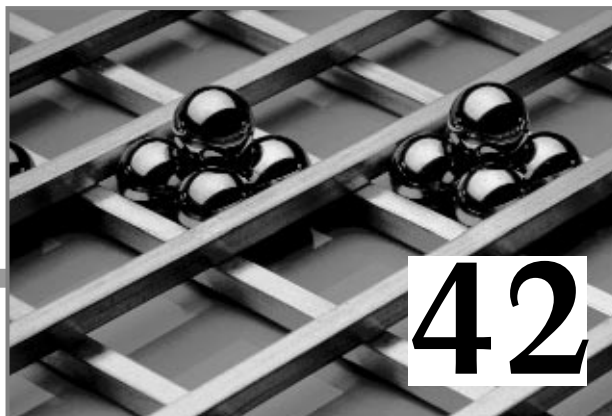


Z E S Z Y T Y BRE Bank-CASE



W a r s z a w a 1 9 9 9

FUNDUSZE INWESTYCYJNE NA POLSKIM RYNKU – ZNACZENIE I TENDENCJE ROZWOJU



BRE BANK SA



Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

Fundacja Naukowa CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych

00 - 944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA

00 - 950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: Fundacja Naukowa CASE i BRE Bank SA

Opracowanie tekstów: Krystyna Olechowska

Opracowanie graficzne: Agnieszka Bury

DTP: SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca:

Fundacja Naukowa CASE, 00 - 944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

Nakładca:

BRE Bank SA, 00 - 950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Oddano do druku w lipcu 1999 r. Nakład 600 egz.

SPIS TREŚCI

Od Redakcji – WPROWADZENIE	5
Lista uczestników seminarium	6
Jacek Socha – ZNACZENIE FUNDUSZÓW INWESTYCYJNYCH DLA POLSKIEJ GOSPODARKI – OCENA USTAWY O FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH I POŻĄDANE KIERUNKI ZMIAN	7
1. Zmiany w regulacjach dotyczących funkcjonowania funduszy zbiorowego inwestowania	7
1. 1. Podstawa tworzenia funduszy powierniczych	7
1. 2. Praktyczne zastosowanie regulacji dotyczących funduszy powierniczych	7
2. Regulacje ustawy o funduszach inwestycyjnych jako wyzwanie do tworzenia podmiotów stymulujących rynek kapitałowy, a także podejmowania przedsięwzięć typu venture capital	8
2. 1. Fundusze inwestycyjne osobami prawnymi	8
2. 2. Zgodność z ustawodawstwem unijnym	8
2. 3. Akty wykonawcze do ustawy o funduszach inwestycyjnych	8
2. 4. Nowe możliwości kreowania produktów przez TFI	9
2. 5. Uregulowanie funkcjonowania funduszu inwestycyjnego zamkniętego i mieszanego	9
2. 6. Fundusze inwestycyjne zamknięte	9
2. 7. Fundusz inwestycyjny zamknięty a inwestycje venture capital	10
2. 8. Ograniczenia lokacyjne funduszu inwestycyjnego	10
2. 9. Fundusze venture capital a fundusz inwestycyjny zamknięty	11
3. Pożądane kierunki zmian	11
3. 1. Fundusz podwyższonego ryzyka	11
3. 2. Pożądany kierunek zmian legislacyjnych dotyczących funduszy inwestycyjnych	12
4. Reforma podatkowa w Polsce	17
Andrzej Dorosz – FUNDUSZE INWESTYCYJNE: OFERTA DLA KLIENTA INDYWIDUALNEGO I JEJ WPŁYW NA FUNKCJONOWANIE RYNKU KAPITAŁOWEGO	13
1. Fundusze inwestycyjne na świecie	13
1. 1. Fundusze w liczbach	13
1. 2. Preferowane formy funduszy	13
1. 3. Zależności między gospodarką a rozwojem funduszy	13
2. Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce	14
2. 1. Rozłożenie aktywów między funduszami	14
2. 2. Mała wiedza o funduszach, niski stopień zaufania	14
2. 3. Najpopularniejsze formy oszczędzania	14
3. Oferta funduszy inwestycyjnych dla klienta indywidualnego	15
3. 1. Preferowane fundusze na polskim rynku	15
3. 2. Czynniki charakteryzujące ofertę produktową funduszy	15
3. 3. Dystrybutorzy funduszy	16
4. Fundusze inwestycyjne a polski rynek kapitałowy	16
4. 1. Rozwój rynków kapitałowych	16
4. 2. Aktywa funduszy zaważą na sile oddziaływania	16
4. 3. Przystąpienie do UE i reforma ubezpieczeń społecznych	16
Piotr Dziewulski – ZNACZENIE FUNDUSZÓW INWESTYCYJNYCH W III FILARZE REFORMY EMERYTALNEJ	17
1. Reforma systemu – i co dalej?	17
2. Pracownicze programy emerytalne	17
2. 1. Zasady i warunki tworzenia pracowniczych programów emerytalnych	18
2. 2. Zachodnie i polskie widzenie emerytury	18
2. 3. Zabezpieczenie emerytalne to nie ubezpieczenie emerytalne	18
2. 4. Różnice pomiędzy funduszami TFI i funduszami firm ubezpieczeniowych	19
2. 5. Preferencyjne formy oszczędzania przewidziane dla pracowniczych programów emerytalnych	19
2. 6. Fundusze powiernicze funduszami inwestycyjnymi	20
3. Podsumowanie	20
Krystyna Olechowska FUNDUSZE INWESTYCYJNE NA POLSKIM RYNKU – ZNACZENIE I TENDENCJE ROZWOJU – DYSKUSJA	21

WPROWADZENIE

Od Redakcji

Fundusze inwestycyjne reprezentują jeden z głównych typów pośredników w alokacji kapitału. Ich działalność umożliwia bowiem transfer środków od osób fizycznych i podmiotów gospodarczych, mających okresowe nadwyżki w stosunku do ich potrzeb konsumpcyjnych lub inwestycyjnych, do podmiotów gospodarczych mających okresowy deficyt kapitału. Nie bez znaczenia jest także stabilizujący wpływ działalności dużej liczby inwestorów instytucjonalnych, jakimi są między innymi fundusze inwestycyjne, na rozwój rynku kapitałowego. Właśnie o funduszach inwestycyjnych na polskim rynku, ich znaczeniu i tendencjach rozwoju dyskutowali paneliści i uczestnicy 42 seminarium, zorganizowanego wspólnie przez Fundację Naukową CASE oraz BRE Bank SA w ramach regularnego cyklu spotkań panelowych, które odbyło się w Warszawie 22 kwietnia 1999 r.

Do dyskusji zaproszono trzech panelistów. O znaczeniu funduszy inwestycyjnych dla polskiej gospodarki mówił Jacek Socha, przewodniczący Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Podkreślił, iż najdonioślejszym rozwiązaniem ustawy o funduszach inwestycyjnych (w stosunku do ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych) jest uregulowanie funkcjonowania funduszu inwestycyjnego zamkniętego i mieszanego. Patrząc bowiem przez pryzmat znaczenia funduszy inwestycyjnych dla polskiej gospodarki warto zastanowić się w jakim stopniu fundusze inwestycyjne mogą służyć realizacji celów stawianych funduszom typu venture capital.

Andrzej Dorosz, prezes Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych SA przedstawił fundusze jako ofertę dla klienta indywidualnego. Rozważał także wpływ tej oferty na funkcjonowanie rynku kapitałowego. Stwierdził między innymi, że siła z jaką fundusze inwestycyjne oddziaływać będą na rynek kapitałowy, zależeć będzie od wielkości aktywów, jakie one zgromadzą, to zaś z kolei zależeć będzie od stopnia atrakcyjności oferty produktowej, tj. względnej rentowności produktów, ich dywersyfikowania i przejrzystości oraz od rozbudowania i dywersyfikowania kanałów sprzedaży. Wśród czynników pozwalających funduszom inwestycyjnym oddziaływać na rynek kapitałowy A. Dorosz wymienił także zbliżające się włączenie Polski do Unii Europejskiej (potencjalna ekspansja zagranicznych funduszy inwestycyjnych) oraz III filar reformy ubezpieczeń społecznych (duża liczba uczestników pracowniczych programów emerytalnych oznacza dopływ długoterminowych oszczędności do funduszy i w konsekwencji istotne wzmocnienie rynku kapitałowego).

Znaczenie funduszy inwestycyjnych w III filarze reformy emerytalnej było przedmiotem rozważań Piotra Dziewulskiego, wiceprezesa Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych Banku Handlowego SA. Publikacje w mass-mediach wprowadzają często czytelników w błąd, stwierdził P.Dziewulski, prezentując zabezpieczenie emerytalne jako formę ubezpieczenia. A przecież w praktyce tylko część gromadzonej w firmach ubezpieczeniowych składki jest przeznaczana na emeryturę, pozostała część to tzw. pokrycie ryzyka. Nagana jest również inercja ustawodawcy, który nie próbuje wyjaśnić społeczeństwu na czym polega różnica między funduszami inwestycyjnymi (w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych) a tzw. funduszami inwestycyjnymi oferowanymi przez firmy ubezpieczeniowe.

Prezentowane niżej teksty zostały przygotowane specjalnie na potrzeby seminarium i niniejszej publikacji, za co ich Autorom organizatorzy składają serdeczne podziękowanie.

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Jolanta Adamiec	Unia Europejska Delegacja w Polsce	Mikołaj Łepkowski Marcin Łuczyński	USAID Fundacja Naukowa CASE
Leszek Bagiński	Towarzystwo Funduszy	Piotr Madziar	PAIZ
Ewa Balcerowicz	Fundacja Naukowa CASE	Agnieszka Michalak	Reuters
Jerzy Basiuk	BRE Bank SA	Anna Myślińska	Uniwersytet Łódzki
Ewa Bednarz	Gazeta Finansowa	Sławomir Niemczyk	GINB
Joanna Bilewicz-Fotowic	Stowarzyszenie Emitentów	Krystyna Olechowska	Fundacja Naukowa CASE
Barbara Błaszczak	Fundacja Naukowa CASE Powierniczych NESTOR SA Giełdowych	Teresa Olko-Bagieńska Tadeusz Ołdakowski	Bank Gospodarki Żywnościowej SA Krajowa Izba Rozliczeniowa SA
Jan Bossak	Szkoła Główna Handlowa	Bożena Osak	Deutsche Bank Polska SA
Ewa Bryx-Sołtysik	BRE Bank	Jerzy Pieńkowski	Unia Europejska Delegacja w Polsce
Andrzej Dorosz	SKARBIEC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA	Krzysztof Pietraszkiewicz Witold Pochmara	Związek Banków Polskich Komisja Papierów Wartościowych i Gieł
Barbara Durka	Instytut Koniunktur i Cen	Andrzej Pyszkowski	Polska Agencja Rozwoju Regionalnego
Mirosław Dusza	Narodowy Bank Polski		DG Bank
Piotr Dziwulski	Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych BH SA	Maria Sosnowska	Narodowy Bank Polski
Ewa Freyberg	Sejm RP	Danuta Stasiak	PBK SA
Mieczysław Groszek	BRE Bank SA	Adam Szataruk	Narodowy Bank Polski
Sławomir Horbaczewski	Bank Energetyki SA	Piotr Szpuner	BRE Bank SA
Ian Hume	Czysta Polska	Krzysztof Szwarc	CA IB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA
Mariusz Jarmiesz	Fundacja Naukowa CASE	Grzegorz Świetlik	Narodowy Bank Polski
Jolanta Kaczorek	PAP		Dziennik Prawo i Gospodarka
Łukasz Klajta	PAP Redakcja Ekonomiczna	Aleksander Tymowicz	PBK Inwestycje
Barbara Kluza	Uniwersytet Warszawski	Bernard Waszczyk	Narodowy Bank Polski
Krzysztof Kluza	Bank Handlowy w Warszawie SA	Piotr Wilczyński	ING BSK Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA
Tadeusz Kochanowski	XI NFI	Ewa Wilk	PBK ATUT Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA
Wojciech Kostrzewa	BRE Bank SA	Dorota Winczewska	Reuters
Joanna Kotowicz	Instytut Badań Strategicznych		TFI Banku Handlowego SA
Ryszard Kowalski	Bank Handlowy w Warszawie SA Biuro Finansowania Budownictwa Mieszkaniowego	Paweł Wojciechowski	Deutsche Bank Polska SA Bank Przemysłowo-Handlowy SA
Jerzy Kwieciński	Unia Europejska Delegacja w Polsce	Barbara Woźniak	Pierwsze Polskie Towarzystwo Funduszy Powierniczych
Tomasz Kwieciński	Wardyński i Wspólnicy	Rafał Wysocki	PIONEER
Edmund Lach	Narodowy Bank Polski	Jolanta Zajączkowska	
Krzysztof Lis	Fundacja Centrum Prywatyzacji	Jadwiga Zaręba	
Irena Lipko	TU INTER-FORTUNA SA	Marek Żytniewski	
Jerzy Lisiecki	TU Allianz Polska SA		

ZNACZENIE FUNDUSZÓW INWESTYCYJNYCH DLA POLSKIEJ GOSPODARKI – OCENA USTAWY O FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH I POŻĄDANE KIERUNKI ZMIAN

*Jacek Socha**

1. Zmiany w regulacjach dotyczących funkcjonowania funduszków zbiorowego inwestowania

1. 1. Podstawa tworzenia funduszków powierniczych

Ustawa z dnia 22 marca 1991 roku o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych wraz z wydanymi na jej podstawie aktami wykonawczymi stworzyła podstawy do powstawania funduszków powierniczych jako jednostek organizacyjnych służących do zbiorowego lokowania środków pieniężnych w papierach wartościowych. W świetle tej ustawy, fundusz powierniczy miał funkcjonować na zasadzie wyodrębnionej finansowo wspólnej masy majątkowej uczestników, o zmiennej wartości i stałym przeznaczeniu gospodarczym, zarządzanej przez towarzystwo funduszków powierniczych.

W przypadku polskich instytucji zbiorowego inwestowania mówienie o istnieniu podłoża historycznego jest trudne, bowiem ustawa ta zawierała pierwszą regulację dotyczącą instytucji zbiorowego inwestowania w Polsce. Swoim zakresem obejmowała funkcjonowanie wyłącznie funduszków o charakterze otwartym. Oprócz tej ustawy, dla działalności funduszków powierniczych istotne znaczenie miały i mają takie akty prawne jak kodeksy: handlowy, cywilny, postępowania administracyjnego, regulacje prawa podatkowego.

1. 2. Praktyczne zastosowanie regulacji dotyczących funduszków powierniczych

Praktyczne zastosowanie powyższych regulacji dotyczących funduszków powierniczych miało miejsce 28 lipca 1992 roku, kiedy to została dokonana pierwsza wycena jednostek uczestnictwa w funduszu powierniczym. Głównym celem przyjętym przez ustawodawcę było stworzenie konstrukcji funduszu zapewniającej maksymalną ochronę uczestnika. Ochrona ta realizować się miała poprzez wyodrębnienie finansowe majątku funduszu od majątku towarzystwa zarządzającego tym funduszem, stworzenie instytucji banku powiernika przechowującego aktywa funduszu, nałożenie obowiązków informacyjnych na towarzystwa funduszków powierniczych co do sytuacji finansowej funduszu powierniczego. Ochrona administracyjno-prawna sprawowana przez Komisję Papierów Wartościowych miała na celu uzupełniać bądź zastępować wynikające z przepisów prawa i regulaminów funduszków powierniczych uprawnienia inwestorów. Najbardziej rozbudowaną częścią regulacji dotyczącą funduszków powierniczych jest opis banku powiernika jako swoistego gwaranta ochrony praw inwestora.

W okresie lipiec 1992 r. – luty 1998 r. powstało 14 towarzystw funduszków powierniczych zarządzających 38 funduszami powierniczymi. W okresie najlepszej koniunktury giełdowej, tj. na przełomie lat 1993 i 1994 wartość aktywów funduszków powierniczych wynosiła około 1,8 mld nowych złotych. Chociaż wielkość ta dotyczyła tylko jednego funduszu powierniczego, bowiem inne istniejące fundusze dopiero co debiutowały na rynku, to należy stwierdzić, iż sam fakt istnienia nawet

niewielkiej liczby funduszy powierniczych odegrał niebagatelną rolę w kształtowaniu świadomości prooszczędnościowo-inwestycyjnej wśród ludności. Warto tutaj podkreślić, iż fundusze powiernicze miały niepowtarzalną możliwość, z której po części skorzystały, skierowania swojej oferty w zakresie akumulacji Powszechnych Świadczeń Udziałowych do osób, które z przyczyny decyzji politycznej stały się uczestnikami rynku kapitałowego.

2. Regulacje ustawy o funduszach inwestycyjnych jako wyzwanie do tworzenia podmiotów stymulujących rynek kapitałowy, a także podejmowania przedsięwzięć typu venture capital

Kolejnym etapem w rozwoju rynku funduszy było uchwalenie ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych. Stworzyła ona nowe możliwości zarówno z punktu widzenia inwestorów jak i podmiotów zajmujących się zarządzaniem funduszami.

2. 1. Fundusze inwestycyjne osobami prawnymi

Do kluczowych zmian w stosunku do poprzedniej regulacji należy zaliczyć wyposażenie funduszy inwestycyjnych w prymat osoby prawnej, stworzenie nowych typów funduszy, w tym w szczególności funduszu inwestycyjnego zamkniętego i funduszu inwestycyjnego mieszanego, poszerzenie katalogu dopuszczalnych lokat funduszu inwestycyjnego otwartego.

W tym miejscu należy zaznaczyć, że zgodnie z nową ustawą, fundusze powiernicze istniejące w chwili wejścia w życie ustawy mogą przez trzy lata prowadzić działalność na dotychczasowych zasadach. Nowa ustawa dała możliwość i określiła sposób przekształcenia istniejących funduszy powierniczych w fundusze inwestycyjne otwarte, a także formę przekształcenia towarzystw funduszy powierniczych w towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Dotychczas Komisja Papierów Wartościowych i Giełd wydała zezwolenia na przekształcenie dwudziestu funduszy powierniczych w fundusze inwesty-

cyjne, natomiast dwanaście wniosków o przekształcenie czeka na rozpatrzenie. Do chwili obecnej zarejestrowano osiem funduszy inwestycyjnych otwartych i jeden specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty. Pomimo stagnacji na rynku kapitałowym po okresie hossy w 1994 roku i odpływie dużej ilości środków z funduszy powierniczych w 1997 roku, obecna wartość aktywów funduszy powierniczych i inwestycyjnych wynosi około 2 mld PLN. Świadczy to o wzrastającym zaufaniu ze strony inwestorów do instytucji wspólnego inwestowania działających na polskim rynku. Można śmiało stwierdzić, iż to wzrastające zaufanie jest owocem zmiany świadomości inwestorów, bogatszej oferty rynkowej ze strony towarzystw, a także dowodem słusznego kierunku obranego przez ustawodawcę oraz organ sprawujący kontrolę nad funduszami w zakresie należytej ochrony celem zabezpieczenia interesu inwestora.

2. 2. Zgodność z ustawodawstwem unijnym

Ważnym wydaje się podkreślenie, iż ustawowa konstrukcja funduszu inwestycyjnego otwartego czyni zażądanie wymogom stawianym dla UCITS przez Dyrektywę Rady Europejskiej z 20 grudnia 1985 roku o koordynacji przepisów prawnych i administracyjnych dotyczących określonych organizacji dla wspólnego lokowania w papierach wartościowych. Dyrektywa stanowi, iż jedynym celem takiej instytucji jest lokowanie powierzonych w wyniku oferty publicznej środków pieniężnych:

- w papiery wartościowe,
- na wspólny rachunek inwestorów,
- według zasad rozproszenia ryzyka,
- udziały są umarżane w każdej chwili na żądanie inwestorów.

2. 3. Akty wykonawcze do ustawy o funduszach inwestycyjnych

W związku z wejściem w życie nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych zostały wydane następujące akty wykonawcze:

1. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 27 lutego 1998 r. w sprawie wysokości, szczegółowego sposobu naliczania oraz warunków uiszczenia opłat za udzielanie zezwoleń wydawanych

przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd związanych z działalnością funduszy inwestycyjnych i towarzystw funduszy inwestycyjnych (Dz. U. nr 33, poz. 181);

2. Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 24 marca 1998 r. w sprawie określenia szczegółowych warunków, jakim powinien odpowiadać prospekt informacyjny funduszu inwestycyjnego otwartego (Dz. U. nr 44, poz. 263);
3. Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 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, poz. 1077);
4. Rozporządzenie Ministra Sprawiedliwości z dnia 27 lutego 1998 r. w sprawie sposobu prowadzenia rejestru funduszy inwestycyjnych, wzoru tego rejestru oraz szczegółowego trybu postępowania w sprawach o wpis do rejestru funduszy (Dz. U. nr 32, poz. 171).

Niebawem zostanie także wydane rozporządzenie ministra finansów w sprawie szczegółowych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych, w tym również wzorów składników sprawozdania finansowego, terminów sporządzania i złożenia do ogłoszenia rocznych i półrocznych sprawozdań finansowych oraz terminu zatwierdzania rocznego sprawozdania finansowego; oraz rozporządzenie Rady Ministrów o likwidacji funduszy inwestycyjnych. Wydanie aktu wykonawczego o rachunkowości funduszy inwestycyjnych będzie wykonaniem delegacji zawartej w ustawie o rachunkowości.

2. 4. Nowe możliwości kreowania produktów przez TFI

Jak zostało wcześniej wspomniane, nowa ustawa o funduszach inwestycyjnych dała możliwości w kreowaniu nowych produktów przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych. O ile fundusz inwestycyjny otwarty stanowi zmodyfikowaną kontynuację funduszu powierniczego, to przewidziany przez ustawę specjalistyczny fundusz in-

westycyjny otwarty stanowi swoistą platformę do akumulacji kapitału akcyjnego rozproszonego w wyniku nieodpłatnego przyznania akcji uprawnionym osobom w ramach procesu prywatyzacyjnego. Ustawa bowiem przewidziała, iż wpłaty do specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego mogą być dokonywane w papierach wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu, które uczestnicy nabyli na zasadach preferencyjnych lub nieodpłatnie. Powstanie funduszy wykorzystujących tę ustawową możliwość będzie pozytywnie ograniczało budowanie strony podaży w zakresie papierów wartościowych nabytych przez pracowników na zasadach preferencyjnych lub nieodpłatnie. Specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty może być także w doskonały sposób wykorzystany jako forma oszczędzania w ramach Pracowniczych Programów Emerytalnych.

2. 5. Uregulowanie funkcjonowania funduszu inwestycyjnego zamkniętego i mieszanego

Najdonioślejszym rozwiązaniem ustawy o funduszach inwestycyjnych w stosunku do poprzedniej regulacji jest uregulowanie funkcjonowania funduszu inwestycyjnego zamkniętego i mieszanego. Patrząc przez pryzmat znaczenia funduszy inwestycyjnych dla polskiej gospodarki, warto zastanowić się, w jakim stopniu fundusze inwestycyjne zamknięte (działające na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych) mogą służyć realizacji celów stawianych funduszom typu venture capital. Odpowiadając na to pytanie należy przeanalizować zdolność funduszy zamkniętych do akumulowania środków venture capital. W następnej kolejności zaś zbadać zdolność tych funduszy do lokowania środków venture capital.

2. 6. Fundusze inwestycyjne zamknięte

Fundusze inwestycyjne zamknięte akumulują środki finansowe poprzez emisję certyfikatów inwestycyjnych będących papierami wartościowymi dopuszczonymi do publicznego obrotu. Certyfikaty inwestycyjne są zawsze papierami wartościowymi dopuszczonymi do publicznego obrotu bez względu na faktyczny charakter oferty ich nabycia. Konsekwencją takiego rozwiązania jest to, iż oferta nabycia tych papierów wartościowych skierowa-

na przez fundusz inwestycyjny (czy też przez towarzystwo zarządzające tym funduszem) do zaledwie kilku inwestorów wymaga sporządzenia prospektu emisyjnego oraz innych czynności (szczególnie obowiązków informacyjnych) związanych z wprowadzeniem papierów do publicznego obrotu.

Zakres informacyjny prospektu emisyjnego nie przewiduje prezentacji przedsięwzięć podejmowanych przez spółki zależne w takim zakresie, w jakim jest to potrzebne do oceny ryzyka w inwestycjach pośrednich venture capital. Oczywiście fundusz może z własnej woli takiej prezentacji dokonać.

Z drugiej strony projekt rozporządzenia Rady Ministrów określający szczegółowe warunki, jakim powinien odpowiadać prospekt emisyjny, skrót prospektu oraz memorandum informacyjne i skrót memorandum wprowadza pojęcie inwestorów kwalifikowanych.

Rozwiązanie takie daje możliwość przygotowania uproszczonej wersji prospektu emisyjnego o niskim wolumenie nakładu w przypadku, gdy np. oferta nabycia certyfikatów inwestycyjnych jest skierowana do osoby prawnej lub fizycznej, która nabywa je według ceny emisyjnej odpowiadającej co najmniej równowartości w złotych 100 000 euro, a także do domu maklerskiego, banku, funduszu emerytalnego itp. Jest to adekwatne do praktyki stosowanej na rynku pozyskiwania środków na inwestycje venture capital.

Fundusze inwestycyjne zamknięte mogą zatem kierować ofertę do oznaczonych inwestorów w sposób, który nie wymaga dużych nakładów finansowych, tak jak to jest w przypadku typowych ofert publicznych. Inwestycje venture capital charakteryzują się średnim i długim (jak na polskie warunki) terminem ich realizacji tj. około od trzech do siedmiu lat.

Fundusz inwestycyjny zamknięty przez brak obowiązku wykupowania certyfikatów inwestycyjnych spełniałby warunek długoterminowości.

2. 7. Fundusz inwestycyjny zamknięty a inwestycje venture capital

Zdolność funduszy inwestycyjnych zamkniętych do lokowania środków venture capital należy zweryfikować przez pryzmat katalogu dopuszczalnych lokat tych fun-

duszków. Z pewnością najważniejszą kwestią jest możliwość lokowania środków przez fundusze inwestycyjne zamknięte w udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością oraz wierzytelności. Możliwość lokowania aktywów funduszu inwestycyjnego w udziały w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością należy rozumieć jako możliwość nabywania (już istniejących udziałów) jak i obejmowania (na rynku pierwotnym) udziałów.

Warto tutaj zaznaczyć, iż zaangażowanie pośrednie środków venture capital w formie pożyczki-kredytu odgrywa niebagatelną rolę w dywersyfikacji portfela funduszu venture capital. Finansowanie długiem daje możliwość dywersyfikacji zaangażowania środków venture capital w jeden podmiot. Pozycja wierzyciela (czyli finansowanie pożyczką – kredytem) nie umożliwia generowania dużych zysków tak, jak w przypadku nabycia udziałów, ale za to zapewnia zaspokojenie w pierwszej kolejności w przypadku likwidacji podmiotu. Mowa jest tutaj o kredytach średnio- i długoterminowych. W przypadku, gdy prawdopodobieństwo, iż inwestycja zakończy się powodzeniem staje się coraz większe, to bardzo ważną rolę zaczyna odgrywać instytucja konwersji długu na kapitał zakładowy (debt for – equity – swap). Ustawa o funduszach inwestycyjnych mówiąc o nabywaniu przez fundusze inwestycyjne wierzytelności zezwala z pewnością na nabywanie wierzytelności już istniejących.

Wątpliwe wydaje się, aby pod pojęciem nabywania wierzytelności rozumieć czynność udzielania pożyczki – kredytu, która w efekcie po stronie pożyczkodawcy wykreuje wierzytelność. Zgodnie natomiast z art. 77 ust. 1 pkt. 2 fundusz inwestycyjny nie może udzielać pożyczek, gwarancji i poręczeń. Przepis ten jednak nie dotyczy funduszu inwestycyjnego zamkniętego. W związku z tym fundusz inwestycyjny zamknięty może angażować swoje środki w inwestycje venture capital poprzez udzielanie pożyczki.

2. 8. Ograniczenia lokacyjne funduszu inwestycyjnego

Kolejną kwestią są ograniczenia lokacyjne funduszu inwestycyjnego związane z papierami wartościowymi wyemitowanymi przez jeden podmiot, wierzytelnościami wobec tego podmiotu i udziałami w tym podmiocie.

Fundusz inwestycyjny zamknięty może mieć ulokowane środki do 10 proc. wartości swoich aktywów w papiery wartościowe wyemitowane przez jeden podmiot, wiarytelności wobec tego podmiotu i udziały w tym podmiocie. Limit 10 proc. nie jest obwarowany żadnymi dodatkowymi warunkami. Wydaje się, iż limit ten jest wystarczający do efektywnej dywersyfikacji portfela na poziomie ryzyka akceptowanego przy inwestycjach venture capital. Warto nadmienić, iż fundusz inwestycyjny zamknięty, w przeciwieństwie do funduszu inwestycyjnego otwartego, może wykonywać prawo głosu ze wszystkich swoich akcji. Z drugiej jednak strony sami uczestnicy funduszu inwestycyjnego zamkniętego nie mają prawie żadnego wpływu na politykę inwestycyjną funduszu. Towarzystwo funduszy inwestycyjnych jest jedynym podmiotem uprawnionym do decydowania o polityce inwestycyjnej funduszu. Prawdą jest, iż fundusze venture capital nie wymagają bieżącej kontroli udziałowców tych funduszy. Jednak uczestnicy funduszy venture capital biorą czynny udział w planowaniu strategii inwestycyjnej, w akceptowaniu oczekiwanej stopy zwrotu itp. W przypadku jednak funduszu inwestycyjnego zamkniętego (tak jak i innych funduszy inwestycyjnych) powyższa rola uczestników ze względu na konstrukcję tego funduszu jest niemożliwa.

2. 9. Fundusze venture capital a fundusz inwestycyjny zamknięty

Wydaje się, że na gruncie obecnej ustawy o funduszach inwestycyjnych istnieje możliwość funkcjonowania funduszu venture capital w oparciu o fundusz inwestycyjny zamknięty. Przemawiają za tym następujące zalety funduszu inwestycyjnego zamkniętego:

- możliwość udzielania pożyczek-kredytów,
- zdolność akumulacyjna; brak obowiązku odkupowania certyfikatów inwestycyjnych,
- możliwość sporządzania prospektów o małym wolumenie nakładu dla inwestorów kwalifikowanych.

Jednak w dłuższej perspektywie czasu można zastanowić się nad nowymi regulacjami konstytuującymi fundusz venture capital w sensie podmiotowym ze względu na następujące niedogodności związane

z działalnością funduszy venture capital w formie inwestycyjnych zamkniętych:

- brak standardów prezentacji przedsięwzięć z zakresu prac badawczo-naukowych, prac rozwojowych, wprowadzania nowych technologii itp. do oceny ryzyka w inwestycjach pośrednich venture capital,
- brak możliwości dla inwestycji bezpośrednich, szczególnie z zakresu prac badawczo-naukowych, prac rozwojowych o charakterze komercyjnym,
- brak praw korporacyjnych po stronie uczestników w stosunku do funduszu, dających możliwości udziału uczestników w planowaniu strategii inwestycyjnej, w akceptowaniu oczekiwanej stopy zwrotu itp.

3. Pożądane kierunki zmian

W chwili obecnej działania Komisji Papierów Wartościowych i Giełd koncentrują się na dostosowaniu nowego modelu funduszu zamkniętego do potrzeb inwestycji typu venture capital. Jednym z możliwych rozwiązań problemu ukonstytuowania funduszu typu venture capital jest wprowadzenie do ustawy o funduszach inwestycyjnych nowego rozdziału, który zawierałby regulacje dotyczące tzw. funduszu podwyższonego ryzyka.

3. 1. Fundusz podwyższonego ryzyka

Fundusz taki mógłby emitować także certyfikaty inwestycyjne jako papiery wartościowe na okaziciela. Certyfikaty te nie musiałyby być jednak w publicznym obrocie, co oznacza, że zezwolenie Komisji Papierów Wartościowych i Giełd na utworzenie takiego funduszu nie zawsze byłoby równoznaczne z dopuszczeniem pierwszej emisji certyfikatów inwestycyjnych do obrotu publicznego. Obowiązek zaś wprowadzenia do publicznego obrotu certyfikatów inwestycyjnych wynikałby z regulacji ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. W zależności od tego, w jaki sposób jest kierowana oferta nabycia certyfikatów inwestycyjnych i do jakiej liczby podmiotów,

certyfikaty inwestycyjne musiałyby być lub dopuszczane lub nie dopuszczane do publicznego obrotu. Jeśli na pierwszej emisji certyfikatów inwestycyjnych (ze względu na charakter) ciążyłby obowiązek wprowadzenia tych papierów wartościowych do publicznego obrotu, to Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, wydając zezwolenie na utworzenie funduszu inwestycyjnego podwyższonego ryzyka, może jednocześnie zezwolić na dopuszczenie pierwszej emisji certyfikatów inwestycyjnych do publicznego obrotu. W tym przypadku wskazane będzie rozpatrzenie możliwości zmiany (zmniejszenia) zakresu informacyjnego prospektu emisyjnego.

Uczestnikom funduszu inwestycyjnego podwyższonego ryzyka powinny przysługiwać w pewnym zakresie prawa korporacyjne, które umożliwiłyby wpływ na politykę inwestycyjną funduszu.

Katalog dopuszczalnych lokat funduszu podwyższonego ryzyka powinien przewidywać możliwość dokonywania przez fundusz inwestycji bezpośrednich w prace badawczo-naukowe, prace rozwojowe o charakterze komercyjnym. W prospekcie emisyjnym, w przypadku publicznej oferty certyfikatów inwestycyj-

nych, powinien się znaleźć opis podejmowanych przedsięwzięć w takim zakresie, jaki jest potrzebny do oceny ryzyka inwestycyjnego.

3. 2. Pożądany kierunek zmian legislacyjnych dotyczących funduszy inwestycyjnych

Prace Komisji Papierów Wartościowych i Giełd zmierzają do dostosowania w pełni regulacji dotyczących funduszy inwestycyjnych otwartych do wymogów Dyrektywy 85/611/EWG tzw. o UCITS w zakresie dopuszczalnego katalogu lokat oraz ich procentowego udziału w aktywach funduszu. Kolejny etap stanowi zwiększenie roli funduszy inwestycyjnych w realizacji reformy emerytalnej. Mogłoby się to dokonać dzięki ujednoczeniu regulacji podatkowych i ubezpieczeniowych, które w obecnej chwili budzą wiele zastrzeżeń i kontrowersji.

* Autor jest przewodniczącym Komisji Papierów Wartościowych i Giełd.

FUNDUSZE INWESTYCYJNE: OFERTA DLA KLIENTA INDYWIDUALNEGO I JEJ WPŁYW NA FUNKCJONOWANIE RYNKU KAPITAŁOWEGO

*Andrzej Dorosz**

1. Fundusze inwestycyjne na świecie¹

1. 1. Fundusze w liczbach

Wymyślone w latach 20. w Stanach Zjednoczonych fundusze inwestycyjne są obecnie, pod koniec wieku, jednym z najważniejszych elementów architektury rynku finansowego tego kraju. W Stanach Zjednoczonych działa ponad 7 tys. różnego rodzaju funduszy inwestycyjnych. Zgromadzono w nich 4.9 bln dol. – prawie tyle ile wynoszą aktywa amerykańskiego systemu bankowego.

W końcu 1998 r. na świecie działało prawie 32 tys. funduszy. Ich łączne aktywa wynosiły 8.2 bln dol. Łątwo zauważyć, że amerykańskie fundusze, które stanowią zaledwie 18% ogólnej ich liczby, obejmują prawie 60% wszystkich aktywów. W Europie działa 18.7 tys. funduszy z aktywami o łącznej kwocie 2.5 bln dol. Poza Europą i Stanami Zjednoczonymi funkcjonuje 12.3 tys. funduszy obejmujących 700 mld dol. aktywów. Fundusze te działają w następujących krajach (w nawiasach podano ilość funduszy i kwotę zgromadzonych w nich aktywów w mld dol.): w Argentynie (228/5.6), Australii (569/44), Brazylii (1588/113), Chile (99/2.5), Hongkongu (763/75.4), Indiach (89/9.6), Kanadzie (1085/188.3), Korei Płd. (1343/84.4), Meksyku (252/7.7), Nowej Zelandii (637/6.5), RPA (1174/10.4) i Tajwanie (184/17.8).

1. 2. Preferowane formy funduszy

Najwięcej aktywów zgromadzono w funduszach akcyjnych (42.3%), następnie w obligacyjnych (24.9%)

i rynku pieniężnego (23.1%). Fundusze zrównoważone miały zaledwie 8.9% udziału, zaś pozostałe – 0.7%. Fundusze akcyjne najbardziej popularne były w RPA (65.5% ogólnej kwoty aktywów zgromadzonych w tym kraju), Hongkongu (59%) Kanadzie (51,3%) oraz w Stanach Zjednoczonych (50.7%). W krajach europejskich fundusze te gromadziły 30.5% aktywów, zaś najmniej popularne były w Argentynie (5.4%), Brazylii (7.9%) i Chile (8.2%). Z kolei fundusze obligacyjne były najbardziej popularne w Brazylii (79.1%), Korei (78.5%), Meksyku (74.8%) i na Tajwanie (65.2%), fundusze rynku pieniężnego cieszyły się nadzwyczajną popularnością w Argentynie (67.7%) i Chile (64.4%), zaś fundusze zrównoważone w Indiach (54.6%) i Nowej Zelandii (38.4%). W Europie fundusze zrównoważone mają zaledwie 12.4% rynku, na którym dominują fundusze obligacyjne (36.5%) i fundusze rynku pieniężnego (19.5%).

1. 3. Zależności między gospodarką a rozwojem funduszy

Powyższe dane prowadzą do następujących wniosków:

- im bardziej rozwinięty gospodarczo kraj, tym więcej działa w nim funduszy inwestycyjnych i tym zasobniejsze są one w aktywa,
- im bardziej rozwinięty i uprzemysłowiony kraj, tym większy udział w rynku mają fundusze akcyjne (wyjątek – Japonia),
- udział funduszy obligacyjnych i rynku pieniężnego jest wyjątkowo duży w krajach określanych jako „wschodzące rynki”.

2. Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce

2. 1. Rozłożenie aktywów między funduszami

W Polsce rynek funduszy inwestycyjnych jest w początkowej fazie swojego rozwoju. Pierwszy fundusz inwestycyjny powstał w 1992 r. w oparciu o Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z dnia 22 marca 1991 r². Obecnie działa już wprawdzie 49 funduszy (zarządzanych przez 13 towarzystw funduszy inwestycyjnych), ale zdecydowana większość z nich ma bardzo krótką historię i jest bardzo mała.

Ogólna kwota aktywów zgromadzonych w funduszach lekko przekroczyła 2 mld zł (0.5 mld dol.) i stanowi niewielki ułamek aktywów zgromadzonych przez polski system bankowy, oraz niecałe dwa procent oszczędności trzymany w bankach przez ludność.

Największy udział w polskim rynku mają fundusze zrównoważone, w których zgromadzono 45,9% wszystkich aktywów. Fundusze akcyjne łącznie z prywatyzacyjnymi gromadziły 27.5% aktywów, fundusze obligacyjne 17.9%, a fundusze rynku pieniężnego – 8.7%.

Na polskim rynku występuje przy tym bardzo nieproporcjonalne rozłożenie aktywów między funduszami – dwa najstarsze z nich mają 54% udziału, zaś najdłużej działające towarzystwo aż 62.3% rynku. Oznacza to, że po początkowym zainteresowaniu funduszami, inwestorzy zniechęcili się do nich. W 1994 r. aktywa netto funduszy przekroczyły po raz pierwszy kwotę 2 mld zł. W latach 1995 i 1996 gwałtownie spadły, lecz w następnym roku wywindowały się na poprzedni maksymalny poziom. W ubiegłym roku, pomimo zwiększenia się liczby funduszy na rynku, ogólna kwota zgromadzonych w nich aktywów znowu zmniejszyła się o 15% i dopiero pod koniec lutego br. osiągnęła poziom sprzed roku.

2. 2. Mała wiedza o funduszach, niski stopień zaufania

Badania potwierdzają stosunkowo małą wiedzę społeczeństwa na temat funduszy inwestycyjnych, a wśród tych, którzy się z nimi zetknęli – niski stopień

zaufania do nich. Obie te kwestie mają bardzo duże znaczenie dla rozwoju rynku. Pierwszy problem może dość szybko zostać przewyższony w wyniku reformy systemu ubezpieczeń społecznych. Dzięki niej kilka milionów uczestników otwartych funduszy emerytalnych zapozna się z zasadami funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, których te pierwsze są przecież szczególną odmianą. Gdyby rozpowszechniły się przy tym pracownicze programy emerytalne oparte właśnie na funduszach inwestycyjnych w ramach III filaru reformy, to jeszcze większa liczba ludzi poznałaby zasady funkcjonowania funduszy inwestycyjnych. Niestety brak koncesji podatkowych dla uczestników tych programów i słaba kondycja finansowa większości polskich przedsiębiorstw nie rokuje szybkiego rozwoju dobrowolnych ubezpieczeń społecznych.

Trudniej natomiast jest przewyżczyć nieufność. Pierwsze fundusze, jakie pojawiły się na polskim rynku, to – najpierw fundusz zrównoważony, a następnie fundusz akcyjny. Zostały one zaoferowane inwestorom w okresie hossy na GPW. Oba fundusze przyniosły początkowo swoim uczestnikom bardzo duże zyski. Następnie jednak giełdę na kilka lat opanowała bessa i uczestnicy pierwszych funduszy ponieśli straty, tym bardziej dotkliwie przez nich odczuwane, że nominalne i realne stopy odsetkowe płacone przez banki od depozytów terminowych były w tym czasie bardzo wysokie. Sytuacja taka wzmocniła konserwatywne podejście społeczeństwa do form lokowania oszczędności, podnosząc preferencje dla terminowych depozytów bankowych. To właśnie w końcu spowodowało odpływ netto środków z rynku funduszy inwestycyjnych w 1998 roku, szczególnie z funduszy akcyjnych i mieszanych.

2. 3. Najpopularniejsze formy oszczędzania

Według badań, przeprowadzonych przez CBOS w marcu br., najbardziej popularnymi formami oszczędzania są: lokaty terminowe w banku (18% ankietowanych), lokaty na rachunkach awista (16%) i polisy ubezpieczeniowe (15%). Warto zauważyć, że 12% ankietowanych wciąż trzyma swoje oszczędności „pod

materacem”. Badania te wykazały ponadto, że ponad połowa ludzi nie ma żadnych oszczędności, zaś połowa oszczędności należy do najzamożniejszych „5%”. Najwięcej oszczędności mają mieszkańcy dużych miast, ludzie młodzi i wykształceni.

3. Oferta funduszy inwestycyjnych dla klienta indywidualnego

Niska stopa oszczędzania, duże dysproporcje w możliwości społeczeństwa, słaba znajomość zasad działania funduszy inwestycyjnych oraz małe zaufanie do nich powodują, że najbliższe perspektywy rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce nie wydają się zbyt optymistyczne. Jednak w dłuższym okresie, w miarę stabilizacji gospodarki, podnoszenia się wiedzy na temat mechanizmu funkcjonowania poszczególnych segmentów rynku finansowego oraz istniejących produktów, a także wzrostu oszczędności, ludzie będą niewątpliwie dywersyfikować swoje lokaty i – tak jak w rozwiniętych krajach – więcej pieniędzy trafi do funduszy inwestycyjnych. Wydaje się, że struktura naszego rynku będzie przy tym zbliżona do struktury rynku europejskiego, gdzie 56% aktywów jest w funduszach obligacyjnych i funduszach rynku pieniężnego (55% ogólnej liczby funduszy), 30% w akcyjnych i zaledwie trochę ponad 12% w zrównoważonych.

3. 1. Preferowane fundusze na polskim rynku

Na polskim rynku najwięcej jest różnego rodzaju funduszy akcyjnych (43% ogólnej liczby) i zrównoważonych (26.5%), zaś fundusze obligacyjne (22.5%) i fundusze rynku pieniężnego (8%) dopiero od niedawna stały się bardziej liczne i popularne. Wprawdzie w ramach poszczególnych grup funduszy występują różne ich rodzaje (np. w grupie funduszy akcyjnych – fundusze indeksowe, prywatyzacji), niemniej oferta produktowa nie jest chyba jeszcze zróżnicowana na tyle, aby mogła zaspokoić potrzeby szerokiej grupy inwestorów i aby była w pełni konkurencyjna do oferty innych instytucji finansowych. Dodatkowo wypada podkreślić, że sposób prezen-

towania polityki inwestycyjnej przez niektóre fundusze jest wciąż niedoskonały, co przy znacznym podobieństwie produktów oraz niechęci inwestorów do bliższego poznania, może zniechęcać do ich wyboru.

3. 2. Czynniki charakteryzujące ofertę produktową funduszy

Ważnymi czynnikami charakteryzującymi ofertę produktów finansowych, poza zróżnicowaniem przedmiotowym, są rentowność i dostępność. Rentowność funduszy inwestycyjnych w porównaniu z innymi konkurencyjnymi produktami finansowymi nie przedstawiała się najlepiej w ostatnich latach. Utrzymująca się od kilku lat stagnacja na GPW, przerywana jedynie krótkimi okresami ożywienia, doprowadziła do spadku wartości jednostek uczestnictwa w funduszach akcyjnych i w konsekwencji spowodowała zanik zainteresowania tymi funduszami, z wyjątkiem tzw. funduszy prywatyzacji, w końcu ubiegłego roku ze względu na zbliżanie się do końca okresu ważności PŚU. Z kolei rentowność funduszy wierzytelnościowych, choć dodatnia, niezbyt wytrzymywała konkurencję z wysoko oprocentowanymi depozytami bankowymi i obligacjami skarbowymi adresowanymi do klientów detalicznych. Obniżki poziomu stóp procentowych, jakie miały miejsce pod koniec ubiegłego i na początku bieżącego roku, spowodowały zmianę sytuacji – poprawę względnej rentowności tych funduszy. Sytuacja taka wydaje się trwała, gdyż rozpiętość odsetkowa w bankach znacznie obniżyła się, spadły dochody odsetkowe i banki nie będą mogły tak ostro konkurować stopą procentową o depozyty jak poprzednio. Bieżąca rentowność funduszy wierzytelnościowych na poziomie 11-12% p.a. staje się atrakcyjna w porównaniu z oprocentowaniem 1-, 3-, i 6-miesięcznych depozytów – odpowiednio 10.1%, 10.29% i 10.97% (średnio w 20 bankach w połowie kwietnia). Wzrost kursów akcji na GPW spowodował, że rentowność lokat w akcyjne fundusze także znacznie podniosła się (30-60% p.a.). Jeżeli okaże się, że wiosenne ożywienie przerodzi się w trwałą tendencję wzrostową, wówczas zainteresowanie funduszami akcyjnymi ponownie się zwiększy.

3. 3. Dystrybutorzy funduszków

Głównymi dystrybutorami funduszków inwestycyjnych są biura maklerskie, które są raczej pasywnym kanałem sprzedaży. Stąd poszukiwania nowych kanałów i bardziej aktywnych form sprzedaży. Niektóre fundusze oferowane są już w oddziałach towarzystw inwestycyjnych, oddziałach banków i niebawem w Internecie. Wpłaty można dokonywać nie tylko w biurach maklerskich, ale także bezpośrednio z rachunku bieżącego, na poczcie i w bankomatach.

4. Fundusze inwestycyjne a polski rynek kapitałowy

4. 1. Rozwój rynków kapitałowych

Olbrzymie aktywa, jakie zgromadziły fundusze inwestycyjne w rozwiniętych krajach, przyczyniły się niewątpliwie do rozwoju ich rynków kapitałowych. Podobne zjawisko wystąpi najprawdopodobniej także i w Polsce. Reforma systemu ubezpieczeń społecznych i rozpoczęcie działalności przez otwarte fundusze emerytalne spowoduje rozprzestrzenienie się wiedzy na temat rynku kapitałowego i funduszków inwestycyjnych. W miarę wzrostu oszczędności podnosić się będzie skłonność do lokowania w instrumenty rynku kapitałowego, w tym także w jednostki uczestnictwa funduszków inwestycyjnych.

4. 2. Aktywa funduszków zaważą na sile oddziaływania

Siła, z jaką fundusze inwestycyjne oddziaływać będą na rynek kapitałowy, zależy będzie oczywiście od wielkości aktywów, jakie one zgromadzą, to zaś z kolei zależy będzie – po pierwsze – od stopnia atrakcyjności oferty produktowej (tj. względnej rentowności produktów, ich zdywersyfikowania i przejrzystości) i po drugie – od rozbudowania i zdywersyfikowania kanałów sprzedaży.

4. 3. Przystąpienie do UE i reforma ubezpieczeń społecznych

W Polsce w najbliższych latach wystąpią ponadto jeszcze dwa istotne czynniki pozwalające funduszom inwestycyjnym – jakkolwiek w różny sposób – oddziaływać na rynek kapitałowy. Jednym z nich jest III filar reformy ubezpieczeń społecznych. Duża liczba uczestników pracowniczych programów emerytalnych – to dopływ długoterminowych oszczędności do funduszków i w konsekwencji istotne wzmocnienie rynku kapitałowego. Aby taka sytuacja miała miejsce, niezbędne są jednak koncepcje podatkowe dla uczestników programu. Drugi czynnik to zbliżające się włączenie Polski do Eurolandu i potencjalna ekspansja zagranicznych funduszków inwestycyjnych. Będzie to czynnik, który spowoduje przemieszczenie krajowych zasobów finansowych za granicę, co może jednak osłabić krajowy rynek kapitałowy.

Przypisy

¹ Źródłem danych są statystyki zebrane przez Europejską Federację Funduszków i Towarzystw Inwestycyjnych na 30.09.1998 r.

² Obecnie podstawą prawną rynku jest Ustawa o funduszach inwestycyjnych z dnia 28 sierpnia 1997 roku. W tekście, dla uproszczenia, przyjęto że termin „fundusze inwestycyjne” obejmuje „fundusze powiernicze” w rozumieniu ustawy z 1991 r.

* Autor jest prezesem Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych SA SKARBIEC

ZNACZENIE FUNDUSZÓW INWESTYCYJNYCH W III FILARZE REFORMY EMERYTALNEJ

*Piotr Dziewulski**

Nowy system emerytalny opiera się na trzech filarach stanowiących źródła przyszłych świadczeń. Reforma obejmuje obowiązkowo – z mocy ustawy – wszystkie osoby urodzone po 31 grudnia 1967 r. oraz – na zasadzie całkowitej dobrowolności – osoby urodzone między 1 stycznia 1948 r. a 31 grudnia 1961 r. W nowym systemie wysokość emerytury zależeć będzie przede wszystkim od wpłaconych składek. Te zaś są pochodną naszych zarobków.

1. Reforma systemu – i co dalej?

Reforma systemu niesie ze sobą wiele konsekwencji. Powiązanie przyszłej emerytury z poziomem wpłaconych składek każe nam się baczniej zastanowić nad tym, ile zarabiamy, ile wydajemy i ile oszczędzamy.

Przyszli emeryci nie będą polegać tylko na ZUS. Wezšla w życie reforma emerytalna. Nikt głośno nie mówi, że pochodząca z obowiązkowych składek emerytura będzie znacznie niższa od zarobków. Trzeba zacząć myśleć innymi kategoriami. Praw do świadczeń nie nabywa się przez sam fakt zatrudnienia. Kto niewiele wniesie do systemu, ten mało z niego skorzysta w przyszłości; a ci z nas, którzy lepiej zarabiają powinni pamiętać, że skoro składki będą opłacane od dochodów nie przekraczających 250% średniej płacy krajowej, to i przyszłe świadczenia emerytalne będą miały za punkt odniesienia tę podstawę, a nie faktycznie uzyskiwane zarobki.

Jeśli pomyślimy, jak będzie się miała nasza przyszła emerytura w stosunku do ostatnio otrzymywanych za-

robków, okaże się, że wystąpi różnica na naszą, czyli emerytów, niekorzyść.

Dla osoby, która odchodzi na emeryturę w 65 roku życia, emerytura wyniesie ok. 80% płacy, jeśli osoba ta zarabiała co najmniej tyle, ile wynosiła średnia płaca krajowa; ok. 67%, jeśli zarabiała ona trzykrotność średniej krajowej; jedynie ok. 40%, jeśli zarabiała pięciokrotność średniej płacy krajowej.

Widać więc, że nowy system – aczkolwiek sprawiedliwy – nie zapewni nam utrzymania realnego poziomu dochodów na emeryturze. W końcu przestać pracować nie oznacza wcale przestać wydawać. Twórcy reformy wprowadzili więc III filar – całkowicie dobrowolny – służący do gromadzenia środków mających uzupełnić tę dysproporcję. Niestety, wygląda na to, że jest to filar przez wielu niedoceniany, w myśl zasady „jakoś to będzie”. Już dzisiaj można śmiało powiedzieć: bez III filara będzie nam na starość bardzo źle, ale wtedy będzie już zbyt późno, aby to zmienić.

2. Pracownicze programy emerytalne

W ramach III filara zreformowanego systemu emerytalnego mieszczą się wszystkie istniejące formy oszczędzania. Od 1 kwietnia, absolutną nowością jest tu Pracowniczy Program Emerytalny. Jest to grupowa forma gromadzenia środków ze składek pracowników, organizowana przez pracodawcę. Jej celem jest zmniejszenie dysproporcji pomiędzy ostatnią pensją a pierwszą emeryturą.

2. 1. Zasady i warunki tworzenia pracowniczych programów emerytalnych

Zasady i warunki tworzenia tych programów reguluje ustawa z 22 sierpnia 1997 o pracowniczych programach emerytalnych. Program może być prowadzony według wyboru pracodawców tylko w jednej z następujących form:

- pracowniczego funduszu emerytalnego,
- umowy o wnoszeniu przez pracodawcę składek pracowników do funduszu inwestycyjnego,
- umowy grupowego ubezpieczenia na życie pracowników z zakładem ubezpieczeń,
- umowy o wnoszeniu przez pracodawcę składek pracowników, którzy staną się członkami towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych będącego stroną tej umowy.

Prawo do uczestnictwa w programie przysługuje pracownikowi, który ukończył 18 lat, jest zatrudniony u danego pracodawcy nie krócej niż 3 miesiące oraz spełnia warunki określone w zakładowej umowie emerytalnej. Zakładowa umowa emerytalna nie może przewidywać dla uczestnictwa pracowników w programie żadnych innych warunków poza określonymi ustawą. Wysokość składek w granicach określonych pracowniczemu programem emerytalnym deklaruje pracownik. Składka podstawowa nie może być wyższa od 7% wynagrodzenia pracownika stanowiącego podstawę ustalenia obowiązkowej składki na ubezpieczenie społeczne.

W zakładzie pracy może być realizowany tylko jeden pracowniczy program emerytalny. Pracodawca może utworzyć taki program samodzielnie lub działając wspólnie z innymi pracodawcami, wówczas konieczne jest zawarcie umowy o wspólnym międzyzakładowym programie emerytalnym.

III filar to nie tylko grupowe oszczędzanie w ramach pracowniczych programów emerytalnych, ale także wszystkie pozostałe formy oszczędzania. Jednakże ustawodawca położył główny akcent na pracownicze programy emerytalne, dając bodźce pracodawcy do ich tworzenia w postaci zaliczenia wpłaty do PPE jako kosztów uzyskania przychodu.

2. 2. Zachodnie i polskie widzenie emerytury

Chętnie patrzymy na kraje Zachodu. Tymczasem tam, każdy odkłada nawet do 50% swoich dochodów z myślą o starości. Tam ludzie już od lat wiedzą, że emerytura to mniej niż połowa ostatniej pensji. Warto więc może spojrzeć na kraje zachodnie, zarówno jeżeli chodzi o skłonność do oszczędzania, jak i o formy. Suma aktywów ulokowanych w funduszach inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych jest większa niż wartość depozytów bankowych osób fizycznych. Należy się spodziewać, że w Polsce będzie podobnie. Wraz ze wzrostem gospodarczym społeczeństwo staje się bardziej zamożne, a więc posiada nadwyżki środków, które może oszczędzać. Po drugie, reforma systemu emerytalnego wpłynie z pewnością dodatkowo na zwiększenie skłonności do oszczędzania.

W Polsce panuje powszechne przekonanie, że emerytura się należy. Tymczasem, aby utrzymać na emeryturze standard życia z okresu aktywności zawodowej, aby nie odczuć gwałtownego spadku poziomu dochodów, przyszli emeryci nie mogą zdać się jedynie na wypłaty z ZUS. Należy się liczyć z tym, że przy średnich dochodach wysokość emerytury może wynieść mniej niż 50 proc. wynagrodzenia. Jeśli społeczeństwo sobie tego nie uświadomi, w przyszłości będzie dramat.

2. 3. Zabezpieczenie emerytalne to nie ubezpieczenie emerytalne

Publikacje w mass mediach, wprowadzają często w błąd, bo prezentują zabezpieczenie emerytalne jako formę ubezpieczenia – co jest ewidentnym błędem. Utożsamianie zabezpieczenia emerytalnego z ubezpieczeniem emerytalnym preferuje zakłady ubezpieczeniowe, choć tak naprawdę żaden z nich nie ubezpiecza przyszłej emerytury. Siła lobbyngu firm ubezpieczeniowych jest jednak tak duża, że nikt nie ma odwagi powiedzieć, że zabezpieczenie emerytalne to nic innego jak oszczędzanie. W Polsce żadna firma ubezpieczeniowa nie ubezpieczy przeciw wysokości żądanych wypłat na emeryturze. Istnieje duże prawdopodobieństwo, że takie prezentowanie reformy wywoła owoczy pęd społeczeństwa do firm ubezpieczeniowych bez racjonalnych kalkulacji, czy to się faktycznie opłaca.

W praktyce zaś tylko część gromadzonej składki w firmach ubezpieczeniowych jest przeznaczana na emeryturę, reszta to tzw. pokrycie ryzyka. Ta część inwestycyjna powinna być wyraźnie wyodrębniona ze składki ubezpieczeniowej i lokowana u odrębnej osoby prawnej np. w funduszu inwestycyjnym (w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych).

Jest niedopuszczalne, że ustawodawca nie próbuje wyjaśnić społeczeństwu na czym polega różnica między funduszami inwestycyjnymi w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych a tzw. funduszami inwestycyjnymi oferowanymi przez firmy ubezpieczeniowe. Uczciwa konkurencja polega na tym, że klient wie, co kryje się pod tymi pojęciami. Firmę, w której lokuje pieniądze charakteryzuje przejrzystość finansowa i księgowość, klarowność ponoszonych kosztów. Wydaje się, że idealnym rozwiązaniem byłoby oddzielenie ochrony życia od oszczędzania na emeryturę. Aby nie doszło do takiego zdarzenia, jak to, które miało ostatnio miejsce w Wielkiej Brytanii. Tamtejsi emeryci poczuli się oszukani przez firmy ubezpieczeniowe. Myśleli, że cała składka jest inwestowana w przyszłą emeryturę.

2. 4. Różnice pomiędzy funduszami TFI i funduszami firm ubezpieczeniowych

Rozsądnie myślący człowiek posiada polisę i zbiera pieniądze na emeryturę. Musi być jednak świadom tego, co czyni. Fundusze inwestycyjne, prowadzone przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych, mają osobowość prawną. Jest to ich przewaga nad niektórymi produktami ubezpieczeniowymi, która oznacza nienaruszalność środków przyszłych emerytów. Zła sytuacja finansowa towarzystwa, czy nawet ewentualne bankructwo, nie uszczupli środków gromadzonych w funduszach inwestycyjnych, bo są to wyodrębnione osoby prawne – przeciw towarzystwo jedynie zarządza funduszami.

Środki gromadzone w funduszach firm ubezpieczeniowych nie są własnością klientów. A więc w sytuacji spornej klienci mogą mieć jedynie prawo do roszczeń. Fundusze inwestycyjne w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych, publikują codziennie aktualną wartość jednostek uczestnictwa. Dzięki temu pracownik wie, ile ma codziennie środków na emeryturę. Jeśli więc

towarzystwo wykaże wyższe koszty działalności, to nie może pokryć ich z wpłat inwestorów, musi pokryć je ze swoich kapitałów własnych. Działalność funduszy podlega ponadto kontroli Komisji Papierów Wartościowych i Giełd.

Poza tym koszty są niższe niż w firmach ubezpieczeniowych, bo nawet ułamkowa część składki nie jest odprowadzana na ochronę życia. Koszty funkcjonowania funduszy są limitowane przez ustawę oraz regulamin towarzystwa.

2. 5. Preferencyjne formy oszczędzania przewidziane dla pracowniczych programów emerytalnych

Ustawodawca wskazał cztery formy oszczędzania dla pracowniczych programów emerytalnych. Nie sądzę, by rozwinęły się w Polsce towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych. Utworzenie pracowniczych funduszy emerytalnych wiąże się z wysokimi kosztami i może się to opłacać jedynie dla zakładów lub grupy zakładów zatrudniających dużą liczbę pracowników. Tak naprawdę dla większości przedsiębiorstw pozostają do wyboru dwie formy: umowa z towarzystwem funduszy inwestycyjnych lub umowa z firmą ubezpieczeniową.

Ubezpieczyciele pobierają część wpłacanej składki na pokrycie ryzyka ubezpieczeniowego, a w konsekwencji tylko część składki inwestują. Natomiast fundusze inwestycyjne zajmują się wyłącznie pomnażaniem pieniędzy. Przy istniejącym zbliżonym poziomie zarządzania aktywami zarówno firmy ubezpieczeniowe, jak też towarzystwa inwestycyjne operują na tej samej giełdzie papierów wartościowych i lokują w te same rządowe papiery wartościowe. Zatem tak naprawdę o wysokości przyszłej dodatkowej emerytury zadecydują dwa kryteria: wysokość zainwestowanego kapitału i koszty. Świadomie abstrahuję od oferty naszego towarzystwa funduszy inwestycyjnych, mamy tutaj bowiem do czynienia z problemem znacznie głębszym niż tylko konkurencja. Brak jest wiedzy społeczeństwa o produktach rynku kapitałowego, o kosztach z tym związanych, w powszechnej świadomości nie ma przekonania o tym, że gromadzenie dodatkowych oszczędności na starość jest konieczne.

2. 6. Fundusze powiernicze funduszami inwestycyjnymi

Wielką zmianą, której rynek jednak nie zauważa, jest przekształcanie się funduszy powierniczych w fundusze inwestycyjne, które zyskały osobowość prawną. Oznacza to, że bilans funduszu inwestycyjnego będzie publikowany w prasie niezależnie od bilansu macierzystego towarzystwa, a aktywa funduszu są odseparowane od aktywów zarządzającego funduszem towarzystwa i przechowywane pod nadzorem depozytariusza, który, z mocy ustawy, nie może być akcjonariuszem towarzystwa.

W przypadku bankructwa towarzystwa uczestnicy funduszu nie będą tracić zgromadzonych oszczędności, również ewentualna upadłość banku depozytariusza nie stanowi zagrożenia dla uczestników, bowiem aktywa funduszu nie wchodzi w skład masy upadłościowej. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych mają także obowiązek zatrudniania co najmniej dwóch licencjonowanych doradców inwestycyjnych.

Oferowane w III filarze polisy ubezpieczeniowe z tzw. funduszem inwestycyjnym nie zapewniają takich rozwiązań. Co więcej, nigdy do końca nie wiadomo ile z wpłacanych środków poszło na emeryturę, a ile stanowią faktyczne koszty zabezpieczenia ryzyka z polisy, także rentowność liczona jest od części środków, a nie od całej wpłaty klienta. Na szczęście coraz częściej same towarzystwa ubezpieczeniowe mają świadomość tych problemów. Właściwie jednak tylko w otwartym funduszu inwestycyjnym uczestnik może na bieżąco (wręcz codziennie) określić wysokość zgromadzonej emerytury – co umożliwia podawana codziennie do publicznej wiadomości wycena wartości jednostek uczestnictwa funduszu.

3. Podsumowanie

Nadszedł już czas, aby nazwa „fundusz inwestycyjny” stosowana była tylko dla licencjonowanych produktów. Pozwoli to nam uchronić się przed tym, co obecnie dzieje się w Wielkiej Brytanii, gdzie rząd po dziesięciu latach od wprowadzenia podobnego systemu emerytal-

nego wysłał zapytanie do ponad dwóch milionów obywateli, czy na pewno otrzymali to, czego oczekiwali. Pod pretekstem oszczędzania na emeryturę wielu klientom sprzedano zupełnie inny produkt, np. polisę na życie. Od firm ubezpieczeniowych rząd brytyjski wymaga, by zrekompensowały swoim klientom straty.

Do problemu używania określenia „fundusz inwestycyjny” będą musiały ustosunkować się również Komisja Papierów Wartościowych i Giełd oraz Urząd Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi, które udzielając zgody na pracownicze programy emerytalne powinny brać pod uwagę, czy zgłaszany fundusz jest funduszem inwestycyjnym w rozumieniu obowiązującej w Polsce ustawy z 28 sierpnia 1998 r. o funduszach inwestycyjnych, która definiuje to pojęcie.

Z niepokojem obserwuję – jako były dyrektor Departamentu Długu Publicznego Ministerstwa Finansów i jedna z osób, które uczestniczyły w tworzeniu tych ustaw – że niektóre propozycje nowelizacji ustawy o pracowniczych programach emerytalnych prowadzą prostą drogą do zmniejszenia bezpieczeństwa oszczędności przyszłych emerytów. Zmniejszają bowiem przejrzystość rozwiązań przyjętych w III filarze, uniemożliwiają nadzór Komisji Papierów Wartościowych i Giełd i obniżają jakość inwestowania, a przecież, że powtórzę to raz jeszcze, tylko fundusze inwestycyjne utworzone na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych mają ustawowy obowiązek zatrudniania licencjonowanych doradców inwestycyjnych, a ich aktywa są przechowywane pod nadzorem depozytariusza.

Niezależnie od tego, co opowiadają agenci ubezpieczeniowi, wszelkie pokazywane symulacje przyrostu zgromadzonego kapitału nie są wiele warte. Jak będzie w rzeczywistości, przekonamy się za kilkanaście lat. Jedynym naprawdę obiektywnym kryterium są koszty – im koszty niższe, tym więcej pieniędzy „pracuje”. Dlatego uważam, że fundusze inwestycyjne są wobec swoich klientów bardziej fair. Pokazują rzeczywistość rzetelnie, bez upiększeń.

* Autor jest wiceprezesem Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych Banku Handlowego SA

FUNDUSZE INWESTYCYJNE NA POLSKIM RYNKU — ZNACZENIE I TENDENCJE ROZWOJU — DYSKUSJA

*Krystyna Olechowska**

Działalność funduszy inwestycyjnych odgrywa bardzo dużą rolę w rozwoju gospodarczym rozwiniętych krajów świata. Będąc instytucjami publicznego zaufania, działającymi według ścisłych reguł określonych przez ustawodawstwo i tradycję poszczególnych krajów, fundusze inwestycyjne gromadzą oszczędności milionów obywateli, oczekujących, że lokata środków w funduszu będzie dla nich bardziej korzystna niż lokata bankowa. Z tego też względu, twórcy ustaw regulujących zasady zbiorowego inwestowania za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych jako priorytet traktują zapewnienie bezpieczeństwa środków lokowanych w dużej mierze przez nieoświadczonych inwestorów. Polska ustawa o funduszach inwestycyjnych nie odobiega od tego standardu, zapewniając właściwą ochronę interesów inwestorów.

1. Podstawy prawne funkcjonowania funduszy inwestycyjnych

Ustawa umożliwia funkcjonowanie na polskim rynku kapitałowym obu zasadniczych rodzajów funduszy inwestycyjnych, typowych dla gospodarki światowej – funduszy otwartych oraz funduszy zamkniętych. Zawiera konstrukcję prawną przewidującą, że organem funduszu będącego osobą prawną jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych działające w formie spółki akcyjnej, co zapewnia przejrzyste zasady odpowiedzialności za zobowiązania funduszu i towarzystwa. Znacznie szerzej też niż w poprzednich przepisach, a zarazem bardziej precyzyjnie określa zasady nadzoru sprawowanego nad działalnością funduszy, to-

warzystw i depozytariuszy przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd, co jest niezbędnym elementem całego systemu bezpieczeństwa. Model nadzoru nad funduszami konstruowano na podstawie działających na rozwiniętych rynkach kapitałowych instytucji, które nadzorują fundusze inwestycyjne, licencjonują i sprawdzają (w bardzo różny sposób) politykę inwestycyjną. Nadzorca funduszy, zdaniem przewodniczącego KPW Jacka Sochy, nie tylko sprawdził się na polskim gruncie, ale jest nadal potrzebny. Polski rynek kapitałowy wcale nie jest łatwy do inwestowania dla funduszy powierniczych czy inwestycyjnych. Jest to rynek kapryśny, o krótkim horyzoncie inwestowania, a więc o różnej stopie zwrotu z inwestycji.

Pomiędzy poszczególnymi typami funduszy inwestycyjnych funkcjonujących na polskim rynku występują różnice w zakresie praw uczestnika funduszu, ograniczeń w ich działalności inwestycyjnej oraz charakteru prawnego tytułu uczestnictwa w funduszu. Istniejące różnice pomiędzy poszczególnymi typami funduszy inwestycyjnych stwarzają potencjalnym inwestorom nie tylko możliwość wyboru pomiędzy funduszami zarządzanymi przez różne towarzystwa, ale pozwalają także dostosować wybór typu funduszu do indywidualnych oczekiwań, gotowości poniesienia określonego ryzyka i planowanego okresu oszczędności lub inwestycji.

Uchwalając więc dwa lata temu ustawę o funduszach inwestycyjnych ustawodawca był w pełni przekonany, iż oferta funduszy inwestycyjnych działających na polskim rynku nie będzie się różniła pod względem swej różnorodności od oferty funduszy inwestycyjnych działających na najbardziej rozwiniętych rynkach kapitałowych. Stan obecny wskazuje jednak, że przekonanie ustawodawcy nadal pozostaje w sferze zamierzeń.

2. Efektywność funkcjonowania funduszy inwestycyjnych

Specjaliści-teoretycy uważają, że przyczyną braku popularności są kiepskie wyniki tych funduszy (**Piotr Szpuner, NBP**). Większą szansę rozwoju dają funduszom inwestycyjnym rynku pieniężnego. Narodowy Bank Polski nakłada bowiem na banki dość rygorystyczny obowiązek utrzymywania rezerw obowiązkowych, które, jak się wydaje, będą utrzymywane przez wiele następnych lat i to na poziomie wyższym niż w krajach unijnych. Fundusze inwestycyjne mogą więc stać się dla banków narzędziem obejścia tej rezerwy – quasi-podatek w postaci rezerwy obowiązkowej będą przechwytywały fundusze rynku pieniężnego funkcjonujące w bankach, tak jak to ma miejsce w Niemczech.

Specjaliści-praktycy wśród czynników utrudniających rozwój funduszy inwestycyjnych w Polsce wymieniają niskie zaufanie do tych instytucji wynikające z tego, że na początku były to fundusze akcyjne. Kwestię atrakcyjności funduszy inwestycyjnych trzeba oceniać z historycznej perspektywy (**Andrzej Dorosz, TFI SA SKARBIEC**). Niewątpliwie fundusze wierzycielskie konkurują z depozytami bankowymi. W poprzednich latach sytuacja wyglądała w ten sposób, że na rynku depozytów bankowych panowała duża konkurencja, banki bardzo ostro konkurowały o depozyty wysokimi stawkami procentowymi. Dobra koniunktura w gospodarce i wysoka rozpiętość odsetkowa, szybko rosnący portfel kredytowy pozwalały bankom płacić wysokie stawki od depozytów. Sytuacja zmieniła się kilka miesięcy temu, kiedy bardzo znacznie obniżył się poziom stóp procentowych i dramatycznie spadła rozpiętość odsetkowa (w zeszłym roku dochody odsetkowe netto w bankach stanowiły 30% dochodów z roku poprzedniego). Banki będą więc musiały zasadniczo zmienić swoją politykę oprocentowania. Względna atrakcyjność funduszy wierzycielskich rzeczywiście była mała, ale dosyć znacząco wzrosła. Wystarczy popatrzeć na statystyki publikowane przez NBP, z których wyraźnie widać, że obecnie rentowność funduszy rynku pieniężnego, czy obligacyjnych wynosi w granicach od 12 do 13% rocznie, a depozytów 3- czy 6-miesięcznych (a gros depozytów banko-

wych jest umiejscowiona w tego typu instrumentach) wynosi w granicach od 10 do 11%.

W specyficzny sposób występowało także w Polsce psucie rynku pieniężnego poprzez dosyć specyficzną politykę banku centralnego, który niektóre procesy sanacyjne w bankach podparł koncesjami w zakresie rezerw obowiązkowych. Polityka taka powodowała, że niektóre banki mogły więcej płacić od depozytów niż pozostałe. Początkowo więc, z różnych powodów, rynek funduszy wierzycielskich był bardzo niedoskonały, co zapewne nie umacniało do niego zaufania.

Jak się wydaje na polskim rynku funduszy inwestycyjnych przychodzi dopiero czas funduszy wierzycielskich, funduszy przecież bezpiecznych. Tak naprawdę zostały one odkryte dopiero w zeszłym roku, kiedy to dosyć gwałtownie zwiększył się ich udział w ogólnej kwocie środków zakumulowanych przez fundusze, a część inwestorów zaczęła doceniać walory tego typu produktów; co prawda, trudno tu mówić o wiedzy powszechnej. Wcześniej fundusze wierzycielskie przez wąską grupę inwestorów giełdowych były traktowane jako przejściowy pool, gdzie wkładano środki, które następnie kierowano do gry na giełdzie i taką funkcję – podręcznego zasobu, wygodnego, bo nie związanego z żadnymi terminami, fundusze spełniały. Obecnie, jak się wydaje, fundusze te będą wykorzystywane w znacznie szerszym stopniu, na co wskazuje również polityka niektórych TFI, które dywersyfikują swoją ofertę w tym zakresie. Coraz więcej jest TFI, które mają nie jeden, a przynajmniej dwa fundusze wierzycielskie, fundusz rynku pieniężnego, fundusz obligacji. Wydaje się, że za niedługo towarzystwa będą oferowały inwestorom co najmniej trzy fundusze wierzycielskie do wyboru.

Specjaliści-praktycy odrzucają również zarzut o nierentowności funduszy akcyjnych. Co prawda bezwzględna i względna rentowność tych funduszy była słaba, ale i sytuacja na giełdzie w ostatnich trzech latach była dosyć stagnacyjna. Co do przyszłości funduszy inwestycyjnych panuje powszechne przekonanie, że będą się one rozwijały mniej więcej w zgodzie ze wskaźnikiem giełdowym; w zależności od struktury portfela.

Wydaje się także, że inwestorzy indywidualni nie odkryli jeszcze akcyjnych funduszy inwestycyjnych jako funduszy długoterminowego regularnego oszczędzania

(bo w Polsce nie ma takich tradycji), ponieważ fundusze te pozwalają tanio kupować akcje. Co prawda o rozwoju tych funduszy w dużym stopniu zadecyduje filozofia inwestycyjna poszczególnych towarzystw, stąd potrzeba większej przejrzystości, oraz sytuacja na giełdzie – duża liczba słabych spółek, oznacza oscylowanie ku stagnacji i dryfowanie na boki.

3. Klienci funduszy inwestycyjnych

Z danych statystycznych wynika, że do 5% ludności należy 50% wkładów oszczędnościowych. Nie bezasadne jest więc pytanie: Kto ma być klientem funduszy inwestycyjnych? (**Adam Szafarczyk, PBK SA**). Należałoby się też zastanowić dlaczego bogaty deponet miałby przesuwać swoje wkłady do funduszu inwestycyjnego zamiast korzystać z szeroko rozwiniętego private banking, który daje różnego rodzaju możliwości doradztwa finansowego przy zaangażowaniu tych środków.

Właściciele natomiast drugiej połowy depozytów bankowych mogą zmienić miejsce ulokowania swoich środków, jeśli, jak to powiedział jeden z panelistów, albo będą naiwni, albo zostaną przekupieni. Dlaczego? Fundusz inwestycyjny nie jest ani tak rentowny, ani tak pewny jak bank, ponieważ jest to nadal zupełnie nowa instytucja.

Praktycy natomiast uważają, że jesteśmy świadkami wchodzenia na rynek produktów funduszy inwestycyjnych, które zaczynają być, może jeszcze niedoskonałymi, ale jednak substytutami niektórych produktów bankowych (**Wojciech Kostrzewa, BRE Bank SA**). Wydaje się, że najbliższym pełnienia takiej roli jest fundusz rynku pieniężnego, który jest w stanie zaoferować, przy niemal porównywalnej z kontem bieżącym dyspozycyjności, oprocentowanie bieżącej, płynnej rezerwy na poziomie wyższym niż przeciętne oprocentowanie takich samych depozytów w banku.

Dopiero dzisiaj zbieramy owoce nieszczęsnej polityki NBP początku lat 90., która spowodowała, że poprzez nielimitowane zwolnienia z obowiązku odprowadzania rezerwy obowiązkowej mamy w tej chwili dwie wielkie dziury w systemie bankowym, które powodują totalne

zniekształcenie szans konkurencyjnych w grupie piętnastu czołowych banków działających w Polsce. Dzisiaj banki nieobdarowane przed kilkoma latami przez NBP mogą konkurować z wówczas obdarowanymi jedynie poprzez tworzenie towarzystw inwestycyjnych. Sytuacja się zmieni, jeśli NBP zrealizuje zapowiadaną istotną obniżkę rezerw obowiązkowych. Wówczas realtywna przewaga banków, które korzystają ze zwolnienia (nie muszą tworzyć rezerw obowiązkowych) wyraźnie się zmniejszy. Na razie, jak się wydaje, fundusze rynku pieniężnego jako pierwsze mają szansę stać się poważnym konkurentem banków.

Inwestując pieniądze w funduszu akcyjnym trzeba pamiętać, że w razie konieczności zlikwidowania lokaty w realtywnie krótkim okresie narażamy się na straty, bo amplituda wahań indeksu giełdowego jest duża, jest to przecież młody rynek, a gospodarka też nie jest jeszcze ustabilizowana (**Andrzej Dorosz, TFI SA SKARBIEC**). Towarzystwa inwestycyjne obowiązują określone reguły inwestowania w funduszach akcyjnych i innych, obowiązuje je także przestrzeganie zasady rozłożenia ryzyka. Fundusz inwestycyjny zamknięty może mieć ulokowane środki do 10% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe wyemitowane przez jeden podmiot, wierzycielności wobec tego podmiotu i udziały w tym podmiocie. Przy takim rozłożeniu ryzyka stopa zwrotu będzie bardziej zależała od ogólnej sytuacji na rynku niż od przedsięwzięć bieżących funduszu.

W dzisiejszym współczesnym świecie to nie klient przychodzi do banku czy towarzystwa funduszy inwestycyjnych, ale instytucje te szukają klienta. Prezentowana oferta musi być pełna, a o tym, jaka ona jest decydują jedynie potrzeby klienta (**Piotr Dziewulski, TFI BH SA**). Znane są już przypadki bardzo wysokich wpłat dokonywanych w towarzystwach funduszy inwestycyjnych, dużo wyższe niż mogą być w ramach private banking, bo klient chce co dziennie obserwować co się dzieje z jego pieniędzmi, ile kosztuje jednostka uczestnictwa. Wyraźnie widać zmianę w podejściu do sprzedaży tych jednostek. Zaczynają być nią zainteresowane banki, część z nich np. Bank Pekao SA - Grupa PEKAO SA, BGŻ SA, BSK SA, PKO BP chcą sprzedawać ten produkt w sieci.

4. Dystrybucja jednostek uczestnictwa i dotarcie do klienta

W tym zakresie wiele się zmieniło i nadal zmienia, ponieważ ze strony towarzystw padają różnego rodzaju propozycje dystrybucyjne. Jednostki uczestnictwa dostępne są nie tylko u akwizytora czy w biurze maklerskim, ale także w bankach, w Internecie, można je kupić w bankomacie, przy pomocy karty magnetycznej wybierając pieniądze z osobistego konta. Kanały dystrybucyjne są więc otwarte.

5. Ubezpieczyciele konkurentem funduszy inwestycyjnych

Jeśli fundusze inwestycyjne będą tanio zarządzały aktywami, dbając o normy jakościowe, to firmy ubezpieczeniowe same będą zainteresowane tym, aby połączyć swój produkt związany z ryzykiem z produktem inwestycyjnym bez ryzyka ubezpieczeniowego (**Marcin Łuczyński, CASE**). Obecnie, oferowane produkty ubezpieczeniowe są wielokrotnie tańsze niż towarzystw funduszy inwestycyjnych, ponieważ nadzór nad funduszami inwestycyjnymi jest na tyle drogi, że koszty ponoszone przez fundusze inwestycyjne odbijają się na kosztach produktów finansowych.

6. Zagraniczna konkurencja

W ocenie teoretyków polskie fundusze będą przegrywały z zagraniczną konkurencją, bo nie dysponują odpowiednią wiedzą, know-how, mają strasznie wysokie koszty administracyjne, nie mają kapitałów własnych, które by pozwalały przeprowadzać wielkie kampanie marketingowe tłumaczące założenia funduszy i propagujące te idee w społeczeństwie. W rezultacie zagraniczna konkurencja będzie konserwowała dotychczasowe układy i powodowała, że usługi finansowe będą nadal bardzo drogie.

Punkt widzenia kosztów przez praktyków jest zupełnie inny. Fundusze inwestycyjne mają bardzo ściśle określo-

ne ustawą limity, ściśle określone dozwolone przedmioty lokat aktywów, ściśle określoną strukturę poszczególnych papierów oraz przejrzystość kosztów, w tym inwestycyjnych. Kosztów nie można „zgubić”, jak w każdej innej dużej instytucji, np. w banku trudno rozpiścić jakie będą rzeczywiste koszty związane z otwarciem i prowadzeniem lokaty bankowej.

Towarzystwa muszą utrzymywać się z opłaty za zarządzanie a nie z opłaty manipulacyjnej, którą muszą minimalizować, albo w ogóle z niej rezygnować.

Codziennie jest znana wartość jednostki uczestnictwa, co powoduje, że przy zachwianiu na giełdzie – klienci przychodzą i umarzają swoje jednostki uczestnictwa. Praca TFI jest więc oceniana codziennie.

Wydaje się, że jesteśmy w przededniu bardzo bujnego rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych. Jedną z przyczyn będą zapewne zmiany infrastrukturalne w otoczeniu instytucji finansowych takie, jak na przykład powstanie funduszy emerytalnych, które na pewno wymusi specjalizację.

Według praktyków wejście unijnych funduszy inwestycyjnych doprowadzi przede wszystkim do tego, iż rynek funduszy inwestycyjnych źle wpłynie na rynek kapitałowy. Oczywiście wejście zagranicznych funduszy inwestycyjnych oznacza też odciążenie akumulacji z naszego kraju – nie będziemy w takim stopniu inwestować w polskie papiery wartościowe, jeśli do wyboru będziemy mieć oferty nawet tylko części działających w Europie funduszy.

* Autorka jest współpracownikiem Fundacji Naukowej CASE