

Anna Zamojska

Efektywność funduszy inwestycyjnych w Polsce

Studium teoretyczno-empiryczne



F I N A N S E



Efektywność
funduszy
inwestycyjnych
w Polsce

F I N A N S E

Anna Zamojska

Efektywność funduszy inwestycyjnych w Polsce

Studium teoretyczno-empiryczne



Wydawnictwo C.H. Beck
Warszawa 2012

Wydawca: Dorota Ostrowska-Furmanek
Redakcja merytoryczna: Bogumiła Walicka
Recenzent: prof. dr hab. Wiesław Dębski

Projekt okładki i stron tytułowych: GRAFOS
Ilustracja na okładce: © Simon Smith/iStockphoto.com

Seria: Finanse

Publikacja dofinansowana przez BPS sp. z o.o.



© Wydawnictwo C.H. Beck 2012

Wydawnictwo C.H. Beck Sp. z o.o.,
ul. Bonifraterska 17, 00-203 Warszawa

Skład i łamanie: Studio Graficzne MIMO Michał Moczarski
Druk i oprawa: Elpil, Siedlce

ISBN 978-83-255-4389-1



ISBN e-book 978-83-255-4390-7

Spis treści

Wstęp	7
1. Fundusze inwestycyjne jako kategoria ekonomiczno-społeczna	13
1.1. Istota funduszu inwestycyjnego	13
1.2. Funkcje funduszy inwestycyjnych	16
1.3. Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych	19
1.4. Rozwój funduszy inwestycyjnych	25
1.5. Determinanty rozwoju funduszy inwestycyjnych	30
1.6. Podsumowanie	43
2. Teoretyczne podstawy pomiaru efektywności funduszy inwestycyjnych ...	44
2.1. Fundusz inwestycyjny jako portfel papierów wartościowych	44
2.2. Wycena portfela za pomocą stochastycznego czynnika dyskontującego	47
2.2.1. Stochastyczny czynnik dyskontujący w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych	47
2.2.2. Ryzyko w modelu wyceny aktywów opierającym się na konsumpcji	51
2.3. Równoważność teorii SDF i modeli czynnikowych	55
2.4. Podstawowe modele wyceny i ich własności	57
2.5. Sposoby estymacji i weryfikacji modeli wyceny	65
2.6. Podsumowanie	78
Dodatek	79
3. Miary efektywności funduszy inwestycyjnych	81
3.1. Efektywność jako zdolność osiągania nadzwyczajnych stóp zwrotu	81
3.2. Czynniki determinujące stopy zwrotu funduszu	84
3.2.1. Dekompozycja stopy zwrotu portfela wg E.F. Famy	85
3.2.2. Sektorowe czynniki stopy zwrotu portfela	87
3.2.3. Behawioralne czynniki stopy zwrotu funduszy	89
3.3. Konstrukcja miary efektywności na podstawie stochastycznego czynnika dyskontującego	90
3.4. Miary efektywności absolutnej i relatywnej	95
3.4.1. Bezwarunkowe miary efektywności absolutnej i relatywnej	96
3.4.2. Warunkowe miary efektywności absolutnej	104

3.4.3. Miary efektywności relatywnej	108
3.5. Podsumowanie	114
4. Pomiar efektywności funduszy inwestycyjnych	115
4.1. Etapy pomiaru efektywności funduszy inwestycyjnych	115
4.2. Sposoby odzwierciedlenia stóp zwrotu w modelach wyceny	117
4.3. Prognozowanie stóp zwrotu w długim i krótkim okresie	123
4.4. Rozmiar i moc statystyk testowych stosowanych w badaniach nad efektywnością zarządzania portfelem inwestycyjnym	129
4.5. Wykorzystanie miar efektywności do porządkowania funduszy	133
4.6. Podsumowanie	137
5. Przegląd badań nad efektywnością funduszy inwestycyjnych	139
5.1. Efektywność funduszy działających na rynkach dojrzałych i wschodzących	139
5.2. Mikroekonomiczne czynniki efektywności funduszy inwestycyjnych	143
5.3. Czynniki efektywności przypisywane zarządzającym funduszami	149
5.4. Powtarzalność w długim i krótkim okresie	158
5.5. Podsumowanie	163
6. Empiryczne badanie efektywności akcyjnych funduszy inwestycyjnych w Polsce	165
6.1. Strategia badawcza i weryfikowane hipotezy badawcze	165
6.2. Dane o efektywności funduszy i ich charakterystykach	166
6.3. Wyniki estymacji modeli wyceny	171
6.4. Testowanie własności parametru alfa	181
6.5. Prognozy stóp zwrotu funduszy	188
6.6. Ocena zgodności i powtarzalności rankingów efektywności funduszy	192
6.7. Podsumowanie	198
Dodatek	200
Zakończenie	205
Bibliografia	209
Indeks	223

Wstęp

Proces inwestowania jest wyrzeczeniem się bieżącej konsumpcji na rzecz przyszłych, lecz niepewnych zysków [Hirschleifer, 1965, s. 509]. W przytoczonej definicji pojawiają się określenia zysku i niepewności, które określają podstawowe charakterystyki każdej inwestycji: zysk to wysokość oczekiwanej nagrody za wyrzeczenie się konsumpcji, niepewność – ryzyko, że oczekiwany zysk nie zostanie zrealizowany. Zmieniać się może także okres, w którym zysk zostanie zrealizowany. Te trzy elementy: zysk, ryzyko i horyzont czasu stanowią podstawowe charakterystyki inwestycji, które jednocześnie umożliwiają porównanie i wybór inwestycji.

Osoby wyrzekające się konsumpcji na rzecz przyszłych zysków są określane mianem inwestorów, którzy różnią się między sobą zarówno poziomem oczekiwanego zysku, jak i skłonnością do ryzyka. Dokładając kolejny element, jakim jest oczekiwany przez inwestora okres zrealizowania zysku, otrzymujemy ogromną liczbę kombinacji możliwości inwestycyjnych. Owa mnogość możliwości stworzyła warunki do rozwoju rynku kapitałowego, na którym przedmiotem obrotu są właśnie różnego rodzaju produkty inwestycyjne stwarzające możliwość pomnożenia posiadanego kapitału. Podaż tworzą instytucje poszukujące kapitału, a popyt – inwestorzy liczący, że dany podmiot za pomocą zainwestowanych środków zwiększy swój zysk i podzieli się nim z inwestorem w przyszłości.

Ze społeczno-gospodarczego punktu widzenia fundusze inwestycyjne odgrywają ważną rolę jako podmioty realizujące podstawowe funkcje rynku finansowego: alokacji, wyceny i transformacji kapitału. To uzasadnia skupienie uwagi na wynikach inwestycyjnych funduszy, ponieważ z jednej strony ich po-

tencjalni klienci poszukują metod, które właściwie wycenią usługi oferowane przez fundusze w postaci profesjonalnego zarządzania. Z drugiej natomiast strony zarządzający portfelami inwestycyjnymi funduszy chcą podkreślić ważność ich roli i wykazać przewagę aktywnej strategii względem strategii pasywnej w procesie zarządzania portfelem inwestycyjnym.

Jako uzasadnienie wyboru podjętej tematyki efektywności funduszy inwestycyjnych można wskazać przesłanki teoretyczne, empiryczne i użytkowe. Wśród przesłanek teoretycznych należy zwrócić uwagę na problematykę związaną z podejmowaniem decyzji w warunkach ryzyka i zachowań inwestorów na rynku kapitałowym. Istotne znaczenie ma kwestia zdefiniowania pojęcia efektywności funduszy inwestycyjnych. Jedną z ważnych przesłanek empirycznych jest identyfikacja czynników wpływających na ceny walorów, a tym samym wartość jednostek rozrachunkowych funduszy oraz adekwatność wyboru metod i technik stosowanych w pomiarze wyniku rozumianego jako efektywność (*performance measurement*) funduszy inwestycyjnych. Jako przesłanki użytkowe należy wskazać użyteczność podjęcia tego tematu zarówno z punktu widzenia indywidualnych inwestorów, jak i zarządzających funduszami. Konieczne jest dostarczenie narzędzi umożliwiających obiektywną ocenę efektywności zarządzania powierzonymi środkami finansowymi.

Zasadniczym celem niniejszej pracy jest weryfikacja znanych metod i technik oceny efektywności funduszy inwestycyjnych oraz propozycja alternatywnego podejścia do badania efektywności aktywnie zarządzanego portfela. Cel ten będzie zrealizowany przez:

- ▶ przegląd dotychczas stosowanych metod oceny wyników funduszy inwestycyjnych;
- ▶ przegląd wyników badań empirycznych w kraju i na świecie;
- ▶ prezentację teorii oceny efektywności zarządzania portfelem inwestycyjnym stosującą stochastyczny czynnik dyskontujący;
- ▶ porównanie miar efektywności opierających się na teorii średniej wariancji (*mean-variance theory*) z miarami efektywności stosującymi stochastyczny czynnik dyskontujący;
- ▶ estymację i weryfikację modeli wyceny stosujących stochastyczny czynnik dyskontujący;
- ▶ ocenę stosowanych metod wskaźnikowych w kontekście powtarzalności wyników;
- ▶ ustalenie, czy wyniki osiągnięte przez zarządzających portfelem inwestycyjnym są wynikiem ich nadzwyczajnych umiejętności inwestycyjnych.

W pracy są weryfikowane cztery hipotezy badawcze. Zgodnie z pierwszą z postawionych hipotez walory i portfele są wyceniane przez czynniki zbywalne i niezbywalne. Druga hipoteza to stwierdzenie, że nie istnieje możliwość osiągnięcia nadzwyczajnych stóp zwrotu na skutek stosowania aktywnego zarządzania portfelem. Zgodnie z trzecią hipotezą osiągnięcie najlepszych wyników w danej grupie funduszy w okresie przeszłym nie gwarantuje osiągnięcia analogicznych wyników w przyszłości. Ostatnią z weryfikowanych hipotez jest teza, że wyniki osiągane przez zarządzających portfelem inwestycyjnym funduszu są efektem aktualnej sytuacji na rynku, a nie nadzwyczajnych zdolności zarządzających.

Realizacja postawionych celów badawczych oraz weryfikacja hipotez wymagała przyjęcia określonych metod badawczych. W rozprawie wykorzystano metody jakościowe i ilościowe. Jako metodą jakościową posłużono się krytycznym przeglądem literatury i za jej pomocą zidentyfikowano aktualny stan wiedzy na temat badania efektywności funduszy inwestycyjnych.

W zakresie ilościowej weryfikacji efektów aktywnego zarządzania portfelem funduszy wykorzystano wnioskowanie indukcyjne, które pozwoliło na sformułowanie i weryfikację hipotez badawczych. Szeroko wykorzystane zostały metody wnioskowania statystycznego oraz metody analizy wskaźnikowej służące ocenie efektywności portfela inwestycji. Kluczowym elementem, na którym opiera się teoretyczna konstrukcja rozprawy, jest zmienna losowa określana jako stochastyczny czynnik dyskontujący (*stochastic discount factor*, SDF). SDF jest zdefiniowany jako iloczyn subiektywnej oceny ryzyka inwestora (poziomu niecierpliwości) oraz zmian międzyokresowej substytucji konsumpcji. Przyjęto założenie, że SDF prawidłowo wycenia walory finansowe i dostarcza metod badania efektywności funduszy umożliwiających testowanie zachowań inwestorów w świetle klasycznego paradygmatu teorii finansowej, gdzie zakłada się, że inwestorzy indywidualnie podejmują racjonalne decyzje na relatywnie pozbawionym restrykcji rynku i przy niskim koszcie pozyskania informacji. W efekcie prowadzi to do eliminacji produktów o niższej jakości i wzrostu liczby produktów o dobrej jakości. Elastyczność SDF jako narzędzia oceny efektywności oraz niewielka liczba ograniczeń, jakie muszą być spełnione, sprawia, że SDF jest niezwykle użytecznym narzędziem w procesie oceny efektywności portfeli inwestycyjnych.

Treść opracowania została podzielona na sześć rozdziałów. W pierwszym z nich przedstawiono dynamikę rozwoju funduszy inwestycyjnych w kraju i na świecie, ze szczególnym uwzględnieniem determinant rozwoju funduszy.

Przedstawiona została koncepcja funduszu inwestycyjnego jako instytucji zbiorowego inwestowania oraz sposób, w jaki uczestniczy on w wypełnianiu funkcji rynku finansowego. W tej części opracowania przedstawiono szczegółowe klasyfikacje funduszy.

W rozdziale drugim fundusz inwestycyjny jest traktowany jako klasyczny portfel papierów wartościowych. Przedstawiono tu podstawowe założenia i konsekwencje wykorzystania stochastycznego czynnika dyskontującego w procesie wyceny zarówno pojedynczych walorów, jak i portfela. Istotnym elementem w proponowanym podejściu jest konstrukcja procesu generującego wartości szeregu stochastycznego czynnika dyskontującego. Omówiono szeroko rodzaje modeli wyceny, metody ich estymacji i problemy, jakie wiążą się z szacowaniem parametrów strukturalnych w tych modelach oraz z identyfikacją ryzyka. Przedstawione w tym rozdziale podejście do wyceny walorów za pomocą stochastycznego czynnika dyskontującego opiera się na rozważaniach zaproponowanych przez Cochrane'a i przedstawionych w jego książce z 2005 r. pt. *Asset Pricing. Revisited Edition*.

W rozdziale trzecim przedstawiono pojęcie efektów zarządzania portfelem oraz nadzwyczajnej stopy zwrotu (*abnormal performance*) funduszy inwestycyjnych. Omówiono czynniki kształtujące nadzwyczajne stopy zwrotu funduszy inwestycyjnych oraz teoretyczne podstawy pomiaru wyników osiągniętych przez fundusze inwestycyjne w świetle modeli wyceny aktywów opierających się na stochastycznym czynniku dyskontującym. W ostatniej części rozdziału zaprezentowano miary efektywności absolutnej i relatywnej.

W rozdziale czwartym przedstawiono podstawowe zagadnienia związane z ilościowym podejściem do pomiaru efektywności otwartych funduszy inwestycyjnych. W pierwszej części, wprowadzającej szczegółowo omówiono poszczególne etapy pomiaru wyniku osiągniętego przez portfel funduszu w celu oceny efektywności. W dalszej części jest omawiany problem prognozowania stóp zwrotu funduszy inwestycyjnych w długim i krótkim okresie. Jedną z podstawowych przesłanek przeprowadzania analizy wyników historycznych jest próba prognozowania przyszłych stóp zwrotu funduszy. Istotnym elementem tego procesu jest dobór właściwych miar ze statystyczno-ekonometrycznego punktu widzenia, co umożliwia zarówno trafne konstruowanie rankingów funduszy inwestycyjnych, jak i ocenę efektywności zarządzania portfelem funduszu w wybranym horyzoncie inwestycji.

Rozdział piąty zawiera obszerny przegląd badań nad efektywnością funduszy inwestycyjnych, przede wszystkim na rynkach krajów rozwiniętych, takich

jak Stany Zjednoczone, Wielka Brytania oraz wybrane kraje Europy Zachodniej. W pierwszej części przedstawiono wyniki badań empirycznych poświęconych efektywności funduszy działających na rynkach dojrzałych i wschodzących. Następnie dokonano prezentacji czynników determinujących poziom efektywności zarządzania portfelem inwestycyjnym w podziale na dwie grupy. Pierwszą grupę stanowią czynniki przypisywane specyficze funduszy, tzw. mikrocynniki, natomiast drugą – czynniki efektywności przypisywane zarządzającym portfelami funduszy. W ostatniej części rozdziału przedstawiono obszerny przegląd badań poświęconych kontynuacji wyników osiąganych przez fundusze inwestycyjne.

Szósty rozdział obejmuje opis badania empirycznego, którego celem była ocena przydatności modeli wyceny i stochastycznego czynnika dyskontującego do oceny efektywności zarządzania portfelem inwestycyjnym. Przedmiotem analizy są wybrane fundusze inwestycyjne akcji rynku krajowego.

W zakończeniu zebrano najważniejsze wnioski wynikające z poszczególnych rozdziałów oraz przedstawiono dalsze kierunki badań w kontekście określania standardów czytelnego i rzetelnego przedstawiania wyników funduszy inwestycyjnych ich odbiorcom, czyli inwestorom. Unifikacja standardów umożliwia porównywanie wyników, co ma szczególne znaczenie dla efektywnej alokacji środków na rynku finansowym nie tylko w skali pojedynczych krajów, ale także w skali gospodarki globalnej.

Pragnę serdecznie podziękować współpracownikom z Katedry Ekonometrii Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego: dr. hab. Pawłowi Miłobędzkiemu, dr. hab. Tadeuszowi Bołtowi, dr. hab. Krystynie Strzale, dr. Lechowi Kujawskiemu i mgr Marii Blangiewicz za ogromne wsparcie merytoryczne i dyskusje naukowe, które stanowiły inspirację do powstania tej rozprawy. Dziękuję również za wsparcie finansowe otrzymane od Uniwersytetu Gdańskiego w ramach finansowania projektów badań własnych: BW 2330-5-0164-6 i BW 2330-5-0267-4.

1 Fundusze inwestycyjne jako kategoria ekonomiczno-społeczna

1.1. Istota funduszu inwestycyjnego

Zarówno dynamiczny rozwój rynku finansowego w zakresie ilości instrumentów dostępnych dla uczestników tego rynku, jak i postęp technologiczny ułatwiający zawieranie transakcji sprawiły, że podjęcie decyzji o wyborze instrumentów wchodzących w skład portfela indywidualnego inwestora stało się niezwykle trudne. Trudność wynika przede wszystkim z ilości informacji niezbędnych, ale i dostępnych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Kolejnym istotnym elementem są koszty związane z pozyskaniem i przetworzeniem informacji oraz dokonaniem transakcji kupna bądź sprzedaży wybranych instrumentów. W konsekwencji zbyt długi czas procesu decyzyjnego i wielkość kosztów ponoszonych na taki dobór instrumentów do portfela, który spełnia oczekiwania inwestora odnośnie do stopy zwrotu i ryzyka, mogą znacznie zmniejszyć poziom dochodu z portfela. Rozwijający się rynek finansowy przyczynił się do wzrostu zapotrzebowania na specjalistów w zakresie zarządzania inwestycjami finansowymi, co w konsekwencji doprowadziło do dynamicznego rozwoju instytucji zbiorowego inwestowania. Fundusz inwestycyjny umożliwia zatem inwestorom indywidualnym i instytucjonalnym pełniejsze wykorzystanie możliwości dostępnych na rynku finansowym.

Koncepcja funduszu inwestycyjnego jako instytucji zbiorowego inwestowania opiera się na łączeniu wielu małych kapitałów w jeden duży w celu wspólnego ich inwestowania. Istotą funduszy inwestycyjnych jest zatem inwestowanie środków powierzonych przez inwestorów indywidualnych lub instytucjonalnych [Lee, Lee, 2006, s. 186].

W literaturze przedmiotu ściera się wiele definicji funduszy inwestycyjnych. Jedna z nich określa fundusz inwestycyjny jako pulę środków finansowych wyodrębnionych w celu ich lokowania w sposób sformalizowany [Bojańczyk, 2005, s. 25]. W innych definicjach fundusz inwestycyjny to forma pośredniego uczestnictwa inwestorów w operacjach na rynku finansowym bądź też forma lokaty pieniężnej umożliwiająca udział w majątku funduszu wraz ze wszystkimi korzyściami, jakie z tego udziału wynikają [Kościelniak, 1998, s. 21]. Fundusz bywa określany jako całość majątku powstałego z wpłat pieniężnych udziałowców, pewna masa majątkowa o ściśle określonym sposobie tworzenia i przeznaczeniu, zarządzana przez fundusz inwestycyjny w rozumieniu podmiotowym [Chróścicki, 1998, s. 18; Bojańczyk, 2005, s. 25; Dziawgo, Dziawgo, 1994, s. 15; Michalski, Sobolewski, 1999, s. 9]. Podstawą koncepcji funduszu inwestycyjnego jest połączenie środków finansowych inwestorów indywidualnych w celu ich wspólnego inwestowania, a następnie dzielenie się osiągniętymi korzyściami bądź poniesionymi stratami [Dębski, 2010, s. 569]. Fundusz inwestycyjny jest wreszcie rozumiany jako pewien zespół zależności istniejących między różnymi podmiotami zaangażowanymi w realizację idei zbiorowego inwestowania [Zawadzka, 2009, s. 115].

Należy także przytoczyć definicję funduszu inwestycyjnego z aktualnie obowiązującej *Ustawy o funduszach inwestycyjnych* z 27 maja 2004 r.: „Fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze publicznego, a w przypadkach określonych w ustawie również niepublicznego, proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, w określone w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe”¹.

Z przytoczonych powyżej definicji wynika kilka istotnych cech funduszy inwestycyjnych. Fundusze są jednym z podmiotów rynku finansowego, określanych także jako inwestorzy instytucjonalni, którzy pośredniczą w inwestowaniu połączonych aktywów. Jako instytucje zbiorowego inwestowania poszukują instrumentów o szerszym profilu ryzyko–dochód i większej płynności w imieniu indywidualnego inwestora przez wykorzystywanie efektu synergii połączonych aktywów, zwiększanie efektywności, szczególnie kosztów transakcyjnych i kosztów zarządzania, przy jednoczesnym minimalnym wkładzie

¹ *Ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych*, art. 3 ust. 1 (Dz.U. z 2004 r., nr 146, poz. 1546 ze zmianami).

własnym². Podstawową przewagą funduszy inwestycyjnych jako inwestorów instytucjonalnych jest znacznie lepsza dywersyfikacja portfela walorów, niż ma to miejsce w przypadku indywidualnego inwestowania.

Cechą niezwykle istotną z punktu widzenia funduszy inwestycyjnych jest płynność zapewniająca korzystanie z dużych i płynnych rynków kapitałowych, stosowanie standardów handlowych (*trading standard*) oraz komodyfikacja³ (*commoditized instruments*). Zakłada się, że zdolność absorpcji i przetwarzania tych informacji przez zatrudnionych w funduszach profesjonalistów jest znacznie lepsza, niż na poziomie inwestora indywidualnego [Davis, Steil, 2001, s. 13–16]. Wynika to z obowiązku zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu przez specjalnie w tym celu zatrudnionych specjalistów w zakresie zarządzania inwestycjami.

Wielkość aktywów zarządzanych przez fundusz inwestycyjny jest bardzo duża, co umożliwia korzystanie z efektu skali (*economies of scale*) skutkującego niższymi średnimi kosztami ponoszonymi przez uczestników funduszu, którzy – dzieląc między sobą koszty zarządzania – oszczędzają na wynagrodzeniu dla indywidualnego doradcy. Wielkość aktywów, którymi dysponuje fundusz, umożliwia także inwestowanie w duże niepodzielne inwestycje lub inwestycje o bardzo wysokiej cenie jednostkowej. Efekt skali związany z wielkością zarządzanych przez fundusz aktywów ma także wpływ na redukcję kosztów transakcyjnych [Shy, Stenbacka, 2003, s. 608]. Dodatkowo, jako zaletę należy wskazać ewidencjonowanie transakcji, co wynika z obowiązków formalno-prawnych funduszy inwestycyjnych⁴.

Wymienione powyżej cechy stanowią niewątpliwe zalety związane z inwestowaniem w fundusze inwestycyjne; zaletom towarzyszą jednak i wady. Najczęściej przytacza się brak pewności co do wysokości stopy zwrotu z inwestycji, jaką uzyska fundusz w następnych okresach. Historyczne stopy zwrotu nie stanowią podstawy do prognozowania na analogicznym poziomie stóp zwrotu w przyszłości. Kolejną, bardzo istotną wadą są koszty związane z uczestnic-

² Uczestnikami funduszu mogą być dowolni inwestorzy: osoby fizyczne, prawne czy instytucje nieposiadające osobowości prawnej. Uczestnicy funduszu zawierają adhezyjny kontrakt o treści wynikającej ze statutu funduszu i tym samym jego warunków nie można negocjować. Kontrakt o charakterze adhezyjnym można jedynie zawrzeć lub odrzucić [Bednarz, 2001, s. 155].

³ Inaczej utowarowienie, czyli przekształcenie z wartości użytkowej w wartość wymienną. Przykładem może być wtórny rynek hipotek.

⁴ Rozporządzenie Ministra Finansów z 4 marca 2009 r. (Dz.U. z 20 marca 2009 r.), na podstawie art. 48 ust. 3 ustawy z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. z 2004 r., nr 146, poz. 1546 ze zmianami, art. 3).

twem w funduszu inwestycyjnym. Wysokość kosztów uczestnictwa w sposób istotny i ujemny wpływa na wysokość stopy zwrotu uczestnika funduszu, co oznacza, że wraz ze wzrostem kosztów funduszu zmniejsza się wysokość stopy zwrotu [Malhotra, Martin, Russel, 2007, s. 324]. Z punktu widzenia inwestora indywidualnego pewien dyskomfort może także powodować świadomość braku bezpośredniego wpływu na środki zainwestowane w fundusz. Inwestor taki musi w pełni polegać na odpowiedzialności zawodowej, wiedzy i umiejętnościach menedżera zarządzającego portfelem funduszu. Menedżerowie są z kolei narażeni na ryzyko hazardu moralnego, czyli skłonności do akceptowania wyższego ryzyka niż jest to uzasadnione, oraz na ryzyko ulegania zachowaniom stadnym (*herding*), czyli podążania za wzorem zachowań innych zarządzających portfelem [Sias, 2004, s. 166]. Z punktu widzenia teorii agencji może wystąpić konflikt interesów między uczestnikiem funduszu a zarządzającym portfelem funduszu. Konflikt interesów potencjalnie wynika z rozbieżności celów, ponieważ inwestor oczekuje maksymalizacji dochodu z powierzonych funduszowi środków, zarządzający zaś dąży do maksymalizacji własnego wynagrodzenia, którego wysokość jest uzależniona od osiągniętych przez fundusz wyników [Mahoney, 2004, s. 173].

Można zauważyć, że fundusze inwestycyjne jako instytucja wspólnego inwestowania mogą stanowić atrakcyjną formę inwestycji zarówno dla inwestorów indywidualnych, jak i innych inwestorów instytucjonalnych. Konieczne jest jednak uwzględnienie kosztów, jakie wiążą się z korzystaniem z takiej formy usług finansowych. Istotnym aspektem determinującym wyniki funduszu są także ograniczenia wynikające z polityki inwestycyjnej funduszu oraz ram prawnych, w jakich zobowiązany jest prowadzić swoją działalność.

1.2. Funkcje funduszy inwestycyjnych

Fundusze inwestycyjne są jednym z podmiotów tworzących rynek finansowy i należą do grupy inwestorów instytucjonalnych⁵. Poziom sprawności i efektywności funkcjonowania systemu finansowego wyznacza ramy i warunki działania podmiotów funkcjonujących na tym rynku [Bojańczyk, 2007, s. 57].

Próbą wyjaśnienia i zrozumienia przyczyn oraz skutków współczesnego rozwoju inwestorów instytucjonalnych, w tym także funduszy inwestycyj-

⁵ Inwestorzy instytucjonalni to także towarzystwa ubezpieczeniowe oraz fundusze emerytalne.

nych, może być funkcjonalne podejście⁶ do systemu finansowego, zaproponowane przez Mertona i Bodie [Merton, Bodie, 1995, s. 4]. Celem tego podejścia było stworzenie jednolitych ram analitycznych, pozwalających na wyjaśnienie różnic w strukturze instytucjonalnej różnych systemów finansowych [Matysek-Jędrych, 2007, s. 40]. Szczególną uwagę w tym podejściu zwraca się na funkcje, które system finansowy musi spełniać, niezależnie od formy instytucjonalnej. Podejście to definiuje zbiór stałych cech rozwoju w długim okresie oraz charakterystyki właściwe w krótkim okresie. Ewolucja form instytucjonalnych i struktury finansowej wynika z kolejnych form adaptacji inwestorów instytucjonalnych i w efekcie prowadzi do ulepszania sposobów wypełniania przez nich funkcji systemów finansowych w warunkach nasilającej się konkurencji.

Autorzy podejścia funkcjonalnego, Merton i Bodie, zdefiniowali zbiór funkcji, jakie pełni system finansowy. Za najważniejszą z nich uznali efektywną alokację zasobów. Podstawową funkcję systemu finansowego uzupełnia sześć funkcji kluczowych (*core functions*), które powinien spełniać każdy system finansowy [Merton, Bodie, 1995, s. 24].

Funkcja alokacji zasobów ma na celu zapewnienie sposobów transferu zasobów ekonomicznych w czasie i przestrzeni (między różnymi regionami geograficznymi i różnymi podmiotami gospodarczymi) oraz efektywnej ich alokacji. Funkcja ta pozwala takim podmiotom jak gospodarstwa domowe czy przedsiębiorstwa optymalizować proces alokacji zasobów między różnymi podmiotami instytucjonalnego inwestowania. Współcześnie szczególnego znaczenia nabrał transfer środków w długim okresie, co wynika z konieczności indywidualnego, dodatkowego gromadzenia środków na emeryturę⁷. Fundusze inwestycyjne stanowią mechanizm umożliwiający wypełnianie funkcji alokowania posiadanych nadwyżek.

Funkcja skutecznego zarządzania i kontroli ryzyka jest realizowana w przypadku funduszy inwestycyjnych przez zabezpieczanie (*hedge*), dywersyfikację i ubezpieczanie (*insure*). W celu realizacji tej funkcji fundusze inwestują w różnego rodzaju instrumenty, co pozwala na konstrukcję odpowiedniego

⁶ Podejście funkcjonalne do systemu finansowego opiera się na dwóch zasadniczych przesłankach: funkcje systemu finansowego są bardziej stabilne niż instytucje finansowe oraz formy instytucjonalne są bezpośrednią konsekwencją funkcji wypełnianych przez system finansowy.

⁷ Ma to związek ze zjawiskiem demograficznego starzenia się społeczeństwa, co potencjalnie może spowodować zakłócenia w wypłatach świadczeń emerytalnych przyszłym pokoleniom. Realnym zagrożeniem jest niski poziom świadczeń emerytalnych, a nawet ich brak.

portfela. W zależności od polityki inwestycyjnej funduszu zmienia się poziom ekspozycji na ryzyko i tym samym wraz ze wzrostem poziomu ryzyka pojedynczych instrumentów rośnie znaczenie tej funkcji [Matysek-Jędrych, 2007, s. 45].

Funkcja tworzenia systemów rozliczania i dokonywania płatności jest związana z wymianą dóbr, usług i aktywów. Fundusze inwestycyjne wraz z rozwojem technologii i innowacji na rynku przyczyniły się do silnego rozwoju tej funkcji, co wynika z faktu pojawienia się możliwości dokonywania transakcji w formie elektronicznej [Fabozzi, Modigliani, 2009, s. 27].

Funkcja łączenia zasobów inwestorów indywidualnych umożliwia inwestowanie na dużą skalę, przy jednoczesnym rozdzieleniu między inwestorów akcji przedsiębiorstw ułatwiającą dywersyfikację. Funkcja ta jest związana z immanentną cechą inwestorów instytucjonalnych, przede wszystkim funduszy inwestycyjnych, tworzenia efektywnych mechanizmów gromadzenia środków drobnych inwestorów w celu ich alokacji z wykorzystaniem korzyści wynikających z efektu skali [Merton, Bodie, 1995, s. 8].

Funkcja dostarczania informacji o cenie pozwala na koordynowanie zdecentralizowanego procesu podejmowania decyzji w różnych sektorach gospodarki. Rynki finansowe dostarczają nie tylko sposobów alokacji kapitału, ale także informacji, na podstawie których są podejmowane decyzje inwestycyjne. Funkcja ta w przypadku funduszy inwestycyjnych stanowi jeden z podstawowych elementów ich funkcjonowania. W procesie pozyskiwania i przetwarzania informacji fundusze kierują się kryterium minimalizacji kosztów pozyskiwania informacji [Diamond, 1984, s. 398] i w związku z tym istotne jest traktowanie informacji jako dobra publicznego [Levine, Loayza, Beck, 2000, s. 32]. W tym kontekście szczególnego znaczenia nabiera rzetelność, wiarygodność i aktualność dostępnych publicznie informacji.

Funkcja ochrony inwestorów polega na zapewnieniu sposobów pokonywania problemu niedostatku motywacji (*incentive problems*) w sytuacji występowania zjawiska asymetrii informacji [Mahoney, 2004, s. 169].

W kontekście powyższych rozważań fundusze inwestycyjne w istotnym zakresie realizują funkcje systemu finansowego. Szczególnie istotna jest ich rola w łączeniu i alokacji zasobów finansowych, zarówno w czasie, jak i przestrzeni, oraz w skutecznym zarządzaniu i ograniczaniu ryzyka inwestycji finansowych.

1.3. Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych

Rosnąca liczba funduszy inwestycyjnych oraz coraz szerszy wachlarz oferowanych produktów powodują, że niezbędna staje się ich klasyfikacja. Celem klasyfikowania funduszy jest wyodrębnienie grup jednorodnych pod względem wybranych charakterystyk funduszy istotnych z punktu widzenia kryteriów podejmowania decyzji inwestycyjnych. Klasyfikacja pozwala zatem na uporządkowanie funduszy we wzajemnie rozłączne zbiory, umożliwiając porównywanie funduszy w obrębie pojedynczych grup oraz porównanie wyodrębnionych grup ze sobą.

Z punktu widzenia inwestora istotnym kryterium klasyfikacji funduszy jest poziom ekspozycji na ryzyko funduszu inwestycyjnego, co pośrednio implikuje także oczekiwany poziom stopy zwrotu. Zatem dwie klasyczne charakterystyki portfela inwestycyjnego – stopa zwrotu i ryzyko – wyznaczają pierwszą z proponowanych klasyfikacji funduszy. W jej ramach można wskazać wymienione niżej grupy funduszy [Banks, 2006, s. 137].

1. Konwencjonalne (*conventional*) – fundusze inwestycyjne, których celem jest tworzenie zdywersyfikowanego portfela. Do tej grupy funduszy można także zaliczyć innych inwestorów instytucjonalnych, takich jak fundusze emerytalne i towarzystwa ubezpieczeniowe.

2. Alternatywne (*alternative*) – grupa funduszy znacznie zwiększająca ekspozycję na ryzyko w celu osiągnięcia jak najwyższych zysków. W tej grupie znajdują się takie podmioty, jak fundusze *hedge*, fundusze *private equity*, fundusze *venture capital* oraz państwowe fundusze majątkowe (*sovereign wealth funds*).

3. Indywidualne (*private wealth*) – grupa produktów inwestycyjnych dedykowanych indywidualnym, bardzo bogatym klientom. Fundusze tego typu są zarządzane przez indywidualnych doradców lub prywatnych bankierów. Prywatne majątki inwestorów indywidualnych mogą być inwestowane we wszelkiego rodzaju aktywa, takie jak konwencjonalne i alternatywne fundusze, a także fundusze nieruchomości (*real estate*) czy tzw. „aktywa twarde” (*hard assets*), takie jak ropa naftowa, złoto czy inne bogactwa naturalne o wyjątkowej wartości.

W obrębie każdej z wymienionych grup można wyodrębnić pewne ogólne kategorie funduszy. Fundusze mogą inwestować w bardzo wiele różnych instrumentów finansowych i stosować różnorodne techniki zarządzania portfelem, jednak działania funduszy muszą być zgodne z deklarowaną polityką inwestycyjną. W związku z tym można wskazać podstawowe kategorie cha-