżało się oprocentowanie depozytów bankowych, atrakcyjność funduszy obligacji i rynku pieniężnego była w ubiegłym roku bardzo wysoka.

Wykres 7. Wartość indeksu WIG oraz wielkość obrotów na rynku podstawowym GPW w Warszawie w latach 1998-2002.



Po niezwykle trudnym roku 2001, rok 2002 nie przyniósł niestety tak oczekiwanego zasadniczego przełomu i poprawy koniunktury na rynku akcji. Bardzo powolne wychodzenie polskiej gospodarki z okresu stagnacji, brak sygnałów wyraźnego ożywienia gospodarczego w Europie i Stanach Zjednoczonych oraz zjawisko tzw. kreatywnej księgowości były czynnikami, które negatywnie wpływały na wycenę spółek (zarówno polskich jak i zagranicznych). W konsekwencji wyniki funduszy akcyjnych oraz tych

hybrydowych, które miały w swoich portfelach znaczący udział papierów udziałowych, były po raz kolejny dalekie od oczekiwań i nie pozwoliły na odrobienie strat zanotowanych w roku 2001.

Przeciętny wzrost wartości jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, które funkcjonowały na rynku przez cały 2002 rok wyniósł 4,5% i był wyższy niż rok wcześniej o 6,5 pkt. proc. (por. tabela 6). Średnia ważona aktywami stopa zwrotu wyniosła w ubiegłym roku 10,4% i była wyższa od osiągniętej w 2001 r. aż o 11,1 pkt. proc. Tak duża różnica pomiędzy średnią arytmetyczną a średnią ważoną, nie odnotowywana w poprzednich latach, wynikała z dużo lepszych od przeciętnych wyników osiągniętych przez największe fundusze obligacji. W okresie ostatnich pięciu lat średnia ważona aktywami roczna stopa zwrotu ze wszystkich funduszy inwestycyjnych otwartych zawierała się w przedziale od -9,9% do 26,1%. Skumulowana pięcioletnia stopa zwrotu była zaś równa 37,1%, co jest równoważne średniorocznemu dochodowi w wysokości 6,5%.

*Tabela 6. Średnie stopy zwrotu otwartych funduszy inwestycyjnych oraz funduszy powierniczych w latach 1998–2002.*

	1998	1999	2000	2001	2002
Średnia ważona (%)	-9,9	26,1	10,1	-0,7	10,4
Średnia arytmetyczna (%)	-8,7	25,9	10,7	-2,0	4,5

### Wyniki funduszy inwestycyjnych w 2002 roku

Spośród 85 funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych otwartych, które wyceniały jednostki uczestnictwa przez cały 2002 rok, dodatnią stopę zwrotu osiągnęło 66 funduszy, a 19 poniosło stratę. Tyle samo funduszy – 66 – osiągnęło wynik przewyższający stopę inflacji (0,8%). 65 funduszy uzyskało w ubiegłym roku wynik lepszy od średniego oprocentowania rachunków ROR osób prywatnych (1,9%). Średnia ważona wartością aktywów (10,4%) była również wyższa od średniorocznego oprocentowania rocznych lokat bankowych (6,2%), do czego w największym stopniu przyczyniły się fundusze obligacji.

Certyfikat inwestycyjny jedyne działającego przez cały miniony rok funduszu zamkniętego zyskał na wartości 11,2% (sześć pozostałych funduszy emitujących certyfikaty rozpoczęło działalność w trakcie roku). Fundusz ten ma charakter niepubliczny i jego certyfikaty nie są notowane na rynku wtórnym.



### Opis metodologii

**Średnie stopy zwrotu** – średnie stopy zwrotu w tabelach 6-10 zostały obliczone na podstawie wyników funduszy, które działały przez cały rok. 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. Zmianę indeksu WIG w 2002 roku obliczono do 30 grudnia, z uwagi na zmiany w rachunkowości, jakie zaczęły obowiązywać od początku tego roku (fundusze wyceniają aktywa według kursów z dnia poprzedniego). W przypadku portfela wzorcowego dla funduszy hybrydowych proporcje te wynoszą po 50%. Portfel wzorcowy dla funduszy obligacji składa się w 100% z 52-tygodniowych bonów skarbowych. Fundusze rynku pieniężnego są oceniane w odniesieniu do średniego ważonego oprocentowania rachunków ROR według NBP. Dla przybliżenia stopy zwrotu z 52-tygodniowych bonów skarbowych wykorzystano ich przeciętną rentowność odnotowaną na rynku pierwotnym na ostatnich czterech przetargach poprzedzających dany rok.

### Fundusze akcyjne

Wartość jednostek uczestnictwa 25 funduszy akcyjnych działających przez cały 2002 rok spadła średnio o 7,5%, zaś średnia ważona stopa zwrotu wyniosła -2,2% (tabela 7). Mimo iż był to wynik znacznie lepszy od osiągniętego rok wcześniej (-18,2%), nie pozwolił on jednak na przynajmniej częściowe odrobienie strat poniesionych w 2001 r. Wyniki funduszy akcyjnych lokujących w Polsce były lepsze niż funduszy inwestujących na rynkach zagranicznych. Średnia arytmetyczna strata 18 podmiotów lokujących aktywa na warszawskiej giełdzie wyniosła zaledwie 0,1%, natomiast przeciętna strata 7 funduszy inwestujących w akcje zagranicznych spółek wyniosła aż 26,7%. Zróżnicowanie to wynikało przede wszystkim ze skali spadków, jakie wystąpiły w 2002 roku na warszawskim parkiecie i giełdach zagranicznych. Podczas gdy indeksy GPW w Warszawie zakończyły rok na zbliżonym poziomie w porównaniu z końcem 2001 r. (WIG wzrósł o 3,2%, a WIG20 spadł o 2,7%), najważniejsze indeksy w Stanach Zjednoczonych i Europie poniosły bardzo dotkliwe straty (Dow Jones Industrial Average zniżył o 16,8%, Standard&Poor`s 500 o 23,4%, Nasdaq Composite o 31,5%, a Dow Jones Euro Stoxx 50 aż o 37,3%). Straty części funduszy inwestujących za granicą były jednak przeciętnie niższe, m.in. z uwagi na deprecjację złotego w stosunku do euro. Ogółem wzrosła wartość jednostek uczestnictwa 10 funduszy, a 15 spadła. Najlepszy wynik osiągnięty przez fundusz akcyjny w 2002 r. wyniósł 8,2%, a najgorszy -41,7%. W porównaniu z portfelem wzorcowym, złożonym

w 90% z indeksu WIG i w 10% z 52-tygodniowych bonów skarbowych, który zyskał na wartości 4,1%, lepszy rezultat uzyskało tylko sześć funduszy.

Wyniki funduszy akcyjnych w ostatnich pięciu latach cechowały się bardzo dużą niestabilnością – ich średnie ważone aktywami roczne stopy zwrotu zawierały się pomiędzy –18,5% a 33,6%. Skumulowana stopa zwrotu dla funduszy akcyjnych w latach 1998-2002 wyniosła –8,1%, co odpowiada rocznej średniej stopie zwrotu w wysokości –1,7%. Potwierdza to, iż inwestowanie w jednostki funduszy akcyjnych jest wciąż obarczone dużym ryzykiem. Powinno się ono zmniejszać wraz z ożywieniem gospodarczym, które poprawi wyniki i notowania zarówno polskich jak i zagranicznych spółek.

*Tabela 7. Średnie ważone stopy zwrotu funduszy akcyjnych w latach 1998-2002.*

	1998	1999	2000	2001	2002
Fundusze akcyjne (%)	-18,5	33,6	5,5	-18,2	-2,2
Portfel wzorcowy (%)*	-9,1	38,4	0,4	-18,0	4,1

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

### Fundusze hybrydowe

Przez cały 2002 rok funkcjonowało 26 otwartych funduszy hybrydowych, z których dodatnią stopę zwrotu osiągnęły 22 podmioty. Zmiana wartości jednostek uczestnictwa poszczególnych funduszy hybrydowych wahała się od –5,7% do 17,1%. Średnia arytmetyczna stopa zwrotu wyniosła 6,5%, przy czym wystąpiło znaczące zróżnicowanie jeśli chodzi o fundusze zrównoważone (4,0%) i fundusze stabilnego wzrostu (10,4%). Wynikało ono z odmiennego poziomu zaangażowania w akcje – w przypadku funduszy stabilnego wzrostu oscyluje ono zazwyczaj wokół 20%, zaś w funduszach zrównoważonych zawiera się przeważnie w przedziale od 40% do 60%. Średnia ważona aktywami stopa zwrotu funduszy hybrydowych wyniosła w 2002 roku 4,8% i była wyższa niż w 2001 r. o 9,1 pkt. proc. (tabela 8). Wynik lepszy od benchmarku (7,2%), którym jest portfel złożony po połowie z akcji wchodzących w skład indeksu WIG i 52-tygodniowych bonów skarbowych, uzyskała nieco ponad połowa podmiotów (14).

W latach 1998-2002 średnie roczne ważone stopy zwrotu funduszy hybrydowych wahały się od –7,1% do 28,8%. Skumulowana pięcioletnia stopa zwrotu wyniosła w tym okresie 30,7%, co jest równoznaczne średniorocznemu dochodowi równemu 5,5%. Należy jednak pamiętać, iż jest to kategoria funduszy bardzo zróżnicowana i wyniki poszczególnych funduszy mogą się między sobą znacznie różnić.

Tabela 8. Średnie ważone stopy zwrotu funduszy hybrydowych w latach 1998–2002.

	1998	1999	2000	2001	2002
Fundusze hybrydowe (%)	-7,1	28,8	8,9	-4,3	4,8
Portfel wzorcowy (%)	5,6	26,8	7,3	-2,2	7,2

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

### Fundusze obligacji

Podobnie jak rok wcześniej, także w roku 2002 najlepsze wyniki inwestycyjne osiągnęły fundusze obligacji. Było to rezultatem wysokich realnych stóp procentowych, co premiowało inwestowanie w instrumenty dłużne oraz bezprecedensowego spadku inflacji, czego konsekwencją był istotny spadek nominalnych stóp procentowych. W ciągu 2002 roku RPP obniżyła stopę lombardową o 675 punktów bazowych, stopę redyskontową o 650 punktów bazowych, stopę 28-dniowych operacji otwartego rynku (tzw. stopę interwencyjną) o 475 punktów bazowych, a stopę depozytową o 275 punktów bazowych. W efekcie nastąpił znaczący wzrost cen papierów dłużnych, szczególnie papierów długoterminowych o stałym oprocentowaniu. Czynnikiem, który dodatkowo sprzyjał hossie na rynku obligacji, był popyt ze strony inwestorów zagranicznych, którzy pozytywnie oceniali przebieg negocjacji akcesyjnych (zakończonych w grudniu w Kopenhadze) zbliżający nas do członkostwa w UE.

Roczne stopy zwrotu funduszy obligacji zawierały się w 2002 roku w przedziale od 2,1% do 21,2%. Średnia arytmetyczna stopa zwrotu wszystkich działających przez cały rok podmiotów wyniosła 13,6%. Fundusze inwestujące w polskie papiery dłużne zyskały przeciętnie 14,2%, natomiast wyceny jednostek uczestnictwa trzech funduszy lokujących aktywa w instrumenty denominowane w walutach obcych (głównie w dolarach amerykańskich i euro) wzrosły średnio o 10,5%. Średnia ważona roczna stopa zwrotu wyniosła 13,9% i była o 2,7 pkt. proc. niższa niż w roku 2001 (tabela 9). Spośród 19 funduszy obligacji rentowność wyższą od benchmarku (składającego się z 52-tygodniowych bonów skarbowych) osiągnęło 15 podmiotów.

W ostatnich pięciu latach średnie roczne ważone stopy zwrotu funduszy obligacji mieściły się w przedziale od 9,8% do 20,7%. Skumulowana stopa zwrotu za lata 1998-2002 wyniosła 100,3%, co jest równoznaczne średniorocznemu dochodowi w wysokości 14,9%.

*Tabela 9. Średnie ważone stopy zwrotu funduszy obligacji w latach 1998-2002.*

	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
Fundusze obligacji (%)	<b>20,7</b>	<b>9,8</b>	<b>13,8</b>	<b>16,6</b>	<b>13,9</b>
Portfel wzorcowy* (%)	<b>23,9</b>	<b>12,2</b>	<b>16,0</b>	<b>17,7</b>	<b>11,0</b>

\*Portfel złożony w 100% z 52-tygodniowych bonów skarbowych.

### Fundusze rynku pieniężnego

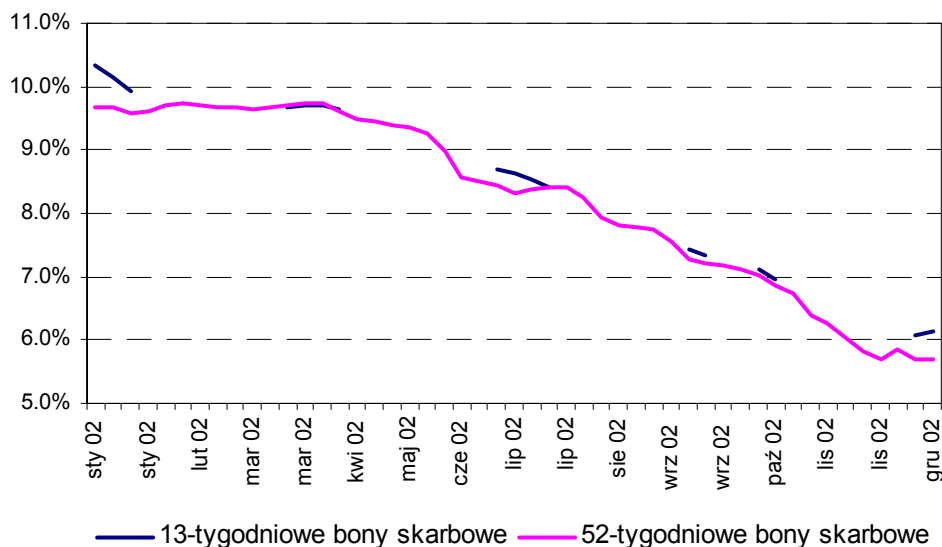
Najbardziej stabilne wyniki inwestycyjne w 2002 roku zanotowały fundusze rynku pieniężnego. Wzrost wartości jednostek uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego zawierał się w przedziale od 8,3% do 10,9%. Średnia arytmetyczna stopa zwrotu funduszy należących do tej kategorii wyniosła 9,4%. Tyle samo wyniosła średnia ważona aktywami stopa zwrotu. Była ona najniższa w ostatnich pięciu latach i aż o 7 pkt. proc. niższa niż rok wcześniej (tabela 10). Było to wynikiem znaczącego spadku rentowności bonów skarbowych (por. wykres 8) – w przypadku bonów 52-tygodniowych o 5,1 pkt. proc., a bonów 13-tygodniowych o 5,0 pkt. proc. Coraz niższa rentowność bonów skarbowych sprawiła, iż część funduszy rynku pieniężnego w poszukiwaniu bardziej dochodowych instrumentów nieco odważniej zaczęła inwestować w nieskarbowe krótkoterminowe papiery dłużne. Kolejny rok z rzędu średnia ważona stopa zwrotu funduszy pieniężnych znacznie przewyższyła przeciętne oprocentowanie rachunków ROR (9,4% wobec 1,9%). Dowodzi to, że fundusze rynku pieniężnego nie tylko z uwagi na wyższą płynność, ale również wyższy dochód, stanowią atrakcyjną alternatywę dla krótkoterminowych lokat bankowych. Skumulowana stopa zwrotu za lata 1998-2002 funduszy rynku pieniężnego wyniosła 95,1%, co odpowiada rocznej średniej stopie zwrotu równej 14,3%.

*Tabela 10. Średnie ważone stopy zwrotu funduszy rynku pieniężnego w latach 1998-2002.*

	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
Fundusze rynku pieniężnego (%)	<b>19,2</b>	<b>11,0</b>	<b>15,8</b>	<b>16,4</b>	<b>9,4</b>
Oprocentowanie ROR (%)*	<b>12,1</b>	<b>7,3</b>	<b>7,4</b>	<b>5,4</b>	<b>1,9</b>

\* Średnie oprocentowanie rachunków ROR w danym roku obliczone na podstawie danych NBP z poszczególnych miesięcy.

Wykres 8. Rentowność bonów skarbowych na rynku pierwotnym w 2002 roku.



### **Podsumowanie**

W latach 1998-2002 najwyższe stopy zwrotu zanotowały fundusze obligacji i rynku pieniężnego. Spadające drugi rok z rzędu stopy procentowe sprowadziły jednak rynkowe stopy procentowe do stosunkowo niskiego poziomu, przy którym powtórzenie dotychczasowych rezultatów nie będzie prawdopodobnie możliwe. Dlatego też fundusze inwestujące w papiery wierzycielskie będą poszukiwać bardziej atrakcyjnych lokat w postaci nieskarbowych papierów dłużnych. Sprzyjać temu będzie przede wszystkim rosnąca oferta papierów dłużnych wprowadzanych do publicznego obrotu, której pierwsze symptomy można było zaobserwować już w 2002 roku (m.in. obligacje TP SA, Banku Pekao, BZ WBK, BIG Banku Gdańskiego). Dzięki coraz bogatszej ofercie tego rodzaju instrumentów (w tym także obligacji komunalnych i listów zastawnych), podmioty inwestujące na rynku długu czeka nieuchronna specjalizacja.

Wyniki funduszy hybrydowych, a zwłaszcza akcyjnych były w ostatnich pięciu latach relatywnie słabe. Jednak w świetle oczekiwań dotyczących powrotu polskiej gospodarki na ścieżkę szybkiego wzrostu gospodarczego oraz przystąpienia naszego kraju do Unii Europejskiej, perspektywy funduszy inwestujących w papiery udziałowe wydają się być korzystne. Dalszy stopniowy spadek stóp procentowych w związku z konwergencją polskiej gospodarki do standardów unijnych powinien zwiększyć atrakcyjność funduszy akcyjnych względem funduszy papierów wierzycielskich. Wzrostowi dochodowości funduszy

inwestujących w akcje sprzyjać będzie także wprowadzanie w życie zasad ładu korporacyjnego w spółkach publicznych.

## **Koszty funduszy inwestycyjnych**

Jedną z najważniejszych zalet związanych z inwestowaniem w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych jest pełna przejrzystość kosztów ponoszonych przez ich uczestników. Gwarantuje to ustawa o funduszach inwestycyjnych, zgodnie z którą statut funduszu określa rodzaje, maksymalną wysokość sposób kalkulacji i naliczania kosztów obciążających fundusz, w tym wynagrodzenie towarzystwa oraz terminy, w których najwcześniej może nastąpić pokrycie poszczególnych rodzajów kosztów (za wyjątkiem podatku dochodowego).

### **Koszty pokrywane ze środków funduszu**

Podmioty będące uczestnikami funduszy inwestycyjnych ponoszą trzy rodzaje kosztów. Pierwszy z nich to koszty pokrywane bezpośrednio ze środków funduszu. Są to tzw. koszty operacyjne, w tym wynagrodzenie towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Koszty te odliczane są od aktywów netto funduszu, przez co wpływają na wycenę jednostek uczestnictwa. W funduszach otwartych i specjalistycznych otwartych obejmują one między innymi: wynagrodzenie TFI za zarządzanie funduszem i jego reprezentowanie, opłaty za przechowywanie aktywów funduszu i inne usługi wykonywane przez depozytariusza, opłaty za prowadzenie rejestru uczestników i inne usługi agenta transferowego, koszty obsługi prawnej funduszu, koszty prowadzenia obsługi księgowej i badania sprawozdań finansowych, koszty usług wydawniczych i poligraficznych, koszty wymaganych prawem ogłoszeń i publikacji, a w niektórych funduszach także koszty usług marketingowych i dystrybucyjnych. W przypadku funduszy zamkniętych, specjalistycznych zamkniętych i mieszanych lista ta obejmuje dodatkowo koszty oferowania i prowadzenia zapisów na certyfikaty inwestycyjne.

Maksymalną wysokość (limit) kosztów operacyjnych, w tym także maksymalne wynagrodzenie TFI za zarządzanie funduszem, określa statut funduszu. Koszty te są liczone jako procent od średniej wartości aktywów (lub aktywów netto) funduszu w ciągu roku. Większość towarzystw zrezygnowało jednak w ostatnich latach z określania w statucie maksymalnej stawki kosztów limitowanych, informując jedynie o maksymalnej stawce wynagrodzenia za zarządzanie, z których to środków pokrywane są następnie

wszelkie inne koszty i wydatki związane z prowadzoną działalnością. Umożliwia to towarzystwom pobranie wyższej opłaty za zarządzanie w sytuacji, gdy pozostałe koszty są niższe od planowanych, pozwala także znacznie uprościć księgowość. W nielicznych funduszach (zarówno otwartych jak i zamkniętych), oprócz stałego wynagrodzenia za zarządzanie, pobierane jest także wynagrodzenie zmienne, zależne od wyników inwestycyjnych (jest ono zazwyczaj liczone jako określony procent wypracowanego zysku ponad stopę odniesienia). W 2002 roku po raz pierwszy towarzystwa zdecydowały się także na zróżnicowanie stawek wynagrodzenia za zarządzanie w zależności od typu oferowanych jednostek (czyli w praktyce od sposobu ich nabywania i wysokości dokonanej wpłaty). Limit kosztów operacyjnych (bądź wynagrodzenia za zarządzanie) nie obejmuje opłat od dokonywanych przez fundusz transakcji zakupu i sprzedaży papierów wartościowych (prowizje maklerskie), opłat bankowych oraz innych obciążeń nałożonych przez właściwe organy państwowe w związku z działalnością funduszu (np. opłaty za uzyskanie zezwolenia i rejestracji). Informacja na temat rzeczywistego poziomu kosztów operacyjnych i (lub) wynagrodzenia za zarządzanie znajduje się w półrocznych i rocznych sprawozdaniach finansowych funduszy.

Jeżeli faktycznie poniesione koszty przekroczą określony w statucie limit, nadwyżkę zobowiązane jest pokryć towarzystwo. Zdarza się tak zwykle w momencie uruchamiania funduszu, kiedy TFI ponosi stosunkowo wysokie koszty, natomiast aktywa funduszu są jeszcze niewielkie. Choć w większości funduszy rzeczywiście ponoszone koszty są równe maksymalnemu limitowi określonemu w statucie, coraz więcej podmiotów, głównie ze względu na dynamicznie rosnące aktywa, zaczyna ponosić w rzeczywistości niższe koszty niż określa to limit (korzyści skali). Powinno to w przyszłości pozwolić na ich stopniowe obniżanie, a tym samym na poprawę pozycji konkurencyjnej wobec innych podmiotów, w tym także funduszy, które już wkrótce zaczną być oferowane na polskim rynku przez podmioty zarządzające aktywami w Unii Europejskiej.

### **Opłaty dystrybucyjne**

Drugim rodzajem kosztów ponoszonych przez uczestników funduszy inwestycyjnych są opłaty dystrybucyjne. Służą one przede wszystkim pokryciu wynagrodzenia dystrybutorów tytułów uczestnictwa oraz wynagrodzeniu towarzystwa z tytułu organizacji i nadzoru nad dystrybucją. W przypadku funduszy otwartych opłata dystrybucyjna jest pobierana przy zbywaniu i (lub) odkupywaniu jednostek uczestnictwa. Jej maksymalną wysokość określa statut funduszu, przy czym stosowane w praktyce stawki są zazwyczaj

niższe od maksymalnych. Stawka opłaty dystrybucyjnej zależy od trzech głównych czynników. Najważniejszym jest wielkość środków przeznaczonych na zakup jednostek uczestnictwa, bądź kwota umorzenia. Im wielkości te są większe, tym stawka procentowa opłaty dystrybucyjnej pobierana od wartości wpłaconych (lub umorzonych) środków pieniężnych jest mniejsza. Towarzystwa stosują zwykle także zasadę kumulacji, tzn. opłata jest pobierana przy uwzględnieniu sumy środków znajdujących się w rejestrze uczestnika w danym funduszu, a nie wartości samej wpłaty. Statut z reguły przewiduje także możliwość obniżenia opłat w stosunku do wszystkich lub wybranych grup uczestników funduszu oraz wymienia kryteria, od których uzależnia wysokość pobieranych opłat (np. fakt przystąpienia do określonego programu oszczędzania). Fundusze często przeprowadzają też akcje promocyjne, w czasie których opłata dystrybucyjna jest obniżona lub całkowicie zniesiona.

Opłata dystrybucyjna może również zależeć od długości okresu utrzymywania środków w funduszu. Obowiązująca w tym przypadku zasada „im dłuższy okres inwestycji, tym niższa stawka prowizji” ma na celu zachęcenie inwestorów do wydłużenia horyzontu inwestycyjnego. Towarzystwa coraz częściej decydują się na zróżnicowanie wysokości stawki opłaty dystrybucyjnej w zależności od wartości wpłacanych środków, okresu inwestycji i sposobu jej pobierania. W praktyce jest to realizowane poprzez zaoferowanie inwestorom różnych typów jednostek. Rozwiązanie takie może być stosowane przy nabywaniu jednostek bez z góry określonych zobowiązań ze strony uczestnika funduszu, może także występować przy nabywaniu jednostek w ramach planów systematycznego oszczędzania. Trzecim czynnikiem od którego zależy wysokość opłaty dystrybucyjnej jest sposób dokonywania wpłat do funduszu inwestycyjnego. Przy tzw. wpłatach bezpośrednich, czyli wpłatach bezpośrednio na rachunek funduszu, stawka opłaty jest niższa niż przy wpłatach dokonywanych za pośrednictwem dystrybutorów (domów maklerskich, czy banków).

Wysokość opłaty dystrybucyjnej jest różna w poszczególnych typach funduszy. Najwyższe opłaty dystrybucyjne pobierają fundusze akcyjne i hybrydowe, natomiast najniższe fundusze obligacji i fundusze rynku pieniężnego. W gronie tych ostatnich przeważają tzw. fundusze bezprowizyjne (*no-load funds*), które w ogóle nie pobierają opłat dystrybucyjnych przy zbywaniu lub odkupywaniu jednostek uczestnictwa.

Poza opłatami pobieranymi przy zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa, fundusze pobierają opłaty również przy konwersji jednostek (przenoszeniu jednostek między funduszami zarządzanymi przez to samo towarzystwo). Nie są natomiast pobierane



opłaty przy tzw. reinwestycji, czyli umorzeniu jednostek i wpłaceniu wycofanej wcześniej kwoty przed upływem określonego w statucie funduszu czasu (zwykle 60 lub 90 dni). Niektóre fundusze otwarte pobierają też jednorazową opłatę za otwarcie rejestru, są też fundusze które obciążają stałą ryczałtową opłatą pierwszą wpłatę do funduszu w roku kalendarzowym.

W przypadku funduszy zamkniętych i mieszanych opłaty dystrybucyjne są pobierane wyłącznie podczas subskrypcji certyfikatów inwestycyjnych. Koszty subskrypcji obejmują ponoszone przez fundusze koszty przygotowania i przeprowadzenia oferty, sporządzenia prospektu emisyjnego, promocji oferty oraz ewentualnie koszt wynagrodzenia subemitentów. Uczestnicy tych funduszy są jednak obciążeni opłatami maklerskimi przy nabywaniu oraz zbywaniu certyfikatów na rynku regulowanym, na którym certyfikaty te są notowane (o ile nie są to fundusze niepubliczne). Osoby, które nabyły certyfikaty podczas publicznej oferty, a nie posiadały dotychczas rachunku inwestycyjnego w domu maklerskim, muszą zwykle także ponieść opłatę za jego otwarcie (niektóre tzw. fundusze antypodatkowe zaoferowały w 2002 roku nabywcom certyfikatów możliwość ich sprzedaży na giełdzie bez konieczności otwierania rachunku). Uczestnicy funduszy antypodatkowych, którzy zdecydowali się podpisać umowę o odkupieniu certyfikatów przez bank (lub dom maklerski) tuż przed terminem likwidacji, muszą ponieść także opłatę transakcyjną (określony procent od ich wartości) oraz koszt dyskonta związanego z odkupieniem (będą one wykupywane po cenie nieco niższej niż bieżąca wartość księgową certyfikatu). W przypadku funduszy mieszanych opłatą obciążone są również okresowe wykupy certyfikatów przez fundusz. Niektóre podmioty pobierają ponadto opłatę związaną z likwidacją funduszu.

### **Zasady opodatkowania**

Ponieważ fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, podlega on przepisom ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych. Stanowi ona, że dochody osiągnięte przez fundusze inwestycyjne są zwolnione z podatku dochodowego od osób prawnych.

Podatkiem dochodowym są natomiast obciążeni uczestnicy funduszy inwestycyjnych, zarówno osoby fizyczne jak i osoby prawne. Poczynając od 1 marca 2002 roku z tytułu udziału w funduszach kapitałowych (do których zalicza się m.in. fundusze inwestycyjne) pobierany jest zryczałtowany podatek dochodowy w wysokości 20% wypłacanej kwoty dochodu. Dochodu tego nie pomniejsza się o straty z tytułu udziału w funduszach kapitałowych, ani inne straty z kapitałów pieniężnych i praw majątkowych,

poniesione w roku podatkowym oraz w latach poprzednich. Wolne od podatku dochodowego od osób fizycznych są natomiast wypłaty środków z pracowniczego programu emerytalnego dokonane na rzecz uczestnika tego programu lub osób uprawnionych w razie śmierci uczestnika. Zwolnione z podatku są także dochody z tytułu udziału w funduszach kapitałowych, jeżeli są one wypłacane podatnikowi na podstawie umów zawartych lub zapisów dokonanych przez podatnika przed 1 grudnia 2001 r. Zwolnienie to nie dotyczy jednak dochodów uzyskanych w związku z przystąpieniem do programu oszczędzania z funduszem inwestycyjnym, bez względu na jego formę. Podatek jest pobierany przez fundusz inwestycyjny w formie zryczałtowanej w chwili odkupienia lub konwersji jednostek uczestnictwa i odprowadzany do organów podatkowych.

Wysokość pobieranego podatku uzależniona jest również od sposobu umarzania jednostek. Według ustawy o podatku dochodowym, w sytuacji gdy nie jest możliwa identyfikacja jednostek, fundusze powinny odkupywać kolejno jednostki począwszy od nabytych najwcześniej (zgodnie z zasadą FIFO – *first in, first out*). Jest to niekorzystne dla uczestników, gdyż zysk (a więc i podatek) z inwestycji o długim terminie jest z reguły (np. w funduszach obligacji czy rynku pieniężnego) wyższy niż w przypadku lokat krótkoterminowych (ponadto część najwcześniej nabytych jednostek mogła nie być jeszcze objęta podatkiem, więc to one powinny pracować w funduszu jak najdłużej). Zasadę tę stosuje większość TFI, jednak część towarzystw, uznając że identyfikacja jednostek jest możliwa, zmieniła zasady umarzania jednostek w zarządzanych przez siebie funduszach, tak aby obniżyć płacony przez uczestników podatek. Niektóre zaczęły stosować metodę LIFO (*last in, first out*), która oznacza, że jako pierwsze są umarzane jednostki nabyte najpóźniej. Inne zdecydowały się natomiast na metodę HIFO (*high in, first out*), która oznacza, że jako pierwsze są umarzane jednostki nabyte po najwyższej cenie.

Uczestnicy funduszy inwestycyjnych będący osobami prawnymi, w przypadku uzyskania dochodu są zobowiązani do zapłacenia podatku dochodowego na zasadach ogólnych. Przy ustalaniu dochodu ze zbycia jednostek funduszu lub przy ich umorzeniu (w przypadku likwidacji funduszu) wydatki osób prawnych poniesione na ich nabycie stanowią koszt uzyskania przychodu (nie są nimi natomiast np. opłaty manipulacyjne). Oznacza to, że osoby prawne zapłacą podatek dochodowy, jeżeli kwota uzyskana przy odkupieniu jednostek przewyższa kwotę wydatkowaną na ich nabycie. Obowiązek podatkowy powstaje dopiero w momencie odkupienia jednostek przez fundusz lub ich umorzenia w przypadku likwidacji funduszu. W przypadku funduszy emitujących certyfikaty inwestycyjne, które są papierami wartościowymi, dochody uzyskiwane przez osoby

fizyczne z tytułu odpłatnego zbycia papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu, są zwolnione z podatku dochodowego do końca 2003 roku. W przypadku osób prawnych dochody te podlegają obowiązkowi podatkowemu i są opodatkowane na zasadach ogólnych.

## Kodeks dobrych praktyk

Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce opracowało i przyjęło w 2002 roku „Kodeks dobrych obyczajów przy prezentacji wyników oraz klasyfikacji funduszy inwestycyjnych”. Dokument ten ma na celu przede wszystkim poprawienie jakości podawanych do opinii publicznej informacji na temat funduszy inwestycyjnych, ujednolicenie sposobu prezentacji wyników oraz ułatwienie inwestorom ich porównywania. Jest to szczególnie istotne, gdyż prezentacja wyników i klasyfikacja funduszy bardzo mocno wpływają na odbiór przez opinię publiczną całego środowiska funduszy inwestycyjnych oraz są ważnym kryterium podejmowania decyzji inwestycyjnych. Powinny być one rzetelne także ze względu na zwiększającą się konkurencyjność sektora oraz z powodu powstawania rankingów, przyznawania nagród i innych wyróżnień dla TFI, funduszy i zarządzających nimi menedżerów. Ponieważ nie wszyscy inwestorzy posiadają dostateczną wiedzę do oceny jakości zarządzania funduszami i uzyskiwanych przez nie wyników, kodeks dobrych praktyk spełnia również rolę edukacyjną, gdyż poszerza i kształtuje wiedzę na temat całej branży. Rekomendowane przez STFIwP zasady właściwego postępowania mają się także przyczynić do podniesienia zasad etyki zawodowej środowiska.

Kodeks przede wszystkim stawia **wymagania** towarzystwom zarządzającym funduszami inwestycyjnymi. Dotyczą one właściwego prezentowania wyników funduszy (czy to w celach reklamowych, czy informacyjnych) lub uzyskanych przez nie nagród. Każda tego rodzaju prezentacja powinna między innymi zawierać informację, że przedstawione wyniki są oparte na historycznych danych i nie stanowią gwarancji na przyszłość, a indywidualna stopa zwrotu jest uzależniona od dnia zbycia i odkupienia jednostek oraz od poziomu opłat manipulacyjnych. Jeśli fundusz działa odpowiednio długo, prezentacja jego wyników (z wyjątkiem funduszy rynku pieniężnego) powinna być podawana w okresach rocznym, dwu-, trzy-, cztero- i pięcioletnim. Jeżeli horyzont inwestycyjny funduszu jest krótszy niż rok – powinna odnosić się do okresu, który jest równy lub dłuższy od okresu wskazanego przez politykę inwestycyjną funduszu.

Prezentacje wyników za okres krótszy niż rok (oprócz funduszy pieniężnych) nie mogą być annuizowane, jak również nie można przeprowadzać ich ekstrapolacji. W kodeksie określono sposób obliczania rentowności funduszy rynku pieniężnego za okres krótszy niż rok (z rozróżnieniem rentowności bieżącej i efektywnej) oraz sposób, w jakim powinny być pokazywane wyniki funduszy stałego dochodu w skali rocznej. Prezentacja wyników wybranego funduszu nie może być natomiast wykorzystywana do prezentowania innych produktów lub całej gamy oferowanych funduszy, bez podawania o nich pełnej informacji. Fundusz, w przypadku którego nastąpiła zmiana klasyfikacji, jest zobowiązany do prezentowania wyników od momentu zmiany jego zaklasyfikowania.

Kodeks **zaleca**, aby TFI ujawniało informacje niezbędne do określenia poziomu ryzyka związanego z inwestycjami dokonywanymi przez fundusz (z wyłączeniem funduszy rynku pieniężnego). Historia wyników funduszu winna być prezentowana przez TFI w skali roku za okres ostatnich pięciu lat jego działalności, a dla każdego z tych lat towarzystwo powinno udostępnić na żądanie alokację aktywów na zakończenie roku. Dla każdego funduszu powinien być ex-ante wybrany odpowiedni benchmark.

Kodeks dobrych praktyk **zaleca**, aby twórcy rankingów i prezentacji wyników funduszy systematycznie sprawdzali jakość posiadanych danych bezpośrednio w TFI oraz poprawność przyporządkowania funduszu do danej kategorii. Definicje kategorii, którymi posługują się twórcy rankingów, powinny odpowiadać klasyfikacji stworzonej przez STFIwP oraz uwzględniać różnorodność rynku funduszy w Polsce. Przygotowujący ranking powinni przedstawić pełny opis stosowanej metodologii oraz dostarczyć odpowiednie wskazówki dotyczące właściwej interpretacji przedstawionych wyników.

Zalecenia dotyczące mediów i innych komentatorów rynku funduszy inwestycyjnych, odnoszą się do zasad przyznawania nagród i innych wyróżnień za wyniki funduszy. Zasady te powinny być przekazane towarzystwom odpowiednio wcześniej, co najmniej przed rozpoczęciem nowej edycji konkursu. Nagroda winna jednoznacznie odnosić się do ściśle określonej i rzetelnie sklasyfikowanej grupy funduszy inwestycyjnych oraz uwzględniać wystarczającą do uznania zasadności przyznania nagrody, liczbę funduszy. Wszelkim publikacjom wyników, przyznanych nagrodom i wyróżnieniom powinno towarzyszyć ujawnienie szczegółów dotyczących zasad ich przyznawania, opis stosowanej metodologii oraz innych czynników, które mogą pomóc inwestorom we właściwej ich interpretacji. Ustanowieniu i promowaniu jakiegokolwiek nagrody powinna towarzyszyć pewność, iż przekazywana odbiorcom informacja jest pełna i rzetelna i służy ochronie interesów inwestorów.

## Zmiany w regulacjach prawnych

W kwietniu 2002 roku Komisja Papierów Wartościowych i Giełd rozpoczęła prace nad przygotowaniem projektu ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz o zmianie innych ustaw. W końcu marca 2003 roku projekt został przesłany do Ministerstwa Finansów, a w kwietniu resort finansów skierował go do uzgodnień międzyresortowych.

Konieczność dokonania zmian w ustawie o funduszach inwestycyjnych w zakresie odnoszącym się do towarzystw funduszy inwestycyjnych oraz funduszy inwestycyjnych otwartych była spowodowana wejściem w życie w lutym 2002 roku dwóch dyrektyw UE, które w znaczącym zakresie zmieniły dyrektywę UCITS. Wynikające stąd zmiany w zakresie

rozwiązań funduszu otwartego pociągnęły za sobą konieczność dokonania zmian w zakresie polityki inwestycyjnej funduszu zamkniętego. Ze względu na zakres i obszerność proponowanych zmian oraz konieczność zapewnienia przejrzystości i czytelności w całym akcie prawnym, zdecydowano się na wydanie nowej ustawy.

Projekt ustawy utrzymuje większość dotychczasowych regulacji dotyczących tworzenia i funkcjonowania zarówno TFI, funduszy inwestycyjnych, jak i nadzoru nad tymi podmiotami przez KPWiG. W projekcie ustawy zrezygnowano jednak z regulowania funduszy mieszanych i specjalistycznych zamkniętych, zastępując trzy dotychczas istniejące rodzaje funduszy emitujących certyfikaty inwestycyjne jednym rodzajem – funduszem zamkniętym. Będzie on posiadał wszystkie cechy, które miał dotychczas fundusz specjalistyczny zamknięty (zarówno w zakresie zasad funkcjonowania, jak i możliwości inwestycyjnych) oraz fundusz mieszany (w zakresie możliwości wykupywania certyfikatów).

Wśród nowych rozwiązań prawnych w projekcie ustawy o funduszach inwestycyjnych należy wymienić przede wszystkim przepisy:

1. mające na celu dostosowanie przepisów ustawy do prawa UE, w szczególności odnośnie TFI (w tym m.in. wprowadzenie możliwości zarządzania przez TFI portfelami indywidualnych klientów i świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego) i polityki inwestycyjnej funduszy inwestycyjnych otwartych (w tym m.in. rozszerzenie zakresu możliwych lokat o instrumenty rynku pieniężnego i depozyty bankowe o terminie zapadalności krótszym niż rok, rozszerzenie możliwości wykorzystywania instrumentów

pochodnych, także niewystandaryzowanych, zwiększenie możliwości inwestowania w tytuły uczestnictwa innych funduszy),

2. w zakresie zasad inwestycyjnych i dopuszczalnych limitów inwestycyjnych stosowanych przez inne rodzaje funduszy, wynikające z uelastycznienia polityki inwestycyjnej funduszy otwartych,
3. których celem jest wprowadzenie rozwiązań funkcjonujących z powodzeniem w innych państwach, jak np. umożliwienie zbywania przez fundusze różnych typów jednostek uczestnictwa, umożliwienie tworzenia funduszy, które będą się składały z wydzielonych subfunduszy, umożliwienie tworzenia przez TFI rodzin funduszy składających się z jednego funduszu podstawowego i wielu funduszy powiązanych, wprowadzenie możliwości tworzenia funduszy sekurytyzacyjnych i funduszy portfelowych, wyraźne wyodrębnienie i szczególne uregulowanie funduszy rynku pieniężnego i funduszy aktywów niepublicznych,
4. umożliwiające funduszom udzielanie pożyczek papierów wartościowych, a funduszom zamkniętym także udzielanie pożyczek środków pieniężnych oraz poręczeń i gwarancji,
5. rozszerzające kompetencje rady inwestorów i zgromadzenia inwestorów,
6. rozszerzające możliwość przekazania zarządzania portfelem funduszu także podmiotom doświadczonym w zarządzaniu nieruchomościami, spółkami niepublicznymi i spółkami z ograniczoną odpowiedzialnością,
7. dotyczące pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek funduszy otwartych,
8. dotyczące polityki informacyjnej funduszy inwestycyjnych,
9. mające na celu umożliwienie przekształcania funduszy inwestycyjnych w fundusze inwestycyjne innego rodzaju,
10. wprowadzające możliwość tworzenia przez TFI izby gospodarczej,
11. mające na celu doprecyzowanie zapisów budzących wątpliwości interpretacyjne.

W 2002 roku Rada Ministrów zaakceptowała również „Założenia systemu zachęt podatkowych w ramach III filaru systemu emerytalnego”. Dokument opracowany przez Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej przewiduje utworzenie w 2004 roku systemu Indywidualnych Kont Emerytalnych (IKE). Zgodnie z przedstawionym projektem, jedną z trzech dopuszczalnych form realizowania oszczędności indywidualnych mają być inwestycje w funduszach inwestycyjnych. Środki gromadzone w systemie IKE, spełniające określone kryteria, mają być w momencie wypłaty zwolnione z podatku dochodowego od dochodów kapitałowych.

Ponadto w 2002 roku zostało wydanych kilka nowych lub znowelizowanych rozporządzeń dotyczących między innymi funduszy inwestycyjnych. Są to:

- rozporządzenie Rady Ministrów w sprawie określenia terminu ważności prospektu emisyjnego, terminu, w którym po opublikowaniu prospektu i jego skrótu może rozpocząć się sprzedaż lub subskrypcja papierów wartościowych, wymaganej liczby prospektów oraz miejsca, terminów i sposobów udostępniania do publicznej wiadomości prospektu oraz jego skrótu (Dz. U. Nr 31, poz. 279),
- rozporządzenie Rady Ministrów w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych (Dz. U. Nr 31, poz. 280),
- rozporządzenie Rady Ministrów w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinien odpowiadać prospekt emisyjny oraz skrót prospektu (Dz. U. Nr 36, poz. 328),
- rozporządzenie Ministra Sprawiedliwości w sprawie sposobu prowadzenia rejestru funduszy inwestycyjnych, wzoru tego rejestru oraz szczegółowego trybu postępowania w sprawach o wpis do rejestru funduszy (Dz. U. Nr 68, poz. 628),
- rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie wysokości, szczegółowego sposobu ustalania oraz warunków i terminów uiszczania opłat za zezwolenia i zgody udzielane przez KPWiG (Dz. U. Nr 208, poz. 1764).