

**Sławomir Juszczak, Artur Nagórka**

Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

## **Fundusze parasolowe i lokaty bankowe jako miejsce gotówki przedsiębiorstwa**

### **Wstęp**

Zagadnienie umiejętnego łączenia celu głównego przedsiębiorstwa z koniecznością zachowania niezbędnego poziomu płynności jest kluczowym obszarem ekonomiczno-organizacyjnym wymagającym bieżącego unowocześniania instrumentarium zarządczego. Dotyczy to również optymalizacji zarządzania gotówką, by mimo konieczności zachowania jej dyspozycyjności generowała dodatkową wartość przy rozsądnym i akceptowanym poziomie ryzyka. Problematyka dotycząca powyższego obszaru może być istotnym elementem poprawiającym sytuację finansową przedsiębiorstwa.

Czynnikiem sprawczym analizy powyższego zagadnienia są rozpoczęte badania pt. „Kierunki zmian ekonomicznych i organizacyjnych w przedsiębiorstwach przemysłu spożywczego notowanych na Giełdzie Papierów wartościowych w Warszawie”. Badania dotyczą lat 1998–2007, chodzi w nich między innymi o rozpoznanie kierunków zmian ekonomicznych i organizacyjnych wszystkich 35 przedsiębiorstw przemysłu spożywczego notowanych w tym okresie na giełdzie oraz porównanie ich do podobnych 35 spółek, które nie są notowane na parkiecie. Materiałem źródłowym w badaniach są między innymi: sprawozdania finansowe spółek, komunikaty spółek podawane przez GPW, prospekty emisyjne, Monitor Polski B, ceduły giełdowe, dane GUS i IERiGŻ oraz informacje uzyskane od obecnych i byłych zarządzających a także pracowników spółek.

Materiałem źródłowym niniejszego artykułu jest natomiast przede wszystkim literatura zagadnienia w dorobku polskim i międzynarodowym, a także obserwacje własne autorów. Oprócz obserwacji gospodarczych wykorzystano elementy działań o charakterze dedukcyjnym i indukcyjnym, przytoczane zaś dane zaprezentowano w formie rysunków i tabel.

## Gotówka w przedsiębiorstwie

Kwestia prawidłowego zarządzania gotówką w przedsiębiorstwie jest kluczowym zagadnieniem dla jego działalności. Zysk z działalności przedsiębiorstwa powinien być reinwestowany w jej rozszerzanie lub wypłacony właścicielom w postaci dywidendy. Inne przeznaczenie zysku byłoby sprzeczne z ideą inwestowania kapitału w działalność przedsiębiorstwa i uzyskiwania dochodu z zainwestowanego kapitału. Zysk w przedsiębiorstwie może przejawiać się w fizycznej postaci gotówki, przy czym nie znaczy to, że każda gotówka w przedsiębiorstwie jest zyskiem. Generalnie jednak w zakończonym procesie obrotu kapitału zysk jest kwotą, która powinna mieć jedno z dwóch przeznaczeń: inwestycja lub wypłata właścicielom. Gotówka wypłacona w postaci dywidendy opuszcza przedsiębiorstwo, natomiast gotówka przeznaczona na inwestycje zostaje zatrzymana. Można stwierdzić, że sytuacja, gdy przedsiębiorstwo ma stale nadmiar gotówki jest nienaturalna. Po pierwsze dlatego, że powinna być wypłacona lub zainwestowana. Po drugie dlatego, że w celu zwiększenia zwrotu z kapitału własnego przedsiębiorstwo powinno mieć rozsądne zadłużenie, które na bieżąco jest obsługiwane. Jedynym zatem naturalnym okresem dla przedsiębiorstwa, kiedy utrzymuje ono gotówkę jest stan, gdy akumuluje gotówkę dla dokonania inwestycji lub płatności w planowanym czasie.

Z faktu posiadania gotówki przez przedsiębiorstwo wynikają następujące pytania: dlaczego przedsiębiorstwo zatrzymuje gotówkę, na jak długo i co powinno z nią zrobić? Okres zatrzymania gotówki wynika z konieczności osiągnięcia właściwego jej poziomu oraz z założonego terminu inwestycji, dlatego istotnymi zagadnieniami są jej miejsce i warunki przechowywania. Jeżeli przyjmujemy powszechnie znane pojęcie pieniądza w czasie, to dojdziemy do wniosku, że gotówka trzymana w kasie jest gotówką marnowaną co do jej potencjału powiększającego wartość. Przy stopie procentowej  $k$  gotówka  $G$  trzymana w kasie po roku ma wartość  $G/(1 + k)$ , to znaczy, że każde 100 złotych złożone w momencie  $T_1$  (początek roku) w kasie przy stopie procentowej 10% po roku jest warte 90,91 złotych. A zatem gotówka trzymana w kasie jest gotówką marnowaną w ujęciu wartości dyskontowanej. W związku z tym istnieje konieczność optymalnego jej ulokowania, przy zachowaniu dostępności i braku utraty wartości dodatkowej.

## Poszukiwanie miejsca utrzymywania gotówki

Jest kluczowe, że gotówka w przedsiębiorstwie powinna być utrzymywana w taki sposób, by nie traciła swojej wartości lub, jeśli może, generowała zysk przy rozsądnym i akceptowanym poziomie ryzyka. Kwestię właściwego gospodarowa-

nia gotówką podnosili już prawie pół wieku temu w swoich pracach teoretycznych Baumol [1952] oraz Miller i Orr [1966]. Powstały dwa modele, Baumola i Millera-Orra, które służyły do teoretycznych rozważań dotyczących płynności i poziomu gotówki w przedsiębiorstwie. W tamtych czasach gotówka była utrzymywana na nieoprocentowanych rachunkach bankowych, a najbardziej powszechnym bezpiecznym instrumentem były bony skarbowe. Ważne jest podkreślenie, że badacze wzięli też pod uwagę istotny koszt konwersji gotówki na bony skarbowe oraz podkreślili stan rynku bankowego i czas trwania przelewów.

Obecnie transfer pieniędzy na rachunkach bankowych następuje natychmiastowo, a nawet jest możliwy kilka razy dziennie. Istotne jest też to, że kosztem transferu obecnie jest raczej koszt pracy obsługi tych transferów, a nie ich koszt jednostkowy. Najważniejszą zmianą w stosunku do tamtych modeli jest najczęściej rachunek bankowy, na którym są przechowywane pieniądze przedsiębiorstwa, który jest oprocentowany. Poziom zaś oprocentowania tego rachunku jest w praktyce bankowej niższy od stopy inflacji. Powstaje więc kolejne pytanie, czy przedsiębiorstwo może zwiększyć korzyści z utrzymywanej gotówki przy zachowaniu wysokiego poziomu bezpieczeństwa. Dla gotówki utrzymywanej na rachunku bankowym zagrożeniem jest prawdopodobieństwo bankructwa banku. W zwykłych warunkach gospodarczych i przy zachowaniu elementarnych zasad wyboru banku można przyjąć, że jest to prawdopodobieństwo zbliżone do zera. W modelu Millera-Orra alternatywnym miejscem inwestycji gotówki były bony skarbowe. W tym przypadku zagrożeniem jest prawdopodobieństwo upadku państwa, czyli należy przyjąć, że to prawdopodobieństwo w warunkach pokoju wynosi zero. Wynikałoby z powyższego, że należałoby zalecać przedsiębiorstwom lokowanie nadwyżek gotówki w bony skarbowe. Argumentem przeciwko takiemu wnioskowi jest fakt niskiej płynności tego rozwiązania i użycia pośrednika, którego usługa może znacznie podnieść koszt takiego rozwiązania. Przedsiębiorstwo może zatem lokować wolne środki, np. w banku lub funduszu pieniężnym.

Z tabeli 1 wynika, że roczna stopa zwrotu środków ulokowanych w funduszach pieniężnych była średnio o 0,27% wyższa niż lokat bankowych, co przy większych kwotach może mieć znaczenie. Jeśli jednak przyjąć, że prawdopodobieństwo upadku banku jest zerowe, to pewnym rozwiązaniem może być dokonanie lokaty. W tym przypadku jednak konieczne jest zainwestowanie gotówki na dłuższy okres, a wcześniejsze zerwanie lokaty wiąże się ze stratą całości lub części wypracowanego zysku. Kompromisem zatem między zyskowością, pewnością i płynnością instrumentu jest zastosowanie lokaty typu overnight, czyli przeniesienia całości lub części rachunku bieżącego na wyżej oprocentowany rachunek nocny. Dodatkowym elementem przemawiającym za takim postępowaniem jest dzienna kapitalizacja odsetek z overnightów.

**Tabela 1**

Lokaty roczne a fundusze pieniężne – porównanie zysków wg Open Finance

Zestawienie oprocentowania lokat sprzed roku z funduszami pieniężnymi, które w tym okresie przyniosły największe zyski					
Bank	Roczna stopa zwrotu (%)	Zysk po podatku (zł)	Zysk po podatku (zł)	Roczna stopa zwrotu (%)	Fundusz
Polbank EFH	4,95	200,48	184,43	4,55	Arka BZ WBK Ochrony Kapitału FIO
Toyota Bank Polska	4,65	188,33	181,63	4,48	UniFundusze FIO subfundusz UniKorona Pieniężny
AIG Bank Polska	4,30	174,15	180,99	4,47	SKARBIEC FIO Subfundusz Pieniężny SKARBIEC-KASA
Getin Bank	4,20	170,10	176,88	4,37	Allianz FIO subfundusz Allianz Pieniężny
mBank	4,10	166,05	176,14	4,35	DWS Polska FIO Płynna Lokata Plus
ING Bank Śląski	4,00	162,00	175,60	4,34	AIG FIO Pieniężny
Bank Millennium	3,70	149,85	171,92	4,24	AIG SFIO Parasol Podatkowy AIG Subfundusz Pieniężny
Eurobank	3,70	149,85	170,20	4,20	Pioneer Pieniężny FIO
Dominet Bank	3,55	143,78	169,95	4,20	SKOK FIO Rynku Pieniężnego
BWE	3,51	142,16	169,64	4,19	Legg Mason Pieniężny FIO
ŚREDNIE	4,07	164,67	175,74	4,34	

Porównanie zwrotu z inwestycji; dane dla lokat rocznych z 2008 roku, dla inwestycji z 2007 roku.

Źródło: <http://www.money.pl> (maj 2009).

## Wykorzystanie funduszy inwestycyjnych do zarządzania środkami pieniężnymi przedsiębiorstwa

Z punktu widzenia klasycznej ekonomii, gdzie przedsiębiorstwo wypracowuje zysk na podstawowej działalności gospodarczej, operacyjnej, a nie na spekulacji instrumentami finansowymi, należy stwierdzić, że tylko fundusze o prawie stuprocentowym bezpieczeństwie środków mogą być przedmiotem inwestycji przedsiębiorstw. Warto w tym miejscu podkreślić, że przedsiębiorstwo nie powinno zajmować się spekulacją posiadaną gotówką, bo powinno ją przeznaczyć na wypłatę dywidendy właścicielom lub na rozszerzenie działalności poprzez inwestycje. Przedsiębiorstwo powinno posiadać więc gotówkę tylko

wtedy, gdy jest akumulowana na inwestycje. Z powyższego wynika, że podstawowym kryterium wyboru instrumentu jest brak straty lub zysk większy niż przy pasywnym utrzymywaniu środków na rachunku bankowym przy zachowaniu podobnej płynności. W takim przypadku możliwym miejscem lokowania środków przedsiębiorstw są fundusze pieniężne lub obligacyjne. Jest tak, gdyż gotówka powinna być stale dostępna, a jednocześnie pracować z jak najwyższą efektywnością. Fundusz rynku pieniężnego, który inwestuje środki w dłużne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, jest tak bezpieczny jak kraj, który je wyemitował. W przypadku Polski fundusz inwestujący w bony skarbowe jest tak samo bezpieczny jak bony skarbowe, które ma w portfelu. Główną zaletą funduszu inwestycyjnego jest to, że można wycofać z niego środki nie tracąc wypracowanych zysków, jak to ma miejsce w przypadku lokaty. Gdy przedsiębiorstwo nie zna dokładnie terminu inwestycji lub jest to termin odległy, to może nabyć jednostki funduszu pieniężnego i w ten sposób będą wypracowywały zysk, a jednocześnie będą właściwie natychmiastowo dostępne. Inwestor instytucjonalny w postaci przedsiębiorstwa, któremu przepisy tego nie zabraniają, może wyrazić chęć osiągania rentowności wyższej niż dają bony skarbowe, a realizowanej przez inwestycję w dłużne papiery wartościowe (commercial papers) emitowane przez inne podmioty niż skarb państwa. Może wtedy skorzystać z funduszy obligacyjnych inwestujących w takie instrumenty, co umożliwi pośrednie skorzystanie z takiego instrumentu dla małych inwestorów niekwalifikowanych, ponieważ często wartości nominalne takich papierów wynoszą 0,5–1 mln złotych, więc inwestor o niewielkich środkach mógłby ulokować je tylko w jednym papierze lub nie mógłby ich kupić w ogóle. Formuła funduszu obligacyjnego pozwala na udział w tym rynku nawet przy małych inwestycjach i pozwala na dywersyfikację ryzyka na wielu emitentów.

Istotną cechą funduszy inwestycyjnych jest to, że są wygodne w korzystaniu, gdyż inwestowanie polega tylko na wykonaniu przelewu na właściwy rachunek funduszu. Inwestor nie musi zbierać informacji o poszczególnych instrumentach, dokonywać ich analizy i porównań, nie musi dokonywać wyboru okresów lokat poszczególnych banków. Aby wybrać właściwy fundusz inwestycyjny, należy zapoznać się z jedynym pełnym źródłem informacji o funduszu i towarzystwie nim zarządzającym, czyli z prospektem informacyjnym. Należy w nim sprawdzić, czy fundusz jest funduszem rynku pieniężnego w zapisach na temat polityki inwestycyjnej. Ważny tu jest zapis, czy pobierana jest opłata manipulacyjna za zbywanie lub umarzanie jednostek uczestnictwa i jeśli tak jest, to należy to uwzględnić przy wyliczeniu stopy zwrotu z inwestycji. Istotnym elementem jest poziom kosztów obciążających aktywa funduszu. Należy sprawdzić zapisy w statucie, czy oprócz wynagrodzenia za zarządzanie z aktywów funduszu są pokrywane jakieś inne koszty i czy są limitowane. Konieczne jest podkreślenie, że

w przypadku funduszy pieniężnych z racji ich ograniczonego potencjału wzrostu najczęściej nie ma żadnej opłaty za nabycie i umorzenie jednostek. Oprócz bezpieczeństwa funduszy istotnym elementem jest też płynność, czyli czas, w jakim może nastąpić inwestycja w jednostki po ich nabyciu oraz czas, w jakim można dokonać wypłaty środków pieniężnych po umorzeniu jednostek.

W przypadku zainwestowania środków następuje to w następnym dniu po przelewie. W przypadku złożenia dyspozycji umorzenia, jest ona realizowana następnego dnia, kolejnego dnia następuje rozliczenie, a kolejnego dnia środki są na rachunku klienta. Nie jest więc to przepływ natychmiastowy i fundusze zgodnie ze statutami najczęściej mają 3 dni robocze na realizację dyspozycji umorzenia. Jeśli mówimy o tym, że inwestycje w fundusze są inwestycjami o dużym stopniu płynności, to należy zaznaczyć, że jednak są o dwa dni późniejsze od rachunku bieżącego. Badania empiryczne pokazują, że jeśli odejmiemy się dni, które nie wypracowują zysku i porówna z oprocentowanym rachunkiem bieżącym, to w zależności od relacji oprocentowania rachunku i stopy zwrotu funduszu pieniężnego minimalny zakres inwestycji wynosi 8–12 dni.

Ważną kwestią jest wybór właściwego funduszu inwestycyjnego (por. tab. 2) w ramach właściwego towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Istotne jest i to, że nie ma możliwości określenia stopy zwrotu funduszu w przyszłości. Powszechnie stosowaną metodą oceny jest porównanie przeszłych wyników funduszy

**Tabela 2**  
Fundusze pieniężne w 2007 roku

Lp.	Nazwa funduszu	Stopa zwrotu za 12 miesięcy (%)	Prowizja za przystąpienie (%)
1	Idea Premium SFIO	5,16	0,00
2	Allianz FIO subfundusz Allianz Pieniężny	4,55	0,00
3	Skarbiec FIO Subfundusz Pieniężny Skarbiec-Kasa	4,44	0,00
4	Arka BZ WBK Ochrony Kapitału FIO	4,42	0,00
5	UniFundusze FIO subfundusz UniKorona Pieniężny	4,41	0,00
6	AIG FIO Pieniężny	4,34	0,00
7	Pioneer Pieniężny FIO	4,26	0,00
8	SKOK FIO Rynku Pieniężnego	4,24	2,00
9	AIG SFIO Parasol Podatkowy AIG Subfundusz Pieniężny	4,24	0,00
10	Legg Mason Pieniężny FIO	4,22	0,00

Źródło: Bednarz E.: Wysokie oprocentowanie. Gazeta Prawna nr 140/2008.

w ujęciu miesięcznym, kwartalnym, półrocznym, rocznym czy wieloletnim. W tym celu porównuje się ceny jednostek w odpowiednim okresie przeszłym w ujęciu nominalnym, więc w wynikach nie uwzględnia się inflacji ani dyskonta. Ważne jest też sprawdzenie, kto w danym okresie był zarządzającym danego funduszu. Można jednak uznać, że jeśli dany fundusz prezentuje stale ponadprzeciętną stopę zwrotu, to jest dobrze zarządzany i – przy braku zmiany zarządzającego – tak też może być w przyszłości.

## **Konwersja środków między funduszami lub w ramach jednego funduszu**

Przy omawianiu roli funduszy inwestycyjnych w zarządzaniu gotówką przedsiębiorstwa należy wspomnieć o okresach dobrej koniunktury giełdowej. Otwarte pozostaje pytanie, czy w takim okresie, kiedy występują stałe trendy wzrostowe i brak jest sygnałów z gospodarki o pogorszeniu koniunktury, należy wykorzystać fundusze akcyjne lub zrównoważone. Należy jednoznacznie stwierdzić, że z punktu widzenia zasad alokacji gotówki przedsiębiorstwa należy unikać funduszy innych niż pieniężne i obligacyjne w każdym okresie. W uzasadnionych przypadkach można skorzystać z funduszy akcyjnych lub zrównoważonych o gwarancji zachowania kapitału lub minimalnej stopie zwrotu. Powstaje wtedy pytanie: jak przenieść środki z funduszu pieniężnego do innego? W przypadku funduszy należących do innych towarzystw nie ma innej drogi niż umorzenie, zapłacenie podatku, przelew do innego towarzystwa i nabycie. Dlatego lepiej jest wybrać na początku inwestowania jedno towarzystwo i tylko w ramach niego dokonywać przeniesienia środków, bo towarzystwa oferują narzędzie nazywane konwersją środków. Polega to na tym, że można dokonywać przelewów między funduszami należącymi do jednego towarzystwa bez ponoszenia kosztów nabycia (po jednokrotnym wyrównaniu kosztów nabycia przy przejściu z tańszego do droższego, np. z pieniężnego do akcyjnego). Liczba konwersji jest nieograniczona i wprawni inwestorzy potrafią wykorzystywać nawet nieduże wahania trendu rynku akcji, by w okresie spadku nawet w okresach tygodniowych bezpiecznie „parkować” środki w funduszach pieniężnych i przenosić środki do funduszy akcyjnych w okresach wzrostu, takie działania w języku zarządzających noszą nazwę „timing”. Takiej strategii nie należy polecać przedsiębiorstwom, ale sama możliwość przenoszenia środków między subfunduszami bez dodatkowych kosztów wydaje się cenna.

W przypadku przeniesienia środków z funduszu do funduszu zachodzi konieczność zapłaty podatku od zysków kapitałowych (tzw. podatku Belki), obo-

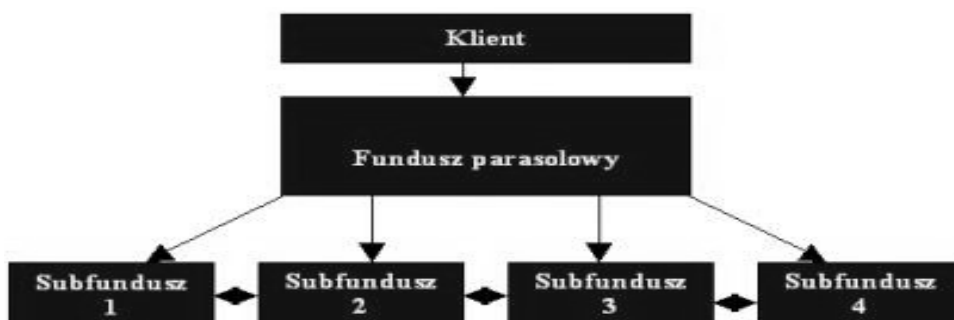
wiązek ten powstaje natychmiast po umorzeniu jednostek funduszu. Taka sytuacja pomniejsza bezpośrednio wielkość inwestowanych środków, co zmniejsza efekt śnieżnej kuli. Wprowadzenie podatku od zysków kapitałowych stanowiło poważny problem dla funduszy inwestycyjnych, bo ograniczyło skłonność inwestorów do dokonywania konwersji, a samym towarzystwom przysporzyło dużo administracyjnej pracy związanej z naliczaniem i księgowaniem tego podatku. Poszukiwano rozwiązania tego problemu, w efekcie powstały struktury w ramach jednego podmiotu mogące chronić środki przed pomniejszeniem podatkowym.

## Fundusze parasolowe

Fundusze parasolowe swoją nazwę wzięły stąd, że parasol kojarzy się z ochroną. Zbieżność znaczeń jest uzasadniona – fundusze te mają za zadanie chronić klientów przed płaceniem podatku od zysków kapitałowych podczas przenoszenia środków finansowych między funduszami [Satalecki 2007].

Fundusz parasolowy to połączone ze sobą różne subfundusze w ramach jednego TFI, tzn. jednego podmiotu prawnego [Gieros-Brzezińska 2006]. Oznacza to, że klient wpłacając pieniądze do funduszu parasolowego praktycznie wskazuje, na jakich subfunduszach mogą się znaleźć jego pieniądze. Część z zainwestowanej kwoty może się więc znaleźć na subfunduszu akcyjnym, część na funduszu pieniężnym lub mogą też przyjąć podziały według wyboru klienta. Taka struktura pozwala zmieniać subfundusze dowolnie, bez płacenia podatku od zysków kapitałowych, ponieważ kapitał będzie znajdował się ciągle pod parasolem jednego głównego funduszu parasolowego (rys. 1).

Pierwszą korzyść z funduszu parasolowego dla klienta to odroczenie podatku [Szubański 2006]. Oznacza to, że klient, który dokonuje zamiany w ramach



**Rysunek 1**

Budowa funduszu parasolowego

Źródło: [www.money.pl](http://www.money.pl) (maj 2009).



różnych subfunduszy należących do jednego „parasola”, płaci podatek dopiero na koniec inwestycji, niezależnie od liczby zamian między subfunduszami. Termin „zamiana” dotyczy zamiany jednostek uczestnictwa jednego subfunduszu na jednostki uczestnictwa innego subfunduszu w ramach jednego funduszu parasolowego. Ostatecznie zapłacony podatek jest znacznie niższy, tzn. tym niższy, im dłużej inwestor pozostaje w funduszu parasolowym i im częściej dokonuje zamian.

Kolejną korzyścią wynikającą z inwestowania w fundusz parasolowy jest efektywność podatkowa w kompensowaniu zysków i strat [Węgorkiewicz 2007]. Oznacza to, że w przypadku zamiany jednostek uczestnictwa jednego subfunduszu na jednostki uczestnictwa innego stosuje się zasadę kompensowania zysków i strat. W przypadku konwersji pomiędzy całymi funduszami taka zasada nie występuje i podatek jest pobierany bezpośrednio przy konwersji. Posłużmy się przykładem dla zobrazowania tego zjawiska – założmy, że polski inwestor zainwestował 100 zł w fundusz mieszany. Na koniec roku wartość inwestycji wzrosła do 150 zł. Taki zysk rozbudził nadzieję i inwestor zdecydował się na konwersję środków do funduszu akcyjnego, przed konwersją został pobrany podatek 19 proc.  $\cdot 50 \text{ zł} = 9,5 \text{ zł}$ . Środki w wysokości 140,5 zł trafiają do funduszu akcyjnego, który nieszczęśliwie stracił w kolejnym roku dokładnie 50 zł. Ostatecznie, po dwóch latach, wartość netto inwestycji inwestora wynosi 90,5 zł ( $100 \text{ zł} + 50 \text{ zł} - 9,5 \text{ zł} - 50 \text{ zł}$ ), i to mimo faktu, że w pierwszym roku inwestor zarobił 50 zł, a w drugim – dokładnie tyle samo stracił. Wydawałoby się, że po takich perypetiach wartość majątku inwestora będzie równa wartości początkowej 100 zł. Rzeczywiście tak by było, jeśli inwestor dokonałby dokładnie tych samych zmian, przechodząc tylko między subfunduszem mieszanym i akcyjnym w ramach jednego funduszu-parasola i nie zapłaciłby podatku w wysokości 9,5 zł. Następną korzyścią dla inwestora, którą daje fundusz parasolowy, jest efektywność kosztowa. Polega ona na tym, że fundusz parasolowy najczęściej nie pobiera opłat manipulacyjnych przy zamianach między subfunduszami albo dopuszcza kilka zamian w ciągu roku bez opłat, przy założeniu, że inwestor zapłacił już opłaty za przystąpienie do funduszu parasolowego.

Warto jednak podkreślić, że fundusze parasolowe nie zwalniają z płacenia podatków, a oddalają ten moment w czasie i nie następuje zmniejszenie wielkości kapitału podczas konwersji. Przedsiębiorstwa przy inwestowaniu w fundusze inwestycyjne przyjmują, że najważniejsza strategia to strategia „realnie nie stracić”, więc powinny się ograniczać do funduszy bezpiecznych, tzn. pieniężnych i obligacyjnych, a z innych korzystać tylko wyjątkowo, najlepiej jeśli miałyby gwarancję kapitału lub gwarantowaną stopę zwrotu.

Kluczowe dla omawianego zagadnienia jest to, że korzystanie z funduszu rynku pieniężnego w ramach funduszu parasolowego jest godne polecenia każ-

demu przedsiębiorstwu, gdyż może to być rozsądna możliwość angażowania wolnej gotówki, stanowi też alternatywę dla przetrzymywania gotówki na rachunku bieżącym lub lokacie. Ponadto, fundusz rynku pieniężnego łączy możliwość wyższej stopy zwrotu z bezpieczeństwem i płynnością środków, co ma kluczowe znaczenie dla kierownictwa przedsiębiorstwa.

W świetle powyższych rozważań można uzupełnić, że TFI w ramach funduszu parasolowego może tworzyć subfundusze stosujące różną politykę inwestycyjną, poczynając od specjalistycznych zagranicznych funduszy akcyjnych, a kończąc na bezpiecznych funduszach krajowych rynku pieniężnego. Towarzystwa mogą także tworzyć coraz to nowe subfundusze, odpowiadając na zmiany trendów czy mody na rynku. Inwestorzy w ramach funduszu parasolowego mogą zmieniać strukturę swojego portfela oraz przesuwac środki między bardziej i mniej ryzykownymi produktami [Kowalewski, Radło, Chalimoniuk 2009].

Fundusze parasolowe dają możliwości realnego zwiększenia wartości wolnych środków przedsiębiorstwa na skutek przemieszczania ich między subfunduszami bez płacenia podatku. Jednakże dotychczasowe wyniki ratingu Forbes Investor-Seendicator wskazują, że produkty oferowane przez różne towarzystwa inwestycyjne są bardzo zróżnicowane pod względem osiąganych wyników i ocen (tab. 3). A zatem pozostawanie środków przez dłuższy czas w funduszu parasolo-

**Tabela 3**

Ocena funduszy parasolowych, skala 1–5, kwiecień 2009 roku

Lp.	TFI	Rating parasola	Liczba subfunduszy		Rating subfunduszy krajowych				
			ogółem	ocenionych	akcyjnych	zrównoważonych	stabilnego wzrostu	obligacyjnych	pieniężnych
1	UniFundusze	▲▲▲▲	18	5	4	5		3	4
2	Lukas	▲▲▲▲	5	2	3		5		
3	SKOK	▲▲▲▲	5	2			4		
4	BPH	▲▲▲▲	11	6	3	4	3	4	3
5	CU	▲▲▲▲	10	4	3		4	4	
6	Skarbiec	▲▲▲	13	7	4	4	4	3	3
7	Allianz	▲▲▲	9	4	3	3	2	5	4
8	KBC	▲▲▲	5	4		2	3	4	3
9	Fortis	▲▲▲	2	2	2		3		
10	Millennium	▲▲	8	5	2	3	2	3	2
11	SEB	▲▲	6	5	3	3	2	2	

Źródło: Kowalewski O. i in.: Forbes.pl (marzec 2009).

wym tylko ze względu na korzyści wynikające z niepłacenia podatku mogą być niewystarczające dla inwestora. Dobrym rozwiązaniem może być pozostanie w funduszu parasolowym, ale korzystanie także z funduszu pieniężnego. Jeśli zaś jedynym kryterium jest nieponiesienie realnej straty, to spełnić go mogą fundusze rynku pieniężnego.

## Wnioski

Przeprowadzone rozważania upoważniają do sformułowania następujących wniosków:

1. Fundusze rynku pieniężnego (money market funds) z racji inwestowania w dłużne papiery skarbowe są pozbawione ryzyka straty, z tej racji nadają się dla przedsiębiorstw do inwestowania wolnych środków pieniężnych.

2. Dostępność środków zgromadzonych w funduszach rynku pieniężnego jest większa niż w przypadku lokat bankowych. W warunkach dobrej koniunktury można dokonać konwersji tych środków na inny fundusz w ramach tego samego TFI.

3. Fundusze parasolowe zawierające kilka subfunduszy są właściwym miejscem części inwestycji gotówkowych ponieważ firma wybrawszy fundusz rynku pieniężnego jako podstawowy może przenieść część środków do agresywniejszego funduszu, nie płacąc po wycofaniu z subfunduszu podatku od zysków kapitałowych.

## Literatura

- BAUMOL W.J.: *The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach*. Quarterly Journal of Economics No 66, 1952.
- BEDNARZ E.: *Wysokie oprocentowanie*. Gazeta Prawna nr 140/2008.
- GIEROS-BRZEZIŃSKA A.: *Fundusze parasolowe – czy faktycznie lepsze*. Manager Magazin, wrzesień 2006.
- GRODECKI J.: *Fundusze inwestycyjne dla firm*. GTFI S.A. 2009.
- KOWALEWSKI O., RADŁO M.J., CHILIMONIUK E.: *Parasol? Nie, dziękuję*. Forbes.pl, marzec 2009.
- MILLER M.H., ORR D.: *A Model of the Demand for Money by Firms*. Quarterly Journal of Economics, Nr 80 1966.
- SATALECKI P.: *Fundusze parasolowe pod lupą*. www.money.pl, styczeń 2007.
- STASIAK P.: *Zysk w czasach niepewności*. Polityka, maj 2009.
- SZUBAŃSKI P.: *Fundusze parasolowe*. Manager Magazin, listopad 2006.

WĘGORKIEWICZ M.: *Fundusze parasolowe a podatki*. www.e-portfel.com, grudzień 2008.

<http://bphtfi.pl/funduszeinwestycyjne>

<http://www.bphtfi.pl/fundusze-inwestycyjne/bph-fio-parasolowy/>

<http://www.ingtfi.pl/u235/navi/34412>

<http://www.money.pl>, maj 2009

## **The umbrella funds and bank locations as the place for cash of companies**

### **Abstract**

Financial liquidity is one of the most important factors for the company growth and everyday operations. Since the mid of XX century there have been some attempts to find a right level of cash to be held by a company. Similar research was involved in deciding what to do when there is a surplus of cash that is going to be kept by the company for future purposes. The bank location could be good solution, but investment fund as the place for placing cash for a period of time is probably better. The rules of investment funds in Poland prevent an investor from any risk of fraud. Simultaneously there are some investment risks according to the profile of the given fund. From this point of view majority of investment funds are not suitable to serve as the place of investment for companies. The good solution is a money market fund due to the fact that only very low risk, or almost no risk, papers are in the portfolio of such funds. Obviously never very high yields are anticipated but still they are higher than deposits and far more flexible. The money market fund is particularly suitable for an investment when money can be shifted to a more aggressive fund at the steady growth market conditions. The mechanism of conversion between the funds allows it but in normal circumstances the profits are taxed straight after the operation. In order to avoid it the companies that run legal investment funds in Poland (TFI) introduced so called “umbrella funds” where the money market fund is one of the subfunds and money could be easily moved to another fund without immediate taxation. Therefore the money market fund within the umbrella fund could be the good place to keep company cash surplus.