

Ocena tendencji rozwojowych zamkniętych funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2008-2013

Aleksandra Sulik-Górecka

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Wydział Finansów i Ubezpieczeń,
Katedra Rachunkowości

e-mail: aleksandra.sulik-gorecka@ue.katowice.pl

DOI: 10.12846/j.em.2014.03.07

Streszczenie

W artykule przedstawiono zarys przesłanek rozwoju funduszy inwestycyjnych jako specyficznych podmiotów rynków finansowych. Omówiono formalne wymogi tworzenia zamkniętych funduszy inwestycyjnych w Polsce, specjalną uwagę poświęcając ustawie o nadzorze nad rynkami finansowymi. W części analitycznej przedstawiono stan rozwoju zamkniętych funduszy inwestycyjnych w latach 2008-2013, uwzględniając przede wszystkim takie parametry, jak: wartość aktywów netto (WAN), wynik z operacji, stosunek WAN do PKB oraz WAN zamkniętych funduszy inwestycyjnych przypadająca na jeden fundusz.

Słowa kluczowe

zamknięte fundusze inwestycyjne, aktywa netto, wynik z operacji, rozwój

Wstęp

W obecnej dynamicznej gospodarce rynkowej ważną rolę odgrywają rynki finansowe. Stopień ich rozwoju świadczy zwykle o poziomie bogactwa danego kraju oraz zamożności społeczeństwa. Rynki finansowe są zagrożone wystąpieniem kryzysu, który może wpłynąć na poziom zaufania inwestorów i znacznie ograniczyć rozwój podmiotów finansowych.

Celem artykułu jest analiza zmian stopnia rozwoju specyficznych podmiotów rynku finansowego, jakimi są zamknięte fundusze inwestycyjne w latach 2008-2013 w Polsce. Przesłanką części teoretycznej było omówienie czynników wpływających

na rozwój funduszy inwestycyjnych na rynkach finansowych oraz zaprezentowanie wymogów formalnych tworzenia zamkniętych funduszy inwestycyjnych (FIZ). W analitycznej części opracowania przeanalizowano kolejno wzrost liczby FIZ w latach 2008-2013 na tle dynamiki liczby funduszy inwestycyjnych ogółem. Za parametry odzwierciedlające poziom rozwoju FIZ przyjęto wartość aktywów netto oraz poziom wyniku z operacji. W ostatnim etapie analizy porównano zmiany wartości WAN funduszy do produktu krajowego brutto oraz zmiany wartości WAN funduszy przypadającej na jeden fundusz.

W artykule zastosowano takie metody badawcze, jak studia literaturowe, analiza aktów prawnych oraz analiza danych statystycznych GUS-u pochodzących między innymi z zagregowanego bilansu zamkniętych funduszy inwestycyjnych.

1. Przesłanki rozwoju funduszy inwestycyjnych jako specyficznych podmiotów rynku finansowego

Istotą koncepcji funduszu inwestycyjnego jest łączenie środków finansowych inwestorów indywidualnych w celu ich wspólnego inwestowania dla osiągnięcia korzyści, w których partycypują wszyscy uczestnicy funduszu (Dębski, 2010, s. 569). Inwestowanie środków powierzonych przez uczestników funduszy odbywa się na rynkach finansowych w celu pomnażania tych środków (Sas-Kulczycka i in., 1998, s. 2). Uczestnicy funduszu mają zagwarantowany zwykle wyższy stopień bezpieczeństwa inwestycji niż w sytuacji samodzielnego lokowania środków finansowych, głównie ze względu na ograniczanie ryzyka inwestycyjnego poprzez dywersyfikację portfela walorów (Krupa, 2008, s. 32). Zdolność przetwarzania informacji płynących z rynków finansowych przez profesjonalistów zatrudnionych w funduszach inwestycyjnych na ogół znacznie przewyższa możliwości inwestorów indywidualnych. Fundusze inwestycyjne wykorzystują efekt skali, dzięki dużej wielkości zarządzanych aktywów, wpływających między innymi na redukcję kosztów transakcyjnych (Shy i Stenbacka, 2003, s. 608).

Choć inwestowanie w ramach funduszu inwestycyjnego może przynieść liczne korzyści, nie jest pozbawione wad związanych przykładowo z brakiem pewności co do stopu zwrotu z inwestycji dokonanych przez fundusz. W celu oceny tendencji rozwoju funduszy inwestycyjnych, jako specyficznych podmiotów tworzących rynek finansowy, przydatne jest funkcjonalne podejście do systemu finansowego, zgodnie z którym wyróżniono sześć kluczowych funkcji systemu finansowego. Wszystkie funkcje można odnieść do funduszy inwestycyjnych.

Pierwszą z nich jest funkcja alokacji zasobów, spełniająca zadanie zapewnienia sposobów transferu zasobów ekonomicznych w czasie i przestrzeni oraz efektywnej ich alokacji. Fundusze inwestycyjne umożliwiają optymalną alokację posiadanych nadwyżek kapitału przez podmioty indywidualne oraz instytucjonalne. Druga funkcja zakłada konieczność skutecznego zarządzania i kontroli ryzyka, poprzez konstrukcję odpowiedniego, zależnego od polityki inwestycyjnej funduszu, portfela aktywów. Fundusze inwestycyjne przyczyniły się do rozwoju kolejnej funkcji, jaką jest tworzenie systemów rozliczania i dokonywania płatności dotyczących wymiany dóbr, usług i aktywów. Również następną funkcją, obejmującą łączenie zasobów inwestorów indywidualnych w celu efektywnego inwestowania, jest realizowana przez fundusze inwestycyjne. W ramach przedostatniej funkcji, jaką jest dostarczanie informacji o cenie, fundusze inwestycyjne powinny traktować informacje, na podstawie których podejmowane są decyzje inwestycyjne jako dobro publiczne, a więc zapewniać rzetelność, wiarygodność i aktualność dostępnych publicznie informacji. Z dostarczaniem wiarygodnej informacji wiąże się również ostatnia funkcja systemu finansowego, realizowana przez fundusze inwestycyjne, jaką jest ochrona inwestorów (Zamojska, 2012, s. 18).

W gospodarce fundusze inwestycyjne znane są od końca XIX wieku, a lata dwudzieste XX wieku to okres ich wzmożonego rozwoju zakończony wielkim kryzysem finansowym. Silny wzrost popularności zaobserwowano w latach dziewięćdziesiątych XX wieku (Zamojska, 2012, s. 31). Do najważniejszych determinantów wpływających na rozwój funduszy inwestycyjnych zalicza się czynniki prawnopodatkowe, czynniki ekonomiczne oraz czynniki społeczno-demograficzne (Khorana i in., 2005, s. 147).

W zakresie wpływu czynników prawnopodatkowych na rozwój funduszy inwestycyjnych podkreślić należy, że warunkiem rozwoju rynków finansowych jest sprawność instytucji prawnych wpływających na stabilność systemu finansowego kraju, poziom ochrony inwestorów, skuteczność egzekucji tych uprawnień oraz stosowane standardy rachunkowości (Borowski, 2011, s. 48). Ustawodawstwo kraju wpływa na możliwości działania funduszy w różnych formach prawnych. Ogromne znaczenie dla rozwoju funduszy inwestycyjnych ma polityka fiskalna kraju, kształtująca poziom kosztów związanych z uczestnictwem w funduszu i koniecznością opodatkowania uzyskiwanych dochodów (Borowski, 2011, s. 96-113).

Wpływ czynników ekonomicznych na rozwój funduszy inwestycyjnych wynika z podstawowych zależności pomiędzy wzrostem zamożności społeczeństwa a poszukiwaniem sposobów zainwestowania zgromadzonych nadwyżek kapitału. Czynniki makroekonomiczne takie, jak stopa wzrostu gospodarczego, poziom stóp pro-

centowych, poziom inflacji determinują możliwości wzrostu funduszy inwestycyjnych. Pozytywny wpływ na rozwój funduszy inwestycyjnych mają procesy globalizacji zwiększające możliwości optymalnego przepływu nadwyżek kapitałowych (Zamojska, 2012, s. 33). Istotnym czynnikiem zagrażającym rozwojowi funduszy inwestycyjnych w ostatnich latach był kryzys gospodarczy, który rozpoczął się w latach 2007-2008 na rynku kredytów hipotecznych (Nawrot, 2009, s. 25) i szybko rozprzestrzenił się na inne obszary gospodarki, wpływając na nastroje inwestorów giełdowych, spadek produkcji, konsumpcji, wzrost bezrobocia oraz zmiany struktury oszczędności na instrumenty mniej ryzykowne.

Wśród czynników społeczno-demograficznych na uwagę zasługują zmiany w strukturze demograficznej społeczeństw. Wydłużający się przeciętny czas trwania życia, spadek udziału osób w wieku produkcyjnym w społeczeństwie oraz zmniejszająca się dzietność kobiet wywołują konieczność zabezpieczenia środków na przyszłe emerytury. Dodatkowe czynniki takie, jak wzrost poziomu wykształcenia w społeczeństwach oraz powszechny dostęp do Internetu i nowoczesnych technologii pogłębiają wzrost zainteresowania społeczeństw alokacją oszczędności w funduszach inwestycyjnych.

W ramach opisywanych w literaturze klasyfikacji funduszy inwestycyjnych, wyróżnia się między innymi takie kryteria, jak:

- rodzaj dochodu – fundusze oferują różne źródła uzyskiwanych dochodów na przykład dywidendy, odsetki oraz zyski kapitałowe;
- lokalizacja geograficzna – pozwala wyróżnić fundusze o zasięgu krajowym, regionalnym obejmującym kilka powiązanych ze sobą krajów oraz globalnym; w przypadku funduszy regionalnych i globalnych pojawia się ekspozycja portfela na ryzyko kursowe;
- kategoria walorów – obejmuje rodzaje aktywów, w które fundusz inwestuje na przykład akcje, obligacje, walory pieniężne, towary/surowce;
- podkategoria walorów – kryterium wyróżniające specyficzną subclassę walorów na przykład akcje spółek o niskiej kapitalizacji lub akcje spółek wybranego sektora gospodarki (Zamojska, 2012, s. 20).

Niezależnie od wyróżnionych kryteriów rodzajowych funduszy, zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych, fundusze mogą być tworzone jako fundusze inwestycyjne otwarte (FIO), specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (SFIO) oraz fundusze inwestycyjne zamknięte (FIZ).

2. Wymogi formalne tworzenia zamkniętych funduszy inwestycyjnych

Nadrzędnym aktem prawnym regulującym działanie funduszy inwestycyjnych w Polsce jest ustawa o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 r., w której określono fundusz inwestycyjny jako: osobę 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 (Ustawa..., 2004).

Zamknięte fundusze inwestycyjne emitują stałą liczbę tytułów uczestnictwa, które są papierami wartościowymi i nie podlegają umorzeniu w drodze ich wykupu przez fundusz. Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych tytuły te określa się jako certyfikaty inwestycyjne. Certyfikaty inwestycyjne mogą być przedmiotem oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym (Ustawa..., 2004).

Zamknięte fundusze inwestycyjne inwestują zwykle w instrumenty finansowe o większym ryzyku inwestycyjnym, takie jak:

- udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością;
- nieruchomości;
- instrumenty pochodne;
- wierzytelności;
- jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne innych funduszy inwestycyjnych (Dawidowicz, 2011, s. 20).

Zgodnie z obowiązującym w Polsce prawem bilansowym jednostki organizacyjne działające na podstawie przepisów o funduszach inwestycyjnych, bez względu na wielkość przychodów, zobligowane są do stosowania przepisów ustawy o rachunkowości (Ustawa..., 1994). Szczególne zasady rachunkowości i sprawozdawczości funduszy inwestycyjnych określone zostały zgodnie z dyspozycją ustawy o rachunkowości w rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 24 grudnia 2007 r. (Rozporządzenie..., 2007).

Tworzenie funduszy inwestycyjnych, zarówno otwartych jak i zamkniętych, zarządzanie nimi oraz reprezentowanie w stosunkach z osobami trzecimi należą do obowiązków towarzystw funduszy inwestycyjnych, działających w formie spółki akcyjnej (Ustawa ..., 2004). W celu utworzenia funduszu należy sporządzić statut w formie aktu notarialnego i zawrzeć umowę z depozytariuszem¹ o prowadzenie

¹ Depozytariuszem może wyłącznie być: bank krajowy, którego fundusze własne wynoszą co najmniej 100 000 000 złotych; oddział instytucji kredytowej posiadające siedzibę poza RP, jeśli fundusze tego

rejestrze aktywów funduszu inwestycyjnego (Sulik-Górecka, 2012, s. 257). Od momentu wprowadzenia w życie nowelizacji ustawy o funduszach inwestycyjnych utworzenie niepublicznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego, emitującego wyłącznie certyfikaty inwestycyjne, które zgodnie ze statutem funduszu nie będą oferowane w drodze oferty publicznej ani dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ani wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, nie wymaga uzyskania zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego, a ani statut niepublicznego zamkniętego funduszu inwestycyjnego, ani jego zmiana nie będą zatwierdzane przez Komisję (Ustawa ..., 2011). Komisja Nadzoru Finansowego nie musi udzielać zgody na zmianę depozytariusza zamkniętego funduszu inwestycyjnego, a uczestnicy funduszu mogą swobodnie decydować o polityce inwestycyjnej. Do Komisji Nadzoru Finansowego wystarczy przekazać informację o wpisaniu takiego podmiotu do rejestru funduszy inwestycyjnych wraz ze statutem funduszu i informacją o wysokości zebranych do niego wpłat.

Nadzór nad działalnością funduszy inwestycyjnych jest niewątpliwie ważnym elementem chroniącym bezpieczeństwo alokowanych tam funduszy. Zbyt restrykcyjne przepisy o nadzorze finansowym funduszy inwestycyjnych mogą jednak stanowić istotną barierę rozwoju tych podmiotów. Celem dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe było doprowadzenie do zwiększenia efektywności działania funduszy inwestycyjnych na krajowym oraz europejskim rynku usług finansowych między innymi poprzez ułatwienia w zakresie wprowadzenia przez krajowe fundusze inwestycyjne otwarte swoich jednostek uczestnictwa do obrotu w innych państwach członkowskich. Skutkiem wdrożenia tej dyrektywy w Polsce była nowelizacja ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym w odniesieniu do otwartych funduszy inwestycyjnych oraz publicznych zamkniętych funduszy inwestycyjnych, a więc tych, które dysponują certyfikatami inwestycyjnymi objętymi przez fundusz w drodze oferty publicznej, czyli dopuszczonymi do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzonymi do alternatywnego systemu obrotu (Ustawa ..., 2012). Po nowelizacji przepisów zniesiono obowiązek udostępniania tak zwanych skrótów prospektów informacyjnych przez fundusze inwestycyjne, a zamiast tego wymagane jest podawanie do publicznej wiadomości tak zwanych kluczowych informacji dla inwestorów, obejmujących zestaw podstawowych informacji, który powinny pozwolić inwestorom poznać charakter funduszu inwestycyjnego i związane z nim ryzyko. Kolejne nowelizacje ustawy o funduszach

oddziału wynoszą co najmniej 100 000 000 złotych; Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych Spółka Akcyjna.

inwestycyjnych oraz ustawy o nadzorze finansowym, miały na celu uproszczenie i uelastycznienie procedur powstawania FIZ oraz zwiększenia atrakcyjności Polski jako miejsca do tworzenia niepublicznych zamkniętych funduszy inwestycyjnych przez kapitał zagraniczny.

3. Analiza stanu rozwoju zamkniętych funduszy inwestycyjnych w Polsce na podstawie danych statystycznych z lat 2008-2013

Poziom rozwoju zamkniętych funduszy inwestycyjnych w latach objętych kryzysem przeanalizowano w kilku następujących etapach:

- analiza liczby funduszy inwestycyjnych zamkniętych w latach 2008-2013, dynamiki ich wzrostu oraz ich udziału w liczbie funduszy inwestycyjnych ogółem;
- analiza zagregowanego bilansu zamkniętych funduszy inwestycyjnych za lata 2008-2013;
- analiza rachunku wyniku z operacji zamkniętych funduszy inwestycyjnych za lata 2008-2013;
- porównanie WAN (wartość aktywów funduszu inwestycyjnego pomniejszona o zobowiązania funduszu w dniu wyceny) FIZ z poziomem PKB w latach 2008-2013;
- porównanie WAN FIZ z liczbą FIZ w latach 2008-2013.

Porównując liczbę funduszy inwestycyjnych na polskim rynku finansowym w kolejnych półroczach lat 2008-2013, zamieszczoną w tab. 1, należy jednoznacznie stwierdzić przyrost liczby funduszy we wszystkich analizowanych okresach.

Tab. 1. Liczba funduszy inwestycyjnych zamkniętych na tle ogółu funduszy inwestycyjnych w latach 2008-2013

Data Wyszczególnienie	30. VI. 2008	31. XII. 2008	30. VI. 2009	31. XII. 2009	30. VI. 2010	31. XII. 2010	30. VI. 2011	31. XII. 2011	30. VI. 2012	31. XII. 2012	30. VI. 2013
Liczba funduszy inwestycyjnych ogółem, z tego:	274	313	345	364	376	416	438	484	548	588	616
Fundusze inwestycyjne zamknięte	135	174	208	224	252	298	328	372	430	466	501

cd. Tab. 1.

Udział zamkniętych funduszy inwestycyjnych w liczbie funduszy ogółem	0,49	0,56	0,60	0,62	0,67	0,72	0,75	0,77	0,78	0,79	0,81
Bezwzględny przyrost liczby FIZ	b.d.	39	34	16	28	46	30	44	58	36	35
Dynamika przyrostu liczby FIZ w stosunku do przyrostu roku poprzedniego [%]	b.d.	b.d.	(12,82)	(52,94)	75,00	64,29	(34,78)	46,67	31,82	(37,93)	(2,78)
Przyrost liczby FIZ w stosunku do liczby FIZ roku poprzedniego [%]	b.d.	28,89	19,54	7,69	12,50	18,25	10,07	13,41	15,59	8,37	7,51

Źródło: opracowanie własne na podstawie (<http://www.stat.gov.pl>).

Liczba zamkniętych funduszy inwestycyjnych w pierwszym półroczu 2013 roku wynosi 501 i wzrosła w stosunku do półrocza 2008 roku o 366, co stanowi przyrost na poziomie 271%. Najwięcej zamkniętych funduszy inwestycyjnych, w liczbie 58, powstało w drugim półroczu 2012 roku, w którym całkowita liczba FIZ wzrosła o 15,59% w stosunku do poprzedniego okresu. Być może wzrost ten jest skutkiem cofnięcia konieczności uzyskiwania zgody Komisji Nadzoru Finansowego na utworzenie FIZ. Najsilniejszy względny przyrost liczby FIZ miał miejsce w drugim półroczu 2008 roku i wyniósł 28,89% w porównaniu do pierwszego półrocza 2008 roku. Przyrost liczby funduszy spadł w pierwszym półroczu 2009 roku o około 13%. Dalszy silny spadek miał miejsce w drugim półroczu 2009 roku i wyniósł prawie 53% przyrostu liczby FIZ w okresie poprzedzającym. Takie wyhamowanie wzrostu liczby FIZ wydaje się być powiązane z oznakami kryzysu gospodarczego, który w tym okresie był najsilniejszy.

Analizując dane zamieszczone w tab. 2, pochodzące z zagregowanego bilansu zamkniętych funduszy inwestycyjnych w latach 2008-2009, można zaobserwować wzrost wartości aktywów ogółem o około 453% z poziomu 12 398,5 mln złotych do wartości 68 617,5 mln złotych.

Tab. 2. Zestawienie wybranych wielkości bilansowych funduszy inwestycyjnych zamkniętych na tle ogółu funduszy inwestycyjnych w latach 2008-2013

Data Wyszczególnienie	30. VI. 2008	31. XII 2008	30. VI. 2009	31. XII. 2009	30. VI. 2010	31. XII. 2010	30. VI. 2011	31. XII. 2011	30. VI. 2012	31. XII 2012	30. VI. 2013
Aktywa ogółem FI	104908,5	83721,9	88495,2	104428,9	116565,1	130401,1	141113,4	124578,3	139505,9	157671,6	187884,6
Zobowiązania FI	6532,9	5678,4	7590,5	7561,2	12050,5	12097,5	12986,0	7112,2	7656,9	8339,1	17095,9
Aktywa netto FI	98371,2	78043,5	80904,7	96867,7	104514,6	118303,6	128127,4	117466,1	131849,0	149332,5	170788,7
Aktywa ogółem FIZ	12398,5	14394,2	15559,0	18331,9	20040,7	25338,3	30755,0	35690,0	45162,2	52904,0	68617,5
Zobowiązania FIZ	347,5	313,2	391,7	435,9	465,6	1007,3	802,8	1477,8	1222,2	1895,0	5433,3
Aktywa netto FIZ	12050,6	14081,1	15167,3	17895,9	19575,1	24331,0	29952,2	34212,2	43939,9	51009,0	63184,3
Udział aktywów ogółem FIZ w aktywach ogółem FI [%]	11,82	17,19	17,58	17,55	17,19	19,43	21,79	28,65	32,37	33,55	36,52
Przyrost aktywów ogółem FIZ do okresu poprzedniego [%]	16,10	8,09	17,82	9,32	26,43	21,38	16,05	26,54	17,14	29,70	16,10
Przyrost aktywów netto FIZ do okresu poprzedniego [%]	16,85	7,71	17,99	9,38	24,30	23,10	14,22	28,43	16,09	23,87	16,85

Źródło: opracowanie własne na podstawie (<http://www.stat.gov.pl>).

Jednocześnie należy zauważyć, że w badanym okresie wystąpił przyrost aktywów ogółem zamkniętych funduszy inwestycyjnych w porównaniu do okresu poprzedniego. Nawet w drugim półroczu 2008 roku oraz w pierwszym półroczu 2009 roku, gdy wartość aktywów netto wszystkich funduszy inwestycyjnych spadła, zamknięte fundusze inwestycyjne odnotowały przyrost aktywów netto. Pomimo odpływu kapitału z funduszy inwestycyjnych na skutek najsilniejszej fali kryzysu w 2008 roku, w zamkniętych funduszach inwestycyjnych wystąpił przyrost aktywów netto w wysokości około 8% w drugim półroczu 2008 roku, przyrost około 18% w pierwszym półroczu 2009 roku oraz wzrost WAN na poziomie 9% w drugim półroczu 2009 roku. Największy przyrost w wysokości 29,70% aktywów ogółem

wystąpił w drugim półroczu 2012 roku. Wzrosty aktywów ogółem na poziomie powyżej 26% można zaobserwować w drugim półroczu 2010 roku oraz drugim półroczu 2011 roku. Dane zamieszczone w tab. 2 nie wskazują jednoznacznie na wystąpienie jakichkolwiek istotnych oznak wpływu spowolnienia gospodarczego na wzrost aktywów ogółem oraz aktywów netto zamkniętych funduszy inwestycyjnych.

Dalsza analiza danych statystycznych obejmowała zagregowany rachunek wyniku z operacji, z którego najważniejsze elementy zamieszczono w tab. 3.

Tab. 3. Zestawienie wybranych wielkości z zagregowanego rachunku wyniku z operacji zamkniętych funduszy inwestycyjnych na tle ogółu funduszy inwestycyjnych w latach 2008-2013

Data	30. VI. 2008	31. XII 2008	30. VI. 2009	31. XII. 2009	30. VI. 2010	31. XII. 2010	30. VI. 2011	31. XII. 2011	30. VI. 2012	31. XII. 2012	30. VI. 2013
Przychody z lokat FI	1936,1	4372,4	1782,8	3585,5	2002,0	3822,6	2354,1	5096,4	3508,9	7005,2	4986,8
Koszty FI	1622,0	3110,1	1181,6	2536,7	1441,9	2715,9	1758,1	3363,2	2586,0	4045,1	2061,6
Wynik z operacji FI	(14830,5)	(30219,5)	5495,5	17233,4	1515,8	10888,8	1501,3	(8207,0)	4415,6	13200,2	1552,8
Przychody z lokat FIZ	238,8	579,8	342,4	724,5	536,3	1023,8	659,3	1242,9	1405,1	2496,9	2683,5
Koszty FIZ	162,0	329,7	234,6	465,2	269,5	529,9	310,7	641,2	1491,8	1911,7	838,8
Wynik z operacji FIZ	1099,4	1331,7	915,8	3747,0	1180,4	4063,6	1473,4	1423,4	760,9	3002,7	2731,0
Udział przychodów z lokat FIZ w przychodach z lokat FI [%]	12,33	13,26	19,21	20,21	26,79	26,78	28,01	24,39	40,04	35,64	53,81
Udział wyniku z operacji FIZ do wyniku z operacji FI [%]	(7,41)	(4,41)	16,66	21,74	77,87	37,32	98,14	(17,34)	17,23	22,74	175,87
Przyrost wyniku FIZ w porównaniu do roku poprzedniego [%]	b.d.	21,13	(31,23)	309,15	(68,50)	244,26	(63,74)	(3,39)	(46,54)	294,62	(9,04)

Źródło: opracowanie własne na podstawie (<http://www.stat.gov.pl>).

Analizując wartości zamieszczone w tab. 3, okresy, w których wynik z operacji był najniższy i nie przekraczał 1 000 mln złotych to pierwsze półrocze 2009 oraz pierwsze półrocze 2012 roku. W drugim półroczu roku 2009 wynik wzrósł o 309% do wysokości 3 747 mln złotych. W badanym okresie tylko drugie półrocze 2010 roku zakończone zostało wyższym wynikiem na poziomie 4 063 mln złotych. Zmiany wyniku zamkniętych funduszy inwestycyjnych w latach 2008-2013 mają różny kierunek. W pierwszym półroczu 2009 roku, w pierwszym półroczu 2010 roku, w pierwszym i drugim półroczu roku 2011 oraz pierwszym półroczu 2012 roku, a także w pierwszym półroczu 2013 roku wynik FIZ zmniejszył się w stosunku do roku poprzedniego. Niemniej jednak obserwowany wynik był zawsze dodatni w przeciwieństwie do wyniku funduszy ogółem, który w pierwszym i drugim półroczu 2008 roku oraz drugim półroczu 2011 roku był ujemny.

W celu oceny sektora funduszy inwestycyjnych można również dokonać porównania wielkości WAN i liczby funduszy inwestycyjnych z poziomem bogactwa kraju. W szczególności można wykorzystać takie wskaźniki jak (Ramos, 2009, s. 148):

- wartość WAN funduszy do produktu krajowego brutto,
- wartość WAN funduszy przypadająca na jeden fundusz.

Dane do obliczeń zamieszczono w tab. 4.

Tab. 4. Porównanie aktywów netto FIZ z wielkością PKB oraz liczbą funduszy w latach 2008-2013

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Wyszczególnienie						
PKB (ceny bieżące), [mln]	1343366,10	1343366,10	1343366,10	1343366,10	1343366,10	1343366,10
Aktywa netto FIZ [mln zł]	14081,1	17895,9	24331,0	34212,2	51009,0	63184,3*
Aktywa netto FIZ/ PKB [%]	1,10	1,33	1,72	2,24	3,20	3,87
Liczba funduszy	174	224	298	372	466	501
Wartość WAN funduszy/jeden fundusz	80,93	79,89	81,65	91,97	109,46	126,12

* dane za pierwsze półrocze 2013 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie (<http://www.stat.gov.pl>).

Analizując wartości zamieszczone w tab. 4, należy zauważyć, że udział WAN zamkniętych funduszy inwestycyjnych w PKB Polski systematycznie wzrastał w analizowanym okresie. Największy przyrost o prawie 1% miał miejsce w 2012 roku. Jeżeli chodzi o wartość aktywów netto zamkniętych funduszy inwestycyjnych w stosunku do liczby funduszy to oprócz roku 2009, w którym nastąpiło nieznacznie

obniżenie wskaźnika, również obserwowany jest ciągły przyrost WAN. Największy przyrost WAN FIZ na jeden fundusz o ponad 17 mln złotych, miał miejsce w 2012 roku.

Podsumowanie

W dobie dynamicznego rozwoju rynków finansowych, na uwagę zasługują przesłanki wzrostu funduszy inwestycyjnych. Najważniejsze czynniki rozwoju funduszy inwestycyjnych można zaklasyfikować do czynników prawnopodatkowych, czynników ekonomicznych oraz czynników społeczno-demograficznych. Istotną barierą wzrostu funduszy inwestycyjnych są kryzysy finansowe.

Analizując wpływ czynników prawnych na rozwój zamkniętych funduszy inwestycyjnych należy zauważyć tendencje ograniczania restrykcyjnych przepisów w zakresie tworzenia FIZ oraz prezentowania informacji dla inwestorów. Po uchyleniu konieczności uzyskiwania zgody Komisji Nadzoru Finansowego na utworzenie FIZ w 2012 roku można zaobserwować wzrost liczby funduszy w 2012 roku o prawie 100 w stosunku do roku poprzedniego.

W analizowanym okresie, obejmującym lata 2008-2013, należy zauważyć stały przyrost aktywów netto zamkniętych funduszy inwestycyjnych w porównaniu do okresów poprzednich, nawet w okresie odpływu kapitału z funduszy inwestycyjnych na skutek najsilniejszej fali kryzysu w 2008 roku.

Jeżeli chodzi o analizowany wynik z operacji zamkniętych funduszy inwestycyjnych, w badanym okresie był zawsze dodatni w przeciwieństwie do wyniku funduszy ogółem, który w pierwszym i drugim półroczu 2008 roku oraz drugim półroczu 2011 roku okazał się ujemny. Porównując wzrost aktywów netto zamkniętych funduszy inwestycyjnych w stosunku do PKB Polski, należy stwierdzić systematyczny wzrost badanego wskaźnika w analizowanym okresie. Największy przyrost o prawie 1% w stosunku do roku poprzedniego, miał miejsce w 2012 roku.

Podsumowując wyniki przeprowadzonej analizy danych statystycznych, wydaje się, że popularność zamkniętych funduszy inwestycyjnych w Polsce będzie nadal zwiększać się. Jeżeli nawet w trakcie kryzysu gospodarczego w podstawowych parametrach FIZ nie zaobserwowano tendencji spadkowej, prognozy na przyszłość również wydają się być optymistyczne.

Literatura

1. Borowski G. (2011), *Rynek funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, CEDEWU, Warszawa
2. Dawidowicz D. (2011), *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje – metody oceny – analiza*, CEDEWU, Warszawa
3. Dębski W. (2010), *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa
4. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), <http://www.knf.gov.pl> [15.03.2014]
5. Khorana A., Servaes H., Tufano P. (2005), *Explaining the size of Mutual Funds Industry Around the World*, *Journal of Financial Economic* 78 (1)
6. Krupa D. (2008), *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CEDEWU, Warszawa
7. Nawrot W. (2009), *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg skutki*, CEDEWU, Warszawa
8. *Polska – wskaźniki makroekonomiczne*, <http://www.stat.gov.pl> [15.03.2014]
9. Ramos S. B. (2009), *The Size and Structure of the World Mutual Fund Industry*, *European Financial Management* 15 (1)
10. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 grudnia 2007 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych (Dz. U. nr 250, poz. 1871 z późn. zm.)
11. Sas-Kulczycka K., Choryło D., Król J., Lasota Z. (1998), *Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce. Fundusze inwestycyjne i emerytalne*, WIG PRESS, Warszawa
12. Shy O. Stenbacka R. (2003), *Market Structure and Diversification of Mutual Funds*, *Journal of Financial Markets* 6 (4)
13. Sulik-Górecka A. (2012), *Wartość godziwa w wycenie w bilansowej wycenie lokat zamkniętych funduszy inwestycyjnych* w: H. Buk, A. Kostur (red.), *Za i przeciw wartości godziwej w rachunkowości. Problemy stosowania i wykorzystywania wartości godziwej*, Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach 126, s. 257-268
14. Ustawa z 16 września 2011 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. nr 234, poz. 1389)
15. Ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. nr 146, poz. 1546 z późn. zm.)
16. Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. nr 157, poz. 1119 z późn. zm.)

17. Ustawa z dnia 23 listopada 2012 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2013 r., poz. 70)
18. Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2009 r., nr 152, poz. 1223 z późn. zm.)
19. Wyniki finansowe funduszy inwestycyjnych i towarzystw funduszy inwestycyjnych w I półroczu 2013 roku, <http://www.stat.gov.pl> [15.03.2014]
20. Zamojska A. (2012), *Efektywność funduszy inwestycyjnych w Polsce. Studium teoretyczno-praktyczne*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa

The evaluation of growth tendency of close-end investment funds in Poland in the period 2008-2013

Abstract

In the face of dynamic development of financial market, the problem of growth determinants have come into prominence. Investors who purchase shares in a close-end funds may usually expect aggravated degree of risk but also greater possibilities of earning. In the paper there have been presented key issues and legal requirements of close-end funds. In the analytical part of the paper, the condition and the dynamic of growth of close-end investment funds in Poland in the period 2008-2013 have been described. The analysis concerns such parameters as: net asset value, profit from operations, net asset value in relation to gross domestic product, net asset value in relation to the number of close-end funds.

Keywords

close-end funds, growth, net asset value, Poland