

Marek Kunasz
Katedra Mikroekonomii
Uniwersytet Szczeciński

RYNEK FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W POLSCE

Artykuł prezentuje rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce. We pierwszej części dokonano wyodrębnienia głównych typów podmiotów inwestujących na rynku kapitałowym i wskazano miejsce w tym systemie funduszy inwestycyjnych. Następnie przedstawiono segment otwartych funduszy inwestycyjnych (OFI), dokonano analizy efektywności inwestycji w jednostki otwartych funduszy inwestycyjnych. W następnym kroku scharakteryzowano segment otwartych funduszy emerytalnych (OFE) i dokonano analizy efektywności działań inwestycyjnych. Działania te wywierają bardzo istotny wpływ na koniunkturę giełdową, gdyż podmioty reprezentujące ten segment inwestują znaczne zasoby finansowe. Przedstawiono także segment Narodowych Funduszy Inwestycyjnych (NFI) - reprezentujących typ zamkniętych funduszy inwestycyjnych.

1. Inwestorzy na rynku kapitałowym

Na rynku kapitałowym można wyodrębnić dwie zasadnicze grupy inwestorów (patrz: rysunek 1)¹:

- a. inwestorzy indywidualni** - dysponując pewnymi oszczędnościami starają się oni korzystnie je ulokować kupując papiery wartościowe. Operacje giełdowe przeprowadzają zazwyczaj na podstawie informacji pochodzących z opracowań i analiz publikowanych w prasie lub literaturze fachowej. Jednym z najbardziej rozpowszechnionych błędów, popełnianych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez drobnych inwestorów, jest kierowanie się ostatnimi zmianami kursów poszczególnych papierów wartościowych bez wnikania w przyczyny tych zmian. Do przeprowadzania takiej analizy przeciętny inwestor indywidualny nie jest jednak profesjonalnie przygotowany. Analiza struktury zleceń na giełdach dowodzi, że indywidualni inwestorzy są zazwyczaj spóźnieni w stosunku do rynku. Sformułowano nawet zasadę, że jeżeli przy wzroście kursu akcji w ogólnej strukturze zleceń zaczynają przeważać drobne zlecenia zakupu, jest to sygnałem, że wkrótce rozpocznie się bessy i już należy sprzedawać, a nie kupować te papiery wartościowe. Podobnie pojawienie się wielu drobnych zleceń sprzedaży przy kursie spadającym wróży rychłe nadejście hossy².
- b. inwestorzy instytucjonalni** - są to osoby lub instytucje finansowe zajmujące się profesjonalnie lokowaniem środków na rynku kapitałowym. Często są to pośrednicy, którzy przyjmują pieniądze od inwestorów indywidualnych i dalsze decyzje co do sposobu ich lokowania podejmują samodzielnie. Ogromne kapitały, jakimi dysponują duże firmy, dają silną pozycję i pozwalają uczestniczyć w operacjach kapitałowych niedostępnych dla inwestorów indywidualnych.

¹ Por. M. Kunasz, *Vademecum Inwestora Giełdowego*, ZARR, Szczecin 2000, s. 27-28.

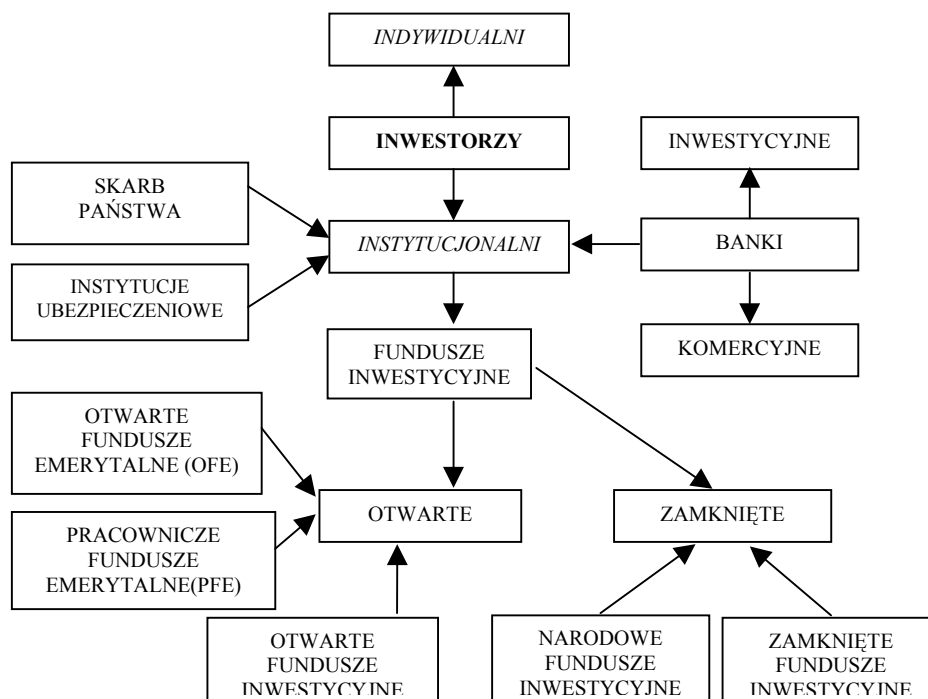
² Allan H. Pessin, *The Illustrated Encyclopedia of the Securities Industry*, New York Institute of Finance, Prentice-Hall, s. 311.

Inwestorzy instytucjonalni to:

- **banki komercyjne** koncentrują się na udzielaniu kredytów a lokaty w papiery wartościowe traktują jako działalność drugoplanową. Najczęściej zakupują wtedy skarbowe papiery wartościowe.
- **banki inwestycyjne** (jednostki maklerskie banków) - profesjonalnie lokują na rynku kapitałowym, często nawet kreując go. Uczestniczą one w organizacji emisji papierów wartościowych, podejmując często wysokie ryzyko, jakie jest z tym związane (będąc gwarantem emisji).
- **fundusze inwestycyjne** - to instytucje finansowe, które lokują powierzone sobie pieniądze w przedsięwzięcia mające przynosić zysk, przede wszystkim na rynkach finansowych. Inwestowanie za pośrednictwem funduszu pociąga za sobą mniejsze ryzyko niż indywidualne podejmowanie decyzji, dlatego w krajach zachodnich fundusze inwestycyjne stają się coraz bardziej popularne. Fundusz dysponuje znacznie większym rozeznanem, które możliwości inwestowania są bardziej atrakcyjne z punktu widzenia uzyskania odpowiednio wysokiej stopy zwrotu. Osoba inwestująca za pośrednictwem funduszu ma także gwarancje, że jej portfel inwestycyjny, w którym oprócz akcji mogą znaleźć się także inne instrumenty finansowe, będzie zarządzany profesjonalnie. Funkcjonowanie tych instytucji na polskim rynku kapitałowym zostanie szerzej omówione w dalszej części rozdziału.
- **instytucje ubezpieczeniowe** instytucje te w naturalny sposób zmuszone są do inwestowania, ponieważ gromadzą znaczne środki pieniężne i osiągają nadwyżki ze swej działalności. Inwestycje przez nie dokonywane, ze względu na charakter tych instytucji, są lokatami bezpiecznymi. Na ogół inwestują one w akcje renomowanych firm lub nabywają skarbowe papiery wartościowe (np. obligacje)³.
- **Skarb Państwa** jest nadal współwłaścicielem wielu prywatyzowanych i wprowadzanych na warszawski parkiet przedsiębiorstw, dlatego też jest znaczącym "graczem" na polskim rynku kapitałowym⁴.

³ Por. W. Tarczyński Rynki kapitałowe, vol. I, Placet, Warszawa 2001, s. 15.

⁴ Por. M. Kunasz, Vademecum Inwestora Giełdowego, ZARR, Szczecin 2000, s. 28.



Rysunek 1. Uczestnicy rynku

Źródło: W. Tarczyński, M.Kunasz, Rynek kapitałowy – co inwestor wiedzieć powinien, ZARR, Szczecin 2002, s. 43.

Na rozwiniętych rynkach papierów wartościowych udział transakcji zawieranych przez inwestorów instytucjonalnych stanowi około 80% w całości obrotów giełdowych i systematycznie wykazuje tendencję wzrostową. Pozostałe 20% obrotu reprezentują transakcje dokonywane przez inwestorów indywidualnych. Nieco inaczej ta struktura przedstawia się na polskim rynku kapitałowym - drobni inwestorzy indywidualni stanowią dosyć aktywną grupę. Cechą charakterystyczną naszego rynku kapitałowego jest także znaczący udział Skarbu Państwa w strukturze akcjonariatu. W miarę rozwoju polskiego rynku kapitałowego przedstawione proporcje powinny zmieniać się. Zwiększać się powinien udział inwestorów instytucjonalnych (m.in. funduszy inwestycyjnych). Uczą nas tego doświadczenia rozwiniętych rynków kapitałowych. W USA w 1976 roku funkcjonowały 452 fundusze inwestycyjne. W 1990 roku już co czwarty Amerykanin miał ulokowane oszczędności przynajmniej w jednym z 3000 funduszy powierniczych. Kapitalizacja rynku papierów wartościowych szacowana była na ok. 4 biliony dolarów, w tym wartość kapitałów ulokowanych w funduszach wynosiła około 1 biliona dolarów. W ciągu dekady lat osiemdziesiątych stanowiło to wzrost o 1000% w porównaniu z rokiem 1980⁵. W 1996 r. w USA działało już 5789 funduszy, które zarządzały sumą 3,5 bln dolarów.

⁵ Mutual Fund Fact Book, 31st Edition 1991, Investment Company Institute, Washington 1991 r.

2. Fundusze inwestycyjne

Fundusze Inwestycyjne to instytucje finansowe, które lokują powierzone sobie pieniądze w przedsięwzięcia mające przynosić zysk, przede wszystkim na rynkach finansowych. Inwestowanie za pośrednictwem funduszu pociąga za sobą mniejsze ryzyko niż indywidualne podejmowanie decyzji. Fundusz dysponuje znacznie większym rozeznanieniem, które możliwości inwestowania są bardziej atrakcyjne z punktu widzenia uzyskania odpowiednio wysokiej stopy zwrotu. Osoba inwestująca za pośrednictwem funduszu ma także gwarancje, że jej portfel inwestycyjny, w którym oprócz akcji mogą znaleźć się także inne instrumenty finansowe, będzie zarządzany profesjonalnie. Fundusze zostały stworzone dla ludzi, którzy chcieliby wykorzystać duży potencjał zysków na rynku finansowym, ale nie chcą, nie potrafią lub nie mają czasu samodzielnie prowadzić analiz i na bieżąco podejmować decyzji inwestycyjnych.

Fundusze inwestycyjne to efektywna forma lokaty kapitału, która w ostatnich latach zyskuje na popularności. Obserwując zmiany jakie zachodzą na polskim rynku kapitałowym można być pewnym burzliwego rozwoju funduszy w perspektywie najbliższych lat. Ich funkcjonowanie możliwe jest teraz dzięki ustawie z 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych.

W tabeli poniżej zaprezentowano rozwój rynku funduszy inwestycyjnych wykorzystując kryterium przyrostu ich liczby w kolejnych latach. Ustawa z 1997 r. przyspieszyła znacząco ten proces. Rokiem, który obfitował w największy przyrost funduszy był dotychczas rok 1999. W latach 2000-2001 widoczne jest wyhamowanie tempa przyrostu, co może mieć związek z niekorzystną koniunkturą giełdową, która przekładając się na niską efektywność działań funduszy, nie sprzyja rozwojowi tej formy inwestowania⁶.

Tabela 1

Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych - kryterium: przyrost ich liczby.

Lata	Funduszy	Przyrost
1992-1994	1	1
1995	4	3
1996	6	2
1997	23	17
1998	40	17
1999	68	28
2000	86	18
2001	90*	4

* 7 wymienionych w opracowaniu funduszy nie uwzględniono ze względu na brak danych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z witryny <http://www.efund.pl/>

⁶ Dane przedstawione w niniejszym rozdziale prezentują stan rynku na dzień 12.10.2001 r.

Ustawa przewiduje możliwość tworzenia czterech typów funduszy inwestycyjnych⁷:

- **fundusze otwarte** - mają zmienną liczbę uczestników. Uczestnicy funduszy tego typu wykupują dowolną liczbę jednostek uczestnictwa, którą kreuje bieżący popyt. Jednostki uczestnictwa w funduszu są niezbywalne i mogą być tylko umarżane. Umorzenie jednostek może być całkowite - oznaczające wycofanie się inwestora z funduszu - bądź jedynie częściowe - powodujące zmniejszenia zaangażowania kapitałowego uczestnika funduszu,
- **specjalistyczne fundusze otwarte** - wzorowane są na funduszach otwartych z tym, że istnieje możliwość określenia w statucie warunków odkupienia jednostek uczestnictwa; wyróżnikiem jest także powołanie organu kontrolnego Rady Inwestorów,
- **fundusze zamknięte** - są funduszami, w których liczba jednostek uczestnictwa jest stała. Jednostki te nie mogą być umarżane na podstawie ich wykupu przez fundusz. Nabycie uczestnictwa w funduszu jest możliwe przez nabycie jednostek będących w obrocie bądź nowo emitowanych - certyfikatów depozytowych, które są przedmiotem obrotu giełdowego,
- **fundusze mieszane** - są odmianą funduszy zamkniętych; podstawową różnicą jest możliwość wykupienia certyfikatów na żądanie uczestnika.

W Polsce jedynymi podmiotami uprawnionymi do zarządzania funduszami (czyli inwestowania powierzonych mu przez nas środków) są wyłącznie **Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych**. Są to spółki akcyjne, a ich właścicielami są z reguły duże, renomowane instytucje finansowe, jak banki, firmy ubezpieczeniowe czy zagraniczne podmioty specjalizujące się w zarządzaniu inwestycjami. Do utworzenia towarzystwa wymagane jest zezwolenie Komisji Papierów Wartościowych i Giełd.

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych (TFI) jest odpowiedzialne za utworzenie funduszu, reprezentowanie go wobec osób trzecich oraz zarządzanie nim czyli: podejmowanie decyzji inwestycyjnych i ich realizację, prowadzenie księgowości funduszu oraz prowadzenie rejestru uczestników. Część tych czynności w miarę potrzeby zostaje przekazana agentowi obsługującemu.

Tabela 2

Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych	Główni akcjonariusze	Ile funduszy?
CA IB	CA IB Securities	7
DWS	Deutsche Bank	8
GTFI	Dom Maklerski Elimar S.A., Fundusz Górnośląski S.A.	4
ING BSK	ING BSK Asset Management	6
INVESCO	Invesco Polska Sp. z o.o.	4
KAPITAŁ HANDLOWY	Bank Handlowy	9
PBK ATUT	PBK	5
PEKAO/ALLIANCE	Pioneer Pekao Investment Management SA.	8

⁷ Vademecum Usług Finansowych, dodatek specjalny „Pulsu Biznesu”, red. D. Hernik, 2001, s. 18.

PIONEER	The Pioneer Group	6
PKO/CREDIT SUISSE	PKO BP, Credit Suisse Group	5
SEB	Skandinaviska Enskilda Banken	5
SKARBIEC	BRE, ADIG	10
TDA TFI	Central European Fund Management	1
TFI PZU S.A.	PZU Na Życie SA	3
UNION INVESTMENT	Union-Fonds-Holding AG	7
WARTA TFI	TUiR Warta	2
WBK AIB	WBK AIB Asset Management	6
Razem		97

Źródło: opracowanie własne na podstawie Vademecum Usług Finansowych, dodatek specjalny „Pulsu Biznesu”, red. D. Hernik, 2001, s. 48.

W tabeli powyższej zestawiono informacje o działających na polskim rynku Towarzystwach Funduszy Inwestycyjnych (TFI). Każde oferuje po kilka funduszy różniących się sposobem lokowania wpłaconych pieniędzy⁸. Mogą być to fundusze:

- Akcyjne (AK),
- Inwestycji Zagranicznych (IZ),
- Papierów Dłużnych (PD),
- Prywatyzacji (PR),
- Rynku Pieniężnego (RP),
- Stabilnego Wzrostu (SW),
- Trzeciego Filaru (TF),
- Zrównoważone (ZR),

Dane o liczbie funduszy poszczególnych typów przedstawia poniższa tabela:

Tabela 3

Fundusze Inwestycyjne - liczebność według typów

Fundusze inwestycyjne	Ile?
Akcyjne (AK)	24
Inwestycji zagranicznych (IZ)	4
Papierów dłużnych (PD)	22
Prywatyzacji (PR)	3
Rynku pieniężnego (RP)	15
Stabilnego wzrostu (SW)	3
Trzeci Filar (TF)	5
Zrównoważone (ZR)	16
Inne (IN)	5
Razem	97

Źródło: opracowanie własne

⁸ w opracowaniu zestawiono dane dotyczące 97 funkcjonujących funduszy inwestycyjnych.

Fundusze inwestycyjne pobierają opłaty za zarządzanie i prowadzenie analiz, mających na celu np. rozpoznanie na czas niedowartościowanych papierów. Taka działalność pozwala na najefektywniejsze wykorzystanie wszystkich środków i uzyskanie stosunkowo wysokich stóp zwrotu. W przeciwieństwie do firm ubezpieczeniowych, traktują one lokowanie w papiery wartościowe jako podstawę swej działalności, a nie tylko formę korzystnego zabezpieczenia kapitału. Dochody uczestników funduszy inwestycyjnych są zwykle wyższe niż dynamika wzrostu indeksów giełdowych, które odzwierciedlają przeciętne dochody z inwestowania w akcje.

W tabeli poniżej zestawiono zyski z zaangażowania w jednostki funduszy inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 i 24 miesięcy dla 3 najlepszych funduszy i najgorszego.

Tabela 4
Zyskowność inwestycji w jednostki funduszy powierniczych - 12 i 24 miesiące.

12 MIESIĘCY			
Fundusz	Stopa zwrotu	Fundusz	Stopa zwrotu
Fundusze akcyjne		Fundusze zrównoważone	
<i>3 najlepsze</i>			
PZU Krakowiak	-2,04 %	PZU Mazurek	9,39 %
ARKA DS	-4,29 %	PKO/CS 1	3,03 %
PKO/CS 3	-4,6 %	Eurofundusz I A	-0,3 %
<i>Najgorszy</i>			
PBK ATUT 3	-34,57 %	PBK ATUT 1	-19,91%
Fundusze pap. dłużnych		Fundusze rynku pieniężnego	
<i>3 najlepsze</i>			
ING 2	23,08 %	DWS 7	18,66 %
PKO/CS 4	20,21 %	CA IB pieniężny	18,26 %
Eurofundusz III A	17,83 %	ING 4	17,84 %
<i>Najgorszy</i>			
INVESCO ZPD	-3,52 %	ARKA BD	-8,26 %
24 MIESIĄCE			
Fundusze akcyjne		Fundusze zrównoważone	
<i>3 najlepsze</i>			
UniKorona AK	38,29 %	UniKorona ZR	34,3 %
ARKA DS	26,93 %	DWS 1	26,28 %
CA IB akcyjny	24,74 %	Skarbiec Waga	19,83 %
<i>Najgorszy</i>			
PBK ATUT 3	-20,9 %	PBK ATUT 1	-8,02 %
Fundusze pap. dłużnych		Fundusze rynku pieniężnego	
<i>3 najlepsze</i>			
Skarbiec 5	34,43 %	CA IB pieniężny	38,84 %
PKO/CS 4	34,33 %	ING 4	34,47 %
SEB 2	33,44 %	Skarbiec Kasa	34,07 %
<i>Najgorszy</i>			
INVESCO ZPD	13,44 %	SEB 4	22,44 %

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań

Dla porównania w kolejnej tabeli przedstawiono wartości średnie dla każdego z 4 typów funduszy oraz stopę zwrotu z indeksów giełdowych (WIG, WIG20, WIRR) w okresie 12 i 24 miesięcznym.

Tabela 5

Porównanie rentowności inwestycji w fundusze powiernicze i akcje - 12 i 24 miesiące.

Fundusz/Indeks	12 miesięcy	24 miesiące
Fundusze akcyjne	-12,98 %	2,71 %
Fundusze zrównoważone	-2,67 %	13,15 %
Fundusze pap. dłużnych	14,93 %	27,84 %
Fundusze rynku pieniężnego	12,74 %	31,13 %
WIG	-16,29%	- 12,80 %
WIG20	-26,18%	-19,01 %
WIRR	-35,30%	+3,38 %

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań

3. Fundusze emerytalne

W roku 1999 polski rynek wzbogacił się o nową kategorię inwestorów - Otwarte Fundusze Emerytalne. Obecnie na świecie należą one, a w przyszłości także w Polsce będą należeć, do największych inwestorów instytucjonalnych rynku finansowego, którym prawo powierza zadanie gromadzenia i pomnażania środków zebranych na indywidualnych kontach członków OFE z przeznaczeniem na emeryturę.

Otwarte Fundusze Emerytalne są podmiotami tworzącymi II filar nowego systemu emerytalnego w Polsce. Na rynku działa 18 Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE). Następuje stopniowa ich konsolidacja. Z rynku wypadały fundusze najsłabsze: Pioneer, Epoka, Arka.

Fundusze zarządzane są przez Powszechne Towarzystwa Emerytalne (PTE). Jedno PTE może założyć tylko jedno OFE. PTE działa wyłącznie w formie spółki akcyjnej. Otwarty Fundusz Emerytalny to coś w rodzaju skarbonki, do której wkładamy pieniądze. Zarządzaniem, tymi pieniędzmi zajmują się PTE⁹. W tabeli poniżej zawarte zostały podstawowe informacje o funkcjonujących Funduszach Emerytalnych:

⁹ Por. W. Tarczyński, M.Kunasz, Rynek kapitałowy – co inwestor wiedzieć powinien, ZARR, Szczecin 2002, s. 58.

Tabela 6

Fundusze Emerytalne - podstawowe informacje

OFE	Akcjonariusze	Liczba klientów* (w tys.)	Aktywa netto* (mln. zł)	Kapitał akcyjny (zł)
AIG	50% ALICO 50% Amplico Life	843,2	1275,1	93 602 400
Allianz	58% T. U. Allianz Polska 42% Allianz AG	203,4	345,7	73 200 000
Bankowy	50% PKO BP 50% Bank Handlowy	383,9	436,3	200 000 000
CU BPH CU WBK	50% CU T. U. na Życie 30% CU Assurance Comp. 10% BPH 10% WBK	2426,6	4171,2	137 000 000
Dom	50% Kulczyk Holding 50% TUiR Warta	184,8	194,1	175 000 000
Ego	55% BIG Bank Gdański 45% Eureko BV	228,6	205,9	130 300 000
Kredyt Banku	98% Kredyt Bank 2% BTUiR Heros Life	95,5	56,3	31 150 000
Nationale-Niederlanden	80% ING Cont. Eu. Hold. BV 20% Bank Śląski	1693,1	3034,8	33 000 000
PBK Orzeł	97% PBK 3% GBG	256,0	205,7	55 544 000
Pekao	100% Pekao S.A.	302,0	245,9	17 963 000
Pocztylion	42% Poczta Polska 30% Cardif 16% Amvescap 8% Paribas 4% Konf. Episkopatu Polski	435,3	289,6	23 446 350
Polsat	40% Telewizja Polsat 36% PAI Media 21% Invest-Bank 3% Totalizator Sportowy	133,6	58,9	18 000 000
PZU Złota Jesień	100% PZU Życie	1748,9	2074,9	32 000 000
Rodzina	51,11% Hamburg-Mannheimer 33,33% TU Compensa 4,45% TU Compensa Życie 11,11% Mostostal Export	73,9	x	x
Sampo	100% SAMPO	466,7	442,8	212 380 500
Skarbiec-Emerytura	100% BRE	362,8	321,8	49 000 000
Winterthur	70% Winterthur Life IC 30% EBOiR	303,4	352,8	105 000 000
Zurich	100% Zurich Insurance	398,1	536,6	140 500 000

Źródło: opracowanie własne na podstawie Vademecum Usług Finansowych, dodatek specjalny „Pulsu Biznesu”, red. D. Hernik, 2001, s. 34, 36.

Fundusz emerytalny umożliwia grupowanie rozproszonych środków z indywidualnych wpłat ubezpieczonych w duże pule, które są inwestowane na rynku finansowym. Daje to dużo większe możliwości inwestowania niż tradycyjne konto bankowe. Oszczędności zostają bowiem powierzone specjalistom, a ci lokują je również w tych segmentach rynku finansowego, do których drobny inwestor nie ma dostępu. Zapewnia to większe przychody, niższe prowizje maklerskie oraz zmniejsza ryzyko inwestowania dzięki możliwości znacznego zróżnicowania lokat (ich dywersyfikacji).

Fundusz może dokonywać tylko bezpiecznych inwestycji ograniczonych specjalnymi limitami dla poszczególnych kategorii lokat i ich udziałów w wartości aktywów.

Dopuszczone (przewidziane w przepisach) są następujące kategorie lokat¹⁰:

- obligacje, bony i inne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski oraz pożyczki i kredyty udzielane tym podmiotom,
- obligacje i inne papiery wartościowe gwarantowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski, a także depozyty, kredyty i pożyczki przez nie gwarantowane,
- depozyty bankowe i bankowe papiery wartościowe,
- akcje spółek notowanych na giełdzie,
- akcje narodowych funduszy inwestycyjnych,
- obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego i zabezpieczone całkowicie obligacje innych podmiotów,
- jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych,
- listy zastawne emitowane przez banki hipoteczne.

Zgodnie z prawem fundusze emerytalne mogą do 40 procent swoich aktywów lokować w akcje spółek giełdowych, do 10 procent w papiery Narodowych Funduszy Inwestycyjnych zaś do pięciu procent w papiery zagraniczne. Natomiast inwestycje w papiery skarbowe właściwie nie są objęte limitami¹¹.

Pod koniec 2000 r. zaangażowanie OFE w akcje spółek giełdowych wyniosło około 2,6 mld złotych, czyli 2 % kapitalizacji giełdowej. Jest to udział znaczący w kształtowaniu struktury własnościowej notowanych firm, a także rynkowych trendów. Obecnie fundusze dysponują ponad 13 mld zł aktywów, z czego na warszawskiej giełdzie zainwestowane jest około 4 mld zł.

Z pewnością fundusze emerytalne mają stabilizujący wpływ na nasz rynek i gdyby nie ich inwestycje wahania kursów poszczególnych walorów mogłyby być większe. Można więc stwierdzić, iż obecność OFE na rynku stabilizuje sytuację, amortyzując gwałtowne skoki notowań.

Okresowe analizy wyników inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych (za okres od 30.09.99 do 30.09.01) wypadają dość dobrze w porównaniu z nienajlepszą koniunkturą na rynku akcji. Średnia stopa zwrotu po dwóch latach działalności dla wszystkich 18 funduszy emerytalnych spadła we wrześniu do 18,9 procent z ponad 22 procent w czerwcu. Dla porównania od września 1999 roku indeks WIG20 spadł o prawie 26 procent. Nawet gdyby fundusze mogły znacznie więcej inwestować na rynkach zagranicznych, wynik ten nie byłby lepszy, ponieważ dekonunktura dotknęła również

¹⁰ Tamże, s. 60.

¹¹ Rocznik Giełdowy 2000, WGPW, Warszawa 2000, s. 59.

rynki międzynarodowe. Zarządzający w roku 2001 znacznie zmniejszyli liczbę akcji w portfelu - średnie zaangażowanie w akcje obniżyło się do około 20 w sierpniu 2001 r. z 33,6 procent na początku roku - obligacje stanowiły na koniec roku ponad 61,4 % całkowitej wartości portfela inwestycyjnego funduszy. Jedynym funduszem, któremu tak jak i poprzednim razem nie udało się osiągnąć wymaganego wyniku jest OFE Bankowy, który będzie musiał dopłacić 35,4 miliona złotych. Poprzednia dopłata wyniosła 3,7 miliona złotych. Natomiast najlepsze wyniki osiągnęły OFE Rodzina (28,3 proc.), Polsat (24,9 proc.) oraz Commercial Union (22,6 proc.). Dwa pierwsze należą do najmniejszych na rynku. Małe fundusze mogą szybciej wymieniać skład portfela akcji i tym samym łatwiej dostosowywać go do sytuacji na rynku.

Dane w tabeli przedstawiają efektywność Otwartych Funduszy Emerytalnych według stanu na 12.10.2001 r. (przedstawiać więc będą nieco inne wartości procentowe):

Tabela 7
Otwarte Fundusze Emerytalne - wartość jednostek rozliczeniowych i efektywność działań inwestycyjnych - stan na 12.10.2001

OFE	Wartość jednostki rozrach.	Zmiana	
		rok (%)	2 lata (%)
AIG	12,01	2,91	12,03
Allianz	12,50	8,60	21,71
Bankowy	12,35	3,69	12,89
CU BPH CU WBK	13,27	11,23	27,11
Dom	13,31	5,63	24,16
Ego	13,03	6,02	19,87
Kredyt Banku	12,13	6,50	20,34
Nationale-Nederlanden	13,20	12,05	24,18
PBK Orzeł	13,16	5,20	18,03
Pekao	12,72	12,57	22,43
Pocztylion	1258	5,63	20,85
Polsat	13,62	9,40	28,61
PZU Złota Jesień	12,68	9,50	19,29
Rodzina	13,54	3,91	34,86
Sampo	13,33	11,45	21,51
Skarbiec-Emerytura	12,59	2,78	17,88
Winterthur	13,18	9,29	22,60
Zurich	13,07	10,86	24,12

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: Rzeczpospolita nr 240/2001

W kolejnej tabeli dokonano klasyfikacji funduszy według kryterium liczby klientów i efektywności działań inwestycyjnych:

Tabela 8

Klasyfikacja Otwartych Funduszy Emerytalnych według kryterium liczby klientów i efektywności działań inwestycyjnych

OFE	L. klientów (tys.)	OFE	Efektywność (%)
NAJWIĘKSZA			
CU BPH CU WBK	2426,6	Rodzina	34,86
PZU Złota Jesień	1748,9	Polsat	28,61
Nationale-Nederlanden	1693,1	CU BPH CU WBK	27,11
NAJMNIJSZA			
Rodzina	73,9	AIG	12,03
Kredyt Banku	95,5	Bankowy	12,89
Polsat	133,6	Skarbiec-Emerytura	17,88

Źródło: opracowanie własne

4. Narodowe Fundusze Inwestycyjne

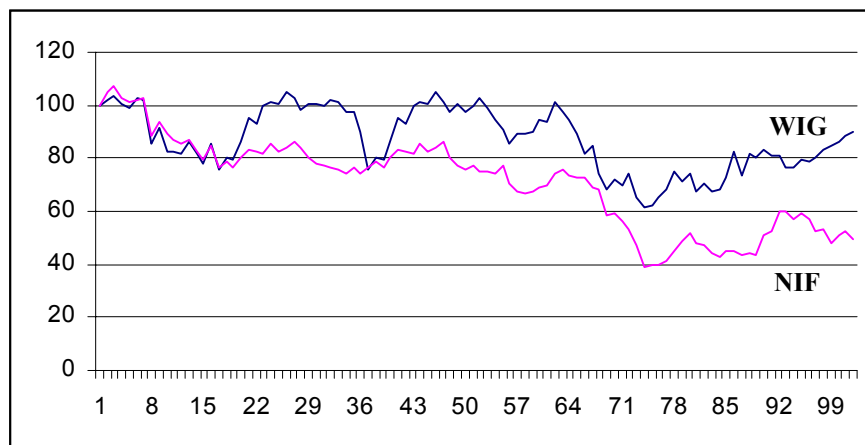
NFI powstały w wyniku realizacji Programu Powszechnej Prywatyzacji, który został pomyślany jako najbardziej odpowiedni oraz korzystny sposób prywatyzacji i restrukturyzacji wielkiej liczby polskich przedsiębiorstw państwowych (u progu procesu transformacji systemowej polskiej gospodarki), w celu przyspieszenia przekształceń polskiego przemysłu oraz zachęcenia Polaków do posiadania akcji w większym zakresie. Każdy uprawniony obywatel naszego kraju otrzymał świadectwo udziałowe reprezentujące część majątku narodowego, przeznaczonego tą drogą do prywatyzacji. Skarb Państwa wniósł majątek wyznaczonych przedsiębiorstw do specjalnie w tym celu utworzonych funduszy inwestycyjnych (NFI). Świadectwo udziałowe można było wymienić, po zdematerializowaniu, na 15 akcji NFI.

Akcje Narodowych Funduszy Inwestycyjnych notowane są na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. W 1997 dla akcji Narodowych Funduszy Inwestycyjnych stworzono odrębny rynek, na którym zaczęły być one notowane w jednolitym kursie dnia oraz w systemie notowań ciągłych, skupiał on 15 NFI, obecnie po połączeniu się III i XI NFI, notowanych jest także 14 podmiotów. Dla rynku Narodowych Funduszy Inwestycyjnych liczony jest odrębny indeks NIF.

Rynek ten uznać można za słaby, nawet gdyby porównywać go do rynku równoległego Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych. NFI skupiały słabe firmy, generujące straty, firmy zarządzające sprzedawały co lepsze podmioty gospodarcze, wynagrodzenia firm zarządzających były znaczącym elementem kosztów operacyjnych funduszy i zazwyczaj determinantą ich ujemnych wyników finansowych zmniejszających systematycznie wartość księgową (wartość aktywów netto)¹². Czynniki te wpłynęły na powstanie niekorzystnego klimatu wokół rynku NFI.

¹² Por. M. Kunasz, Znaczenie Programu Powszechnej Prywatyzacji dla rozwijającego się rynku kapitałowego w Polsce"; w: Problemy ekonomii menedżerskiej, Zeszyty Naukowe US nr 285, Prace Katedry Mikroekonomii nr 6, Szczecin 2000, s. 29-42; M.Kunasz, Program Powszechnej Prywatyzacji - sukces czy niepowodzenie?; w: Firma, rynek, konsument – szanse i zagrożenia - materiały konferencyjne, Szczecin 1999, s. 117-119.

Tendencje te można dostrzec obserwując chociażby poniższy wykres, na którym porównano indeksy rynku podstawowego i NFI.



Wykres 1. Porównanie zmian wartości indeksów WIG i NIF¹³

Źródło: M. Kunasz, Znaczenie Programu Powszechnej Prywatyzacji dla rozwijającego się rynku kapitałowego w Polsce”; w: Problemy ekonomii menedżerskiej, Zeszyty Naukowe US nr 285, Prace Katedry Mikroekonomii nr 6, Szczecin 2000.

31.12.2003 zakończy się Program Powszechnej Prywatyzacji i Walne Zgromadzenia Akcjonariuszy będą musiały podjąć decyzje o dalszym losie i formie poszczególnych Narodowych Funduszy Inwestycyjnych. Efektem tych decyzji może być rozwiązanie Funduszu i wypłata należnych akcjonariuszom kapitałów lub kontynuacja działalności inwestycyjnej.

Podsumowanie

Fundusze inwestycyjne odgrywają coraz większą rolę na rynku kapitałowym, gdyż zwiększając swój potencjał inwestycyjny mają coraz większy wpływ na procesy na nim zachodzące. Rola ta będzie stale wrosnąć. Uczą nas tego doświadczenia rozwiniętych rynków kapitałowych. Wraz z rozwojem polskiego rynku kapitałowego, pojawiać się będą nowe możliwości inwestycyjne, zwiększać się będzie liczba oferowanych w obrocie instrumentów, wachlarz instytucji, zajmujących się inwestycjami w imieniu posiadaczy nadwyżek kapitałowych.

Aby jednak zwiększała się liczba inwestorów korzystających z oferowanych instrumentów musi zwiększać się świadomość inwestycyjna Polaków. Temu celowi podporządkowanych powinno być wiele działań edukacyjnych przybliżających procesy zachodzące na rynku kapitałowym i możliwości inwestycyjne. Poziom wiedzy i zaangażowania inwestycyjnego Polaków jest nadal niewystarczający, a przecież jest to jeden z najważniejszych czynników rozwoju rynku kapitałowego.

¹³ W badaniach brane były pod uwagę zmiany wartości indeksów: WIG, WIG20, WIRR, NIF w okresie 03.09.1997 do 10.05.1999. W okresie tym odbyło się 517 sesji giełdowych – szerzej zob.