

i mówiąc w dużym skrócie, inwestorzy kwalifikowani. Czemu ma służyć to rozróżnienie, nie wiadomo, zwłaszcza, że w przypadku funduszy zamkniętych ustawa nie wprowadza podobnych ograniczeń. Wydaje się zatem, że fundusze specjalistyczne otwarte powinny móc funkcjonować na zasadach identycznych z funduszami otwartymi, nawet jeśli przyjmują politykę inwestycyjną funduszu zamkniętego. Cała różnica polega na tym, że fundusz taki powinien informować, że stosuje taką politykę i w związku z tym, nie jest skoordynowany z Dyrektywą UCITS.

Przejawem braku elastyczności prawa funduszy inwestycyjnych są również regulacje dotyczące funduszy z wydzielonymi subfunduszami. Instytucja ta powstała właśnie po to, by umożliwić inwestowanie w ramach jednego funduszu w różne rodzaje lokat o różnych wskaźnikach ryzyka w celu ułatwienia inwestorowi elastycznego zarządzania portfelem, a podmiotom zarządzającym funduszami – dywersyfikacji inwestycji bez ponoszenia dodatkowych kosztów związanych z koniecznością tworzenia kolejnych funduszy. Z tego względu niezbędne dla zarządzania funduszami byłoby umożliwienie łączenia różnych kategorii funduszy w ramach jednego funduszu parasolowego w drodze przekształcenia, złagodzenie wymogów dotyczących zapisów statutowych dla poszczególnych subfunduszy, ułatwienie różnicowania aktywów funduszu poprzez wiązanie ich z poszczególnymi subfunduszami. W aktualnym stanie prawnym fundusze parasolowe nie spełniają swoich funkcji ekonomicznych, ponieważ nadmiar regulacji administracyjnych, w tym uniemożliwiających tworzenie subfunduszy z różnymi typami jednostek uczestnictwa, związane z tym koszty i czas trwania postępowań administracyjnych związanych ze zmianą statutów w praktyce znoszą w znacznym zakresie możliwość wykorzystywania funduszy z wydzielonymi subfunduszami w celu prowadzenia efektywnej polityki inwestycyjnej. Zmiana umożliwiająca bardziej efektywne wykorzystywanie funduszy z wydzielonymi subfunduszami przyczyniłaby się do zmniejszenia kosztów działania funduszy, jako że tworzenie subfunduszy przez istniejący fundusz jest tańsze i mniej czasochłonne, niż tworzenie nowego funduszu na użytek kolejnych typów inwestycji.

Osobną kwestią jest coraz bardziej odczuwalna na rynku potrzeba wprowadzenia możliwości

tworzenia parasolowych funduszy sekurytyzacyjnych. Zmiana taka umożliwiłaby przede wszystkim wiązanie poszczególnych pul wierzytelności sekurytyzowanych z różnymi subfunduszami. Jest to bardzo istotne w sytuacji, w której banki coraz częściej sprzedają tak zwane wierzytelności nieregularne, co do których mogą istnieć wątpliwości, czy mogą one tworzyć pulę wierzytelności w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych. Z punktu widzenia interesów uczestników funduszy zdecydowanie bardziej korzystne byłoby odrębne traktowanie różnych pul lub pakietów wierzytelności o różnych wskaźnikach rentowności, niż łączenie w jednym funduszu wierzytelności o zróżnicowanych wskaźnikach, które może prowadzić do obniżenia rentowności funduszu jako całości. Uczestnicy funduszu mieliby również wybór pomiędzy inwestycją w subfundusze związane z różnymi wierzytelnościami, co pozwoliłoby im optymalizować stopień ryzyka inwestycji i oczekiwaną stopę zwrotu dzięki zmniejszeniu niepewności inwestycji wskutek bardziej precyzyjnego różnicowania wierzytelności sekurytyzowanych przez ten sam fundusz w ramach różnych subfunduszy. Brak możliwości tworzenia parasolowych funduszy sekurytyzacyjnych działa na niekorzyść towarzystw funduszy inwestycyjnych, które – nie mogąc na gruncie obowiązującego prawa różnicować subfunduszy w ramach funduszy sekurytyzacyjnych – nie decydują się na obniżenie wskaźników istniejących funduszy i narażać uczestników na straty wskutek sekurytyzowania wierzytelności o różnej charakterystyce w ramach tego samego funduszu.

### 3. Regulacja działalności podmiotów prowadzących obsługę funduszy inwestycyjnych

Dużym utrudnieniem w działalności funduszy inwestycyjnych są również regulacje działalności podmiotów, które prowadzą obsługę działalności funduszy inwestycyjnych. Problemem dla wielu podmiotów obsługujących fundusze (tak dla dystrybutorów, jak i dla serwerów wierzytelności sekurytyzowanych czy dla agentów transferowych) jest tzw. outsourcing działalności licencjonowanej. Osobno warto poruszyć kwestię nieracjonalnego traktowania przez ustawodawcę podmiotów prowadzących obsługę sekurytyzowanych wierzytelności na podstawie umowy z funduszem sekurytyzacyjnym. Nie ma żadnych

racjonalnych przesłanek dla różnicowania pozycji podmiotu innego niż bank krajowy obsługującego wierzytelności sekurytyzowane jako podmiotu prowadzącego działalność nadzorowaną przez KPWiG z sytuacją innych podmiotów prowadzących podobną działalność (np. podmiotu pośredniczącego w zbywaniu i nabywaniu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych). Obowiązujące przepisy wprowadzają wymóg każdorazowego uzyskiwania przez taki podmiot zezwolenia na zawarcie umowy z danym funduszem sekurytyzacyjnym. Wyjątkowe traktowanie podmiotu prowadzącego obsługę sekurytyzowanych wierzytelności należy uznać za niezasadnione na tle innych rozwiązań prawnych i nakładające zbyt duże obciążenia na uczestników obrotu. Zważywszy nawet na kryteria oceny przez KPWiG wniosku o zezwolenie wymagane na gruncie aktualnego stanu prawnego wydaje się niewątpliwe, iż KPWiG w procesie oceny bierze pod uwagę cechy wnioskodawcy, nie zaś relację pomiędzy wnioskodawcą a konkretnym funduszem. Z tego punktu widzenia wydaje się nieracjonalne domniemanie, że KPWiG mogłaby raz udzielić, innym zaś razem odmówić temu samemu podmiotowi zezwolenia, o którym mowa w ust. 1 w jego aktualnym brzmieniu. Tymczasem wymóg każdorazowego uzyskiwania zezwolenia stanowi kolejną przyczynę wydłużania się postępowań i wzrostu kosztów funkcjonowania funduszy.

**Artur Zapala**  
Radca Prawny  
Dewey Ballantine Grzesiak  
Spółka Komandytowa

**Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami**  
ul. Puławska 17, 02-515 Warszawa  
tel. 0 22 852 81 28  
fax: 0 22 852 81 29  
e-mail: poczta@izfa.pl  
www.izfa.pl

**Członkowie IZFiA:**  
AIG TFI – 0 22 588 18 57  
BPH TFI – 022 520 97 99  
BZ WBK AIB TFI – 061 855 73 22  
CU Polska TFI – 022 557 40 50  
DWS Polska TFI – 022 579 97 00  
ING TFI – 022 820 52 00  
KBC TFI – 022 581 23 32  
Millennium TFI – 022 598 29 70  
Pioneer Pekao TFI – 022 640 40 00  
PKO TFI – 022 521 56 00  
SEB TFI – 022 607 24 76  
SKARBIEC TFI – 022 521 30 19  
TFI Allianz Polska – 0 22 567 40 00  
TFI Banku Handlowego – 022 692 51 73  
TFI PZU – 022 520 20 40  
TFI SKOK – 058 55 09 660  
Union Investment TFI – 022 607 04 77

**Rada IZFiA:**  
Przewodniczący: Zbigniew Jagiełło  
Wiceprzewodniczący: Cezary Burzyński  
Członkowie: Małgorzata Góra,  
Krzysztof Samotij

**Zarząd IZFiA:**  
Prezes Zarządu: Marcin Dyl

Uprzejmie informujemy iż od dnia 1 czerwca 2006 roku Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami zmieniła adres siedziby. Nasz nowy adres:

**Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami**  
ul. Puławska 17,  
02-515 Warszawa

W związku z tym zmianie uległy również numery telefonów:  
tel. 0 22 852 81 28  
fax: 0 22 852 81 29

Adresy poczty internetowej oraz adres witryny internetowej Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami – [www.izfa.pl](http://www.izfa.pl) pozostają bez zmian.



# FAKTY

KWARTALNIK 1/2006

## rynek funduszy inwestycyjnych

### Polska gospodarka potrzebuje silnego sektora funduszy inwestycyjnych



Polski rynek funduszy inwestycyjnych odgrywa niezwykle ważną rolę w gospodarce narodowej. Umożliwiająca transformację oszczędności obywateli w te gałęzie gospodarki, które potrzebują kapitału, rynek funduszy inwestycyjnych umożliwia rozwój kraju. Aby rozwój był trwały w znacznej mierze powinien być finansowany z oszczędności własnych Obywateli.

Marcin Dyl – Prezes Zarządu IZFiA

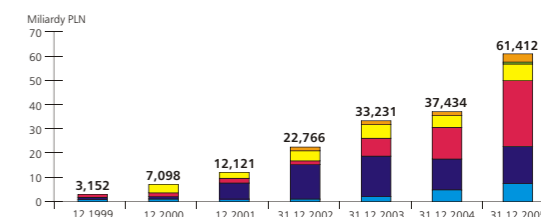
Czytaj na stronie 2

### Fundusz inwestycyjny dla Polaka i polskiej gospodarki

Pierwszy kwartał roku 2006 potwierdził kontynuację trwającego już w poprzednich latach trendu dynamicznego wzrostu aktywów powierzanych funduszom inwestycyjnym. Dynamiczny wzrost rynku jest zjawiskiem pozytywnym w ujęciu makroekonomicznym, świadczy również jednoznacznie o rosnącym zaufaniu Polaków do funduszy inwestycyjnych.

Czytaj na stronie 2

Aktywa funduszy inwestycyjnych w latach 1999-2005 (MLD PLN)



### Ograniczenia w rozwoju polskiego rynku funduszy inwestycyjnych



Obowiązująca ustawa o funduszach inwestycyjnych stwarza wiele trudności w dalszym, bardziej efektywnym rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce. Utrudnienia te mają trzy główne przyczyny: ogólne przeregulowanie działalności funduszy inwestycyjnych, brak różnicowania wymogów odnoszących się do różnego rodzaju funduszy adekwatnego do ich zróżnicowanych funkcji ekonomicznych, wreszcie – nieracjonalna regulacja niektórych procesów związanych z działalnością funduszy inwestycyjnych.

Artur Zapala – Radca Prawny

Czytaj na stronie 3

## Polska gospodarka potrzebuje silnego sektora funduszy inwestycyjnych

Sektor funduszy inwestycyjnych, dzięki dynamicznemu wzrostowi, odgrywa coraz większą rolę w polskiej gospodarce. Wzrost środków powierzanych funduszom inwestycyjnym przez inwestorów indywidualnych świadczy o rosnącej roli produktów dostarczanych przez ten sektor w ujęciu mikroekonomicznym. Dynamiczny wzrost staje się również przesłanką wzrostu znaczenia, jakie rynek funduszy inwestycyjnych odgrywa w ujęciu makroekonomicznym.

Polski rynek funduszy inwestycyjnych odgrywa niezwykle ważną rolę w gospodarce narodowej. Realizując cel swojej działalności inwestuje powierzone przez inwestorów pieniądze. Podejmując decyzje inwestycyjne fundusz kupuje papiery wartościowe o różnorodnym charakterze, zarówno korporacyjne (np. akcje), jak i dłużne (np. obligacje). W ten sposób dokonując alokacji środków inwestorów indywidualnych w poszczególne przedsięwzięcia gospodarcze umożliwia realizację celów emitentów papierów wartościowych, w których papiery dokonywana jest inwestycja. Dzięki tym środkom umożliwia finansowanie przedsięwzięć inwestycyjnych przedsiębiorstw – emitentów,

czego konsekwencją może być wzrost miejsc pracy, a więc w skali makroekonomicznej wzrost dochodu ludności, wzrost społecznego standardu życia; i w konsekwencji pozytywny wpływ na mechanizm wzrostu gospodarczego. Zgromadzone w funduszach środki są również inwestowane w obligacje. Kupując obligacje skarbowe fundusz redystrybuuje środki Polaków w inwestycje, np. infrastrukturalne, do których realizacji potrzebny jest kapitał długookresowy, a bez których Polska nie ma szans nadrobić różnic w rozwoju gospodarczym dzielących nas od państw wysoko rozwiniętych. Będąc aktywnym uczestnikiem powyższych procesów rynek funduszy inwestycyjnych umożliwia rozwój gospodarki kraju, który aby był trwały w znacznej mierze powinien być finansowany z oszczędności własnych obywateli.

W ujęciu mikroekonomicznym rozwój rynku funduszy inwestycyjnych daje inwestorom możliwość korzystania z coraz bardziej wyspecjalizowanych narzędzi finansowych, które nie tylko charakteryzują się satysfakcjonującymi wynikami, wysokim standardem jakości działania czy standardami informacyjnymi ale umożliwiają funkcjonowanie na rynku kapita-

łowym nawet osób, które nie posiadają bardzo dużych środków czy eksperckiej wiedzy w tym zakresie. Powierając funduszowi nawet niewielką kwotę inwestor ma pewność, że jego pieniędzmi zajmą się specjaliści a posiadane jednostki uczestnictwa są „częścią” zdywersyfikowanego portfela.

Znaczny wzrost zainteresowania funduszami inwestycyjnymi i wartości powierzanych im środków pozytywnie wpływa na gospodarkę narodową, dlatego w interesie Państwa leży dbałość o rozwój i sprzyjające warunki działania sektora funduszy inwestycyjnych. Aby było to możliwe niezbędne jest kształtowanie profesjonalnych, prorozwojowych prawnych ram funkcjonowania rynku. Konsekwentnego, szczegółowego ale również działającego z troską o podmioty rynku i inwestorów Nadzorca oraz warunków umożliwiających polskim firmom konkurowanie z zagranicznymi podmiotami na wspólnym europejskim rynku usług finansowych.

Marcin Dyl  
Prezes Zarządu  
Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami

## Fundusz inwestycyjny dla Polaka i polskiej gospodarki

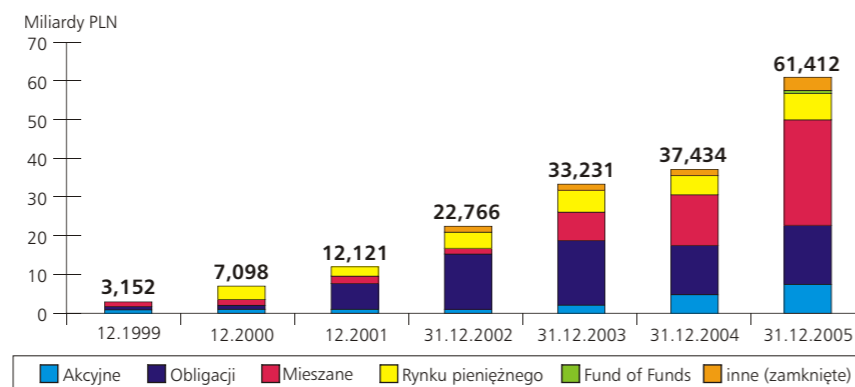
Pierwszy kwartał roku 2006 potwierdził kontynuację trwającego w poprzednich latach trendu dynamicznego wzrostu aktywów powierzanych funduszom inwestycyjnym. W ciągu 12 miesięcy roku 2005 wartość zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych aktywów wzrosła o 23,86 mld PLN, osiągając na koniec 2005 roku wartość 61,4 mld PLN (wykres nr 1).

Tempo wzrostu aktywów funduszy inwestycyjnych w Polsce w roku 2005, liczone w EUR wyniosło ponad 70% i było najwyższe spośród wszystkich krajów europejskich monitorowanych przez EFAMA (European Fund and Asset Management Association). Dynamika wzrostu polskiego rynku była ponad 3 krotnie wyższa do średniej europejskiej dynamiki wzrostu rynku funduszy inwestycyjnych (wykres nr 2).

Pierwsze miesiące roku 2006 przyniosły dalszy wzrost rynku – do końca kwietnia aktywa funduszy inwestycyjnych wzrosły o 26,2% w stosunku do grudnia 2005 roku, osiągając wartość 77,33 mld PLN.

Tak dynamiczny wzrost rynku funduszy inwestycyjnych jest zjawiskiem pozytywnym w ujęciu makroekonomicznym – umożliwiając redystrybucję oszczędności polskich obywateli w te gałęzie, które potrzebują kapitału, umożliwia zrównoważony rozwój rodzimej gospodarki (więcej w artykule „Polska gospodarka potrzebuje silnego sektora funduszy inwestycyjnych”). Obserwowany trend świadczy również jednoznacznie o rosnącym zaufaniu Polaków do funduszy inwestycyjnych, jako produktów finanso-

Aktywa funduszy inwestycyjnych w latach 1999-2005 (MLD PLN) wykres 1

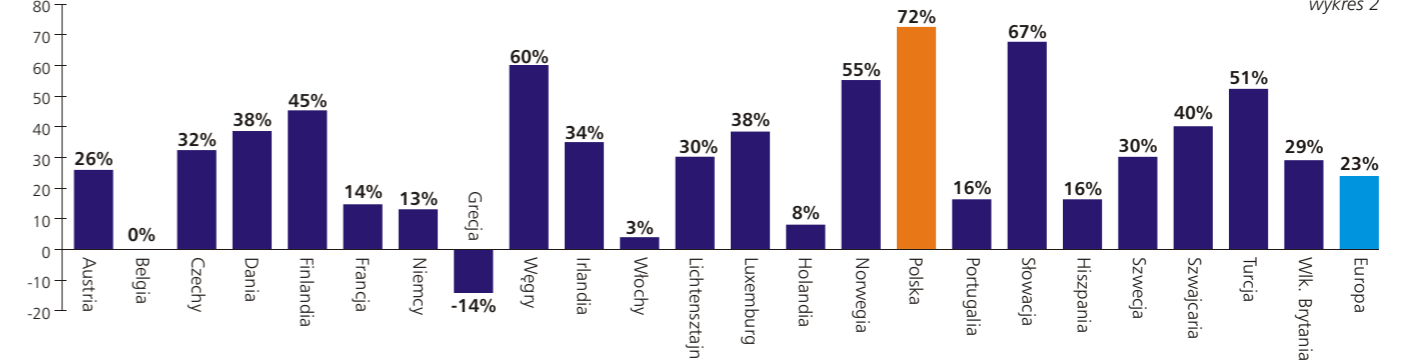


wych nie tylko pozwalających osiągnąć atrakcyjne zyski, ale również produktów o bardzo wysokim, światowym standardzie jakości. Chcąc sprostać rosnącemu zaufaniu podmioty rynku podejmują intensywne działania, aby w pełni zaspakajać potrzeby swoich Klientów. Systematycznie rozwijana jest sieć dystrybucji jednostek uczestnictwa oraz standard obsługi, tak aby każdy zainteresowany, w sposób dla siebie wygodny mógł skorzystać z oferty Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych. Dynamicznie wzbogacana jest różnorodność oferowanych produktów – Klient może skorzystać z produktów charakteryzujących się coraz bardziej wyszukaną polityką inwestycyjną, wybrać produkt który

spełnia jego oczekiwania zarówno w zakresie wskaźnika zysk/ryzyko ale również obszaru geograficznego inwestycji, branży, czy też waluty, w której chce inwestować (wzrost liczby produktów oferowanych przez polskie TFI przedstawia wykres nr 3).

Wzrost rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce nie jest zjawiskiem, które powinno dziwić – kierunek zmiany struktury oszczędności Polaków, w której duży udział ma dynamiczny wzrost tego rynku, jest zgodny z trendami, które zachodziły w rozwiniętych gospodarkach. Zaskakiwać może tak szybkie tempo zachodzących zmian, które jednak wpływa na skrócenie

Tempo wzrostu aktywów funduszy inwestycyjnych w krajach europejskich (zmiana % 2005) wykres 2

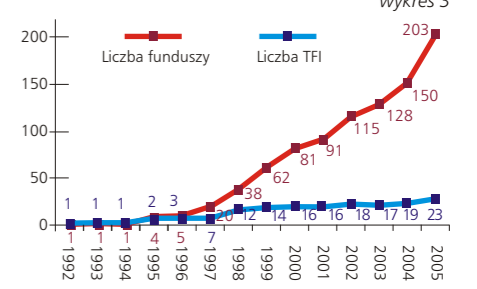


dystansu dzielącego Polaków od Obywateli krajów wysokorozwiniętych w korzystaniu z coraz szerszej oferty produktów finansowych. Wzrost rynku funduszy inwestycyjnych jest korzystny dla inwestorów, ale powinien również cieszyć z makroekonomicznego punktu widzenia. Aby cieszył rynek musi mieć szansę na szybki rozwój i sprostanie zagranicznej konkurencji. Aby było to możliwe konieczna jest szeroka edukacja społeczeństwa – proces ten, mimo że jest niejako automatycznie wymuszany przez funkcjo-

nowanie w gospodarce rynkowej, powinien być wspomagany. Również organy prawodawcze i nadzorcze powinny być zainteresowane, aby znosić ograniczenia w rozwoju polskiego rynku funduszy inwestycyjnych (więcej w artykule „Ograniczenia w rozwoju polskiego rynku funduszy inwestycyjnych”).

Katarzyna Kakowska  
Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami

Liczba TFI i funduszy inwestycyjnych na polskim rynku (1992-2005) wykres 3



## Ograniczenia w rozwoju polskiego rynku funduszy inwestycyjnych

Obowiązująca ustawa o funduszach inwestycyjnych stwarza wiele trudności w dalszym, bardziej efektywnym rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce. Moim zdaniem utrudnienia te mają trzy główne przyczyny: po pierwsze, ogólne przeregulowanie działalności funduszy inwestycyjnych, po drugie, brak zróżnicowania wymogów odnoszących się do różnego rodzaju funduszy adekwatnego do ich zróżnicowanych funkcji ekonomicznych, po trzecie wreszcie – nieracjonalna regulacja niektórych procesów związanych z działalnością funduszy inwestycyjnych, takich jak dystrybucja jednostek uczestnictwa czy obsługa wierzytelności sekurytyzowanych.

### 1. Nadmiar regulacji

Fundusze inwestycyjne funkcjonują na całym świecie jako alternatywa dla produktów bankowych. Zwiększona pula możliwych sposobów oszczędzania przynosi korzyści gospodarcze w skali makroekonomicznej, umożliwia inwestorom swobodne określanie poziomu ryzyka i oczekiwanej stopy zysku oraz dywersyfikację portfela oszczędności. Tak wygląda sytuacja idealna, w której wybór między funduszem a lokatą bankową jest wyłącznie kwestią potrzeb i preferencji inwestora oraz jego gotowości do podjęcia ryzyka.

Warunkiem wprowadzenia w życie tego idealnego modelu jest jednak, aby produkty bankowe i produkty funduszy inwestycyjnych były wobec siebie konkurencyjne nie tylko z punktu widzenia inwestora (który bierze pod uwagę cenę produktu, marżę, stopy zwrotu inwestycji itp.), ale i z punktu widzenia podmiotów oferujących te produkty (które biorą pod uwagę między innymi koszty wprowadzenia takich produktów i ich przewidywaną sprzedaż, przy czym na oba te czynniki znaczący wpływ ma czas po-

między stworzeniem koncepcji produktu a przystąpieniem do jego sprzedaży). W tym miejscu należy zwrócić uwagę, że pozycja funduszy inwestycyjnych w porównaniu z pozycją banków wielokrotnie bywa bardzo nierówna. Powodem jest między innymi przeregulowanie działalności funduszy inwestycyjnych.

Jednym z głównych czynników decydujących o atrakcyjności rynkowej oferty jest jej elastyczność i dostosowanie do potrzeb potencjalnych klientów. Dotyczy to również produktów inwestycyjnych. Z tego punktu widzenia banki są w pozycji zdecydowanie uprzywilejowanej w stosunku do funduszy inwestycyjnych – wprowadzenie na rynek nowego produktu bankowego (nowej lokaty czy kredytu) nie wymaga uzyskania żadnych administracyjnych zgód czy zezwoleń. Tymczasem w przypadku funduszy inwestycyjnych mamy do czynienia z pięciopiętrową strukturą nadzoru. Utworzenie TFI wymaga zgody KPWiG, zgody wymaga również utworzenie każdego funduszu inwestycyjnego. Co więcej, nie tylko przekształcenia funduszy inwestycyjnych, ale często również zmiany ich statutów (co najistotniejsze, wszelkie zmiany dotyczące polityki inwestycyjnej) wymagają uzyskania zgody KPWiG. Od zezwolenia Komisji uzależnione jest także zawarcie niektórych umów kluczowych dla funkcjonowania funduszu, takich jak umowy o dystrybucję jednostek uczestnictwa lub umowy o obsługę wierzytelności sekurytyzowanych. W efekcie nadzór administracyjny pojawia się niemal na każdym etapie procesu tworzenia nowego produktu. Wydłuża to czas i zmniejsza atrakcyjność oferty funduszy. Sytuacja na rynku zmienia się dynamicznie i byłoby pożądanym umożliwienie funduszom szybką dostosowywania swojej oferty do potrzeb rynku, co utrudniają rozbudowane wymogi regulacyjne.

### 2. Niedostateczna elastyczność regulacji różnych typów funduszy

Brak zróżnicowania wymogów wobec różnych funduszy daje się odczuć szczególnie w przypadku funduszy zamkniętych emitujących publiczne certyfikaty. Mimo że z racji swego statusu jako emitenta papierów wartościowych są one poddane wymogom informacyjnym znajdującym zastosowanie do spółek publicznych, w obecnym stanie prawnym nie wpływa to na zakres ich obowiązków wynikających z ustawy o funduszach inwestycyjnych. W praktyce zatem fundusze zamknięte obciążone są podwójnymi obowiązkami, czego nie można moim zdaniem uzasadnić względami ochrony inwestorów. Wydaje się, że najbardziej racjonalne byłoby uznanie, że fundusz emitujący certyfikaty publiczne powinien być traktowany przez prawo jak każdy inny emitent, zatem nadzór Komisji sprawowany na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych powinien być w takim przypadku ograniczony do minimum.

Problem wydaje się jednak szerszy i dotyczy wspomnianego na wstępie braku zróżnicowania i elastyczności wymogów regulacyjnych wobec różnych funduszy zależnie od ich funkcji ekonomicznej i strategii inwestycyjnej. Ustawa przyjęła jako podstawowy model funduszu zgodny z Dyrektywą UCITS, czyli fundusz otwarty, kształtując na podstawie tego modelu regulację pozostałych typów funduszy. Rozwiązanie takie okazuje się w praktyce dysfunkcjonalne. Poza przypadkiem funduszy zamkniętych emitujących certyfikaty publiczne warto wspomnieć o funduszach specjalistycznych otwartych. Mogą one wprowadzić stosować politykę inwestycyjną, właściwą funduszom zamkniętym, jednakże tylko wówczas, gdy uczestnikami tych funduszy będą wyłącznie osoby prawne,

