

Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce pięć lat po wejściu w życie **ustawy o funduszach inwestycyjnych**

Pięć lat temu, 1 lipca 2004 roku weszła w życie – uchwalona 27 maja tego samego roku – nowa ustawa o funduszach inwestycyjnych. Wydarzenie to – obok zmian na krajowym rynku finansowym oraz akcesji Polski do Unii Europejskiej – miało fundamentalny wpływ na kształt rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w następnych latach. Celem niniejszej analizy jest ocena roli zmian prawnych wprowadzonych do polskiego ustawodawstwa przed pięcioma laty na obecny stan rynku instytucji wspólnego inwestowania w naszym kraju.

Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 r. (Dz. U. Nr 146, poz. 1546, z późn. zm.) dostosowała przede wszystkim przepisy w zakresie działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych otwartych do dwóch dyrektyw unijnych: dyrektywy nr 2001/107/EC Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 stycznia 2002 r. zmieniającej dyrektywę Rady nr 85/611/EWG (dyrektywę UCITS) odnośnie działalności spółek zarządzających i uproszczonych prospektów oraz dyrektywy nr 2001/108/EC Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 stycznia 2002 r. zmieniającej dyrektywę UCITS w odniesieniu do inwestycji przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe. W ramach dostosowań krajowego ustawodawstwa do dyrektywy UCITS III szczególną rolę odegrały przepisy dotyczące wymogów kapitałowych oraz zasad licencjonowania i wykonywania działalności przez spółki zarządzające funduszami (towarzystwa funduszy inwestycyjnych), działalności inwestycyjnej i obowiązków informacyjnych UCITS (funduszy inwestycyjnych otwartych) oraz zasad zbywania tytułów uczestnictwa przez fundusze zagraniczne posiadające siedzibę na terytorium Unii Europejskiej.

Oprócz przesłanek związanych z dostosowaniem polskiego prawa do *acquis communautaire*, uelastyczniono obowiązujące wówczas reguły funkcjonowania funduszy inwestycyjnych bazując na dotychczasowych doświadczeniach wyniesionych ze stosowania ustawy z 28 sierpnia 1997 r., a także reagując na zachodzące w bardzo szybkim tempie zmiany na krajowym rynku finansowym. Wprowadzono także rozwiązania prawne funkcjonujące z powodzeniem w innych krajach.

Do istotnych zmian należała także rezygnacja z regulowania funduszy inwestycyjnych mieszanych (FIM) i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych (SFIZ) i zastąpienie trzech rodzajów funduszy emitujących certyfikaty inwestycyjne jednym –

funduszem inwestycyjnym zamkniętym. Aby nie tracić możliwości, jakie posiadały FIM i SFIZ, wyposażono go we wszystkie cechy, jakie posiadały dwa ww. rodzaje funduszy – zarówno w zakresie zasad funkcjonowania, możliwości inwestycyjnych, jak też prawa do wykupywania certyfikatów.

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Nowa ustawa obniżyła przede wszystkim wymogi kapitałowe stawiane TFI (minimalny kapitał początkowy towarzystwa określono na 125 tys. euro, podczas gdy wcześniej kapitał zakładowy TFI musiał wynosić co najmniej 3 mln zł), wobec czego „otworzyła” rynek funduszy inwestycyjnych również dla bardzo zamożnych osób fizycznych, przede wszystkim tych którzy posiadali wieloletnie doświadczenie na rynku zarządzania aktywami. Osoby te, pracując przez wiele lat w bankach, domach maklerskich, towarzystwach funduszy inwestycyjnych i powszechnych towarzystwach emerytalnych, zyskały odpowiednie doświadczenie pozwalające im na utworzenie własnych spółek działających na rynku asset management w Polsce. Na rezultaty nie trzeba było długo czekać. Pierwszymi niezależnymi od banków, firm ubezpieczeniowych i innych instytucji finansowych towarzystwami, które po wejściu w życie ustawy otrzymały zgodę organu nadzoru na zarządzanie funduszami inwestycyjnymi, były: Opera TFI – w maju 2005 r. oraz Investors TFI – w lipcu 2005 r. Prawdziwy „wysyp” tego rodzaju podmiotów miał miejsce w kolejnych latach, kiedy to na rynku pojawiały się – w odróżnieniu od lat 90-tych i początku obecnej dekady, kiedy to licencję na zarządzanie funduszami otrzymywały TFI należące do dużych, zagranicznych grup finansowych (bankowych lub ubezpieczeniowych) – głównie „prywatne” towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Do tego grona zaliczyć należy: Hexagon TFI, Opoka TFI, Forum TFI, Plejada TFI, Amathus TFI, Quercus TFI, Spatium TFI, Go TFI, Altus TFI, AgioFunds TFI oraz Penton TFI. Przy okazji należy również podkreślić, iż Quercus TFI stało się pierwszym towarzystwem funduszy inwestycyjnych w Polsce, którego akcje znalazły się w obrocie giełdowym – od września 2008 r. walory tej firmy są notowane na rynku NewConnect.

Założycielami towarzystw funduszy inwestycyjnych były także krajowe instytucje (głównie finansowe, o kapitale należącym w większości do polskich akcjonariuszy), które dotychczas prowadziły działalność głównie w sektorze inwestycji alternatywnych i postanowiły wykorzystać możliwości, jakie powstały po wejściu w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych, przede wszystkim w zakresie tworzenia funduszy zamkniętych inwestujących na rynku niepublicznym lub w aktywa alternatywne (częściowo również

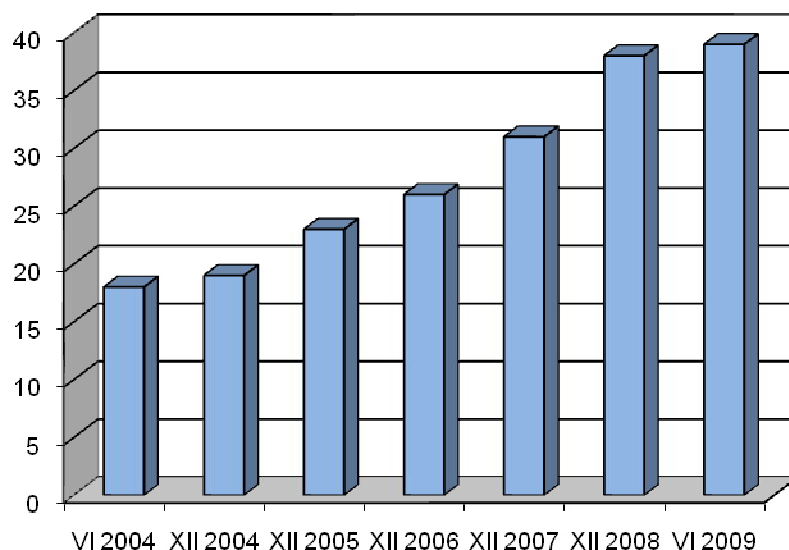
funduszy sekurytyzacyjnych), czasami przeznaczonych dla bogatych indywidualnych inwestorów. W tej grupie znalazły się: Noble Funds TFI, Plejada TFI, MCI Capital TFI, AKJ Investment TFI, Ipopema TFI, Best TFI i TFI Agro. Warto podkreślić, iż spośród ww. towarzystw tylko jedno związane było z dużą grupą bankową (Noble Funds TFI), co było dominującym trendem w poprzednim okresie.

Rynkowych nisz poszukiwały także towarzystwa funduszy inwestycyjnych tworzone przez zagraniczne instytucje finansowe. Podejmowały one działalność przede wszystkim w sektorach private equity, funduszy hedgingowych oraz funduszy sekurytyzacyjnych. W gronie tych podmiotów znalazły się: Copernicus Capital TFI, Intrum Justitia TFI, Superfund TFI, GE Debt Management TFI i Société Générale Asset Management Alternative Investments (Poland) TFI. Co ciekawe, część z nich – po kilku latach prowadzonej działalności – przeszła w ręce krajowych instytucji finansowych (Copernicus Capital TFI, GE Debt Management TFI – obecnie Fincrea TFI); podobny los spotkał również SEB TFI, które w 2009 r. zrezygnowało z dalszej działalności, a zarządzane przez nie fundusze przejęła Opera TFI.

Minione pięć lat przyniosło również kilka istotnych zmian własnościowych wśród towarzystw funduszy inwestycyjnych. Związane były one przede wszystkim ze zmianami właścicielskimi na europejskim i amerykańskim rynku finansowym. W ich rezultacie Legg Mason przejęło TFI Banku Handlowego (obecnie Legg Mason TFI) od należącego do Citibanku Banku Handlowego, zaś General Electric Capital Corporation przejęło połowę akcji BPH TFI od Cabot-Holding-Aktiengesellschaft. Właścicieli zmieniły także TFI Skarbiec – przejęty od BRE Banku przez Enterprise Investors sp. z o.o. (Polish Enterprise Fund V) i Górnośląskie TFI (obecnie Idea TFI) – przejęte od Funduszu Górnośląskiego przez IDM S.A. Z kolei w efekcie połączenia Warty TFI z TFI Kredyt Banku powstało KBC TFI.

Ogółem w analizowanym pięcioletnim okresie (lipiec 2005 – czerwiec 2009) organy nadzoru na rynku kapitałowym (do września 2006 r. – KPWiG, od tego momentu – KNF) wydały aż 24 zezwolenia dla TFI na wykonywanie działalności polegającej na tworzeniu funduszy inwestycyjnych i zarządzaniu nimi, podczas gdy w pięciu poprzednich latach wydano ich tylko 11. Na koniec czerwca 2009 r. zgodę KNF posiadało łącznie 41 TFI (rys. 1), z czego działalność operacyjną (zarządzanie funduszami) prowadziło 37 (Altus TFI, Société Générale Asset Management Alternative Investments (Poland) TFI, AgioFunds TFI i Penton TFI nie zdążyły jeszcze uruchomić żadnego funduszu inwestycyjnego).

Rys. 1. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych w latach 2004-2009*



* - dotyczy towarzystw funduszy inwestycyjnych, które w danym okresie posiadały zezwolenie organu nadzoru na zarządzanie funduszami inwestycyjnymi i zarejestrowały co najmniej jeden fundusz inwestycyjny.

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji KPWiG i KNF.

Ustawa umożliwiła także towarzystwom funduszy inwestycyjnych, zarówno działającym wcześniej, jak i nowym podmiotom, na zarządzanie cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie i doradztwo w zakresie obrotu papierami wartościowymi (obecnie „zarządzanie portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych oraz doradztwo inwestycyjne”). Z możliwości tej skorzystało w analizowanym okresie kilka towarzystw.

Towarzystwa skwapliwie skorzystały również z innych ułatwień wprowadzonych do ustawy o funduszach inwestycyjnych. Część TFI zarządzających funduszami inwestycyjnymi lokującymi aktywa w nieruchomości, zdecydowało się zlecić czynności związane z zarządzaniem nieruchomościami oraz realizację procesów inwestycyjnych uprawnionym i wyspecjalizowanym podmiotom posiadającym doświadczenie w tym zakresie (np. BZ WBK AIB TFI). TFI zarządzające funduszami sekurytyzacyjnym podjęły decyzję o zleceniu zarządzania portfelem inwestycyjnym obejmującym pulę wierzytelności lub sekurytyzowane wierzytelności wyspecjalizowanemu w tym zakresie podmiotowi, tj. firmie windykacyjnej (np. Plejada TFI). Niektóre towarzystwa zarządzające funduszami aktywów niepublicznych zleciły zarządzanie ich portfelami inwestycyjnymi podmiotom doświadczonym na rynku private equity (np. Investors TFI) lub firmom asset management (np. Copernicus Capital TFI).

Wejście na krajowy rynek instytucji wspólnego inwestowania zagranicznych firm zarządzających aktywami, które notyfikowały w Polsce fundusze zagraniczne, pozwoliło TFI także rozszerzyć przedmiot swojej działalności o pełnienie funkcji przedstawiciela funduszu zagranicznego (Legg Mason TFI, Millennium TFI, KBC TFI, Union Investment TFI, ING TFI, TFI Allianz Polska) oraz dystrybutora tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych.

Fundusze inwestycyjne

Minione pięć lat stało pod znakiem ogromnego przyrostu liczby produktów finansowych oferowanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W istotnym stopniu stało się tak dzięki nowym możliwościom, jakie TFI uzyskały po wejściu w życie ustawy z 27 maja 2004 r. Wzorując się na doświadczeniach państw zachodnioeuropejskich wprowadzono regulacje dotyczące szczególnych konstrukcji funduszy inwestycyjnych (dział VI ustawy o funduszach inwestycyjnych) i szczególnych typów funduszy inwestycyjnych (dział VII ustawy). Regulacje te zapewniły z jednej strony krajowym inwestorom większy wybór spośród różnorodnych konstrukcji bądź typów funduszy, co istotnie zwiększyło ich atrakcyjność względem alternatywnych form lokowania kapitału, z drugiej zaś stworzyły TFI warunki równej konkurencji z firmami zarządzającymi funduszami zagranicznymi.

Konstrukcje funduszy

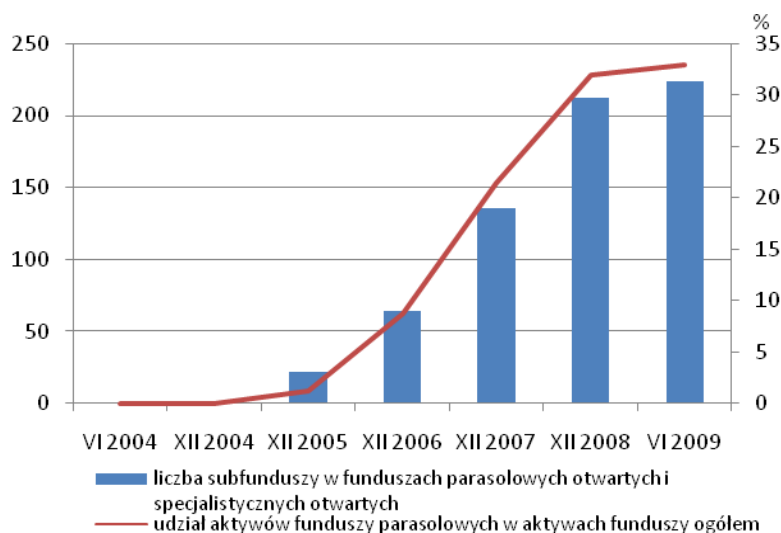
W ramach trzech podstawowych rodzajów funduszy (otwartego, specjalistycznego otwartego i zamkniętego) umożliwiono TFI tworzenie trzech szczególnych konstrukcji funduszy inwestycyjnych: funduszy z różnymi kategoriami jednostek uczestnictwa, funduszy z wydzielonymi subfunduszami oraz funduszy podstawowych i powiązanych. Zdecydowanie największym sukcesem okazała się konstrukcja funduszu z wydzielonymi subfunduszami, czyli funduszu parasolowego. Konstrukcja ta dała towarzystwom sposobność tworzenia w ramach jednego funduszu inwestycyjnego (w każdej dopuszczalnej formie prawnej) dowolnej liczby subfunduszy, z których każdy może realizować inną politykę inwestycyjną – od bezpiecznej po agresywną. Okazała się ona niezwykle popularna głównie jednak ze względu na korzyści podatkowe, bowiem od października 2005 r. inwestorzy dokonujący zamiany jednostek między subfunduszami nie muszą płacić podatku od osiągniętego zysku kapitałowego.

Biorąc pod uwagę skalę zjawiska, można wręcz stwierdzić, iż pojawienie się funduszy parasolowych było jednym z najistotniejszych wydarzeń na polskim rynku funduszy inwestycyjnych po akcesji naszego kraju do Unii Europejskiej. W ciągu pięciu lat

obowiązywania nowej ustawy uruchomiono 37 funduszy o takiej konstrukcji, w tym 32 mają formę FIO lub SFIO, zaś 5 to FIZ. Wśród funduszy parasolowych otwartych i specjalistycznych otwartych 20 to nowe produkty, natomiast 12 to fundusze powstałe z przekształcenia funkcjonujących wcześniej podmiotów; wszystkie fundusze parasolowe zamknięte to całkowicie nowe podmioty. Ogółem fundusze parasolowe obejmują (stan na koniec czerwca 2009 r.) aż 234 subfundusze (rys. 2), czyli 43 proc. wszystkich produktów dostępnych na krajowym rynku funduszy. Jeszcze bardziej imponująco statystyka ta wygląda w przypadku funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych – aż 68 proc. z nich (224 spośród 329) to subfundusze. Ogółem fundusze parasolowe w formie FIO lub SFIO uruchomiło dotychczas 21 towarzystw, zaś w formie FIZ – pięć towarzystw.

Sukces funduszy parasolowych potwierdzają również dane na temat wartości zgromadzonych przez nie aktywów netto. Po pięciu latach funkcjonowania w funduszach tych (mających formę FIO lub SFIO) jest już ulokowanych 25,4 mld zł, czyli co trzeci złoty (32,9%) zarządzany przez krajowe TFI (rys. 2). W przypadku dziewięciu TFI (Millennium Noble Funds, Quercus, Aviva Investors Poland, Allianz Polska, Union Investment, Opera, BPH i Superfund) udział aktywów netto funduszy parasolowych w aktywach wszystkich funduszy zarządzanych przez dany podmiot przekracza 50 procent.

Rys. 2. Fundusze parasolowe w latach 2004-2009*



* - dotyczy funduszy z wydzielonymi subfunduszami, które w danym okresie zostały wpisane do rejestru funduszy inwestycyjnych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KPWiG i KNF.

Mimo licznych zalet, znacznie mniejsze zastosowanie znalazła druga spośród nowych konstrukcji wprowadzonych w ustawie z maja 2004 r. (trzecia – fundusze z różnymi

kategoriami jednostek uczestnictwa – była w praktyce wykorzystywana przez TFI już wcześniej), tzn. fundusze podstawowe i powiązane. W analizowanym okresie utworzono zaledwie dwie takie konstrukcje (w Skarbiec TFI i Superfund TFI), zaś zgromadzone przez nie aktywa sięgnęły na koniec I półrocza 2009 r. kwoty 0,24 mld zł.

Typy funduszy

Ustawa o funduszach inwestycyjnych z maja 2004 r. wprowadziła cztery szczególne typy funduszy inwestycyjnych, które charakteryzują się odmiennymi bądź dodatkowymi rozwiązaniami w stosunku do danego rodzaju funduszu. Były to: fundusze rynku pieniężnego, fundusze portfelowo, fundusze sekurytyzacyjne oraz fundusze aktywów niepublicznych.

Standard funduszu rynku pieniężnego, uwzględniający postulaty środowiska funduszy inwestycyjnych, został zawarty w rozdziale 1 działu VII ustawy o funduszach inwestycyjnych. Zgodnie z tymi regulacjami nazwą tą mogą posługiwać się jedynie FIO, które lokują aktywa wyłącznie w instrumenty rynku pieniężnego oraz depozyty w bankach krajowych i instytucjach kredytowych o wysokim poziomie bezpieczeństwa o terminie zapadalności nie dłuższym niż rok płatne na żądanie lub które można wycofać przed terminem zapadalności, przy czym maksymalny ważony wartością lokat średni termin do wykupu portfela lokat nie może być dłuższy niż 90 dni. Celem wprowadzenia do ustawy standardu funduszu rynku pieniężnego było stworzenie bardzo bezpiecznego produktu, nie obciążonego żadnym ryzykiem, adresowanego do jednostek sektora publicznego, głównie jednostek samorządu terytorialnego. Ponieważ jednak ustawa o finansach publicznych wciąż nie przewiduje w katalogu dostępnych lokat jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, dlatego też popularność tych funduszy jest obecnie znikoma – w dwóch takich funduszach, które funkcjonują na rynku ulokowano tylko 0,64 mld zł.

Znakomicie na polskim rynku finansowym przyjęły się za to dwa całkowicie nowe typy funduszy inwestycyjnych: sekurytyzacyjne i aktywów niepublicznych. Te pierwsze, inwestujące zgromadzone środki pieniężne głównie w wierzytelności, powstawały w minionych pięciu latach wyłącznie jako fundusze „niestandardyzowane sekurytyzacyjne”, czyli takie, których przedmiotem lokat mogą być określone wierzytelności, prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności oraz papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne. Ze względu na potencjalnie większe ryzyko inwestycyjne w stosunku do funduszy sekurytyzacyjnych standaryzowanych, ich uczestnikami mogą być wyłącznie osoby prawne, jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej, a także osoby fizyczne, o ile cena emisyjna jednego certyfikatu nie jest niższa niż równowartość w złotych 40 tys. euro. Na

przestrzeni minionych pięciu lat fundusze tego rodzaju stały się jednym z najistotniejszych segmentów funduszy zamkniętych – obecnie w 16 funduszach sekurytyzacyjnych zarządzanych przez pięć TFI zgromadzono aktywa netto o wartości 0,85 mld zł. Według danych EFAMA liczby te dają Polsce drugie (biorąc pod uwagę liczbę podmiotów) i trzecie (uwzględniając wartość aktywów) miejsce w Europie.

Jeszcze większy sukces odniosły fundusze aktywów niepublicznych lokujące powierzone przez inwestorów kapitały w papiery wartościowe niebędące przedmiotem publicznej oferty lub niedopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Z uwagi na optymalizację podatkową ta forma prawna okazała się znakomitym sposobem na tworzenie funduszy prywatnych, dedykowanych jednemu inwestorowi, bądź niewielkiej grupie inwestorów posiadających głównie udziały w spółkach niepublicznych. TFI nie były natomiast zbyt zainteresowane tworzeniem tego rodzaju podmiotów adresowanych do szerszego grona inwestorów – w analizowanym okresie zostały uruchomione tylko dwa takie fundusze, które wyemitowały publiczne certyfikaty inwestycyjne (zarządzane przez Copernicus Capital TFI i Investors TFI). Ogółem w końcu czerwca 2009 r. na rynku funkcjonowało aż 85 funduszy aktywów niepublicznych o łącznych aktywach netto wynoszących 5,59 mld zł.

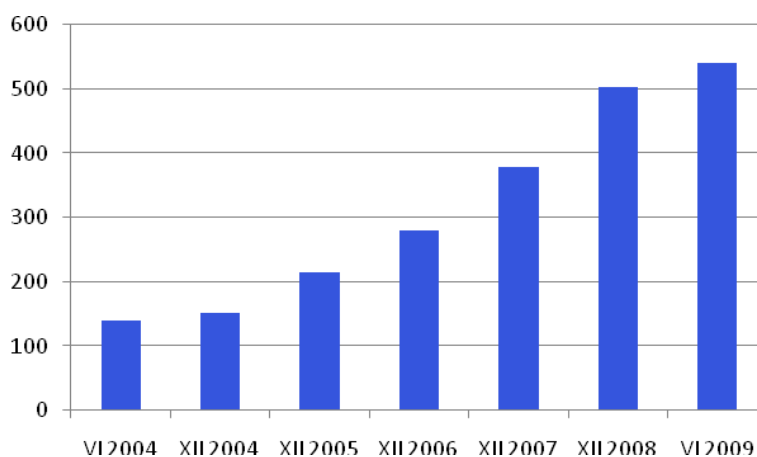
Z uwagi na przeszkody natury prawnej na rynku funduszy nie pojawiły się dotychczas fundusze portfelowe, odpowiadające charakterem znanym na świecie od blisko dwóch dekad funduszom typu ETF. Warto przy okazji nadmienić, iż mimo uelastycznienia przez ustawę z maja 2004 r. limitów inwestycyjnych FIO, którego polityka inwestycyjna odzwierciedla strukturę indeksu rynku akcji lub dłużnych papierów wartościowych (tj. funduszu indeksowego), również ten rodzaj funduszu nie znalazł uznania wśród towarzystw funduszy inwestycyjnych.

W zakresie przepisów odnoszących się do polityki inwestycyjnej funduszy otwartych ustawa o funduszach inwestycyjnych zwiększyła ich możliwości inwestowania w tytuły uczestnictwa innych funduszy, dzięki czemu umożliwiono w praktyce tworzenie na szeroką skalę funduszy funduszy (*funds of funds*). TFI skwapliwie skorzystały z tej możliwości, tworząc przez minione pięć lat kilkadziesiąt tego typu funduszy lokujących aktywa głównie w tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych, a tylko w minimalnym stopniu w jednostki uczestnictwa krajowych podmiotów. Podobna sytuacja miała miejsce w przypadku funduszy nieruchomości – choć obowiązujące prawo już wcześniej umożliwiało tworzenie tego typu podmiotów, to jednak dopiero wejście w życie nowych regulacji w lipcu 2004 r. zachęciło TFI do uruchamiania funduszy zamkniętych lokujących aktywa w nieruchomości. W

rezultacie do połowy 2009 r. utworzono 10 tego typu funduszy (w tym 6 wyemitowało publiczne certyfikaty inwestycyjne) zarządzanych przez pięć TFI posiadających aktywa o wartości 2,16 mld zł.

Efektem znaczącego poszerzenia możliwości tworzenia różnorodnych produktów inwestycyjnych adresowanych do różnego typu inwestorów był ogromny przyrost liczby funduszy i subfunduszy w skali całego rynku. Niewątpliwie czynnikiem, który przez pierwsze trzy lata analizowanego okresu sprzyjał tworzeniu nowych produktów (głównie o charakterze otwartym) kierowanych przede wszystkim do inwestorów indywidualnych, była bardzo korzystna koniunktura na rynkach akcji. Choć w ostatnich dwóch latach, czyli w okresie giełdowej dekonunktury, dynamika tworzenia produktów dla klientów detalicznych wyraźnie osłabła, liczba nowopowstających funduszy i subfunduszy nawet zwiększyła się. Stało się tak za sprawą dedykowanych zamkniętych funduszy aktywów niepublicznych, w tworzenie których zaangażowało się kilka TFI (głównie Ipopema TFI, Copernicus Capital TFI, Skarbiec TFI oraz Idea TFI). W rezultacie w końcu czerwca br. na rynku funduszy inwestycyjnych funkcjonowało 540 funduszy i subfunduszy, czyli aż o 399 (283%) więcej niż pięć lat wcześniej (rys. 3). Największy przyrost liczby funduszy i subfunduszy miał miejsce w latach 2008 i 2007 – powstało wówczas (odpowiednio) 125 i 97 nowych podmiotów.

Rys. 3. Liczba funduszy inwestycyjnych i subfunduszy w latach 2004-2009*.



* - dotyczy funduszy, które w danym okresie zostały wpisane do rejestru funduszy inwestycyjnych oraz subfunduszy, które rozpoczęły działalność operacyjną.

Źródło: IZFiA, obliczenia własne.

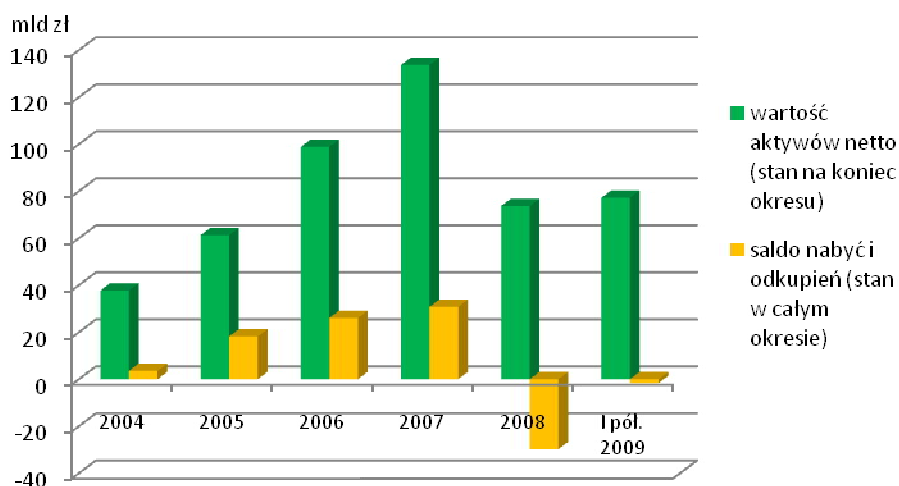
Biorąc pod uwagę formę prawną samych funduszy inwestycyjnych, w okresie od połowy 2004 r. do połowy 2009 r. zarejestrowanych zostało aż 312 nowych funduszy, z czego 70 miało formę funduszy otwartych, 32 funduszy specjalistycznych otwartych oraz aż 210

funduszy zamkniętych (bądź – jeszcze w drugiej połowie 2004 r. funduszy mieszanych lub specjalistycznych zamkniętych). W gronie funduszy zamkniętych zdecydowanie dominowały fundusze emitujące niepubliczne certyfikaty inwestycyjne (164).

Wielkość i struktura rynku

Wprowadzone przed pięcioma laty nowe rozwiązania prawne okazały się również jednym z ważniejszych czynników, który sprzyjał wzrostowi wartości aktywów netto (WAN) zgromadzonych w krajowych instytucjach wspólnego inwestowania (rys. 4). Świadczy o tym m.in. fakt, iż w latach 2004-2007 wzrost WAN wynikał głównie z dodatniej wartości salda nabyć i odkupień (jego udział w zmianie aktywów wahał się od ponad 69% w 2006 r. do blisko 89% w 2007 r. – rys. 4). Choć niewątpliwie rosnąca popularność funduszy inwestycyjnych w tym okresie to przede wszystkim zasługa hossy na GPW w Warszawie, która zachęciła miliony Polaków do powierzenia funduszom części swoich oszczędności, to jednak bez coraz bogatszej oferty TFI będącej pochodną nowych regulacji prawnych, tak dynamiczny przyrost aktywów nie byłby możliwy. To właśnie TFI, wykorzystując nowe możliwości stworzone przez uchwaloną w maju 2004 r. ustawę o funduszach inwestycyjnych, nie tylko zagospodarowały w tym okresie znaczącą część nowych oszczędności Polaków (które w tym okresie, na skutek korzystnej sytuacji gospodarczej, rosły w szybkim tempie), ale także przejęły część środków ulokowanych dotychczas na depozytach bankowych oraz skutecznie obroniły się przed rosnącą konkurencją zagranicznych firm asset management.

Rys. 4. Wartość aktywów netto i saldo nabyć i odkupień w latach 2004-2009.



Źródło: IZFiA, szacunki Analiz Online

Ostatnie dwa lata – okres giełdowej bessy – przyniósł gwałtowny spadek WAN funduszy inwestycyjnych. Jednak w całym analizowanym pięcioletnim okresie ich aktywa

netto zwiększyły się o 42,2 mld zł (120 proc.) do poziomu 77,2 mld zł w końcu czerwca 2009 r. Znalazło to odzwierciedlenie także w parametrach opisujących pozycję funduszy inwestycyjnych w polskim systemie finansowym, gospodarce oraz w strukturze oszczędności Polaków. Stosunek wartości portfela akcyjnego funduszy inwestycyjnych do łącznej kapitalizacji krajowych spółek notowanych na warszawskiej giełdzie zwiększył się z 4,8 proc. w połowie 2004 r. do 10,9 proc. w końcu 2008 r., natomiast ich udział w strukturze podmiotowej zadłużenia Skarbu Państwa w obligacjach i bonach skarbowych – mimo istotnej zmiany struktury rynku funduszy (por. dalej) zmniejszył się jedynie z 6,6 proc. w czerwcu 2004 r. do 6,1 proc. w maju br. Stosunek aktywów funduszy inwestycyjnych do PKB wzrósł z 4,1 proc. w 2004 r. do 5,8 proc. w 2008 r. Poprawie uległ także wskaźnik obrazujący relację aktywów funduszy do depozytów bankowych gospodarstw domowych – w minionych pięciu latach wzrósł on z 17,1 proc. do 21,5 proc. W ujęciu statystycznym wartość środków ulokowanych w funduszach inwestycyjnych *per capita* wzrosła z poziomu 0,92 tys. zł pięć lat temu do 2,02 tys. zł obecnie.

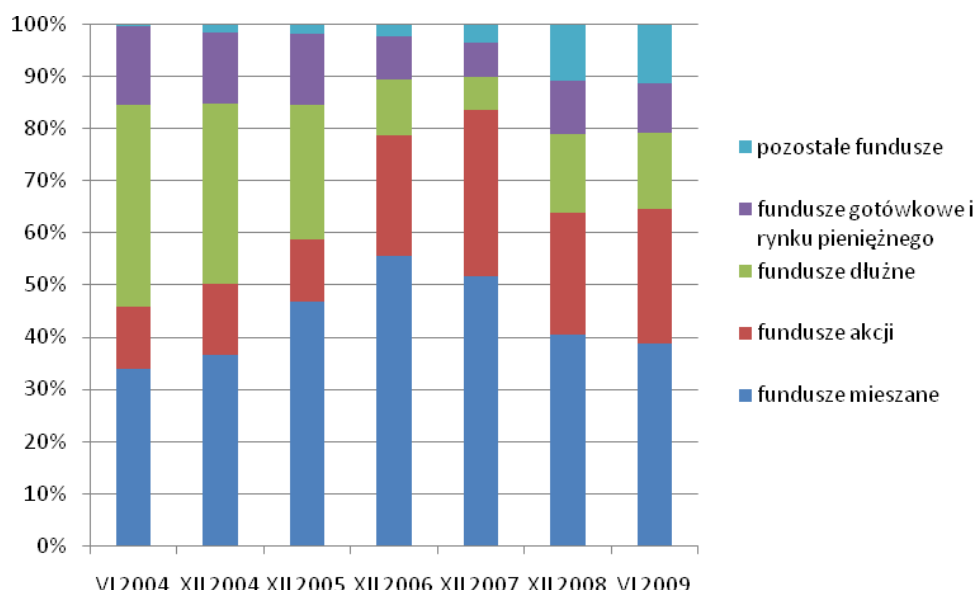
W ujęciu walutowym aktywa funduszy inwestycyjnych wzrosły w ostatnich pięciu latach o 9,6 mld euro (124 proc.), co w ujęciu dolarowym wyniosło 15,0 mld USD (160 proc.). Dzięki temu udział Polski w rynku funduszy inwestycyjnych w Europie zwiększył się z 0,15 proc. w czerwcu 2004 r. do 0,24 proc. w marcu 2009 r. (w przypadku funduszy UCITS z 0,19 proc. do 0,23 proc.).

Minione pięć lat przyniosło także istotne zmiany w strukturze rynku funduszy inwestycyjnych (rys. 5). Były one konsekwencją zróżnicowanej sytuacji na polskim rynku finansowym w tym okresie (fundusze przeważającą część swoich aktywów lokują w krajowe instrumenty finansowe), zwłaszcza na rynku akcji. W pierwszych trzech latach analizowanego okresu (do połowy 2007 r.), za sprawą hossy na GPW w Warszawie istotnie zwiększał się udział w rynku funduszy mieszanych i akcyjnych. W tym okresie traciły na znaczeniu fundusze lokujące środki finansowe w instrumenty wierzytelnościowe – fundusze dłużne, gotówkowe i rynku pieniężnego. Diametralna zmiana sytuacji na światowych rynkach giełdowych przed dwoma laty spowodowała odwrócenie powyższych trendów – od tego momentu fundusze lokujące aktywa głównie w papiery dłużne skarbowe i papiery dłużne korporacyjne zaczęły zwiększać swój udział w rynku (dotyczyło to przede wszystkim funduszy dłużnych) kosztem funduszy mieszanych oraz akcyjnych.

Mimo utraty pozycji przez fundusze akcyjne w latach 2007-2009, na przestrzeni całego analizowanego okresu to właśnie ta kategoria funduszy odnotowała największy wzrost

udziału w rynku – aż o 14,1 pkt. proc. do 25,9 proc.; wyraźnie mniej zyskały fundusze mieszane (+ 4,8 pkt. proc.). Wydaje się jednak, że największym beneficjentem minionych pięciu lat okazały się fundusze zaliczane do grupy „pozostałych funduszy”, tj. fundusze aktywów niepublicznych, sekurytyzacyjne, nieruchomości, hedgingowe i surowcowe. Ich pozycja rynkowa wzrosła z poziomu zaledwie 0,3% w czerwcu 2004 r. do 11,3% w czerwcu 2009 r. Zjawisko to było w dużej mierze konsekwencją opisanych wcześniej zmian prawnych, dzięki którym rynek funduszy w Polsce wzbogacił się o niektóre ww. kategorie funduszy (największy udział w tym wzroście miały fundusze aktywów niepublicznych i nieruchomości), korzystnych rozwiązań podatkowych oraz dobrej koniunktury na rynku nieruchomości do 2007 roku. Pogorszyła się natomiast pozycja rynkowa funduszy gotówkowych i rynku pieniężnego (- 5,6 pkt. proc.), a zwłaszcza funduszy dłużnych (- 24,2 pkt. proc.).

Rys. 5. Zmiany struktury rynku funduszy inwestycyjnych w latach 2004-2009.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IZFiA.

Dla Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami opracował dr Tomasz Miziołek

30.07.2009 r.