

**FUNDUSZE INWESTYCYJNE A PROFESJONALNE
USŁUGI FINANSOWE**

Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych² „fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze publicznego, a w przypadkach określonych w ustawie również niepublicznego, proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, w określone w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe”.

Fundusz inwestycyjny określany jako instytucja zbiorowego lokowania pełni następujące role:

- po pierwsze, zapewnia profesjonalne zarządzanie powierzonymi przez inwestorów środkami finansowymi; dba o stałe powiększanie się zarówno możliwości lokacyjnych samych lokat, jak i geograficznego obszaru ich umiejscawiania;
- po drugie, umożliwia dywersyfikację lokat funduszu, gromadząc środki wielu inwestorów; może bowiem zmniejszyć ryzyko inwestycyjne, poprzez rozproszenie inwestycji na różnego typu lokaty;
- po trzecie, zapewnia wysoką płynność inwestycji wraz z gwarancją stosunkowo precyzyjnej oceny zwrotu z dokonanej inwestycji - a jest to szczególnie widoczne w najbardziej powszechnym funduszu otwartym³.

W głównej mierze fundusz inwestycyjny oferuje swoje usługi tym inwestorom, którzy chcą zainwestować określone środki finansowe w papiery wartościowe, ale nie potrafią, nie chcą lub nie mają czasu samodzielnie dokonywać niezbędnych analiz, śledzić na bieżąco zmian zachodzących na rynku kapitałowym oraz podejmować decyzji inwestycyjnych. Lokowanie środków pieniężnych w ramach funduszy inwestycyjnych, w porównaniu z indywidualnym inwestowaniem na giełdzie, powinno zapewnić ponadstandardowe bezpieczeństwo wynikające z profesjonalnego zarządzania i rozproszenia ryzyka inwestycyjnego, relatywnie wyższą dochodowość i niższe koszty oraz wyższą płynność inwestycji.

Działalność funduszu inwestycyjnego na rynku kapitałowym powinna charakteryzować się wyższą efektywnością inwestowania, przekładającą się na oszczędności wynikające z wielkości. Jako inwestor instytucjonalny, z jednej strony, fundusz obciążony jest mniejszymi kosztami prowizji za transakcje, z drugiej zaś strony, koszty zatrudnienia profesjonalistów rozkładają się na bardzo wielu inwestorów. Bezpieczeństwo inwestowanego kapitału wynika przede wszystkim z obowiązku zatrudniania przez fundusze licencjonowanych doradców inwestycyjnych, którzy

¹ Rafał Czyżycki - dr, Katedra Metod Ilościowych, Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług, Uniwersytet Szczeciński.

² Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. 2004 nr 146 poz. 1546.

³ M. Dyl; *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*. Warszawa 2001, s. 16.

w swojej działalności mają kierować się nie tylko strategią inwestycyjną danego funduszu, ale też narzuconymi ograniczeniami ustawowymi. Ponadto, nad działalnością funduszy inwestycyjnych ciągły nadzór sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, do której fundusze okresowo przesyłają raporty i sprawozdania ze swojej działalności i która, oceniając sytuację finansową funduszu, w skrajnym przypadku może nawet cofnąć zezwolenie na jego działalność. Dodatkowym zabezpieczeniem jest oddzielenie majątku funduszu od majątku zarządzającego nim Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (TFI), co skutkuje tym, że w przypadku bankructwa TFI, zgromadzony w funduszu inwestycyjnym majątek nie wejdzie w skład tzw. masy upadłościowej.

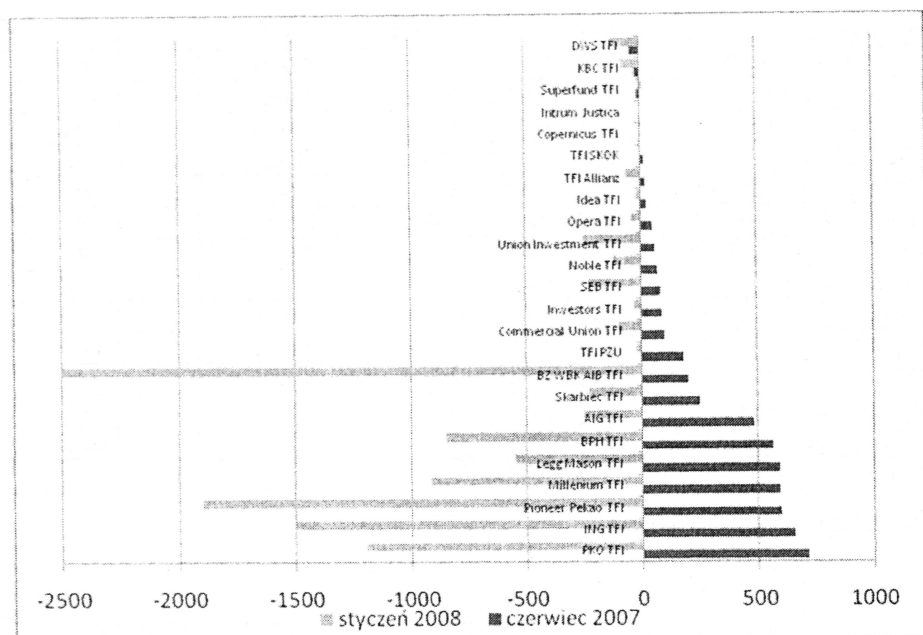
Głównym zagrożeniem dla kapitału klienta funduszu inwestycyjnego jest ryzyko wynikające z charakteru działalności funduszu (ryzyko inwestycyjne) oraz, mimo wszystko, błędy popełnione przez zarządzających funduszem odnośnie wybranej polityki inwestycyjnej.

Fundusze inwestycyjne w Polsce

Podwalinami rozwoju funduszy inwestycyjnych w Polsce była ustawa *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych* z 22 marca 1991 roku. Pierwszym funduszem w Polsce był Pioneer, który rozpoczął działalność w 1992 roku i przez trzy kolejne lata był monopolistą na tym rynku. W 1995 roku działalność rozpoczęła Korona Towarzystwo Funduszy Powierniczych, a rok później dołączyły kolejne trzy towarzystwa. Na koniec 1996 roku działało w Polsce 10 towarzystw inwestycyjnych oferujących w sumie 30 różnych funduszy inwestycyjnych⁴. Obecnie w Polsce działa 35 towarzystw inwestycyjnych oferujących łącznie 271 funduszy inwestycyjnych oraz dodatkowo 173 różnego typu subfunduszy⁵. Dynamika gromadzonych środków finansowych w funduszach inwestycyjnych odzwierciedla sytuację na Giełdzie Papierów Wartościowych. Do połowy 2007 roku, pod względem napływu środków do funduszy, każdy kolejny okres notował kolejne rekordy. W czerwcu i lipcu 2007 roku Polacy ulokowali w fundusze po ponad 5 mld PLN. W związku z panującą hossą, fundusze inwestujące w akcje, przede wszystkim małych i średnich firm, notowały kilkudziesięcioprocentowe roczne stopy zwrotu i zaczęły być traktowane przez małych inwestorów jako „maszynka do robienia pieniędzy”, pozbawiona jakiegokolwiek ryzyka. Konsekwencją tego były straty rzędu 30-40% w drugiej połowie 2007 roku, wynikające z korekty na giełdzie i znacznej przeceny większości akcji. Spowodowało to znaczne wyhamowanie napływu środków do funduszy w pierwszym okresie, natomiast w listopadzie i grudniu saldo napływu inwestycji do wszystkich funduszy łącznie było ujemne i wyniosło 2,7 mld PLN. Mimo wszystko, w całym roku 2007 do funduszy napłynęła rekordowa kwota 30 mld PLN. W pierwszych trzech miesiącach 2008 roku następował dalszy systematyczny odpływ środków z funduszy, który w okresie listopad 2007 - marzec 2008 wyniósł łącznie 16,5 mld PLN. W samym styczniu 2008 roku odpływ środków z funduszy wyniósł 11,3 mld PLN co oznacza, że tylko w tym miesiącu wycofano ponad jedną trzecią środków zgromadzonych w całym 2007 roku.

⁴ A. Banachowicz: *Fundusze inwestycyjne*. Netina Sp. z o.o. 2007, s. 11.

⁵ Na podstawie: http://www.knf.gov.pl/rynek_kapitalowy/podmioty_r_kapitalowego/Wykaz_TFI_i_FI_HTML.html.



Rys. 1. Saldo napływu środków do funduszy w czerwcu 2007 oraz w styczniu 2008 (mln PLN)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://www.analizy.pl>

Opłaty i prowizje funduszy inwestycyjnych

Koszty ponoszone przez indywidualnego inwestora, chcącego skorzystać z usług funduszu inwestycyjnego, związane są z dwoma elementami: jednorazową prowizją związaną z zakupem jednostek uczestnictwa w funduszu oraz z rocznym wynagrodzeniem funduszu za zarządzanie. W przypadku cieszących się znacznym zainteresowaniem w ostatnich dwóch latach funduszy inwestujących w małe i średnie spółki notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, fundusze inwestycyjne są mało zróżnicowane pod względem tych opłat. Standardowa roczna opłata za zarządzanie wynosi w każdym z takich funduszy 4% zaangażowanego kapitału, jedynie w przypadku KBC Akcji MS SFIO - kształtuje się ona na poziomie 1%. Wielkość prowizji potrącanych przy zakupie jednostek uczestnictwa najczęściej uzależniona jest od wielkości zaangażowanego kapitału i nie przekracza poziomu maksymalnie 4-5%. Tylko w przypadku funduszu inwestycyjnego KBC P VIP s Akcji ŚS SFIO ustalona została na poziomie 0%, ale wymagana przy tym minimalna pierwsza wpłata wynosi 100 tys. PLN. W przypadku pozostałych z 17 funduszy inwestujących w małe i średnie spółki ustalona jest w przedziale 100-1000 PLN.

Tabela 1. Charakterystyka funduszy inwestujących w małe i średnie spółki

Fundusz	Rozpoczęcie działalności:	Min. pierwsza wpłata:	Max. prowizja przy zakupie:	Koszty obciążające aktywa:
AIG FIO MiŚS	14.11.2006	1 000 zł	4,50%	4,00%
Allianz FIO s Akcji MiŚS	21.11.2007	200 zł	5,00%	4,00%
BPH FIO Akcji Dyn. Sp.	04.09.2006	1000 zł	4,00%	4,00%

CU FIOs CU Polskich Akc.	08.04.2002	1 000 zł	4,50%	4,00%
DWS FIO Top 25 MS	26.11.2002	100 zł	5,00%	4,00%
ING FIO ŚIm Sp.	30.09.2005	200 zł	5,00%	4,00%
KBC Akcji MiŚS FIO	27.09.2007	500 zł	4,00%	4,00%
KBC Akcji MS SFIO	05.02.2008	500 zł	b.d.	1,00%
KBC P VIP s Akcji ŚSSFIO	19.11.2007	100 000 zł	0,00%	4,00%
Millennium FIO MiŚS	10.04.2007	500 zł	4,50%	4,00%
Noble Funds FIO F MiŚS	01.08.2007	500 zł	5,00%	4,00%
Pioneer MiŚS RP FIO	25.07.2005	1 000 zł	5,00%	4,00%
Pioneer ŚS RP FIO	24.10.2006	1 000 zł	5,00%	4,00%
PKO/CS Akcji MiŚS FIO	31.05.2006	100 zł	4,00%	4,00%
PZU FIO Akcji MiŚS	29.09.2006	100 zł	4,00%	4,00%
SKARBIEC MiŚS FIO	20.06.2007	100 zł	5,50%	4,00%
UniFundusze FIO s UA MiŚS	20.09.2007	100 zł	5,00%	4,00%

Źródło: opracowanie własne (stan na dzień 12.04.2008 r.).

Efektywność funduszy

Dokonując oceny działalności funduszy inwestycyjnych, można kierować się stopami zwrotu poszczególnych funduszy i porównywać je między sobą, można też porównać zyski funduszy z potencjalnymi maksymalnymi, minimalnymi lub przeciętnymi stopami zwrotu z inwestycji giełdowych w danym okresie. W przypadku funduszy nastawionych na inwestycje w małe i średnie spółki, stopy zwrotów tych funduszy można porównać do stóp zwrotu z inwestycji w małe i średnie firmy, czyli w spółki wchodzące w skład mWIG40 i sWIG80. Dodatkowo można dokonywać porównania statycznego, czyli wyniki danego funduszu porównywać z najlepszą, najgorszą lub przeciętną spółką w całym okresie, można też dokonywać porównania dynamicznego, poprzez porównywanie dziennych notowań jednostek uczestnictwa w funduszu, do dziennych maksymalnych, minimalnych lub przeciętnych zmian kursów akcji przyjętych do porównań spółek. Dla potrzeb niniejszego artykułu wszelkie porównania zostaną dokonane w sposób statyczny, a wyniki porównań zostaną przedstawione dla okresu od 1.01.2007 do 1.04.2008 z dodatkowym podziałem na dwa podokresy: do 31.06.2007, kiedy na giełdzie trwały praktycznie nieprzerwane wzrosty kursów akcji, oraz od 1.07.2007, kiedy pojawił się trend spadkowy. Notowania funduszy zostaną porównane również do wartości w analogicznym okresie indeksów mWIG40 oraz sWIG80.

Ocena efektywności działalności w okresie od stycznia 2007 roku do kwietnia 2008 roku zostanie przeprowadzona tylko dla tych dziewięciu funduszy, które rozpoczęły działalność przed 1.01.2007 r. W powyższym okresie tylko dwa fundusze odnotowały wzrost wartości jednostek uczestnictwa, a średnia zmiana wartości dla wszystkich funduszy wyniosła -5,85%. Porównanie tego wyniku do zmiany mWIG40, który w analogicznym okresie spadł o 9,55%, i sWIG80, który wzrósł o 8,52%, nie świadczy zbyt dobrze o strategii inwestycyjnej powyższych funduszy. Gdyby na początku tego okresu całość środków finansowych była zainwestowana w akcje LPP, to na początku kwietnia 2008 roku można byłoby zrealizować zysk wynoszący 204%, a w przypadku akcji ZCH Police zysk wyniósłby 173%. Z drugiej strony, gdyby 2 stycznia całość

środków ulokowana była w takiej spółce jak PONAR-WADOWICE S.A, to po 16 miesiącach stan posiadania zmniejszyłby się o 96,55%.

W okresie od 2 stycznia do 29 czerwca 2007 roku wszystkie fundusze przyniosły zysk swoim udziałowcom, ustanawiając średni poziom stopy zwrotu na +28,23%. Najlepszym w tym okresie funduszem był PKO/CS Akcji MiŚS FIO, wypracowując zysk na poziomie 41,91%, najgorszym zaś Pioneer ŚS RP FIO, z zyskiem wynoszącym 19,91%. Porównując to do oprocentowania lokat w analogicznym okresie, mogłoby się wydawać, że fundusze inwestycyjne zapracowały na swoje wynagrodzenie. Jednakże w I półroczu 2007 roku sWIG80 wzrósł o 64,54%, a mWIG40 o 51,98%. Ulokowanie całości środków tylko w akcje MCI Management SA dałoby zysk rzędu 357%, a w przypadku spółki Mostostal Zabrze stopa zwrotu ukształtowałaby się na poziomie 276%. Na drugim biegunie w tym okresie znajdowała się spółka RAFAKO, na której można było stracić 63,74% oraz PPWK SA ze startą 48,59%.

W ostatnim okresie, w czasie największych spadków na giełdzie, przeceny nie ominęły również jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych. Ich właściciele stracili w okresie od 2.07.2007 r. do 1.04.08 r. średnio 34,81%), przy czym najwięcej stracili posiadacze jednostek takich funduszy, jak: BPH FIO Akcji Dynamicznych Spółek, DWS FIO Top 25 MS, Pioneer MiŚS RP FIO oraz Pioneer ŚS RP FIO. Starty w tych funduszach wyniosły ok. 40% i małym usprawiedliwieniem dla profesjonalnie zarządzanego funduszu może być fakt, że w tym samym okresie mWIG40 stracił tyle samo, a sWIG80 spadł o 33,27%. W tym okresie „najlepiej” poradził sobie fundusz PKO/CS Akcji MiŚS FIO, który stracił tylko 26,55%.

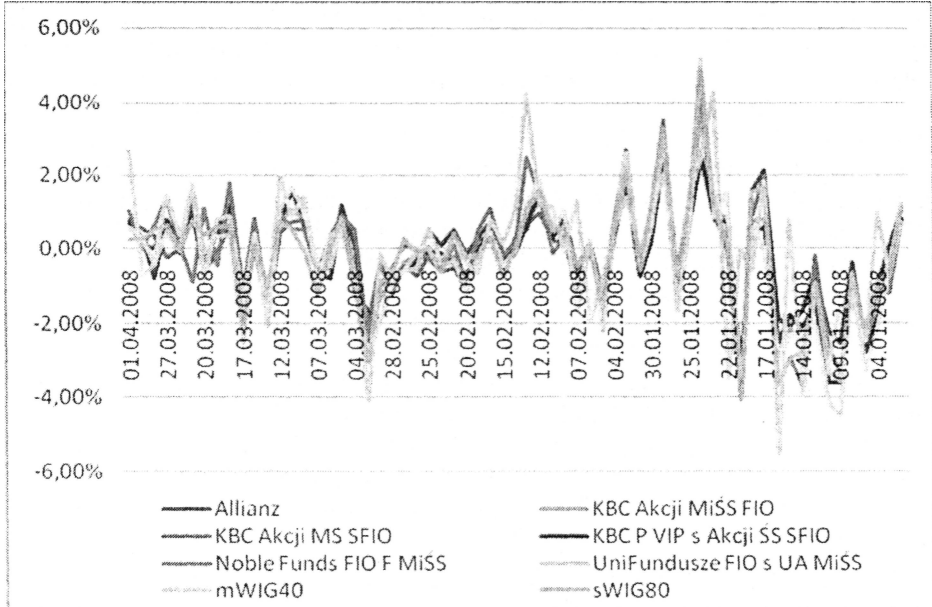
Tabela. 2. Stopy zwrotu z funduszy inwestujących w okresie 02.01.2007 r. - 01.04.2008 r.

Fundusz	Okres 02.01.2007- 01.04.2008	Okres 02.01.2007- 29.06.2007	Okres 02.07.2006- I 01.04.2008
AIG FIO MiŚS	-3,68%	+30,88%	-35,81%
BPH FIO Akcji Dyn. Sp.	-8,95%	+29,88%	-38,54%
CU FIO s CU Polskich Akc.	-3,42%	+23,68%	-29,74%
DWS FIO Top 25 MS	-11,14%	+27,63%	-39,02%
ING FIO ŚiM Sp.	1,73%	+35,65%	-30,02%
Millennium FIO MiŚS	X	X	-35,21%
Pioneer MiŚS RP FIO	-14,62%	+20,31%	-39,42%
Pioneer ŚS RP FIO	-16,06%	+19,91%	-38,81%
PKO/CS Akcji MiŚS FIO	+13,12%	+41,91%	-26,55%
PZU FIO Akcji MiŚS	-6,38%	+25,76%	-31,18%
SKARBIEC MiŚS FIO	X	X	-31,05%
ŚREDNIA DLA FUNDUSZY	-5,85%	+28,23%	-34,81%
mWIG40	-9,55%	+51,98%	-39,80%
sWIG80	+8,52%	+64,54%	-33,17%

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie przytoczonych wyników wydaje się uprawnione stwierdzenie, że obecnie fundusze inwestycyjne nie zapewniają swoim klientom tego, czego od nich się oczekuje: ponadstandardowych zysków w okresach hossy i ochrony kapitału w okresach dekoniunktury na giełdzie. Analizując otrzymane wyniki wydaje się, że jedyną strategią inwestycyjną realizowaną przez większość funduszy jest ukształtowanie swojego portfela akcji w taki sposób, aby odzwierciedlał on strukturę

akcji tworzących mWIG40 oraz sWIG80. Potwierdzać to może również przedstawiony poniżej wykres, odzwierciedlający kształtowanie się zmian wartości jednostek inwestycyjnych na tle powyższych indeksów, najmłodszych funduszy inwestujących w małe i średnie spółki.



Rys. 2. Stopy zwrotu wybranych funduszy inwestycyjnych na tle mWIG40 oraz sWIG80

Źródło: opracowanie własne.

Oznaczać to może, że bez konieczności angażowania środków finansowych w zakup jednostek funduszy inwestycyjnych i bez związanych z tym kosztów, można samodzielnie ukształtować sobie portfel akcji, pozwalający realizować zyski na podobnym poziomie jak omawiane fundusze inwestycyjne.

Summary

INVESTMENT FUNDS AND PROFESSIONAL FINANCE SERVICE

Investment funds should be the factor of investing for people, who search for possibilities of investing in capital market, but they don't want to do this personally. There are 35 investment fund companies in Poland that offer 404 investment funds and sub funds altogether. Its main consideration is to guarantee over standard profits in bull market and minimalize wastes in slump. In the article author tries to consider the effectiveness of funds activeness in Poland in two last years based on the situation on Warsaw Stock Exchange