

ELŻBIETA MARIA WRONSKA

*Wykorzystanie funduszy inwestycyjnych zamkniętych
w działalności gospodarczej przedsiębiorstw niefinansowych*

Closed-end investment funds in the activity of non-financial companies

Słowa kluczowe: zamknięte fundusze inwestycyjne, inwestycje funduszy inwestycyjnych zamkniętych

Key words: closed-end funds, investments of closed-end funds

Wstęp

Dużą dynamikę powstawania funduszy inwestycyjnych zamkniętych (FIZ) w ostatnich latach można wiązać ze szczególnie atrakcyjnymi zasadami opodatkowania podatkiem dochodowym. Korzystne reguły opodatkowania dochodów osiągniętych przez fundusze powoduje, że FIZ są wykorzystywane przez przedsiębiorstwa niefinansowe w procesie prowadzenia działalności gospodarczej.

Celem niniejszego artykułu jest prezentacja przesłanek, dla których fundusze inwestycyjne zamknięte są traktowane jako atrakcyjne oraz prezentacja możliwości wykorzystania FIZ do prowadzenia działalności przez podmioty niefinansowe.

1. Istota funduszy inwestycyjnych zamkniętych

Istota funduszy inwestycyjnych opiera się na założeniu połączenia środków indywidualnych inwestorów w celu wspólnego ich inwestowania. Cechą łączącą wszystkie fundusze jest fakt, że są zarządzane przez wyspecjalizowane firmy me-

nedżerskie, które poprzez zdobyte na rynku doświadczenie właściwie gospodarują wspólnymi środkami¹. Fundusze inwestycyjne mają kilka głównych cech²: umożliwiają dywersyfikację ryzyka, są profesjonalnie zarządzane, obniżają koszty transakcji, ewidencjonują transakcje.

Podstawową klasyfikacją funduszy inwestycyjnych (uwzględnioną również w Ustawie o funduszach inwestycyjnych) jest podział ze względu na konstrukcję funduszu. Przy zastosowaniu tego kryterium wyodrębnia się dwa podstawowe rodzaje: fundusze otwarte i zamknięte. Zasadnicze różnice między otwartym i zamkniętym funduszem inwestycyjnym przejawiają się więc w zakresie sposobu uczestnictwa oraz praw wynikających z posiadanych tytułów uczestnictwa w funduszu³.

Fundusz inwestycyjny zamknięty to fundusz, który charakteryzuje stała wielkość kapitału. Emituje certyfikaty inwestycyjne, które mogą być przedmiotem obrotu na rynku wtórnym. Sposobem wycofania się z inwestycji, poza sprzedażą certyfikatów na giełdzie, jest wykupienie certyfikatu przez fundusz w wyznaczonych okresach lub w okresie jego likwidacji⁴.

Tabela 1 prezentuje dane dotyczące liczby funkcjonujących funduszy w Polsce w okresie 2006–2011.

Tabela 1. Zestawienie liczby funduszy inwestycyjnych oraz zamkniętych funduszy inwestycyjnych w okresie 2006–2011

Wyszczególnienie	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011
Liczba funduszy inwestycyjnych	271	237	313	364	416	744
Liczba funduszy inwestycyjnych zamkniętych	57	84	174	224	298	369

Źródło: wyniki finansowe towarzystw i funduszy inwestycyjnych, www.stat.gov.pl oraz *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce w 2011 r.*, www.izfa.pl.

Na koniec 2011 r. w Polsce było zarejestrowanych 50 towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI)⁵. W końcu roku 2011 w Polsce funkcjonowały 744 fundusze i subfundusze. Z ogólnej liczby funduszy w formie funduszy inwestycyjnych zamkniętych działało 369 jednostek (co stanowi 49,6% łącznej liczby funduszy aktywnych w Polsce na koniec 2011 r.). W okresie 2006–2011 liczba zamkniętych funduszy inwestycyjnych wzrosła ponadpięciokrotnie. Rok 2011 był następnym, czwartym

¹ M. Bojańczyk, *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, SGH, Warszawa 2005, s. 25.

² *Ibidem*, s. 26.

³ J. Kuciński, *Rynek polskich funduszy inwestycyjnych*, Dom Wydawniczy Elipsa, Warszawa 2010, s. 17.

⁴ D. Krupa, *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 90.

⁵ *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce w 2011 r.*, www.izfa.pl.

z kolei, w którym przyrost liczby funduszy zamkniętych był wyraźnie wyższy niż funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych.

Fundusze inwestycyjne zamknięte mogą być publiczne i niepubliczne. Certyfikaty inwestycyjne publicznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych stanowią przedmiot obrotu na regulowanym rynku wtórnym⁶. Fundusze inwestycyjne są tworzone wyłącznie przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Towarzystwo jest też organem zarządzającym funduszu oraz reprezentuje go na zewnątrz w stosunkach z osobami trzecimi.

Ustawa o funduszach inwestycyjnych określa przedmiot inwestycji oraz limity inwestycyjne w odniesieniu do poszczególnych przedmiotów inwestycji⁷. Katalog instrumentów, w które może inwestować swoje aktywa fundusz inwestycyjny zamknięty, jest znacznie szerszy niż w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych. Zgodnie z ustawą fundusze inwestycyjne zamknięte mogą lokować aktywa m.in. w papiery wartościowe, wierzytelności, udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, waluty, instrumenty pochodne, instrumenty rynku pieniężnego, jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne innych funduszy inwestycyjnych, własność lub współwłasność nieruchomości gruntowych, budynków i lokali stanowiących odrębne nieruchomości oraz statków morskich, użytkowanie wieczyste.

Warto też podkreślić aspekty podatkowe związane z funkcjonowaniem funduszy inwestycyjnych. Rozwiązania te są bardzo atrakcyjne zarówno dla uczestników, jak i dla samych funduszy. Z jednej strony dochody osiągnięte przez fundusz inwestycyjny (jako osobę prawną) zostały objęte zwolnieniem z podatku dochodowego, a z drugiej uczestnicy funduszu płacą podatek dochodowy dopiero w momencie zbycia certyfikatu inwestycyjnego.

Podsumowując, należy wskazać cechy FIZ, które powodują ich szczególną atrakcyjność w kontekście prowadzenia działalności gospodarczej: profesjonalizm zarządzania funduszami przez wykwalifikowaną kadrę TFI, niezależność majątku funduszu od majątku inwestora czy założyciela (TFI) w związku z osobowością prawną posiadaną przez FIZ, bezpieczeństwo wynikające z istnienia nadzoru realizowanego przez KNF oraz depozytariusza, a także możliwość dokonania optymalizacji podatkowej dzięki przesunięciu w czasie płatności podatkowych.

Praktyka funkcjonowania funduszy inwestycyjnych pozwoliła wyodrębnić następujące rodzaje funduszy zamkniętych (ze względu na przedmiot inwestycji)⁸: fundusze portfelowe, fundusze sekurytyzacyjne, fundusze nieruchomości oraz fundusze aktywów niepublicznych. Wszystkie one mogą być wykorzystywane w prowadzeniu działalności gospodarczej. Jednak na potrzeby podmiotów niefinansowych i prowadzenia przez nie działalności gospodarczej najbardziej przydatne wydają się fundusze sekurytyzacyjne, nieruchomości oraz aktywów niepublicznych.

⁶ K. Perez, *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady, funkcjonowanie, efektywność*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012, s. 55.

⁷ *Ibidem*, s. 145–154.

⁸ D. Dawidowicz, *op. cit.*, s. 30.

2. Rodzaje FIZ wykorzystywane w działalności niefinansowych przedsiębiorstw

2.1. Sekurutyzacyjny fundusz inwestycyjny

Brak jest jednoznacznej definicji pojęcia sekurytyzacji, jednak praktyka innych krajów pozwoliła w Polsce zaistnieć procesom tego rodzaju. W transakcji sekurytyzacji uczestniczą: inicjator transakcji (podmiot wyzbywający się wierzytelności), SPV (*special purpose vehicle*, spółka specjalnego przeznaczenia, celowa – nabywca wierzytelności) oraz inwestorzy. Techniki sekurytyzacyjne odgrywają dużą rolę w alokacji kapitałów, gdzie nie płynne aktywa wyodrębnione przez inicjatora trafiają w zmienionej płynnej formie na rynki finansowe.

Przedmiotem działalności SPV jest pozyskanie wybranych aktywów od inicjatorów i wyemitowanie, w celu finansowania tego zakupu, papierów wartościowych ABS (*assets based securities* – instrumenty finansowe oparte na wierzytelnościach). SPV jest odpowiedzialny za obsługę wyemitowanych papierów wartościowych i jednocześnie zarządzanie portfelem nabytych wierzytelności.

W Polsce obecnie działa kilkanaście funduszy tego rodzaju. Przykładem może być fundusz Prokura (założony i zarządzany przez BPH TFI), Bison (BPH TFI), Best I (Copernicus Capital TFI), Prokulus (Copernicus Capital TFI), Sekura (Copernicus Capital TFI), Ultimo (DWS Polska TFI), GE Debt (GE Debt Management TFI), Intrum Justitia Debt Fund 1 (Intrum Justitia TFI), S-Collect (PKO TFI), EGB Podstawowy (TFI Skarbiec), Allianz – Euler Hermes (TFI Allianz).

Fundusze tego rodzaju są wykorzystywane nie tylko do sekurytyzowania wierzytelności instytucji finansowych, ale coraz częściej także wierzytelności będących w posiadaniu podmiotów gospodarczych (np. handlowych). Podmioty gospodarcze mają dzięki temu możliwość odzyskania należności (w tym także przeterminowanych), co wpływa na przyspieszenie obrotu należności oraz spływu gotówki.

Podstawowy aktyw funduszu stanowią wierzytelności pieniężne. Zebrane środki są inwestowane przede wszystkim w wierzytelności bankowe, ale także w długi wobec operatorów telekomunikacyjnych, telewizyjnych, zakładów energetycznych i gazowniczych, ubezpieczycieli, pośredników kredytowych, spółdzielni mieszkaniowych. Mogą to być zarówno wierzytelności bieżące, jak i przedawnione. Statut funduszu dopuszcza inwestycje w wierzytelności wysokiego ryzyka.

Inicjatorem powstania funduszu (inwestorem) mogą być firmy windykacyjne (Best, Kruk, Koksztys), które nabywają jednostki uczestnictwa w zakładanych przez TFI funduszach sekurytyzacyjnych. Firmy windykacyjne, współpracując z podmiotami gospodarczymi, doprowadzają do zbycia przez te podmioty na rzecz funduszu sekurytyzacyjnego należności.

2.2. Fundusze nieruchomości

Fundusze nieruchomości mogą nabywać prawo wieczystego użytkowania, budynki i budowle, lokale (ale muszą mieć uregulowany stan prawny). Fundusze mogą nabywać nieruchomości pośrednio lub bezpośrednio (mając udziały w spółkach zajmujących się zarządzaniem nieruchomościami). Łączna liczba nabytych nieruchomości oraz praw wieczystego użytkowania nie może być mniejsza niż cztery. Wynika to z potrzeby posiadania zdywersyfikowanego portfela. Jednocześnie fundusz nie może mieć więcej niż 25% wartości aktywów netto w jednej nieruchomości⁹. Ustawa o funduszach inwestycyjnych przewiduje jedynie możliwość nabywania nieruchomości przez fundusz inwestycyjny zamknięty. Jednak fundusze otwarte także inwestują w sektorze nieruchomości, czyniąc to w sposób pośredni. Przejawia się to tym, że fundusz otwarty (który *de facto* nie ma prawnej możliwości nabywania bezpośrednio nieruchomości) inwestuje w akcje lub inne prawa udziałowe spółek: działających na rynku nieruchomości, np. kupując akcje giełdowych spółek z branży budowlanej, realizujących inwestycje budowlane, deweloperskich lub producentów materiałów budowlanych.

Fundusz może pozyskiwać środki na finansowanie nabycie nieruchomości (lub udziałów w spółkach zajmujących się zarządzaniem nieruchomościami) nie tylko w drodze emisji certyfikatów inwestycyjnych. Fundusz może zaciągać kredyty i pożyczki, a także emitować obligacje (jednak nie więcej niż 15% aktywów netto). Łączna wartość kredytów, pożyczek i wyemitowanych obligacji nie może przekroczyć 75% wartości aktywów netto funduszu.

Sugeruje się, by fundusze nieruchomości powstawały jako fundusze zamknięte, z uwagi na niską płynność aktywów (nieruchomości). Gdyby większa grupa inwestorów chciała wycofać środki z funduszu, mogłoby dojść do sytuacji przymusowej sprzedaży nieruchomości. Mogłoby się to przełożyć na stratę na transakcji (pomimo relatywnie wysokiej wartości aktywów netto). Stąd też w praktyce otwarte fundusze deklarujące inwestycje na rynku nieruchomości skupiają się na inwestycjach w akcje spółek z tej branży – kupując akcje deweloperów czy producentów materiałów budowlanych. Notowania akcji tych firm oczywiście zależą od sytuacji na rynku nieruchomości, jednak z pewnością jest to zupełnie inna inwestycja niż zakup mieszkania czy – za pośrednictwem funduszu – biurowca lub centrum handlowego.

Obecne na polskim rynku funkcjonują następujące zamknięte fundusze nieruchomości: Arka BZ WBK Fundusz Nieruchomości, Skarbiec Rynku Nieruchomości, BPH Sektora Nieruchomości, Citi Living Aktywów Niepublicznych, Copernicus Sektora Nieruchomości 1, Copernicus Sektora Nieruchomości 2, KBC Index Nieruchomości, KBC Index Nieruchomości II, Skarbiec Rynku Mieszkaniowego, KBC Index Światowych Nieruchomości.

⁹ D. Krupa, *op. cit.*, s. 109–111.

Fundusze nieruchomości inwestują w zakup nieruchomości generujących dochody w postaci czynszu dzierżawnego. Chodzi więc głównie o nieruchomości takie jak nieruchomości biurowe, centra handlowe, magazyny. Tego rodzaju inwestycje zapewniają stałe dochody.

Ostatnio głośnym przykładem pośredniego władania nieruchomością przez FIZ był fundusz ING RED oraz Złote Tarasy w Warszawie¹⁰. Bezpośrednio inwestuje fundusz Arka Rynku Nieruchomości, który nabył już kilkanaście obiektów biurowych i handlowych (np. Trinity Park w Warszawie).

Również podmioty gospodarcze mające w swoim portfelu aktywów nieruchomości generujące dochody mogą nawiązać współpracę z TFI celem zawiązania dedykowanemu konkretnemu podmiotowi funduszu inwestycyjnego. W następnej kolejności posiadane przez podmiot aktywa w postaci nieruchomości są zbywane na rzecz funduszu, w zamian inwestor (podmiot gospodarczy) obejmuje certyfikaty inwestycyjne. Osiągane dochody z tytułu wynajmu nieruchomości będące we władaniu funduszu są zwolnione z opodatkowania, a środki mogą być przeznaczone na działania związane z utrzymaniem nieruchomości czy też nabywaniem kolejnych przez inwestora na poczet majątku funduszu.

Warto w tym miejscu wskazać spółki Gant Development czy Wikana, które oparły swoją strukturę organizacyjną i realizowane projekty budowlane na bazie spółek, których akcje następnie wniosły do zamkniętego funduszu inwestycyjnego.

2.3. Fundusze aktywów niepublicznych

Ich istotą jest lokowanie co najmniej 80% zgromadzonych środków pieniężnych w aktywa finansowe inne niż papiery wartościowe dopuszczone do obrotu i instrumenty rynku pieniężnego. Główne miejsce lokowania stanowi rynek niepubliczny. Fundusz ten jest więc funduszem o potencjalnie podwyższonym ryzyku. Fundusz inwestycyjny zamknięty aktywów niepublicznych (FIZAN) umożliwia realizację celów i zadań stojących przed funduszami typu *private equity* lub *venture capital*.

Podstawową zasadą działania funduszy tego typu jest lokowanie aktywów funduszu w akcje i udziały w spółkach niepublicznych oraz przygotowywanie i wdrażanie programów mających na celu podniesienie wartości tych spółek. Po osiągnięciu zakładanych wyników programów restrukturyzacyjnych fundusz zbywa akcje lub udziały w spółkach będących przedmiotem lokat. Zwykle tego rodzaju fundusze są tworzone na okres zbliżony do przewidywanego czasu niezbędnego do nabycia, restrukturyzacji oraz zbycia wybranych spółek niepublicznych.

W funduszach aktywów niepublicznych, które emitują certyfikaty imienne, możliwy jest nowy sposób gromadzenia środków do funduszu, polegający na częściowym

¹⁰ ING RED sprzedał udziały w spółce będącej właścicielem Złotych Tarasów, <http://biznes.onet.pl> (21.03.2012).

opłaceniu certyfikatów inwestycyjnych w trakcie emisji certyfikatów i dopłatach na wezwanie towarzystwa w miarę realizowania przez fundusz zamierzonej strategii inwestycyjnej. Pozwala to na nieobciążanie uczestników funduszu od razu wszystkimi kosztami działalności funduszu¹¹.

FIZ aktywów niepublicznych są wykorzystywane na potrzeby firm, i tak na przykład:

- BRE, będąc uczestnikiem FIZ, wniósł swój pakiet akcji PZU (który wcześniej był w bezpośrednim posiadaniu BRE),
- Comarch realizuje za pośrednictwem FIZ niektóre projekty,
- rodzina Dudów (współwłaściciele PKM Duda) założyła swój własny fundusz za pośrednictwem Opoka TFI, żeby wnieść tam udziały w PKM Duda.

Niektóre firmy tworzą nawet własne TFI, które później mogą tworzyć fundusze dostosowane do swoich potrzeb (np. KGHM).

Warto też wspomnieć o tzw. dedykowanych FIZAN. Polega to na tym, że TFI tworzy fundusz inwestycyjny na potrzeby konkretnego inwestora (osoby fizycznej lub podmiotu gospodarczego). Ten inwestor jako jedyny posiada wszystkie certyfikaty inwestycyjne wyemitowane przez ten fundusz. Inwestor wnosi elementy swojego majątku do funduszu. Osiągane z tego majątku dochody są zwolnione z opodatkowania, pozostają w funduszu i mogą zostać przeznaczone na realizację kolejnych inwestycji.

Na koniec 2009 r. na rynku funkcjonowało ponad 100 funduszy dedykowanych konkretnym inwestorom¹². Natomiast na koniec 2010 r. w KNF było ich zarejestrowanych już ponad 230¹³. Do 2009 r. dedykowane fundusze inwestycyjne zgromadziły 6 mld zł w postaci aktywów wniesionych przez inwestorów w zamian za wydane certyfikaty inwestycyjne¹⁴.

Zakończenie

W 2006 r. zamknięte fundusze inwestycyjne stanowiły 21% ogólnej liczby funduszy inwestycyjnych, podczas gdy w 2011 r. już 47%, a ich liczba wzrosła z 57 do 369. Dużą dynamikę powstawania funduszy inwestycyjnych zamkniętych w ostatnich latach można wiązać ze zmianami w przepisach prawa dotyczących funkcjonowania funduszy inwestycyjnych.

Należy też zwrócić uwagę, że do wzrostu popularności przyczyniły się atrakcyjne rozwiązania podatkowe, które zwalniają z podatku dochodowego dochody osiągnięte przez fundusz inwestycyjny (jako osobę prawną). Warto też podkreślić

¹¹ D. Dawidowicz, *op. cit.*, s. 31; D. Krupa, *op. cit.*, s. 120–122.

¹² *Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce*, marzec 2010, www.izfa.pl.

¹³ K. Żelazek, *Sposób na pomnożenie majątku*, „Rzeczpospolita” z 27.01.2011.

¹⁴ P. Molik, *Założenie funduszu ochroni przed fiskusem*, „Gazeta Prawna” z 07.07.2009.

fakt, iż uczestnik funduszu płaci podatek dochodowy dopiero w momencie zbycia certyfikatu inwestycyjnego.

Zmiany te spowodowały, że fundusze te stały się szczególnie atrakcyjne podatkowo, ale też zaistniała możliwość wykorzystania ich przez przedsiębiorstwa niefinansowe w prowadzeniu działalności gospodarczej. Szczególnie przydatne są fundusze inwestycyjne zamknięte aktywów niepublicznych.

Bibliografia

1. Bojańczyk M., *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, SGH, Warszawa 2005.
2. Dawidowicz D., *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, typy, metody pomiaru i oceny efektywności*, CeDeWu, Warszawa 2010.
3. *ING RED sprzedał udziały w spółce będącej właścicielem Złotych Tarasów*, <http://biznes.onet.pl> (21.03.2012).
4. Krupa D., *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu, Warszawa 2008.
5. Kuciński J., *Rynek polskich funduszy inwestycyjnych*, Dom Wydawniczy Elipsa, Warszawa 2010.
6. Perez K., *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady, funkcjonowanie, efektywność*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012.
7. *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce w 2011 r.*, www.izfa.pl.
8. Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz. U., nr 146, poz. 1546 z późn. zm.).
9. Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych (Dz. U., nr 231, poz. 1546).
10. www.fundusze-inwestycyjne.pl.
11. *Wyniki finansowe towarzystw i funduszy inwestycyjnych*, www.stat.gov.pl.

Closed-end investment funds in the activity of non-financial companies

There has been a very high rate of growth in the number of closed-end investment funds in Poland in recent years. This high rate results from the changes in the legal regulation. It is also important that closed-end investment funds might be used as financial vehicle that let diminish tax burden.

Because of these advantages, the closed-end investment funds have become more popular among non-financial companies and are introduced into organizational structure of entities.

The article refers to presenting the basic aspects of establishing and running the closed-end investment funds. The article also refers to presenting different practical application of different kinds of closed-end investment funds.