

Elżbieta Maria Wrońska^{*}

WYKORZYSTANIE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W ZARZĄDZANIU GRUPĄ KAPITAŁOWĄ

1. WSTĘP

W ostatnich pięciu latach zauważalny jest dynamiczny wzrost liczby funduszy inwestycyjnych zamkniętych oraz wartości aktywów netto zarządzanych przez te fundusze. W dużej mierze wzrost ten wynika z możliwości ich wykorzystania przez indywidualnych inwestorów dla potrzeb optymalizacji podatkowej. Większość z funduszy inwestycyjnych zamkniętych stanowią tzw. dedykowane (przeznaczone dla konkretnego inwestora) fundusze inwestycyjne zamknięte aktywów niepublicznych, do których mogą być wnoszone aktywa posiadane przez inwestora. Konstrukcja taka jest niezwykle atrakcyjna przede wszystkim podatkowo, zapewniając dużą swobodę zarządzania zgromadzonymi w funduszu aktywami.

2. ISTOTA I CELE ISTNIENIA GRUP KAPITAŁOWYCH

Pojęcie grupy kapitałowej jest trudne do zdefiniowania. W literaturze często występują odmienne definicje, które wynikają z różnych badań i doświadczeń. Według M. Trockiego grupa kapitałowa jest to utworzone zgrupowanie, które realizuje wspólny cel gospodarczy. W jego skład wchodzi jednostki gospodarcze, które są powiązane trwale więzami majątkowymi oraz własnościowymi. Mają możliwość realizowania wspólnych celów, które wynikają z rodzaju oraz intensywności powiązań¹. Zwrócić należy uwagę, że polskie ustawodawstwo nie

^{*} Dr, Zakład Finansów Podmiotów Gospodarczych, Wydział Ekonomiczny, UMCS Lublin.

¹ M. Trocki, *Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie*, PWN, Warszawa 2004, s. 41.

definiuje pojęcia holding czy grupa kapitałowa². Umożliwia to dość szerokie rozumienie tego pojęcia, jak również charakterystyki podmiotów biorących udział w tworzeniu grupy kapitałowej (formy organizacyjno-prawnej, funkcji, zależności).

Organizacja grupy kapitałowej może opierać się na powiązaniach kapitałowych, majątkowych, kontraktowych lub personalnych³. Powiązania kapitałowe powstają gdy jedna spółka staje się właścicielem akcji czy udziałów innej. Powiązania majątkowe występują gdy majątek będący własnością jednej ze spółek wykorzystywany jest w działalności całej grupy. Powiązania kontraktowe mają miejsce w przypadku określenia wzajemnych praw i obowiązków w ramach realizacji wspólnej polityki gospodarczej w postaci sformalizowanej umowy. Powiązania personalne występują w sytuacji, gdy równocześnie funkcje w organach podmiotów gospodarczych pełnią te same osoby. M. Trocki zwraca uwagę, że w praktyce funkcjonowania polskich grup kapitałowych można zaobserwować zjawisko niedoceniaenia innych niż kapitałowe sposobów podporządkowania i oddziaływania.

Grupy kapitałowe posiadają określony cel gospodarczy. Jest nim, generalnie biorąc, dążenie do uzyskania określonych korzyści finansowych z prowadzonej działalności gospodarczej. Jest to jednak ogólnie sformułowany cel każdego ugrupowania, który jest realizowany poprzez cele cząstkowe. Motywami skłaniającymi do utworzenia grupy mogą być cele, których realizacja nie jest możliwa w ramach oddzielnych jednostek. Powszechnie wyróżnia się cztery podstawowe powody, dla których spółki dokonują połączeń⁴: techniczne i operacyjne, rynkowe i marketingowe, strategiczne, menedżerskie oraz finansowe. Finansowe cele istnienia grupy kapitałowej wskazują na jej dążenie do między innymi: optymalizacji wykorzystania środków pieniężnych, zwiększenia zdolności do zadłużania, optymalizacji obciążeń podatkowych⁵.

W praktyce podmioty biorące udział w procesach połączeniowych kierują się jednocześnie kilkoma różnymi motywami. Jednak to priorytetowe i wiodące cele tworzenia grupy kapitałowej narzucają formę połączenia, ale też organizację i strukturę grupy kapitałowej. Zróżnicowanie priorytetów wśród celów powoduje zróżnicowanie roli, jaką w poszczególnych typach grup kapitałowych spełniają spółki matki i córki oraz wpływa na zakres funkcji realizowanych przez poszczególnych uczestników grupy⁶.

² Podmiotem kontrolującym, jak i kontrolowanym może być spółka kapitałowa ale też inny podmiot, ale holding jako grupa spółek, zakłada, że będą to jednak spółki przede wszystkim prawa handlowego – L. Stecki, K. Kruczalak. Trocki uważa, że grupa kapitałowa to powiązane osoby prawne, natomiast zgrupowania gospodarcze to powiązania podmiotów (różnych); M. Trocki, *op. cit.*, s. 40-41

³ M. Trocki, *op. cit.*, s. 51

⁴ A. Helin (red.), *Fuzje i przejęcia ... Wybrane aspekty integracji*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2008, s. 15.

⁵ A. Helin (red.), *op. cit.*, s. 15 oraz M. Trocki, *op. cit.*, s. 42.

⁶ M. Trocki, *op. cit.*, s. 71

Każda grupa musi być odpowiednio zorganizowana i zarządzana, żeby móc realizować swoje cele poprzez wypełnianie funkcji koniecznych do jej funkcjonowania⁷. Niniejszy artykuł koncentruje się na kształcie grupy kapitałowej, w sytuacji gdy priorytetowym jej celem funkcjonowania jest optymalizacja obciążeń podatkowych. W tym kontekście w ostatnich kilku latach coraz powszechniej wykorzystuje się instytucję funduszu inwestycyjnego zamkniętego oraz spółki komandytowo-akcyjnej.

3. ISTOTA I RODZAJE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH

Fundusz inwestycyjny zamknięty (fiz) to fundusz, który charakteryzuje stała wielkość kapitału. Emituje on certyfikaty inwestycyjne, które mogą być przedmiotem obrotu na rynku wtórnym. Certyfikaty inwestycyjne mają charakter papieru wartościowego i są emitowane jako imienne lub na okaziciela. Sposobem wycofania się z inwestycji, poza sprzedażą certyfikatów, jest wykupienie certyfikatu przez fundusz w wyznaczonych okresach lub w okresie jego likwidacji⁸.

Tabela 1 prezentuje dane dotyczące ilości funkcjonujących funduszy w Polsce w okresie 2006–2012.

Tabela 1

Zestawienie ilości funduszy inwestycyjnych oraz zamkniętych funduszy inwestycyjnych w okresie 2006–2011

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

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

Na koniec 2011 r. w Polsce zarejestrowanych było 50 towarzystw funduszy inwestycyjnych (tfi)⁹. W końcu roku 2011 w Polsce funkcjonowały 744 fundusze i subfundusze. Z ogólnej liczby funduszy w formie funduszy inwestycyjnych zamkniętych funkcjonowało 369 jednostek (co stanowi 49,6% łącznej liczby

⁷ Z. K r e f t, *Holding. Grupa kapitałowa*, PWE, Warszawa 2004, s. 143.

⁸ D. K r u p a, *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 90.

⁹ *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce w 2011 roku*, www.izfa.pl

funduszy funkcjonujących w Polsce na koniec 2011 r.). W okresie 2006–2001 liczba zamkniętych funduszy inwestycyjnych wzrosła ponad pięciokrotnie. Rok 2011 był kolejnym czwartym z kolei, w którym przyrost liczby funduszy zamkniętych był wyraźnie wyższy niż funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych.

Fundusze inwestycyjne zamknięte mogą być publiczne i niepubliczne. Certyfikaty inwestycyjne publicznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych są przedmiotem obrotu na regulowanym rynku wtórnym¹⁰. Fundusze inwestycyjne zamknięte mogą być zawiązane na czas określony lub nieokreślony. Określenia czasu trwania funduszu należy dokonać w statucie funduszu¹¹. Fundusze inwestycyjne są tworzone wyłącznie przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych (tfi, TFI). Towarzystwo jest też organem zawiązującym funduszu oraz organem zarządzającym funduszu oraz reprezentuje fundusz na zewnątrz w stosunkach z osobami trzecimi.

Do zawiązania funduszu inwestycyjnego zamkniętego jest przede wszystkim wymagane: nadanie statutu przez tfi oraz uzyskanie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego (KNF). TFI składa wnioski do KNF, po uzyskaniu zezwolenia następuje rejestracja funduszu i z dniem rejestracji nabywa on osobowość prawną. Konieczne też jest zebranie wpłat do funduszu w wysokości określonej (w gotówce lub w postaci akcji lub udziałów) w statucie oraz wpis funduszu w rejestrze funduszy (z dniem rejestracji fundusz nabywa osobowość prawną).

Ustawa o funduszach inwestycyjnych określa przedmiot inwestycji oraz limity inwestycyjne w odniesieniu do poszczególnych przedmiotów inwestycji¹². Katalog instrumentów, w które fundusz inwestycyjny zamknięty może inwestować swoje aktywa jest znacznie szerszy niż w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych. Zgodnie z ustawą, fundusze inwestycyjne zamknięte mogą lokować aktywa m. in. w: papiery wartościowe, wierzycelności, udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, waluty, instrumenty pochodne, instrumenty rynku pieniężnego, jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne innych funduszy inwestycyjnych, własność lub współwłasność nieruchomości gruntowych, budynków i lokali stanowiących odrębne nieruchomości oraz statków morskich, użytkowanie wieczyste.

Każdy fundusz musi określić w statucie swój cel inwestycyjny¹³, który fundusz powinien się kierować przy realizacji polityki inwestycyjnej. Celem inwestycyjnym może być np. ochrona realnej wartości aktywów funduszu, osiąganie przychodów z lokat, w które fundusz inwestuje powierzone mu pieniądze, czy wzrost wartości aktywów w wyniku wzrostu wartości lokat. Fundusze mogą

¹⁰ K. P e r e z, *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady, funkcjonowanie, efektywność*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012, s. 55.

¹¹ *Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych*, DzU 2004, nr 146, poz. 1546 z późn. zm., art. 18.

¹² *Ibidem*, art. 145–154.

¹³ www.fundusze-inwestycyjne.pl.

realizować jednocześnie kilka celów inwestycyjnych, ale nie powinny się one wzajemnie wykluczać. Celem inwestycyjnym może być dążenie do zachowania wartości majątku lub też zapewnienie stałego tempa wzrostu wartości majątku.

Ponadto fundusz winien określić i realizować określone zasady polityki inwestycyjnej. Są one jednym z najważniejszych postanowień statutu funduszu. Właściwe sformułowanie zasad polityki inwestycyjnej umożliwi potencjalnym uczestnikom funduszu zrozumienie istoty działania danego funduszu i związanego z nim ryzyka inwestycyjnego. Jest też informacją, w jaki sposób fundusz zamierza osiągnąć swój cel inwestycyjny. Polityka inwestycyjna określa: kategorie lokat, w które fundusz będzie inwestował powierzone mu pieniądze, kryteria doboru lokat, którymi będą się kierować zarządzający funduszem, zasady dywersyfikacji (zróżnicowania) portfela inwestycyjnego tak, by maksymalnie ograniczyć ryzyko inwestycyjne¹⁴.

Praktyka funkcjonowania funduszy inwestycyjnych pozwoliła wyodrębnić następujące rodzaje funduszy zamkniętych (ze względu na przedmiot inwestycji)¹⁵: fundusze portfelowe, fundusze sekurytyzacyjne, fundusze nieruchomości oraz fundusze aktywów niepublicznych. Jednak dla potrzeb grup kapitałowych i prowadzenia przez nie działalności gospodarczej najbardziej przydatne wydają się być fundusze aktywów niepublicznych (fizan).

Istotą funduszy aktywów niepublicznych jest lokowanie co najmniej 80% zgromadzonych środków pieniężnych w aktywa finansowe inne niż papiery wartościowe dopuszczone do obrotu i instrumenty rynku pieniężnego. Głównym miejscem lokowania jest rynek niepubliczny. Fundusz ten jest więc funduszem o potencjalnie podwyższonym ryzyku.

Fundusz aktywów niepublicznych umożliwia realizację celów i zadań stojących przed funduszami typu *private equity* lub *venture capital*. Podstawową zasadą działania funduszy tego typu jest lokowanie aktywów funduszu w akcje i udziały w spółkach niepublicznych. Posiadanie akcji i udziałów może mieć na celu przygotowywanie i wdrażanie programów mających na celu podniesienie wartości tych spółek. Po osiągnięciu zakładanych wyników programów restrukturyzacyjnych fundusz może zbyć akcje lub udziały w spółkach będących przedmiotem lokat. Zwykle tego rodzaju fundusze są tworzone na okres zbliżony do przewidywanego czasu niezbędnego do nabycia, restrukturyzacji oraz zbycia wybranych spółek niepublicznych.

Fizan-y wykorzystują właściciele spółek, którzy wnoszą do fiz-ów posiadane przez siebie akcje i pozostały majątek. Taka sytuacja miała miejsce na przykład w przypadku rodziny Dudów (współwłaściciele PKM Duda), którzy założyli swój własny fundusz za pośrednictwem Opoka TFI, żeby wnieść tam udziały

¹⁴ www.fundusze-inwestycyjne.pl.

¹⁵ D. D a w i d o w i c z, *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, typy, metody pomiaru i oceny efektywności*, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 30.

w PKM Duda¹⁶. Innym przykładem założenia funduszu dla potrzeb konkretnego inwestora jest współpraca między współwłaścicielem Spółki Emperia w Lublinie¹⁷ oraz Ipopema TFI.

Możliwe też jest wykorzystywanie fizan-u dla potrzeb prowadzenia działalności gospodarczej. FIZ aktywów niepublicznych są tworzone i wykorzystywane na potrzeby konkretnych firm, i tak na przykład:

- BRE będąc uczestnikiem fiz-u, jednocześnie wniósł swój pakiet akcji PZU (który wcześniej był w bezpośrednim posiadaniu BRE),
- Comarch realizuje za pośrednictwem fiz-u niektóre projekty,
- Bank BPS przy wykorzystaniu swojego TFI założył fizan w celu zrealizowania zakupu akcji kilku uzdrowisk od Skarbu Państwa¹⁸.

Niektóre firmy tworzą nawet własne tfi, które mogą tworzyć później fundusze dostosowane do swoich potrzeb (np. KGHM). KGHM TFI zostało zarejestrowane w 2009 r., a jego wyłącznym akcjonariuszem jest spółka KGHM SA. Obecnie KGM TFI reprezentuje trzy fundusze inwestycyjne zamknięte aktywów niepublicznych, z tego jeden z nich jest dedykowany wyłącznie Spółce KGHM SA, podczas gdy dwa pozostałe są skierowane również do innych inwestorów.

Fundusze wykorzystywane dla potrzeb działalności gospodarczej mają charakter funduszy dedykowanych. Fundusze dedykowane to fundusze zakładane przez tfi dla potrzeb indywidualnych inwestorów. W funduszach tych ogół wyemitowanych certyfikatów inwestycyjnych znajduje się w rękach jednego inwestora, a zarządzane przez fundusz aktywa stanowią majątek przekazany do zarządzania funduszowi przez tego właśnie inwestora.

Na koniec 2009 r. na rynku funkcjonowało ponad 100 funduszy dedykowanych konkretnym inwestorom¹⁹. Natomiast na koniec 2010 r. w KNF zarejestrowanych było już ponad 230 fiz-ów dedykowanych wybranym inwestorom²⁰. Prekursorem powstawania dedykowanych fizan-ów na polskim rynku był BRE Bank, który zaproponował pierwsze fiz-y optymalizujące podatkowo majątki klientów bankowości prywatnej w 2005 r.²¹ Jednak dopiero od 2007 r. rozpoczął się ich intensywny rozwój. Do 2009 r. dedykowane fundusze inwestycyjne zgromadziły 6 mld zł w postaci aktywów wniesionych przez inwestorów w zamian za wydane certyfikaty inwestycyjne. Towarzystwa, które oferują tworzenie funduszy dedykowanych w postaci niepublicznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych aktywów niepublicznych to Ipopema (40 funduszy), Forum (24 fundusze), Copernicus, Skarbiec, Opera, Idea²².

¹⁶ www.opokatfi.pl, dostęp 24.07.2012 r.

¹⁷ *Raport bieżący nr 26 i nr 33 z 2012 Spółki Emperia Lublin*, www.emperia.pl.

¹⁸ MSP sprzedało trzy uzdrowiska za łącznie około 100 mln zł, www.propertynews.pl, dostęp z dnia 29.05.2012 r.

¹⁹ *Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce*, marzec 2010, www.izfa.pl.

²⁰ K. Żelazek, *Sposób na pomnożenie majątku*, „Rzeczpospolita”, 27.01.2011 r.

²¹ P. Kochańska, [www.forbes.pl/private banking](http://www.forbes.pl/private-banking), 19.05.2010 r.

²² P. Molik, *Założenie funduszu ochroni przed fiskusem*, „Gazeta Prawna”, 07.07.2009 r.

4. ZASTOSOWANIA FIZ-U DO OPTYMALIZACJI PODATKOWEJ W RAMACH GRUPY KAPITAŁOWEJ

Jednym z ważniejszych powodów wykorzystania przez grupę podatkową niepublicznego fizan jest dążenie do minimalizacji obciążeń podatkowych. Zgodnie z ustawą o podatku dochodowym od osób prawnych (art. 6 ust 1 pkt 10 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych²³), fundusze inwestycyjne jako osoby prawne zwolnione są z obowiązku podatkowego od zrealizowanych zysków. Dywidendy otrzymane przez fiz, dochody ze zbycia nieruchomości oraz dochody ze sprzedaży akcji i udziałów nie podlegają opodatkowaniu podatkiem dochodowym. Przedsiębiorcy mogą wносить do fiz różnego rodzaju aktywa: udziały, nieruchomości, obligacje, a następnie mogą obracać tymi aktywami w ramach funduszu (sprzedawać jedne, kupować inne). Uzyskane przez fundusz dochody w całości (bez korekty o podatek) mogą być w pełni inwestowane. Podatek dochodowy nie stanowi więc obciążenia dla aktywów funduszu i środki te mogą być reinwestowane. FIZ jest zatem uważany za odpowiednie narzędzie do odroczenia podatku dochodowego.

Konieczność zapłaty podatku dochodowego występuje:

a) dopiero w momencie wypłaty na rzecz inwestorów środków przez fundusz w przypadku wykupu certyfikatów przez fundusz w celu ich umorzenia lub likwidacji funduszu oraz

b) zbycia certyfikatów przez inwestora na rzecz osoby trzeciej. Podstawą do opodatkowania jest wówczas różnica między wartością zbycia a kwotą nabycia certyfikatów inwestycyjnych. Podatek dochodowy jest podatkiem od zysków kapitałowych.

Warto podkreślić, że również wniesienie aktywów w postaci akcji czy udziałów do fiz nie jest opodatkowane. W momencie wniesienia aktywów do funduszu również nie powstaje dochód dla obejmującego certyfikaty, bowiem nie pojawia się tu faktyczny dochód (faktyczny dochód pojawia się w momencie zbycia certyfikatów)²⁴. Założenie funduszu również nie wiąże się obowiązkiem zapłaty podatku VAT czy też PCC.

Innym powodem utworzenia fiz jest też możliwość pozyskiwania zewnętrznych źródeł finansowania – fundusz może zaciągać kredyty i emitować obligacje. Z uwagi na rygorystyczne zasady nadzoru nad działalnością i finansami fiz, są one wiarygodnymi partnerami dla inwestorów zewnętrznych oraz dla banków. W Polsce działanie funduszy inwestycyjnych jest dokładnie uregulowane i nadzorowane. Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych fundusz ma osobowość prawną, a zarządza nim towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Aktywa funduszu przechowywane są u określonego depozytariusza, a ustawa

²³ Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (tekst jednolity), DzU 2011, nr 74, poz. 397 z późn. zm.

²⁴ Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego – II FSK 1047.09 z dnia 19.10.2010 r.

o funduszach inwestycyjnych precyzyjnie określa warunki, w tym kapitałowe, niezbędne dla spełnienia przez depozytariusza. Majątek funduszu inwestycyjnego jest wyodrębniony z majątku towarzystwa czy banku depozytariusza (zapewnia to bezpieczeństwo aktywów wniesionych do funduszu w przypadku własnych kłopotów finansowych tych podmiotów). Nad bezpieczeństwem i prawidłowością działań funduszu inwestycyjnego i tfi oraz banków depozytariuszy czuwa organ państwa: Komisja Nadzoru Finansowego.

FIZ-y są przeznaczone dla określonego grona prywatnych inwestorów i z reguły mają charakter niepubliczny²⁵. Utworzenie fizan wymaga podpisania przez inwestora z tfi umowy o współpracy. Umowa winna szczegółowo regulować przepływ informacji na każdym etapie tworzenia i funkcjonowania funduszu, rodzaj i politykę inwestycyjną, koszty, wynagrodzenie towarzystwa, sposób i terminy przystąpienia do funduszu. Rolę tfi można zminimalizować poprzez przypisanie większych uprawnień radzie inwestorów czy zgromadzeniu inwestorów.

Umiejętnie opracowany statut funduszu inwestycyjnego zamkniętego może stanowić narzędzie do opracowania pełnego modelu zarządzania majątkiem składającym się z różnych klas aktywów (akcje, udziały, nieruchomości, prawa własności intelektualnej) za pomocą jednolitego ośrodka decyzyjnego²⁶. Klient otrzymuje możliwość sprawowania jednolitego nadzoru na różnymi przedsięwzięciami w oparciu o reguły oferowane przez fiz.

W ramach struktury fiz, inwestor zachowuje swobodę w kierowaniu jej działaniami jako członek rady lub uczestnicząc w zgromadzeniu inwestorów. Jednocześnie nie ponosi odpowiedzialności za działania. Ze względu na konstrukcję prawną wprawdzie aktywa funduszu znajdują się pod administracją tfi oraz banku-depozytariusza, ale nie można z nich (aktywów) wyegzekwować zobowiązań towarzystwa, ani zobowiązań banku-depozytariusza. Ale też sam inwestor nie odpowiada za zobowiązania funduszu, pomimo, że fundusz znajduje się pod jego kontrolą. Inwestor kontroluje „swoją” fundusz za pomocą zgromadzenia inwestorów lub rady inwestorów funduszu.

Dobrze skonstruowany fundusz może stać się centrum zarządzania holdingu, w skład którego wchodzi poszczególne spółki prowadzące działalności operacyjną. Mogą i tu wystąpić dodatkowe korzyści podatkowe. Dzięki stworzeniu odpowiedniej struktury kapitałowej w oparciu o fundusz możliwe jest uniknięcie płatności podatku dochodowego z bieżącej działalności operacyjnej prowadzonej przez spółki, w których udziały czy akcje posiada fundusz (a nie tylko z dochodów uzyskiwanych przez fundusz). Rekomenduje się, by działalność operacyjna była prowadzona za pomocą spółek komandytowo-akcyjnych (SKA), których akcjonariuszem jest fundusz a komplementariuszem spółka kapitałowa²⁷.

²⁵ *Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce*, marzec 2010, www.izfa.pl.

²⁶ www.kancelaria-skarbiec.pl.

²⁷ *Ibidem*.

Zarząd komplementariusza, czyli spółki kapitałowej stanowi jednocześnie udziałowca aktywnego. W ten sposób korzyści finansowe płynące z prowadzenia działalności trafiają do funduszu, jako akcjonariusza spółki SKA, ale stałą pieczę nad poszczególnymi firmami stale sprawuje komplementariusz (prezes spółki kapitałowej), zarządzającej SKA²⁸. Wprawdzie ustawa o funduszach inwestycyjnych zakazuje fiz-om posiadać udziały w spółkach osobowych, ale SKA jest wyjątkiem, bowiem emituje akcje, będące papierami wartościowymi (a na zakup papierów wartościowych i akcji ustawa o funduszach inwestycyjnych zezwala). SKA będąc spółką osobową nie ma osobowości prawnej spółki, a zatem spółka nie jest podatnikiem, natomiast podatnikami są wspólnicy i akcjonariusze (czyli fiz, który jest zwolniony z opodatkowania podatkiem dochodowym)²⁹. A zatem możliwe jest dodatkowe odroczenie opodatkowania tym razem dochodów z bieżącej działalności operacyjnej.

Jednak wdrożenie i prowadzenie struktury opartej na fiz wiąże się z określonymi kosztami, dlatego w przypadku fiz ważny jest efekt skali, aby korzyści rekompensowały koszty utrzymania fiz. FIZ polecane są wówczas, gdy wartość aktywów przekracza kilkadziesiąt milionów złotych³⁰. Fiz-y są atrakcyjne dla grup kapitałowych, które osiągają wysokie zyski. Struktury oparte na fiz są efektywne, jeśli potencjalny podatek dochodowy, który musiałyby zapłacić jest wyższy niż koszty obsługi i funkcjonowania fizu³¹.

Roczne koszty utrzymania fizu wynoszą ponad 300 tys zł³². Z łącznych rocznych kosztów utrzymania fiz ponad połowę stanowi wynagrodzenie dla tfi. Z reguły jest ono wypłacane co kwartał, a jego wysokość zależy od struktury funduszu, ilości spółek, a przede wszystkim wkładu pracy tfi w zarządzanie. Należy też wziąć pod uwagę wynagrodzenie firm zewnętrznych zajmujących się wyceną co kwartał aktywów funduszu. Wysokość wynagrodzenia też zależy od pracochłonności i złożoności portfela inwestycyjnego funduszu. Opłata na rzecz firmy wyceniającej może nawet wynosić kilka tysięcy złotych za jednorazową wycenę akcji jednej spółki portfelowej. Pozostałe koszty to opłata dla banku-depozytariusza za prowadzenie rejestru aktywów (jako odsetek od wartości aktywów netto) oraz za obowiązkową kwartalną weryfikację wyceny aktywów (kilka tysięcy złotych). Koszt prowadzenia ksiąg rachunkowych funduszu może sięgać 5–10 tys zł. Należy też uwzględnić koszt audytu rocznego (od 25 tys. zł), opłatę za publikowanie sprawozdania w Monitorze Polskim B (12–15 tys. zł). Pozostałe koszty dotyczą np. obsługi transakcji i obsługi prawnej. Do tego dochodzą również inne opłaty administracyjne i notarialne³³.

²⁸ P. Tomczykowski, *Inwestycje w FIZ a kwestie podatkowe. Optymalizacja podatkowa*, „Parkiet”, 28.10.2009 r.

²⁹ P. Molik, *op. cit.*

³⁰ P. Tomczykowski, *op. cit.*

³¹ K. Żelazek, *op. cit.*

³² *Ibidem.*

³³ *Ibidem.*

Najczęściej ze struktury fiz-ów połączonych ze SKA korzystają firmy z branży budowlanej i deweloperskiej, które przekazują do funduszy nieruchomości i projekty budowlane. Z tego rozwiązania korzysta Gant, Wikana, Monday Development. Nie ma jednak żadnych ograniczeń prawnych, by z tych możliwości korzystały podmioty innych branż (czego przykładem jest grupa kapitałowa zarządzana przez spółkę Comarch SA prowadząca działalność w obszarze telekomunikacji i technologii informacyjnych).

5. PODSUMOWANIE

Wykorzystywanie funduszy inwestycyjnych w funkcjonowaniu grup kapitałowych ma na celu głównie minimalizowanie obciążeń podatkowych. Nie można jednak zapomnieć o korzyściach wykorzystania funduszu inwestycyjnego w funkcjonowaniu grupy kapitałowej w zakresie podziału obowiązków, odpowiedzialności, możliwości wpływu i oddziaływania, a także podziału zysków. Wszystkie te wyżej wymienione korzyści spowodowały dynamiczny rozwój struktur kapitałowych, w których istotną rolę odgrywa dedykowany konkretnemu inwestorowi (grupie kapitałowej) fundusz inwestycyjny zamknięty.

Wykorzystanie funduszu inwestycyjnego wskazuje, że w kształtowaniu i zarządzaniu coraz ważniejsze stają się powiązania kontraktowe i personalne od związków czysto kapitałowych i majątkowych.

Elżbieta Maria Wrońska

CLOSED-END INVESTMENT FUNDS IN HOLDINGS MANAGEMENT

In the last five years it has been growing number of closed-end investment funds. It is the effect of their usefulness in the tax optimization. It is especially true for individual investors and for capital group of companies (holdings).

Putting all assets and stocks into one investment fund gives an investor an opportunity to defer paying income taxes. Income taxes are paid after investor sells participation certificate or after liquidation of investment fund. All incomes gain by investment fund during existence of investment fund are free of taxes.

Key words: closed-end investment funds, deferred income tax, holding managing.