

Mateusz Wutkie

III Rok SS1 MSG Finanse Międzynarodowe i Bankowość

CHARAKTERYSTYKA I ZMIANY W ZAMKNIĘTYCH FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH W KONTEKŚCIE OPTYMALIZACJI PODATKOWEJ

Słowa kluczowe: podatki, optymalizacja, fundusz inwestycyjny, finanse

Wstęp

W Polsce w 2017 roku tylko na głównym rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie zanotowano około 78219 tys. PLN obrotu certyfikatami inwestycyjnymi¹. Na końcu tego samego roku zanotowano 806 zamkniętych funduszy inwestycyjnych a ograniczenie przez Komisję Nadzoru Finansowego optymalizacji podatkowej funduszami zamkniętymi odbiło się szerokim echem w prasie.

Celem artykułu jest zbadanie struktury zamkniętego funduszu inwestycyjnego, mechanizmu optymalizacji i analiza wpływu zmian legislacyjnych ograniczających optymalizację podatkową na zamknięte fundusze inwestycyjne oraz rynek certyfikatów inwestycyjnych na podstawie roczników giełdowych.²

1. Fundusze inwestycyjne otwarte a fundusze inwestycyjne zamknięte

Fundusz inwestycyjny jest zinstytucjonalizowaną formą pośredniego uczestnictwa inwestorów w operacjach rynku finansowego. Zrzesza on inwestorów i jest prawną formą zbiorowego lokowania środków pieniężnych w papiery wartościowe³.

Fundusze inwestycyjne są produktami elastycznymi i są dobierane lub tworzone tak aby sprostać oczekiwaniom inwestorów. Dlatego fundusze można sklasyfikować według licznych kryteriów min. obszaru inwestycyjnego, celu inwestycyjnego, opłaty wstępnej, dystrybucji zysków i dochodów oraz formy uczestnictwa która jest kluczowa w kontekście FIZ.

¹ Strona internetowa Giełdy Papierów Wartościowych, www.gpw.pl [dostęp: 20.11.2018].

² Rocznik Giełdowy 2018. Dane statystyczne za rok 2017, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2018.

³ E. Pietrzak, M. Markiewicz *Finanse, bankowość i rynki finansowe*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2011, s. 367.

Zgodnie z Tabelą 1, zamknięte i otwarte fundusze inwestycyjne różnią się strukturą, grupą docelową samego funduszu oraz , sposobem emisji, możliwością sprzedaży i wyceną walorów.

Tabela 1. Różnice między FIZ a FIO

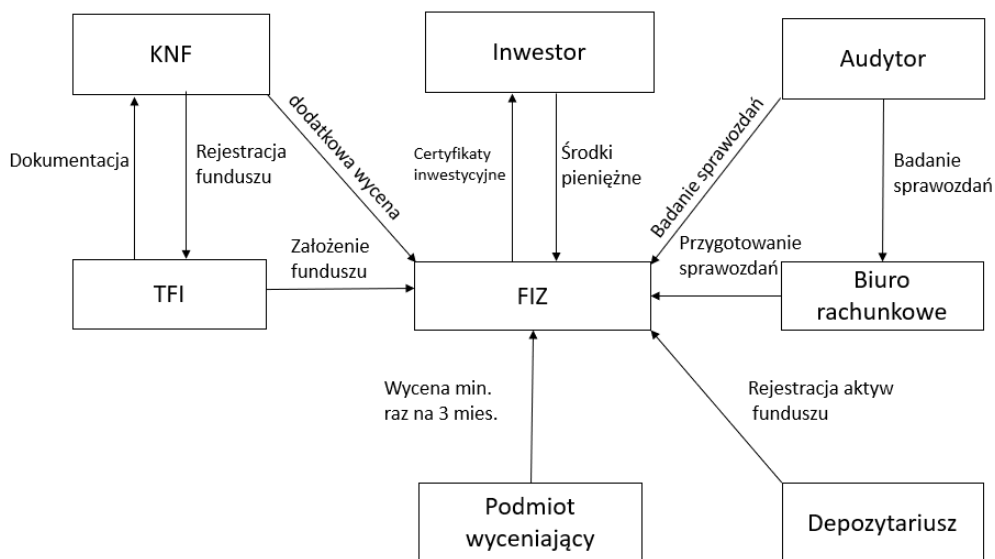
	Fundusz inwestycyjny otwarty	Fundusz inwestycyjny zamknięty
Grupa docelowa	Inwestorzy indywidualni, inwestorzy instytucjonalni	Inwestorzy instytucjonalni, klienci bankowości prywatnej
Nazwa waloru	Jednostki uczestnictwa	Certyfikaty inwestycyjne
Emisja walorów	Możliwość wyemitowania dowolnej ilości walorów	Jednorazowa emisja ograniczonej liczby walorów
Wycena	Wartość aktywów przypadających na jednostkę uczestnictwa	Cenę ustala rynek
Zbywalność	Jednostkę może kupić tylko i wyłączenie fundusz	Dowolność sprzedaży
Liczba walorów	Zmienna w czasie, w zależności od popytu na fundusz	Stała

Źródło: E. Pietrzak, M. Markiewicz *Finanse, bankowość i rynki finansowe*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2011, s.369

Dla FIO są to jednostki uczestnictwa otwartego funduszu inwestycyjnego, jednocześnie dla FIZ są to certyfikaty inwestycyjne zamkniętego funduszu inwestycyjnego.

2. Podmioty obsługujące zamknięte fundusze inwestycyjne

Do poprawnego funkcjonowania funduszu inwestycyjnego niezbędny jest szereg podmiotów. Zarówno tych obsługujących fundusz jak i sprawujących funkcje kontrolne nad nim. Poniżej (Rys.2) omówiono te podmioty.



Rys.2. Podmioty w zamkniętym funduszu inwestycyjnym

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *FIZ-yczna niemożliwość*, www.forbes.pl, 20.11.2018

a) Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych (TFI) - tworzy, zarządza i nadaje statut funduszowi. Najczęściej fundusz zamknięty jest stworzony i dostosowany do potrzeb konkretnego inwestora. TFI również sporządza i dostarcza niezbędną dokumentację do Komisji Nadzoru Finansowego (KNF). Warto podkreślić, że FIZ jako osoba prawna jest oddzielnym i niezależnym od TFI podmiotem. Jego głównym zadaniem jest emisja certyfikatów inwestycyjnych i lokowanie zebranych środków pieniężnych zgodnie z polityką inwestycyjną.

b) Depozytariusz – jest najczęściej niezależnym bankiem prowadzącym zestawienie aktywów którymi operuje fundusz. Nadzoruje także politykę inwestycyjną zawartą w statucie funduszu inwestycyjnego. Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi depozytariuszem może być:

- bank krajowy posiadający co najmniej 100 mln złotych funduszy własnych;
- Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW);
- oddział instytucji kredytowej, z siedzibą w Polsce i przydzielonym kapitałem w minimalnej wysokości 100 mln złotych.

c) Podmiot wyceniający – co najmniej raz na 3 miesiące wycenia lokaty funduszu. Wycenę mogą przeprowadzać:

- towarzystwo będące organem funduszu, pod warunkiem, że zapewniona jest niezależność przeprowadzania wyceny;
- niezależny podmiot uprawniony do usługowego prowadzenia ksiąg rachunkowych;

- podmiot spełniający warunki funkcji depozytariusza;
 - firma audytorska;
 - Komisja Nadzoru Finansowego również przeprowadza wycenę dodatkową.
- d) Audytor – zajmuje się badaniem poprawności sprawozdania finansowego funduszu przygotowanego przez biuro rachunkowe, które zajmuje się również kontrolą limitów inwestycyjnych.

3. Istota podatku i optymalizacji podatkowej

Aby mówić o optymalizacji podatkowej, trzeba wyjaśnić czym jest podatek. Według artykułu 6 ordynacji podatkowej podatkiem nazywamy, nieodpłatne, przymusowe oraz bezzwrotne świadczenie pieniężne na rzecz Skarbu Państwa, województwa, powiatu lub gminy, wynikające z ustawy podatkowej.⁴ W ujęciu globalnym podatek charakteryzuje pięć cech:

- a) nieodpłatny – podatek nie jest świadczeniem wzajemnym;
- b) bezzwrotny – przekazanie środków pieniężnych jest definitywne i nie podlega zwrotowi;
- c) przymusowy- wszystkie podmioty wymienione w ustawie są zobowiązane do uiszczenia odpowiednich podatków pod groźbą konsekwencji karnych;
- d) powszechny- podatek dotyczy wszystkich podmiotów wymienionych w ustawie;
- e) pieniężny – podatek jest pobierany w walucie danego kraju;

Optymalizacja podatkowa jest zatem szeregiem działań prowadzących do jak największego zminimalizowania zobowiązań podatkowych⁵ i dzieli się ją na dwie zasadnicze kategorie:

- a) optymalizacja podatkowa z wykorzystaniem międzynarodowego planowania podatkowego (wykorzystująca trusty, holdingi, raje podatkowe)
- b) optymalizacja z wykorzystaniem prawa lokalnego

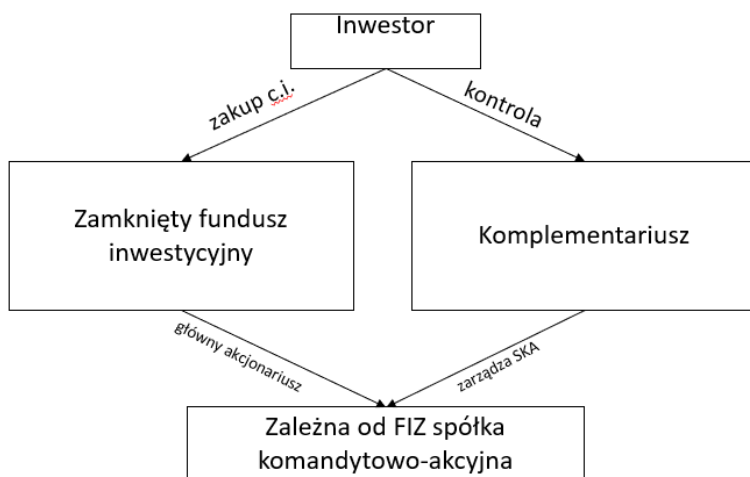
Optymalizacja zamkniętymi funduszami inwestycyjnymi należy zarówno do pierwszej jak i drugiej z powyżej wymienionych kategorii metod optymalizacyjnych, ponieważ wykorzystywała zarówno raje podatkowe, jak i niedoskonałości w polskim prawie podatkowym.

4. Struktura funduszu i mechanizm optymalizacji

⁴ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Ordynacja podatkowa.

⁵ Strona internetowa Ministerstwa Finansów, www.mf.gov.pl [dostęp: 18.11.2018].

Struktura FIZ (Rys.3) różni się od struktury FIO. Znaczącą różnicą jest możliwość obrotu certyfikatami inwestycyjnymi na giełdzie lub rynku pozagiełdowym.

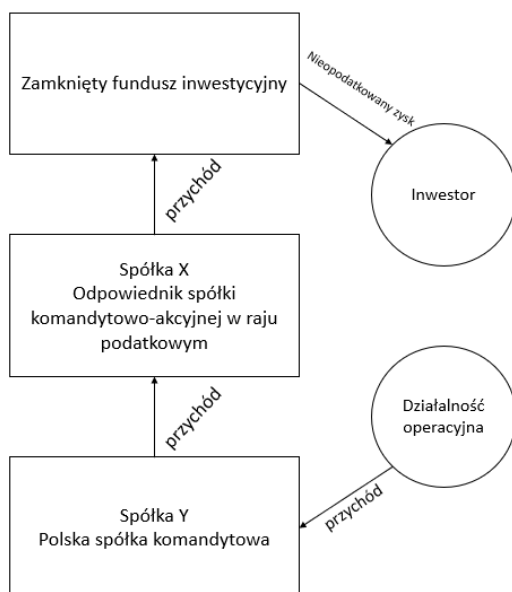


Rys.3. Uproszczona docelowa struktura FIZ

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *FIZ-yczna niemożliwość*, www.forbes.pl, 20.11.2018

Fundusz inwestycyjny jako oddzielny i niezależny podmiot ma prawo do nabycia akcji nie tylko spółek, które są w wolnym obrocie, ale również zależnych od FIZ spółek komandytowo-akcyjnych co determinuje możliwość optymalizacji podatkowej. Inwestor jako właściciel FIZ-u, jest jednocześnie głównym akcjonariuszem zależnych spółek komandytowo-akcyjnych i sprawuje kontrolę nad Komplementariuszem, którego zadaniem jest zarządzanie spółkami zależnymi.

Mechanizm optymalizacji (Rys.4) wykorzystuje strukturę funduszu do przetransferowania zysków z działalności operacyjnej przez szereg powiązanych wertykalnie spółek zależnych.



Rys.4. Mechanizm optymalizacji podatkowej

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *FIZ-yczna niemożliwość*, www.forbes.pl, 20.11.2018

Zgodnie z Rys.4 polska spółka komandytowa Y prowadzi generującą przychód działalność operacyjną. Dominującym udziałowcem i jednocześnie uprawnionym do większości przychodów w spółce Y jest zarejestrowana w raju podatkowym spółka X. Na FIZ będący spółką matką spółki X przepisywane są przychody które pierwotnie były wygenerowane przez spółkę polską i które powinny podlegać opodatkowaniu. Do 1 stycznia 2017 w świetle polskiego prawa dochody z spółek zależnych FIZ nie podlegały opodatkowaniu.

5. Obawy inwestorów i regulacje prawne

Na początku listopada 2016 roku, w ogólnopolskiej prasie pojawiają się pierwsze wzmianki mówiące o zainteresowaniu się KNF FIZ-ami. 4 listopada na łamach Gazety Wyborczej mogliśmy w tamtym czasie przeczytać: „Bombą atomową w fundusze inwestycyjne”⁶. Business Insider dwa dni wcześniej na stronie internetowej ostrzegął inwestorów słowami „PiS szuka pieniędzy na 500 plus. Może zabić polski rynek kapitałowy i wypędzić inwestorów za granicę”⁷. W tym kontekście warto odpowiedzieć sobie na pytanie: Czy prasa wywoływała zbędną panikę na rynku FIZ?

Na to pytanie nie ma jednoznacznej odpowiedzi, z jednej strony budzący tak duże kontrowersje pierwotny projekt nowelizacji ustawy mówił o opodatkowaniu 19% podatkiem od osób prawnych wszystkich zamkniętych funduszy inwestycyjnych. Z drugiej strony to wciąż był niezaakceptowany projekt, który jeszcze w tym samym miesiącu zmienił swoją formę. Finalna wersja, która weszła w życie z dniem 1 stycznia 2017 stanowiła, że:

- a) otwarte fundusze inwestycyjne- wciąż mogą w całości korzystać z podmiotowego zwolnienia podatkowego; zatem ich sytuacja nie zmieniła się po nowelizacji;
- b) specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (SFIO)- zgodnie z nową ustawą fundusze dzieli się na 2 kategorie:
 - SFIO stosujące zasady i ograniczenia określone dla funduszy inwestycyjnych zamkniętych;
 - SFIO, które stosują zasady i ograniczenia funduszy otwartych z pewnymi odrębnymi regulacjami,

⁶ M. Samcik, *Bombą atomową w fundusze inwestycyjne*, www.wyborcza.biz [dostęp: 9.11.2018].

⁷ J. Fryc, *PiS szuka pieniędzy na 500 plus. Może zabić polski rynek kapitałowy i wypędzić inwestorów za granicę*, www.businessinsider.pl [dostęp: 10.11.2018].

c) zamknięte fundusze inwestycyjne – w nich zaszły największe zmiany. Nowemu opodatkowaniu w FIZ podlegają kolejno:

- przychody z odsetek od pożyczek udzielonych podmiotom transparentnym podatkowo;
- przychody z udziału w podmiotach transparentnych podatkowo;
- przychody z tytułu odsetek od papierów wartościowych emitowanych przez podmioty transparentne podatkowo;
- przychody z tytułu zbycia papierów wartościowych wyemitowanych przez podmioty transparentne podatkowo;
- darowizny i inne świadczenia nieodpłatne lub częściowo odpłatne przekazywane przez podmioty transparentne podatkowo.

Podatek CIT oczywiście dotyczy SFIO wykorzystujących pewne rozwiązania wykorzystywane w FIZ-ach natomiast SFIO wykorzystujące mechanizm funduszy otwartych wciąż mogą cieszyć się nieopodatkowanym przychodem.⁸

Konstruuąc ustawę w ten sposób fundusze inwestujące w regularne spółki wciąż pozostają wolne od podatku. Rząd ograniczył przede wszystkim możliwość agresywnej optymalizacji podatkowej, jednocześnie nie dyskryminując interesów uczciwych inwestorów lokujących swoje pieniądze w fundusze zamknięte.

Mimo swojego rodzaju kompromisowi wypracowanemu przez polskie ustawodawstwo w tamtym czasie środowisko niezależnych od banków TFI pozostało sceptyczne. Komisja Nadzoru Finansowego na końcu marca 2018 roku uznała, że informacje o nowych prywatnych ofertach funduszy zamkniętych, na wzór ofert prywatnych akcji lub obligacji mogą być kierowane maksymalnie do 149 osób. Właściciele niezależnych TFI dostrzegają w tym działaniu próbę odebrania części potencjalnych inwestorów a co za tym idzie, również części zysków na rzecz dużych bankowych TFI.⁹

6. Wpływ zmian w zamkniętych funduszach inwestycyjnych na ich atrakcyjność

Certyfikaty inwestycyjne są dopuszczone do obrotu na głównym rynku Giełdy Papierów Wartościowych. Tabela 2 zawiera najważniejsze wskaźniki dotyczące c.i notowanych na głównym rynku GPW.

Tabela 2. Certyfikaty inwestycyjne – podstawowe wskaźniki

⁸ Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi.

⁹ K. Kosiński, *KNF chce wyciąć z rynku FIZ-y*, www.pb.pl [dostęp: 15.11.2018].

	2014	2015	2016	2017
Średnie obroty na sesję (tys. PLN)	290	305	243	313
Liczba transakcji na sesję	37	31	24	35
Średnia wartość transakcji (w PLN)	7929	9887	9930	9033
Wolumen obrotu na sesję	2603	2725	1931	2436
Liczba notowanych serii na koniec roku	31	30	37	36
Wartość obrotów c.i. w całym roku (w tys PLN)	72 092	76 515	60 979	78 219

Źródło: *Rocznik Giełdowy 2018*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2018

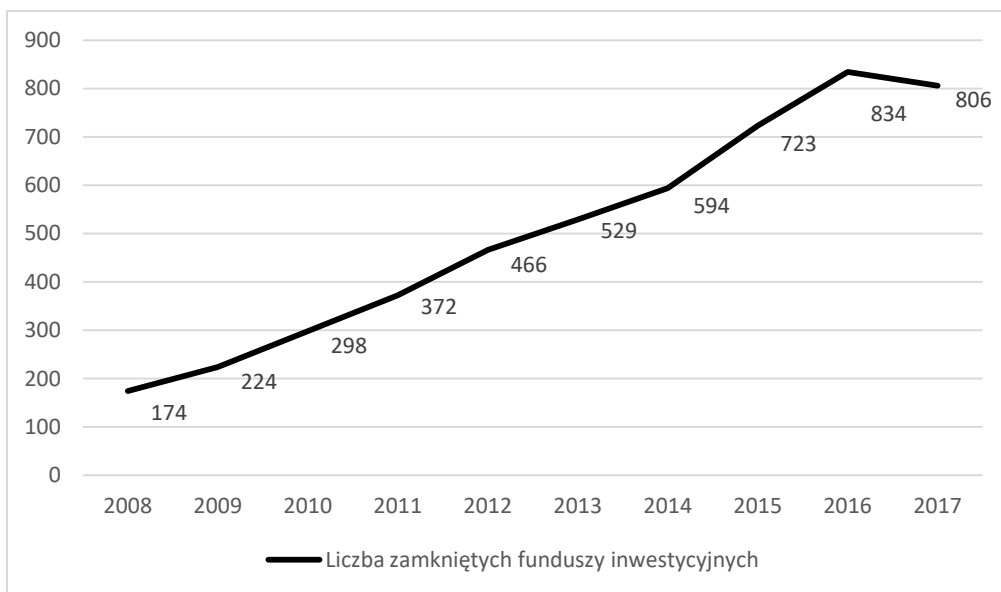
Na podstawie Tabeli 2 można wywnioskować, że giełda już wcześniej charakteryzowała się słabą płynnością. Obawiano się jeszcze większego jej spadku w kontekście omawianych wydarzeń.¹⁰ Z drugiej strony TFI spotkały się z groźbą mniejszego zainteresowania ich produktami i w konsekwencji mniejszym przychodem

Mimo obaw większość wskaźników związanych z c.i. nieznacznie wzrosła względem roku 2016. Można jedynie odnotować nieznaczny spadek liczby notowanych serii na koniec roku oraz już bardziej dostrzegalny spadek średniej wartości transakcji. Największe wrażenie sprawia dynamiczny wzrost wolumenu obrotu na sesję oraz liczby transakcji na sesję. Sugeruje to zwiększenie płynności oraz większe zainteresowanie FIZ na rynku głównym GPW.

Trzeba wziąć pod uwagę, że duża część funduszy zamkniętych nie znajduje się na regulowanym rynku giełdowym, a certyfikaty będące przedmiotem obrotu na warszawskiej giełdzie nie należą do funduszy służących optymalizacji podatkowej. Można jedynie spekulować, że rozgłos wokół FIZ przypomniał inwestorom o ich istnieniu, przyczyniając się do wzrostu zainteresowania nimi.

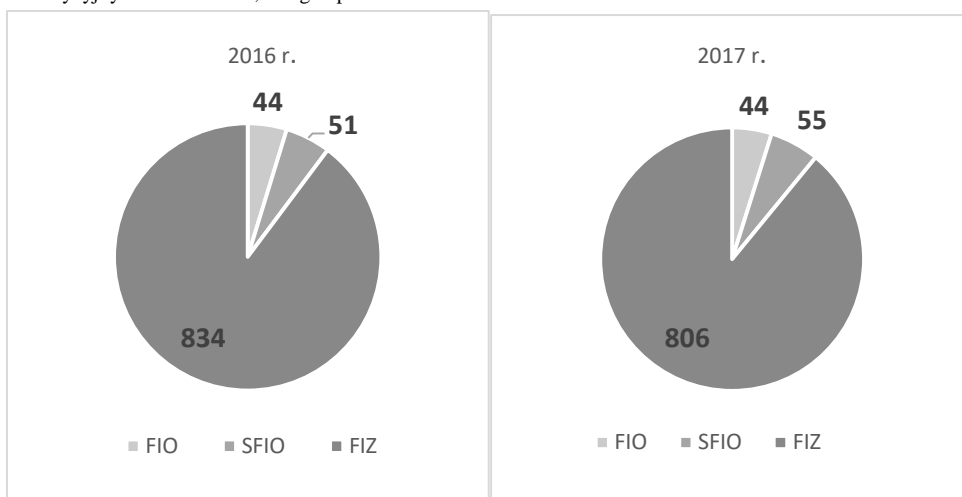
Opodatkowanie FIZ nie tylko wywarło wpływ na rynek certyfikatów inwestycyjnych, ale również na liczbę zarejestrowanych funduszy (Rys.6) oraz ich udział w rynku (Rys.7).

¹⁰ Strona internetowa Bankier.pl, www.bankier.pl [dostęp: 20.11.2018].



Rys.6. Liczba zamkniętych funduszy inwestycyjnych na koniec danego roku

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Wyniki finansowe funduszy inwestycyjnych i towarzystw funduszy inwestycyjnych w 2017 roku, stat.gov.pl.



Rys.7 Struktura funduszy w 2016 i 2017 roku

Źródło: Opracowanie własne na podstawie stat.gov.pl, 20.11.2018

Zmniejszenie się liczby FIZ-ów o około 3% w ciągu roku (Rys.6) nie wpłynęło znacznie na strukturę funduszy inwestycyjnych w Polsce (Rys.7). Fundusze zamknięte niezmiennie posiadają największy udział w rynku. Warto jednak zauważyć, że wraz ze spadkiem liczby funduszy zamkniętych, spadła również liczba specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych, których nowelizacja ustawy również dotyczyła.

Podsumowanie

Zamknięte fundusze inwestycyjne wciąż są atrakcyjnym produktem finansowym skierowanym do wąskiej grupy odbiorców. Struktura funduszu umożliwiała optymalizację podatkową, poprzez wykorzystanie spółek zarejestrowanych w rajach podatkowych. Reforma ustawy miała na celu ograniczenie optymalizacji i mimo początkowych niedoskonałości i sprzeciwu środowiska inwestorów dostarczyła optymalnego rozwiązania problemu. Ponad to nowe prawo nie ogranicza w żaden sposób uczciwych inwestorów. Konsekwencją tych zmian jest pierwszy od ponad 8 lat spadek liczby zarejestrowanych funduszy zamkniętych oraz nieznaczne zmniejszenie się ich udziału na rynku względem FIO. Opodatkowanie funduszy zamkniętych miało również pośrednio pozytywny wpływ na rynek certyfikatów inwestycyjnych.

Bibliografia

- E. Pietrzak, M. Markiewicz, *Finanse, bankowość i rynki finansowe*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2011.
- J. Fryc, *PiS szuka pieniędzy na 500 plus. Może zabić polski rynek kapitałowy i wypędzić inwestorów za granicę*, www.businessinsider.pl [dostęp: 10.11.2018].
- K. Kosiński, *KNF chce wyciąć z rynku FIZ-y*, www.pb.pl [dostęp: 15.11.2018].
- M. Samcik, *Bombą atomową w fundusze inwestycyjne*, www.wyborcza.biz [dostęp: 9.11.2018].
- P. Kochańska, *FIZ-yzna niemożliwość*, www.forbes.pl [dostęp: 11.10.2018].
- Rocznik Giełdowy 2018. Dane statystyczne za rok 2017, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2018.
- Strona internetowa Bankier.pl, www.bankier.pl [dostęp: 20.11.2018].
- Strona internetowa Giełdy Papierów Wartościowych, www.gpw.pl [dostęp: 20.11.2018].
- Strona internetowa Ministerstwa Finansów, www.mf.gov.pl [dostęp: 18.11.2018].
- Strona internetowa Głównego Urzędu Statystycznego. www.stat.gov.pl [dostęp: 20.11.2018].
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Ordynacja podatkowa.
- Wyniki finansowe funduszy inwestycyjnych i towarzystw funduszy inwestycyjnych w 2017 roku, stat.gov.pl.

Streszczenie

Zamknięty fundusz inwestycyjny jest produktem finansowym posiadającym inne cechy niż fundusz otwarty. Agresywna optymalizacja podatkowa jest możliwa głównie dzięki jego charakterystycznej strukturze. Nowe regulacje ograniczające optymalizację podatkową zostały wprowadzone w życie wraz z nowelizacją ustawy, na mocy której opodatkowano zyski ze spółek zależnych funduszu. Działanie to spowodowało, że ilość zarejestrowanych funduszy inwestycyjnych spadła. Natomiast większość wskaźników dotyczących certyfikatów inwestycyjnych na rynku giełdowym wzrosło względem roku poprzedniego, ponieważ fundusze te nie były tworzone z myślą o optymalizacji podatkowej.

CHARACTERISTICS AND CHANGES IN CLOSED-END INVESTMENT FUNDS IN THE CONTEXT OF TAX OPTIMIZATION

Summary

Closed-end investment funds are, different than open-end funds financial product. Their structure determines fact, they can be used for tax optimization. New regulations limit this activity, by rising tax rate for fund subsidiaries. These actions have negative influence on the number of registered investment funds. However, most of the indicators regarding investment certificates on the exchange market increased compared to the previous year, because these funds were not created with the aim of tax optimization.