

*Tomasz Miziolek**

RYNEK OTWARTYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W STANACH ZJEDNOCZONYCH

Rynek funduszy inwestycyjnych jest jednym z najbardziej dynamicznie rozwijających się segmentów współczesnego rynku kapitałowego. Rosnąca popularność tej formy oszczędzania w ostatnich kilkunastu latach na świecie, to przede wszystkim domena rynków rozwiniętych. To właśnie one posiadają cechy niezbędne do prawidłowego rozwoju tego sektora finansowego – długoletnie doświadczenie funkcjonowania rynku kapitałowego, wielość i różnorodność instrumentów finansowych na nim występujących, odpowiednie zasoby kapitałowe, dobrze wyedukowane społeczeństwo (pod względem znajomości zasad działania rynku kapitałowego) oraz zamożnych i skłonnych do oszczędzania obywateli. Wśród tych państw szczególną rolę odgrywają bez wątpienia Stany Zjednoczone, które mają najbardziej rozwinięty rynek funduszy inwestycyjnych na świecie. Funkcjonuje tam najwięcej funduszy inwestycyjnych, posiadają one największe aktywa, cechuje je również największa dynamika wzrostu. W parze z rozwojem ilościowym tego sektora idzie również jego rozwój jakościowy. Narastająca specjalizacja sprawia, iż powstają wciąż nowe typy funduszy inwestujących w coraz bardziej wysublimowane instrumenty finansowe, więcej uwagi poświęca się zagadnieniu kosztów uczestnictwa w funduszach oraz prawom przysługującym ich uczestnikom, niebagatelną rolę odgrywa wreszcie kwestia opodatkowania dochodów z umorzenia udziałów. Wciąż bogatsza oferta powierników powoduje, iż inwestorzy w ostatnich latach coraz rzadziej decydują się na samodzielny wybór konkretnego funduszu¹, powierzając to zadanie pośrednikom finansowym – doradcom lub brokerom. Powoduje to, iż coraz większe znaczenie mają rozmaite analizy rynku funduszy, prowadzone przez wyspecjalizowane w tej dziedzinie agencje (najsłynniejsze z nich to Morningstar

* Dr, adiunkt w Katedrze Handlu i Finansów Międzynarodowych UŁ.

¹ Według Investment Company Institute tylko 33% inwestycji w fundusze w 1998 r. Amerykanie dokonali samodzielnie, zaś w ciągu kolejnych trzech lat odsetek ten zmniejszył się nawet o 10–15% (*Doradca finansowy decyduje o inwestycjach Amerykanów*, „Prawo i Gospodarka”, 19.02.1999).

i Lipper) oraz oceny przyznawane funduszom przez firmy ratingowe (np. Standard & Poor's). Konkurencja na rynku wpływa nie tylko na zmianę form dystrybucji, ale także na obniżenie kosztów uczestnictwa w funduszach. To tylko niektóre ze zmian, jakie zaszły na amerykańskim rynku funduszy inwestycyjnych w ostatnich latach. Stanowią one jednak niezbity dowód na to, iż znajduje się on rzeczywiście w awangardzie przemian i warto poświęcić mu szczególną uwagę. Niniejszy artykuł jest próbą zaprezentowania najważniejszych zagadnień związanych z funkcjonowaniem tego rynku.

1. UREGULOWANIA PRAWNE I ORGANIZACJA RYNKU

Działające w Stanach Zjednoczonych fundusze inwestycyjne podlegają bardzo surowym regulacjom prawnym. Kontrola tych podmiotów jest prawdopodobnie najbardziej skrupulatna spośród wszystkich dostępnych dla przeciętnego inwestora form lokowania pieniędzy. Ma to służyć ochronie interesów uczestników funduszy, gdyż surowe regulacje zabezpieczają ich przed ewentualnymi niekorzystnymi zjawiskami, które mogą wystąpić na rynku. Instytucją, która nadzoruje funkcjonowanie funduszy jest Komisja Papierów Wartościowych i Obrotu Giełdowego (Securities and Exchange Commission – SEC). Posiada ona szerokie uprawnienia, dzięki którym może na bieżąco monitorować działalność operacyjną funduszy oraz sprawdzać, czy jest ona zgodna z obowiązującymi w tej materii przepisami.

Podstawowym aktem prawnym regulującym działalność amerykańskich funduszy inwestycyjnych jest *The Investment Company Act* z 1940 r. Określa on strukturę organizacyjną i funkcjonowanie nie tylko otwartych funduszy inwestycyjnych (*mutual funds*, *open-end investment companies*), ale także funduszy zamkniętych (*closed-end funds*) oraz spółek inwestycyjnych typu UIT's (*unit investment trusts*). Nakłada on wiele obowiązków nie tylko na sam fundusz, ale także na wszystkie podmioty i osoby związane z jego funkcjonowaniem, w tym na doradców inwestycyjnych, *underwriterów*², menedżerów i inne osoby zatrudnione w funduszu. Pozostałymi aktami prawnymi, które dotyczą *mutual funds* są:

– *The Securities Act* z 1933 r. – wymaga od spółek inwestycyjnych rejestrowania zarządzanych przezeń funduszy w SEC; zobowiązuje także fundusze do opracowywania i dostarczania inwestorom prospektów informacyjnych, które powinny zawierać szczegółowe informacje na ich temat;

² Underwriter – instytucja finansowa zaangażowana w proces oferowania papierów wartościowych, zobowiązująca się do rozprowadzenia określonej liczby walerów wśród swoich klientów. W przypadku funduszy *underwriter* oferuje udziały w funduszu brokerom, dealerom i inwestorom.

– *The Securities Exchange Act* z 1934 r. – reguluje działalność podmiotów zajmujących się dystrybucją udziałów w funduszach inwestycyjnych (brokerów, dealerów i underwriterów), wymaga, aby zarejestrowały się one w SEC. Podmioty te podlegają kontroli zarówno Komisji Papierów Wartościowych i Obrotu Giełdowego jak i Krajowego Stowarzyszenia Dealerów Papierów Wartościowych (National Association of Securities Dealers – NASD);

– *The Investment Advisers Act* z 1940 r. – nakłada na wszystkich doradców inwestycyjnych obowiązek rejestracji. Muszą oni co roku składać przed SEC sprawozdanie o stanie własnych finansów i o przeprowadzonych inwestycjach.

Na podstawie *The Investment Company Act* spółka lub firma inwestycyjna może zostać utworzona w dwójakiej formie prawnej: statutowej (*management company*) albo umownej (*unit investment trust*). W pierwszym z wymienionych przypadków firma inwestycyjna zorganizowana jest zwykle w postaci spółki emitującej akcje zwykłe, a jej założycielem (*fund sponsor* lub *underwriter*) jest najczęściej bank inwestycyjny lub korporacja finansowa specjalizująca się w zarządzaniu funduszami (np. Fidelity, Pioneer). Założyciel jest zobowiązany do zarejestrowania funduszu w SEC oraz do opracowania jego prospektu inwestycyjnego i udostępnienia go inwestorom³. Powinny się w nim znaleźć informacje na temat celu i polityki inwestycyjnej funduszu, sposobu nabywania i umarzania udziałów, wysokości opłat oraz ryzyka związanego z tą inwestycją. Wskazane winny być ponadto władze spółki, bank pełniący funkcję depozytariusza, doradca inwestycyjny oraz firma zarządzająca funduszem (*investment management company*). Ta ostatnia działa na podstawie umowy cywilnej ze spółką inwestycyjną i ma obowiązek prowadzenia analizy rynku kapitałowego, zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu i prowadzenia jego administracji⁴.

Struktura spółki inwestycyjnej może mieć charakter otwarty (*open end*) lub zamknięty (*closed end*). Spółka inwestycyjna typu otwartego (zwana także *mutual fund*), która jest głównym przedmiotem zainteresowania niniejszego artykułu, emituje wyłącznie akcje zwykłe, nie podlegające obrotowi. Każda akcja reprezentuje jednakowy udział w aktywach funduszu. Można je nabywać każdego dnia, gdyż fundusz stale oferuje nowe udziały inwestorom. Cena zakupu akcji (*public offering price, share price*) równa jest wartości aktywów netto funduszu przypadającej na akcję (*net asset value per share – NAVpS*), powiększonej zwykle o opłatę manipulacyjną (*front-end sales charge*). Zasada ta nie dotyczy funduszy typu *no-load* – w ich przypadku

³ Fundusze są ponadto zobowiązane do dostarczenia udziałowcom rocznych i półrocznych sprawozdań finansowych zawierających m. in. aktualne informacje nt. portfela inwestycyjnego, rezultatów osiągniętych przez fundusz oraz jego celów i polityki inwestycyjnej.

⁴ A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne i emerytalne*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1998, s. 31–32.

cena udziału jest równa $NAVpS$. Wartość aktywów netto na akcję oblicza się według następującego wzoru:

$$NAVpS = \frac{S + C - L}{NS},$$

gdzie:

$NAVpS$ – wartość aktywów netto przypadająca na jedną akcję (*net asset value per share*),

S – wartość rynkowa papierów wartościowych znajdujących się w posiadaniu funduszu (*market value of fund's securities*),

C – gotówka (*cash*),

L – zobowiązania (*liabilities*),

NS – liczba wyemitowanych akcji (*number of shares outstanding*).

Zgodnie z wymogami prawnymi, fundusze są zobowiązane do codziennego ustalania ceny swoich akcji – są one publikowane w prasie, dostępne są poprzez telefon oraz za pośrednictwem Internetu; można je znaleźć także w półrocznych i rocznych sprawozdaniach finansowych funduszu. Z kolei chcąc wycofać się z funduszu, uczestnik składa zlecenie umorzenia (*redeem*) akcji. Otrzymuje wówczas kwotę równą wartości aktywów netto na akcję ($NAVpS$), która może być pomniejszona o opłatę manipulacyjną pobieraną przy umorzeniu (*deferred sales charge* lub *redemption fee*).

Udziałowcy funduszy inwestycyjnych (*shareholders*) mają prawo, podobnie jak akcjonariusze innych spółek, wyboru członków zarządu (*board of directors*). Zarząd odpowiedzialny jest za stosowanie polityki inwestycyjnej funduszu i osiąganie jego celów, ma także prawo do wyznaczenia osób zarządzających funduszem lub powierzenia tej funkcji wyspecjalizowanej firmie zarządzającej. Firma zarządzająca, która jest często założycielem funduszu, może oferować także inne produkty i usługi finansowe. Zwykle jest ona również doradcą inwestycyjnym funduszu (*investment adviser*). Rolą doradcy jest zarządzanie portfelem inwestycyjnym funduszu zgodnie z polityką i celami inwestycyjnymi opisanymi w prospekcie, w jak najlepiej pojętym interesie jego uczestników. Za wykonaną usługę otrzymuje on roczne wynagrodzenie równe określönemu procentowi od wartości aktywów netto funduszu (jej wysokość zależy m. in. od typu funduszu)⁵. Doradca inwestycyjny z kolei zatrudnia profesjonalnych menedżerów, którzy w praktyce podejmują decyzje inwestycyjne⁶.

⁵ B. Meluch, E. Nietrzepka, T. Orlik, *Fundusze powiernicze – zbiorowy inwestor na rynku kapitałowym*, Twigger, Warszawa 1993, s. 31–32.

⁶ Według rocznego raportu ICI za 1998 r., przeciętne wynagrodzenie menedżera funduszu wynosiło 0,00003% aktywów netto.

Podmiotami zewnętrznymi zaangażowanymi w działalność funduszu są:

- depozytariusz, powiernik (*custodian*) – jego zadaniem jest bezpieczne przechowywanie aktywów funduszu oraz obsługa wpłat i wypłat związanych z kupnem i sprzedażą papierów wartościowych. Funkcję tę pełnią zazwyczaj wykwalifikowane banki. SEC wymaga od depozytariusza, aby aktywa funduszu były oddzielone od pozostałych aktywów banku;

- dystrybutor (*distributor*) – organizuje dystrybucję udziałów w funduszu. Może ją prowadzić samodzielnie bądź może korzystać z wyspecjalizowanych pośredników – zazwyczaj są nimi *underwriterzy*;

- *underwriter* – zajmuje się publicznym rozprowadzaniem udziałów funduszu. Jest pośrednikiem, który sprzedaje je brokerom, doradcom finansowym, agentom ubezpieczeniowym bądź bezpośrednio inwestorom;

- agent transferowy (*transfer agent*) – wykonuje czynności o charakterze administracyjnym: prowadzi rejestr zakupów i umorzeń, dystrybuuje dywidendy i zyski kapitałowe wśród udziałowców itp.;

- audytor – bada sprawozdania finansowe funduszu.

Obok wzrostu wartości udziałów, podstawowymi źródłami dochodu z lokaty w otwarte fundusze inwestycyjne są dywidendy (*dividend distributions*) i zyski kapitałowe (*capital gain distributions*)⁷. Na wypłacaną okresowo (zwykle co kwartał) dywidendę składają się dwa rodzaje dochodów: odsetki z obligacji oraz dywidenda z akcji (zysk wypłacany przez spółkę akcjonariuszom). Źródłem zysków kapitałowych jest natomiast wzrost notowań papierów wartościowych znajdujących się w portfelu inwestycyjnym funduszu. Zarówno dywidendy jak i zyski kapitałowe wypłacane są udziałowcom funduszu w postaci gotówki, proporcjonalnie do liczby posiadanych przez nich udziałów (na każdy udział przypada ta sama wartość dywidendy lub zysku kapitałowego)⁸. Sposoby ogłaszania i wypłacania dywidend i zysków kapitałowych zamieszczone są w prospektach inwestycyjnych. Większość funduszy oferuje jednak swoim uczestnikom możliwość automatycznego reinwestowania dywidend (*reinvestment privilege*)⁹. Oznacza to, że zamiast wypłaty gotówkowej, udziałowiec otrzymuje automatycznie nowe akcje funduszu w liczbie równej stosunkowi kwoty reinwestycji do wartości jednego udziału w chwili reinwestycji. Reinwestycji dokonuje się zwykle

⁷ Według *Mutual Fund Fact Book 1999* w 1998 r. wartość dywidend wypłaconych udziałowcom funduszy długoterminowych (akcji, obligacji i hybrydowych) wynosiła 81 mld USD, zaś wartość zysków kapitałowych była równa 165 mld USD.

⁸ Fundusz może zanotować również straty kapitałowe – wówczas może on przeksięgować je na następny okres rozliczeniowy (np. następny kwartał), jednak każdy zysk, pomniejszony o przeksięgowane straty, jest co najmniej raz w roku rozdysponowany między udziałowców (A. Lavine, *Wszystko o funduszach powierniczych*, WIG Press, Warszawa 1996, s. 25).

⁹ Według ICI w 1998 r. ze 138,4 mld USD wypłaconych dywidend we wszystkich typach otwartych funduszy inwestycyjnych, aż 103,5 mld USD (czyli 74,8%) zostało reinwestowanych.

w dniu przyznania prawa do dywidendy – aby uczestniczyć w podziale dochodów, trzeba w tym dniu posiadać akcje funduszu¹⁰. Podobnie jak w przypadku kursów akcji spółek giełdowych wypłacających dywidendy, wartość aktywów netto funduszu przypadająca na akcję w miarę zbliżania się do tej daty zazwyczaj wzrasta, zaś po niej zmniejsza się o wypłaconą kwotę (wartość inwestycji pozostaje bez zmian). Reasumując należy stwierdzić, iż łączna stopa zwrotu z omawianej inwestycji musi uwzględniać trzy czynniki: wzrost ceny udziałów funduszu (*NAVpS*), dywidendę i zysk kapitałowy¹¹.

Dochody uzyskiwane z udziałów objęte są podatkiem dochodowym. Co roku fundusz informuje swoich klientów (w formularzu 1099-DIV) o dochodach, jakie uzyskali oni z dywidend oraz zysków kapitałowych, a które muszą wyszczególnić w zeznaniu podatkowym. Pierwszy z wymienionych rodzajów dochodów jest klasyfikowany jako dochód z dywidend (*dividend income*), drugi zaś jako długoterminowy dochód z kapitału (*long-term capital gains*). Z kolei inwestorzy, którzy umorzyli w ciągu roku akcje funduszu (lub dokonali konwersji udziałów między funduszami należącymi do tej samej grupy) i uzyskali z tego tytułu dochód, bądź zanotowali stratę, otrzymują formularz 1099-B. Na podstawie tych dwóch dokumentów podatnicy zobowiązani są wypełnić zeznanie podatkowe w części (Schedule D) przeznaczonej na dochody i straty kapitałowe (*capital gains and losses*). Opisane powyżej reguły dotyczą zasadniczo wszystkich rodzajów funduszy, choć w szczególności odnoszą się do funduszy opodatkowanych (*taxable funds*). Nieco inaczej wygląda sytuacja, jeśli chodzi o fundusze nieopodatkowane, (*tax-exempt funds*). Do grupy tej należą przede wszystkim fundusze rynku pieniężnego (1/3 wszystkich podmiotów z tej kategorii) oraz niektóre fundusze obligacji. Dochody z dywidend wypłacanych przez te podmioty, a pochodzące z municypalnych papierów wartościowych, są z reguły zwolnione z podatku (inwestorzy muszą jednak informować o nich w zeznaniach podatkowych). Mimo to osoba, która umorzyła udziały w takim funduszu może osiągnąć dochód kapitałowy, który jest już opodatkowany (podobnie jak wówczas, gdy menedżer funduszu w ciągu roku podatkowego sprzeda z zyskiem papiery wartościowe). Omawiając kwestię opodatkowania funduszy nie sposób pominąć także planów emerytalnych, takich jak 401(k), 403(b) i 457, które umożliwiają ich uczestnikom odliczanie wpłat do funduszy z podstawy opodatkowania.

¹⁰ Niektóre fundusze reinwestują dywidendę w terminie rejestracji (*on the record date*), czyli w terminie, do którego udziałowiec funduszu musi posiadać udział, aby uczestniczyć w podziale dochodów. Inne z kolei przeprowadzają tę operację w terminie wypłaty (*on the pay date*), tzn. w momencie faktycznej wypłaty dywidendy udziałowcom.

¹¹ A. Lavine, *op. cit.*, s. 25.

Ogromna różnorodność działających w Stanach Zjednoczonych *mutual funds* powoduje, iż konieczne jest stosowanie jednolitej i czytelnej klasyfikacji wszystkich podmiotów tego typu. Służy to klientom, którzy dzięki temu mogą wybrać dla siebie odpowiedni rodzaj funduszu, analitykom, którym łatwiej jest porównywać wyniki powierników, a także samym funduszom, gdyż mogą one wówczas lepiej dopasować swoją ofertę do potrzeb inwestorów. Biorąc za kryterium cel inwestycyjny – Investment Company Institute – instytucja monitorująca rynek funduszy w Stanach Zjednoczonych, klasyfikuje działające tam otwarte fundusze inwestycyjne w czterech podstawowych kategoriach:

- fundusze akcji (*stock funds, equity funds*),
- fundusze hybrydowe (*hybrid funds*),
- fundusze obligacji (*bond funds*),
- fundusze rynku pieniężnego (*money market funds*)¹².

W każdej z wymienionych powyżej grup wyróżnić można z kolei kilka, a nawet kilkanaście podtypów funduszy, różniących się od siebie celami inwestycyjnymi. W sumie ICI rozróżnia aż 33 rodzaje otwartych funduszy inwestycyjnych.

Oprócz powyższej klasyfikacji stosowana jest jeszcze inna, zgodnie z którą funkcjonujące na rynku fundusze dzielą się na krótkoterminowe (*short-term funds*) i długoterminowe (*long-term funds*). Do grona tych pierwszych zalicza się fundusze rynku pieniężnego, ponieważ inwestują one w papiery wartościowe o terminie wykupu nie przekraczającym jednego roku. Pozostałe fundusze (a więc akcyjne, obligacyjne i hybrydowe) należą do grona funduszy długoterminowych.

Jak wynika z zaprezentowanego opisu, otwarte fundusze inwestycyjne w Stanach Zjednoczonych oferują inwestorom wiele korzyści, które czynią tę formę inwestowania łatwo dostępną i przyjazną klientowi. Usługi świadczone przez fundusze oraz ich bieżąca działalność operacyjna wiąże się jednak z różnymi kosztami, do których należą m. in.: zarządzanie portfelem inwestycyjnym, przygotowywanie sprawozdań finansowych, obsługa rejestrów udziałowców, usługi prawne, księgowe, wydawnicze, dystrybucyjne itp. Niektóre opłaty przeznaczone są również na wynagrodzenia za usługi profesjonalnych doradców (brokerów, doradców finansowych, agentów ubezpieczeniowych), którzy pomagają klientom wybrać fundusz najlepiej odpowiadający ich celom inwestycyjnym.

Opłaty związane z uczestnictwem w otwartych funduszach inwestycyjnych można podzielić na dwie kategorie: wydatki ponoszone przez udziałowca przy zawieraniu transakcji (*shareholder transaction expenses*) oraz roczne

¹² Dwa ostatnie typy funduszy określane są czasami mianem funduszy o stałym dochodzie (*fixed-income funds*).

koszty operacyjne (*annual operating expenses*). Pierwsza z nich obejmuje opłaty pobierane przez fundusz przy dokonywaniu przez udziałowca takich transakcji, jak zakup, umorzenie lub konwersja udziałów – obciążają one bezpośrednio rachunek inwestora. Druga kategoria kosztów ma za zadanie pokrycie kosztów działalności funduszu – one z kolei obciążają aktywa funduszu (pomniejszają aktywa przed dystrybucją dochodów do udziałowców). Wyszczególnienie i opis podstawowych rodzajów kosztów należących do ww. kategorii przedstawia tab. 1.

Tabela 1

Podstawowe rodzaje opłat w otwartych funduszach inwestycyjnych
w Stanach Zjednoczonych

Rodzaj opłaty	Opis
Wydatki ponoszone przez udziałowca przy zawieraniu transakcji	
Opłata manipulacyjna pobierana przy nabywaniu udziałów w funduszu (<i>front-end sales charge, load</i>) ^a	Jest zazwyczaj uzależniona od wielkości początkowej wpłaty do funduszu. Stanowi wynagrodzenie za usługi świadczone przez profesjonalnych doradców przy wyborze funduszu. Zgodnie z obowiązującym prawem nie może przekroczyć 8,5% wartości początkowej inwestycji – w większości funduszy jest ona jednak dużo niższa
Opłata manipulacyjna pobierana przy umarzaniu udziałów (<i>back-end load, deferred sales charge</i>) ^a	Stanowi alternatywne źródło opłacania doradców za świadczone przez nich usługi. W praktyce ma ona charakter warunkowy (nazywana jest wówczas <i>contingent deferred sales charge</i> – CDSC), co oznacza, że obowiązuje tylko przez pierwszych kilka lat uczestnictwa w funduszu. W tym czasie jej wielkość (liczona jako procent NAV nabytych akcji) systematycznie zmniejsza się, by po pewnym czasie całkowicie zniknąć – oczywiście pod warunkiem, że inwestor do tego czasu nie umorzy udziałów ^a
Opłata umorzeniowa (<i>redemption fee</i>)	Jest to kolejny rodzaj opłaty pobieranej przy umarzaniu udziałów funduszu. Wyrażona jest w dolarach lub jako procent wartości umorzenia
Opłata za konwersję udziałów (<i>exchange fee</i>)	Pobierana przy przenoszeniu pieniędzy z jednego funduszu do drugiego w ramach tej samej rodziny funduszy
Opłata od reinwestowanej dywidendy (<i>sales charge, load on reinvested dividends</i>)	Pobierana w sytuacji gdy dywidendy wypłacane przez fundusz są reinwestowane w celu zakupu nowych udziałów. Większość funduszy nie obciąża akcjonariuszy tą opłatą
Opłata za prowadzenie rachunku (<i>account maintenance fee</i>)	Pobierana przez niektóre fundusze w celu ustabilizowania liczby prowadzonych rachunków

Tabela 1 (cd.)

Rodzaj opłaty	Opis
Roczne koszty operacyjne	
Opłata za zarządzanie (<i>management fee</i>)	Opłata pobierana przez doradcę inwestycyjnego funduszu za zarządzanie portfelem inwestycyjnym. Jej wysokość mieści się zazwyczaj w przedziale od 0,5 do 1% aktywów funduszu (w skali roku)
Opłata 12b-1 (<i>12b-1 fee</i>) ^c	Opłata przeznaczona na pokrycie wydatków na marketing i dystrybucję udziałów. Zgodnie z prawem nie może ona przekroczyć 0,75% średniej wartości aktywów funduszu w ciągu roku ^d . Fundusz może także pobierać dodatkową opłatę w wysokości maksymalnie do 0,25% średniej NAV, za usługi świadczone przez profesjonalnych dystrybutorów na rzecz udziałowców (np. prowadzenie rachunku)

^a Opłaty te nie są pobierane przez fundusze bezprowizyjne

^b Zróżnicowanie wysokości stawek tych opłat w zależności od okresu inwestycji realizowane jest w sposób praktyczny poprzez zaoferowanie inwestorom różnych „typów” udziałów (*classes of shares*).

^c Opłata ta wywodzi swoją nazwę od numeru paragrafu *Investment Company Act*, który upoważnia otwarte fundusze inwestycyjne do opłacania wydatków na marketing i dystrybucję bezpośrednio z aktywów funduszu.

^d W przypadku funduszy bezprowizyjnych nie może ona przekroczyć 0,25% wartości aktywów netto.

Źródło: *Mutual fund fact book 1999*, Investment Company Institute, 1999.

Prawo obowiązujące w Stanach Zjednoczonych wymaga, aby informacje na temat opłat ponoszonych przez udziałowca znalazły się w tabeli opłat (*fee table*), która powinna znajdować się na pierwszej stronie prospektu funduszu – dzięki temu inwestor może z łatwością porównać koszty działalności różnych funduszy¹³. Przy tej okazji należy dodać, iż dla pierwszych trzech rodzajów opłat wymienionych w tab. 1 podawane są ich maksymalne stawki, zaś w przypadku kosztów operacyjnych uwzględniane są dwie dodatkowe pozycje:

- inne wydatki (*other expenses*) – m. in. opłaty pobierane przez agenta transferowego, koszty reklamy, księgowe, wydawnicze itp.;
- całkowite roczne koszty operacyjne funduszu, wskaźnik kosztów (*total annual fund operating expenses, expense ratio*) – suma trzech rodzajów kosztów operacyjnych wyrażona jako procent wartości aktywów.

¹³ Pomóc ma w tym także hipotetyczny przykład, który powinien znaleźć się w każdej tabeli opłat, ilustrujący wpływ ponoszonych przez fundusz kosztów na wartość inwestycji w różnych przedziałach czasowych (rok, trzy lata, pięć lat, dziesięć lat). Aby mógł on służyć porównaniom, jest prezentowany w standardowej formie i opiera się na standardowych założeniach (np. fundusz nie zmienia w analizowanym okresie stawek opłat i wydatków, roczny zysk wynosi 5%).

W tabeli kosztów nie są uwzględniane koszty brokerskie (*brokerage costs*) związane z kupnem i sprzedażą papierów wartościowych, ponieważ trudno jest przewidzieć ich wysokość. Zawarte są one jednak w obliczeniach rezultatów inwestycyjnych, które pojawiają się w reklamach funduszu.

Oplaty pobierane przez fundusz znajdują się pod stałym nadzorem członków zarządu, którzy na mocy prawa są odpowiedzialni za ochronę interesów akcjonariuszy. Śledzą oni zwłaszcza koszty zarządzania funduszem – na każdy jego ewentualny wzrost (podobnie jak w przypadku opłaty 12b-1) muszą wyrazić zgodę udziałowcy.

Warto podkreślić, iż na skutek obniżania kosztów dystrybucyjnych oraz kosztów operacyjnych, całkowite koszty uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych w minionych kilkunastu latach znacząco spadły. Według danych opublikowanych przez Investment Company Institute, w latach 1980–1997 średnie koszty w funduszach akcyjnych spadły z 2,25 do 1,49%, w funduszach obligacji z 1,54 do 1,16%, a w funduszach rynku pieniężnego z 0,54 do 0,46%. Innym interesującym zjawiskiem, które zaobserwowano w ostatnich latach, są tzw. korzyści skali (*economies of scale*). Polega ono na tym, iż duże fundusze akcyjne wraz ze wzrostem aktywów istotnie obniżają wskaźnik kosztów, wskutek czego są relatywnie tańsze od mniejszych funduszy. Fakt ten może być jednym z powodów większego zainteresowania inwestorów właśnie dużymi funduszami, które mogą zaoferować im lepsze warunki niż mniejsze podmioty.

2. ROZWÓJ RYNKU FUNDUSZY

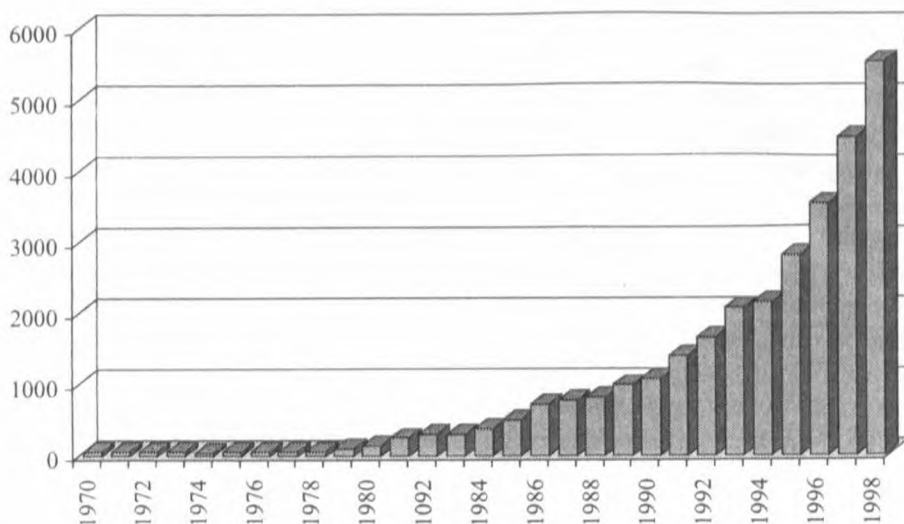
Pierwszy otwarty fundusz inwestycyjny (*mutual fund*) został utworzony w Stanach Zjednoczonych w marcu 1924 r. Był nim Massachusetts Investors Trust (MIT) zarządzany obecnie przez MFS Investment Management. W początkowych latach jego działalności idea funduszu otwartego, oferującego inwestorom możliwość ciągłego, nieograniczonego nabywania nowych i sprzedawania już istniejących udziałów, przyjęta została ze sceptycyzmem. Dopiero w latach trzydziestych, kiedy okazało się że MIT znacznie lepiej przetrwał giełdową bessę niż fundusze zamknięte, liczba *mutual funds* zaczęła dynamicznie wzrastać. Pierwsze dostępne dane z 1940 r. wskazują, iż aktywa funduszy liczyły wówczas ok. 400 milionów USD. Dziesięć lat później wzrosły one do poziomu 2,5 mld USD, by po dwóch następnych dekadach osiągnąć poziom 47,6 mld USD. Jak wynika z powyższych danych, popularność funduszy inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych w tym czasie systematycznie wzrastała. Nie była ona jednak na tyle duża, by można było już mówić o spektakularnym zainteresowaniu tą formą oszczędzania.

Pierwszy przełom na rynku funduszy nastąpił w latach siedemdziesiątych, kiedy zaczęto oferować inwestorom nowe produkty i usługi oraz wprowadzono innowacje w zakresie inwestowania (m. in. plany emerytalne – IRA, 401(k), SEP-IRA). Jeszcze na początku lat siedemdziesiątych, wraz ze spadkiem cen akcji (kryzys naftowy) tempo wzrostu wartości aktywów funduszy znacznie spadło (w latach 1972-1974 zanotowano nawet ich 40% spadek). Było to spowodowane bardzo dużym zaangażowaniem w papiery udziałowe funduszy akcyjnych, które stanowiły wówczas ponad 90% wszystkich powierników. Dało to impuls do tworzenia funduszy rynku pieniężnego, które stanowić miały alternatywę dla funduszy akcyjnych z jednej strony oraz dla depozytów bankowych z drugiej. Rentowność funduszy rynku pieniężnego była wówczas na tyle atrakcyjna, iż wpłynęła do nich duża część środków ulokowanych wcześniej w bankach. W efekcie w ciągu sześciu lat (od 1974 do 1980 r.) ich udział w majątku wszystkich funduszy wzrósł z niecałych 5 do ponad 56%. Sukces tej kategorii funduszy przyczynił się do powstania i rozwoju innych typów funduszy o stałym dochodzie, np. funduszy obligacji komunalnych stwarzających możliwość dokonania odliczeń podatkowych (*tax-exempt municipal bond funds*), czy funduszy rynku pieniężnego, których dochody zostały wyłączone z opodatkowania (*tax-free money market funds*). W sumie w 1980 r. we wszystkich typach funduszy inwestycyjnych ulokowano 135 mld USD.

Dobra passa funduszy kontynuowana była w latach osiemdziesiątych. W tej dekadzie ich aktywa wzrosły blisko ośmiokrotnie, przekraczając w 1990 r. barierę 1 biliona USD (1 065 mld USD). Średni roczny przyrost majątku powierników wyniósł w latach 1980–1990 aż 28%. Nadal największym powodzeniem cieszyły się fundusze rynku pieniężnego, jednak coraz więcej pieniędzy Amerykanie zaczęli lokować w funduszach obligacji.

Drugi przełom na rynku funduszy przyniosły lata dziewięćdziesiąte. Choć średnioroczny przyrost aktywów w latach 1990–1998 był nieco mniejszy niż w poprzedniej dekadzie (21,5%), to jednak w wartościach bezwzględnych oznaczało to, iż co roku majątek zarządzany przez fundusze wzrastał w tym okresie przeciętnie aż o 505 mld USD (w latach osiemdziesiątych tylko o 89 mld USD). O skali tego zjawiska świadczy również fakt, iż w latach 1991–1993 aktywa funduszy powiększyły się o 1 bilion USD, czyli prawie tyle, ile zebrały one od momentu powstania do 1990 r. O prawdziwej hossie można mówić począwszy od roku 1995, kiedy to majątek zarządzany przez *mutual funds* zaczął rosnąć lawinowo – w 1995 o 656 mld USD, w 1996 o 715 mld USD, w 1997 o 942 mld USD, a w 1998 r. aż o 1057 mld USD. Gwałtowny wzrost wartości aktywów w latach dziewięćdziesiątych był przede wszystkim zasługą funduszy akcyjnych, które powiększyły aktywa

ponad dwunastokrotnie (o ponad 2 730 mld USD), co stanowiło 61% całkowitego przyrostu majątku powierników w tym okresie. Znaczny wzrost aktywów odnotowały także fundusze hybrydowe (blisko dziesięciokrotny), choć w liczbach bezwzględnych był on stosunkowo skromny (tylko 327 mld USD). Niecałe trzy razy zwiększył się majątek zarządzany przez fundusze obligacji i rynku pieniężnego. Zmiany aktywów funduszy od 1970 do 1998 r. ilustruje wykres 1.

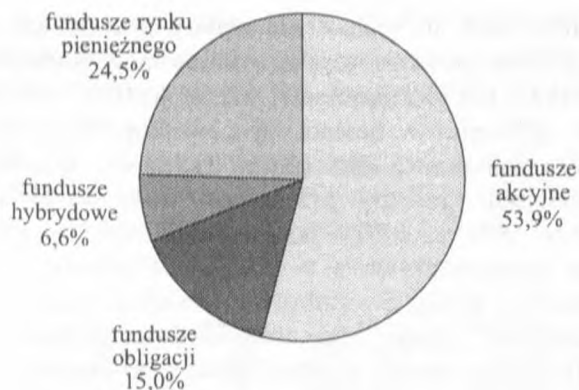


Wykres 1. Aktywa otwartych funduszy inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych w latach 1970–1998 (w mld USD na koniec roku)

Źródło: *Mutual fund fact book 1999*, Investment Company Institute, 1999 r.

Według Investment Company Institute na koniec 1998 r. w otwartych funduszach inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych ulokowano 5525,2 mld USD, z czego 2978,2 mld USD w funduszach akcyjnych, 830,6 mld USD w funduszach obligacji, 364,7 mld USD w funduszach hybrydowych oraz 1351,7 mld USD w funduszach rynku pieniężnego. Podział rynku pomiędzy poszczególne typy funduszy ilustruje wykres 2.

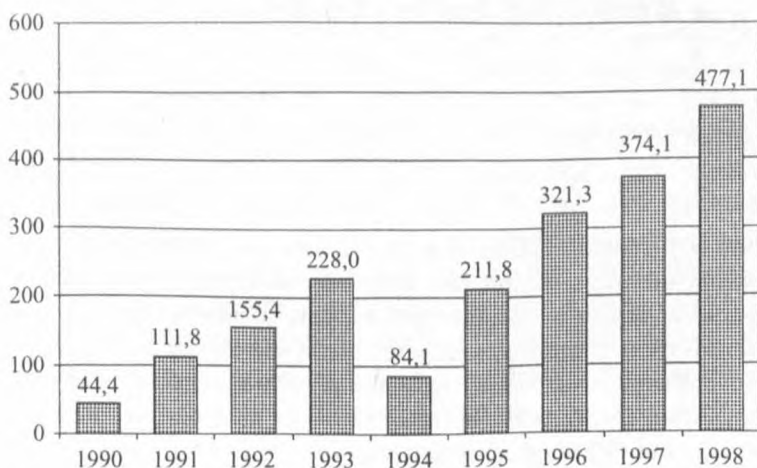
Przyczyn wzrostu aktywów netto funduszy należy upatrywać głównie w czynnikach makroekonomicznych. Gospodarka amerykańska przeżywała wówczas okres prosperity, a ponadto utrzymywała się niskowa tendencja w stopach procentowych. Skutkiem tego była masowa rezygnacja Amerykanów z tradycyjnej formy oszczędzania w bankach na rzecz lokat bardziej ryzykownych, ale przynoszących większy dochód, czyli głównie akcji. Ta zmiana preferencji inwestorów była w dużej mierze spowodowana także bardzo korzystną koniunkturą panującą w latach dziewięćdziesiątych na



Wykres 2. Udział poszczególnych typów otwartych funduszy inwestycyjnych w USA w końcu 1998 r. (według wartości aktywów)

Źródło: *A guide to mutual funds*, Investment Company Institute, 1999 r.

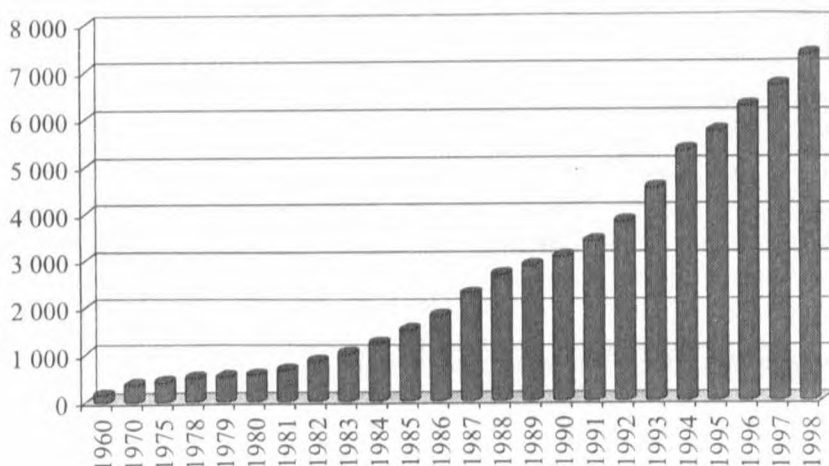
rynku kapitałowym. Główne amerykańskie indeksy – Dow Jones Industrial Average (DJIA) i Standard and Poor's 500 (S&P 500) – piły się wówczas szybko w górę, pobijając kolejne historyczne rekordy. Wydaje się, iż to właśnie pokaźne zyski z akcji zachęciły Amerykanów do powierzania coraz to większych środków otwartym funduszom inwestycyjnym, przede wszystkim funduszom akcyjnym. Znalazło to odzwierciedlenie m. in. w wielkościach wpłat gotówkowych do funduszy (wykres 3) oraz w statystyce zakupów akcji dokonywanych przez amerykańskie gospodarstwa domowe.



Wykres 3. Wpłaty gotówkowe netto do otwartych funduszy inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych w latach 1990–1998 (w mld USD)

Źródło: Patrz wykres 1

Według danych ICI, to jednak nie wpłaty pochodzące od inwestorów były głównym źródłem przyrostu aktywów funduszy w Stanach Zjednoczonych w latach 1995–1998. Był nim natomiast wzrost wartości składników portfela inwestycyjnego (głównie w postaci zysków kapitałowych i dywidend), będący pochodną znakomitej koniunktury giełdowej. Udział tego czynnika we wzroście majątku funduszy przekraczał wówczas 50% (np. w 1995 wyniósł 62, a w 1997 r. 60%), podczas gdy wpływy gotówkowe netto odpowiadały za przyrost aktywów w ok. 40% (najwięcej w 1996 i 1998 r. – odpowiednio 43 i 44%). Stosunkowo niewielkie znaczenie we wzroście aktywów (poniżej 10%) miały natomiast fundusze dopiero rozpoczynające działalność. Nie jest to jednak zaskoczeniem, gdyż Amerykanie tradycyjnie większość środków powierzają dużym, renomowanym funduszom, mogącym wykazać się długoletnim doświadczeniem na rynku.

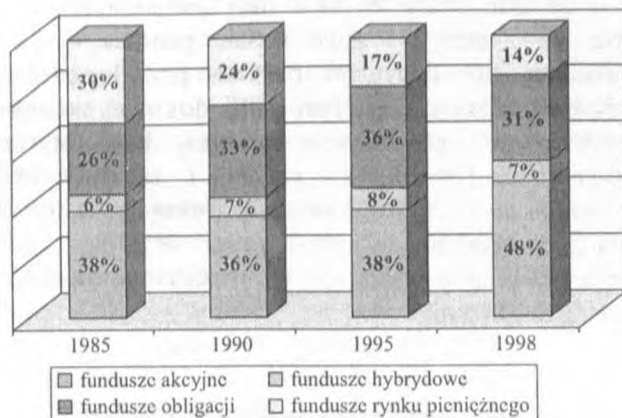


Wykres 4. Liczba otwartych funduszy inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych w latach 1960–1998

Źródło: patrz wykres 1

Imponujący rozwój rynku otwartych funduszy inwestycyjnych w USA znalazł swoje odzwierciedlenie nie tylko w wielkości zarządzanych przezeń aktywów, lecz także w liczbie podmiotów działających na tym rynku (wykres 4). Wzrost zainteresowania tą formą lokowania pieniędzy ze strony drobnych ciulaczy oraz chęć sprostania oczekiwaniom doświadczonych inwestorów sprawiły, iż towarzystwa inwestycyjne rozwijały nowe produkty, chcąc w jak największym stopniu skorzystać z hossy panującej na tym rynku. W efekcie liczba funduszy zaczęła gwałtownie wzrastać, co było szczególnie widoczne w ostatnich dwóch dekadach. W latach osiemdziesiątych liczba powierników wzrastała średnio w roku o blisko 19%, dzięki czemu

podwajała się ona co cztery lata. W latach dziewięćdziesiątych (do roku 1998 włącznie) dynamika ta była nieco mniejsza (niecałe 11%), jednak w liczbach bezwzględnych oznaczało to, że przeciętnie pojawiało się w tym okresie na rynku 490 nowych funduszy w ciągu roku, a więc ponad dwukrotnie więcej niż w poprzedniej dekadzie (237). W efekcie w końcu 1998 r. funkcjonowało w Stanach Zjednoczonych 7314 funduszy, a więc blisko trzykrotnie więcej niż dziesięć lat wcześniej i aż ponad czternastokrotnie więcej niż przed dwudziestu laty.



Wykres 5. Udział poszczególnych typów otwartych funduszy inwestycyjnych na rynku amerykańskim (według liczebności)

Źródło: patrz wykres 1

Podobnie jak w przypadku zgromadzonych aktywów, największą dynamikę, jeśli chodzi o liczbę nowo powstających podmiotów, zanotowały w ostatnim okresie fundusze akcyjne (wykres 5). Na przestrzeni lat 1985–1998 ich udział w rynku wzrósł o 10 p.p. do poziomu 48% (w liczbach bezwzględnych oznacza to wzrost z 579 do 3513 funduszy). Znacząco zwiększyła się także liczba funduszy obligacji (z 404 do 2250), wskutek czego stanowią one obecnie 31% wszystkich podmiotów działających na tym rynku (wzrost o 5 p.p.). Odwrotna tendencja panowała natomiast wśród funduszy rynku pieniężnego. Mimo iż ich liczba wzrosła w tym czasie z 457 do 1026, udział w całkowitej liczbie funduszy spadł z 30 do 14%. Nie uległ zmianie w omawianym okresie udział w rynku funduszy hybrydowych – mimo iż ich liczba wzrosła z 87 do 525, nadal stanowią ok. 7% ogółu funduszy w USA.

Systematycznie rośnie również liczba firm zarządzających (*fund complexes*). Jeszcze blisko dwadzieścia lat temu w Stanach Zjednoczonych funkcjonowało niewiele ponad 100 takich podmiotów, natomiast obecnie ich liczba

przekracza 400. Największymi tego rodzaju firmami pod względem wielkości zarządzanych aktywów są Fidelity Investments i Vanguard Group. Wzrasta także liczba funduszy zarządzanych przez jedną firmę – największa z nich Fidelity Investments zarządza obecnie ponad dwustu różnego typu funduszami. Zjawisko to jest niewątpliwie spowodowane coraz dalej posuniętą specjalizacją w tym segmencie rynku oraz dążeniem do zaproponowania klientom kompleksowej oferty inwestycyjnej.

Jak szacuje Investment Company Institute uczestnikami funduszy w końcu 1998 r. było 77,3 mln osób w 44,4 mln gospodarstw domowych, co oznacza, że ok. 44% amerykańskich rodzin powierzyło swoje pieniądze otwartym funduszom inwestycyjnym (jest to prawdopodobnie najwyższy wskaźnik na świecie). Także i na tym polu dokonał się ogromny postęp – przed dziesięciu laty uczestnikami funduszy było bowiem 22,2 mln gospodarstw domowych (24,4%), zaś w 1980 r. zaledwie 4,6 mln (5,7%). O ogromnym wzroście zainteresowania tą formą inwestowania świadczy także rosnąca liczba rejestrów w *mutual funds*. W końcu 1998 r. wynosiła ona aż 206 milionów, co oznacza, że na przestrzeni ostatnich dwudziestu lat wzrosła prawie 24-krotnie.

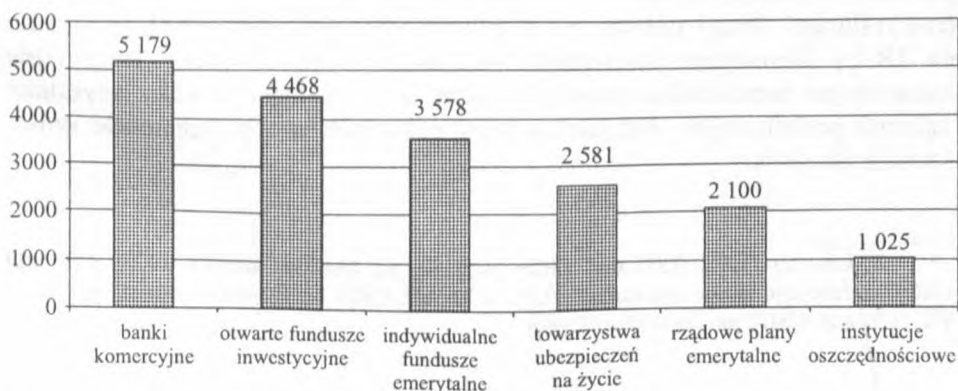
3. ROLA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W GOSPODARCE STANÓW ZJEDNOCZONYCH

Dynamiczny rozwój rynku otwartych funduszy inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych znajduje odzwierciedlenie w roli, jaką podmioty te odgrywają we współczesnej gospodarce Stanów Zjednoczonych. Z pewnością najważniejszym ich zdaniem jest dostarczanie kapitału podmiotom działającym na rynku kapitałowym. Jest to szczególnie istotne dla nowo powstających firm, zwłaszcza specjalizujących się w nowych, wysoko zaawansowanych technologiach, które dzięki kapitałowi pozyskanemu od funduszy (poprzez zakup ich akcji) mogą mniejszym kosztem finansować swój rozwój. Także wiele ofert papierów wartościowych emitowanych na lokalnych rynkach mogłoby nie zostać zrealizowanych, gdyby nie zaangażowały się w nie specjalistyczne fundusze inwestycyjne. Istotny wpływ na rynek kapitałowy mają również firmy zarządzające funduszami, które dysponując ogromnymi aktywami stają się znaczącymi akcjonariuszami i wierzycielami wielu spółek. Jak podaje ICI, na koniec 1998 r. udział *mutual funds* w całkowitym kapitale akcyjnym firm amerykańskich (szacowanym na 13,7 biliona USD) wynosił 18,7%. Ponieważ znacząca część nowych środków napływających do funduszy jest inwestowana przez zarządzających właśnie w akcje, ma to również pozytywny wpływ na kształtowanie się ich kursów na giełdach. Dzięki temu

także firmom bardziej opłaca się zdobywać kapitał poprzez ofertę publiczną niż przez zaciąganie kredytów bankowych, czy inne formy finansowania.

Pozytywny wpływ funduszy inwestycyjnych uwidacznia się również na rynku papierów dłużnych. Dzięki lokatom powierników w obligacje i instrumenty rynku pieniężnego, ich emitenci mogą znacznie taniej i szybciej niż dotychczas pozyskiwać kapitał na rozmaite przedsięwzięcia. Według danych ICI udział otwartych funduszy inwestycyjnych w rynku obligacji (przedsiębiorstw i zagranicznych) oraz papierów komercyjnych (o wartości 5,1 biliona USD) wyniósł na koniec 1998 r. 16,8%, natomiast w rynku papierów komunalnych (o wartości 1,46 biliona USD) aż 33,3%. Fundusze są ponadto istotnym źródłem finansowania amerykańskiego budżetu. Ich udział w szacowanym na 7,1 biliona USD rynku papierów wartościowych wyemitowanych przez skarb państwa i agencje rządowe wyniósł w końcu 1998 r. 8,6%.

Powiernicy uczestniczą aktywnie również w finansowaniu określonego typu przedsięwzięć. Przykładem mogą być fundusze, które inwestują w papiery zabezpieczone na hipotekach, emitowane przez Państwową Rządową Agencję Nieruchomości (Government National Mortgage Association – Ginnie Mae), Państwową Federalną Agencję Nieruchomości (Federal National Mortgage Association – Fannie Mae) lub Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). Instytucje te gromadzą środki z przeznaczeniem na kredyty hipoteczne, tak więc fundusze nabywając emitowane przezeń walory wspierają pośrednio rozwój budownictwa. Analogiczną rolę fundusze spełniają w przypadku organizacji Student Loan Marketing Association zajmującej się kredytami dla studentów.



Wykres 6. Aktywa największych instytucji finansowych w USA w końcu 1997 r. (w mld USD)

Źródło: *Assets of mutual funds and other financial institutions: 1997*, Investment Company Institute, 1997

Rosnąca w szybkim tempie popularność *mutual funds* spowodowała także istotne zmiany w systemie oszczędzania i inwestowania amerykańskiego społeczeństwa. W 1997 r. otwarte fundusze inwestycyjne znajdowały się na drugim miejscu pod względem wartości aktywów wśród wszystkich pośredników finansowych w Stanach Zjednoczonych (wykres 6). Miały wówczas ponad 23% udział w całkowitej sumie aktywów zgromadzonych przez instytucje finansowe w USA i ustępowały miejsca w tej klasyfikacji jedynie bankom komercyjnym. Tymczasem w 1990 r. w podobnym zestawieniu powiernicy zajmowali dopiero czwarte miejsce za bankami, indywidualnymi funduszami emerytalnymi i towarzystwami ubezpieczeń na życie. Ulokowano w nich wówczas zaledwie niewiele ponad 10% aktywów wszystkich pośredników finansowych.

Na szczególne podkreślenie zasługuje rola, jaką *mutual funds* odgrywają na rynku emerytalnym (*retirement market*). Jak szacuje Investment Company Institute, wartość ich aktywów w tym segmencie rynku wynosiła w końcu 1998 r. aż 1,9 biliona USD (od 1991 r. wzrosła ponad 5-krotnie), co oznacza, że ulokowano w nich 17% ogólnej sumy środków tam zaangażowanych¹⁴ (pozostałe 83% przypadało na fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe, banki i firmy maklerskie). Było to także 35% całkowitej wartości aktywów funduszy w tym okresie (w roku 1990 tylko 21%). Połowa z wyżej wymienionej sumy (964 mld USD) przypadła na plany emerytalne sponsorowane przez pracodawców (*employer-sponsored retirement plans*), takie jak: 401(k), 403(b) i 457. Spośród nich największe znaczenie (60% tej części aktywów) ma pierwszy, który pozwala pracownikom na odliczenie od podstawy opodatkowania wpłat pochodzących z ich wynagrodzeń. W sumie *mutual funds* miały w 1998 r. ok. 11% tej części rynku emerytalnego. Druga połowa z 1,9 biliona USD (934 mld USD) przypadła na IRA's (Individual Retirement Accounts) – są to plany emerytalne ustanowione samodzielnie przez inwestora, umożliwiające również uzyskanie odliczeń podatkowych. Udział funduszy otwartych w tym segmencie rynku wyniósł aż 44%.

¹⁴ Z sumy tej 71,3% (1353 mld USD) przypadło na fundusze akcyjne, 10,2% (194 mld USD) na fundusze rynku pieniężnego, 9,5% (180 mld USD) na fundusze hybrydowe i tylko 9% (171 mld USD) na fundusze obligacji.

*Tomasz Miziolek***MUTUAL FUNDS' MARKET IN UNITED STATES**

Mutual funds' market is the most expanded sector of financial services in United States. Nowadays there are more than 7300 mutual funds representing a wide variety of investment objectives, from conservative to aggressive and investing in a wide range of securities. At the end of 1998, total net assets of mutual funds amounted to 5,5 trillion USD, the greater part of which (54%) was invested in stock funds. Expansion of mutual funds influences evolution of financial and capital market and in great part contributes to investment development of whole American economy. It could be impossible without confidence, which is expression of consciousness of advantages and benefits flowing from this form of investing.