

Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce

Opracowanie dla Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami



Przygotowane przez Analizy Online Sp. z o.o.



Warszawa, 2010-03-22

Fundusze inwestycyjne zamknięte istnieją na polskim rynku od 1999 roku. Ich tworzenie było możliwe dzięki uchwalonej w 1997 roku Ustawie o funduszach inwestycyjnych. Obecnie zasady tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych zamkniętych reguluje ustawa o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 r., której ostatnia nowelizacja weszła w życie 13 stycznia 2009 r.

Fundusz inwestycyjny zamknięty jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych w określonych kategoriach lokat. Jest tworzony, zarządzany, administrowany i reprezentowany przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, działające jako organ funduszu.

Fundusze otwarte są przeznaczone dla szerokiego kręgu odbiorców, natomiast fundusze zamknięte z reguły dla bardziej doświadczonych inwestorów świadomych swoich celów inwestycyjnych i ryzyka.

1. Idea funduszu zamkniętego

certyfikat inwestycyjny

Fundusze zamknięte to w prawie polskim jedna z trzech podstawowych kategorii funduszy inwestycyjnych, obok funduszy inwestycyjnych otwartych oraz specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych. Fundusze zamknięte różnią się od pozostałych kategorii tym, że można partycypować w zyskach z inwestycji funduszu poprzez zakup certyfikatu inwestycyjnego, a nie jednostek uczestnictwa. Zgodnie z przepisami prawa certyfikat inwestycyjny jest papierem wartościowym na okaziciela świadczącym o udziale ich właściciela w majątku funduszu (mają niepodzielny charakter). W przeciwieństwie do jednostki uczestnictwa, może być wprowadzony do obrotu publicznego.

płynność

Podstawową różnicą między otwartymi i zamkniętymi funduszami inwestycyjnymi jest płynność oraz czas trwania inwestycji. Fundusze otwarte są łatwo dostępne, a wyceny jednostek uczestnictwa dokonywane są codziennie, dzięki czemu można je nabyć oraz odkupić w dowolnym momencie, a każda z tych operacji nie trwa dłużej niż kilka dni. W przypadku funduszy zamkniętych nabycie bądź sprzedaż certyfikatów możliwe są jedynie w ściśle określonych terminach, co oznacza, iż ich spieniężenie jest trudniejsze niż w przypadku jednostek uczestnictwa otwartych funduszy inwestycyjnych. Dla inwestora stwarza to znaczne ograniczenie możliwości wejścia do i wyjścia z inwestycji. Poza tym czas trwania funduszu zamkniętego może zostać ograniczony do określonego okresu.

Zwiększeniu płynności certyfikatów inwestycyjnych sprzyja nadanie im publicznego charakteru, co oznacza, iż certyfikaty mogą być notowane na giełdzie. Dzięki temu można nabyć takie certyfikaty nie uczestnicząc w emisji, a także możliwe jest ich zbycie podczas sesji giełdowej. Nie wszystkie fundusze zamknięte są jednak notowane na giełdzie, a płynność certyfikatów zwykle jest symboliczna.

Ograniczenie płynności w funduszach zamkniętych działa jednak na ich korzyść, gdyż fundusz ma zapewnioną większą stabilność posiadanego kapitału od funduszy otwartych. Fundusze inwestycyjne otwarte muszą na bieżąco reagować na żądania odkupienia jednostek uczestnictwa, przez co część posiadanego kapitału musi być stale utrzymywana w formie rezerw na umorzenie jednostek. Fundusze inwestycyjne zamknięte nie mają takich wymogów, co zwiększa możliwości inwestycyjne związane z efektywniejszym wykorzystaniem kapitału.

spektrum inwestycyjne

Fundusze zamknięte mają dużo szersze możliwości inwestycyjne niż fundusze otwarte. Zarządzający mają większą swobodę alokacji aktywów, dającą im bogatszy zestaw narzędzi finansowych, którymi mogą elastyczniej operować. Dzięki temu mogą nie tylko zwiększać poziom bezpieczeństwa funduszu, ale także podejmować większe ryzyko w celu podniesienia stopy zwrotu. Poza inwestowaniem w akcje, obligacje, czy lokaty, zgodnie z art. 145 ustawy o funduszach inwestycyjnych, fundusze zamknięte mogą lokować środki np. bezpośrednio w nieruchomości (własność, współwłasność czy użytkowanie wieczyste nieruchomości, budynków o uregulowanym stanie prawnym), transakcje terminowe, waluty czy udziały w spółkach z o. o., a więc lokaty niedostępne dla funduszy otwartych. Możliwość inwestowania w instrumenty pochodne stwarza funduszom znacznie większe możliwości tworzenia zróżnicowanych strategii inwestycyjnych. Zarządzający mogą je stosować zarówno do zabezpieczania aktywów, jak i do zarabiania na spadkach wartości indeksów, akcji, towarów.

odmienność zasad polityki inwestycyjnej

Fundusze zamknięte mają inaczej od funduszy otwartych określone również wymogi dotyczące limitów koncentracji poszczególnych aktywów. Przykładowo fundusz otwarty nie może lokować więcej niż 5% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot, natomiast ograniczenie to dla funduszu zamkniętego wynosi aż 20%. Choć dzięki temu zwiększone są szanse na ponadprzeciętne zyski z inwestycji w konkretny papier (jeśli zarządzający dokonał właściwego wyboru), to wiąże się z tym wyższe ryzyko takiej inwestycji, w przypadku pomyłki zarządzającego.

Podstawowe różnice między funduszami zamkniętymi i otwartymi		
	FIZ	FIO
udziały w funduszu	certyfikaty inwestycyjne	jednostki uczestnictwa
podzielność	niepodzielne - można nabywać i zbywać wielokrotność jednego certyfikatu	podzielne - można nabywać i zbywać części ułamkowe
wycena udziałów	okresowa, np. miesięcznie, kwartalnie, ustalana przez fundusz	w każdy dzień roboczy
nabycie	podczas emisji bądź na giełdzie	w każdy dzień roboczy
wyjście z inwestycji	podczas wykupu bądź na giełdzie	w każdy dzień roboczy
spektrum inwestycyjne	poza podstawowymi kategoriami lokat mogą inwestować m.in. w wierzitelności, udziały w spółkach z o.o., waluty, instrumenty pochodne, w tym niewystandaryzowane, prawa majątkowe	przede wszystkim podstawowe kategorie lokat, takie jak akcje, obligacje, instrumenty rynku pieniężnego
limity koncentracji	papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot nie mogą stanowić więcej niż 20% wartości aktywów funduszu	papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot nie mogą stanowić więcej niż 5% wartości aktywów funduszu

Źródło: Analizy Online

forma wymagana przy określonych strategiach inwestycyjnych

Cechą charakterystyczną rynku funduszy inwestycyjnych jest fakt, iż różne typy (fundusze rynku pieniężnego, portfelowe, aktywów niepublicznych i sekurytyzacyjne), konstrukcje (fundusze z różnymi kategoriami jednostek, parasole, podstawowe i powiązane oraz fundusze funduszy), a także i rodzaje funduszy (akcyjne, dłużne, mieszane itp.) mogą się wzajemnie nakładać. Czasem na dany rodzaj funduszu ustawa nakłada jednak obowiązek konkretnej formy (FIO, SFIO, bądź FIZ).

Konstrukcje / typy funduszy inwestycyjnych	FIO SFIO FIZ		
	FIO	SFIO	FIZ
fundusze podstawowe / powiązane	tak	tak	tak
fundusze portfelowe	-	-	tak
fundusze aktywów niepublicznych	-	tak	tak
fundusze sekurytyzacyjne	-	-	tak

22 marca 2010

Ustawa o funduszach inwestycyjnych nakłada na TFI obowiązek utworzenia funduszu zamkniętego w przypadku określonych strategii inwestycyjnych. Formę zamkniętą muszą mieć fundusze sekurytyzacyjne, nieruchomości. Szczególnym typem funduszu zamkniętego jest również fundusz portfelowy. W pozostałych przypadkach powodem, dla którego funduszowi nadaje się formę zamkniętą decydują głównie szersze możliwości inwestycyjne. Dlatego też w ofercie towarzystw formę funduszu zamkniętego mogą przyjmować również m.in. fundusze akcyjne, dłużne, czy aktywów niepublicznych.

W przypadku **funduszu sekurytyzacyjnego** gromadzone środki w wyniku emisji certyfikatów inwestycyjnych są wykorzystywane do nabywania wierzytelności, w tym finansowanych ze środków publicznych. Fundusz sekurytyzacyjny może funkcjonować jako fundusz standaryzowany i niestandaryzowany, przy czym oba typy mogą działać jako fundusze z wydzielonymi subfunduszami. Niestandaryzowany fundusz sekurytyzacyjny może lokować w zdywersyfikowany portfel wierzytelności (co najmniej 75% wartości aktywów funduszu winny stanowić określone wierzytelności, prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności oraz papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne). W przypadku funduszu standaryzowanego, co najmniej 75% wartości aktywów musi być lokowane wyłącznie w jedną pulę wierzytelności lub prawa do wszystkich świadczeń otrzymywanych przez inicjatora sekurytyzacji z tytułu jednej puli wierzytelności. Lokowanie w kilka pul wierzytelności lub w prawa do świadczeń z tytułu kilku pul wierzytelności jest dopuszczalne jedynie gdy inicjatorem sekurytyzacji jest bank krajowy lub instytucja kredytowa a wierzytelności wchodzące w skład wszystkich pul są wyłącznie tego samego rodzaju. Uczestnikami obu typów funduszy mogą być osoby prawne, jednostki organizacyjne oraz osoby fizyczne, przy czym w przypadku funduszy niestandaryzowanych uczestnictwo osób fizycznych wymaga odpowiedniego zapisu w statucie oraz minimalnej wpłaty na poziomie równowartości 40 tys. euro.

Fundusze sekurytyzacyjne, których działalność koncentruje się na nabywaniu pakietów wierzytelności, mogą na mocy znowelizowanej ustawy zlecić zarządzanie sekurytyzowanymi wierzytelnościami - wymaga to uzyskania przez podmiot zarządzający wierzytelnościami inny niż towarzystwo zezwolenia KNF. Przed nowelizacją ustawy fundusze tego typu zawierały umowę o obsługę sekurytyzowanych wierzytelności z tzw. serwiserem, którym jest często uczestnik funduszu, który to jako jednostka wyspecjalizowana w tym obszarze świadczył usługi administracyjne, operacyjne, prawne w związku z obsługą pakietów wierzytelności znajdujących się w portfelu funduszu.

Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych, tylko fundusze o charakterze zamkniętym mogą nabywać prawa do **nieruchomości**. Przedmiotem lokat mogą być własność lub współwłasność nieruchomości gruntowych, budynków i lokali stanowiących odrębne nieruchomości, statków morskich, a także użytkowanie wieczyste. W skład aktywów FIZ mogą również wchodzić przedmioty i urządzenia potrzebne do korzystania z przedmiotu praw własności oraz niezbędne do zachowania przedmiotu tych praw w stanie niepogorszonym lub zwiększające jego wartość.

FIZ może nabywać wyłącznie prawa do nieruchomości o uregulowanym stanie prawnym i niebędących przedmiotem zabezpieczenia lub egzekucji. Może on nabywać nieruchomości obciążone wyłącznie takimi prawami osób trzecich, których realizacja nie spowoduje ryzyka utraty własności nieruchomości.

Liczba nabytych przez fundusz nieruchomości oraz użytkowania wieczystego nie może być mniejsza niż cztery. Fundusz nie może także przeznaczyć więcej niż 25% wartości swoich aktywów na nabycie własności lub współwłasności jednej nieruchomości, bądź użytkowania wieczystego, oraz na inwestycje w ten przedmiot lokat. Fundusz jest obowiązany do nabycia wszystkich nieruchomości, zgodnie z określonymi w statucie zasadami dywersyfikacji lokat, w okresie dwóch lat od dnia rejestracji (w przypadku funduszu aktywów niepublicznych termin ten ulega wydłużeniu do trzech lat).

TFI może zlecić czynności związane z zarządzaniem nieruchomościami wyspecjalizowanym podmiotom posiadającym uprawnienia wymagane przez ustawę z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami. Towarzystwo może również zlecić inne czynności związane z gospodarowaniem nieruchomościami, w szczególności dotyczące dokonywanych przez fundusz inwestycji, podmiotom posiadającym doświadczenie w tym zakresie.

Fundusz portfelowy to szczególny typ funduszu inwestycyjnego zamkniętego, którego cechą charakterystyczną jest możliwość ciągłego emitowania i umarzania certyfikatów. Mogą one podlegać wprowadzeniu do obrotu publicznego, pod warunkiem że portfel inwestycyjny będzie opierać się na składzie portfela indeksu giełdowego (portfel indeksowy) lub składzie portfela papierów wartościowych określonym w statucie funduszu, ale nie opartym na indeksie (tzw. portfelu bazowym). Oznacza to, że przy wyborze lokat fundusz będzie dążył do zakupu takich papierów wartościowych, które będą najwierniej odzwierciedlały zachowania indeksu giełdowego lub portfela bazowego. Fundusz portfelowy stanowi dogodną formę inwestowania dla każdego inwestora, w tym indywidualnego. Emisja certyfikatów inwestycyjnych może się odbywać w wyniku wniesienia do funduszu pakietu papierów wartościowych, odpowiadającego certyfikatowi funduszu, lub jego wielokrotności albo pakietu tytułów uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania mających siedzibę za granicą, jak również środków pieniężnych, jeżeli statut funduszu na to zezwala. Fundusz ten ma możliwość zwrotu uczestnikowi zamiast pieniędzy pakietu papierów wartościowych, w proporcji określonej w statucie funduszu, w przypadku umorzenia przez uczestnika certyfikatu inwestycyjnego.

22 marca 2010

Jeżeli zgodnie ze statutem funduszu certyfikat inwestycyjny będzie odzwierciedlał ściśle określony pakiet papierów wartościowych, każdy uczestnik funduszu będzie mógł brać udział w walnym zgromadzeniu spółek wchodzących w skład portfela inwestycyjnego funduszu i wykonywać prawa głosu z akcji (określonych w wystawionym przez fundusz świadectwie depozytowym) zgodnie z własnymi preferencjami.

Funduszami zamkniętymi mogą być **fundusze podstawowe i powiązane**, choć mogą one przyjąć również formę funduszu otwartego (w tym SFIO). Idea takiej konstrukcji polega na tym, iż TFI tworzy fundusz podstawowy, który będzie zbywał jednostki uczestnictwa albo emitował certyfikaty inwestycyjne wyłącznie określonym w statucie innym funduszom inwestycyjnym utworzonym przez to towarzystwo, oznaczonym jako powiązane (jeden fundusz podstawowy powinien mieć co najmniej dwa fundusze powiązane). Z kolei fundusze powiązane mogą lokować swoje aktywa wyłącznie w jednostki uczestnictwa albo certyfikaty inwestycyjne funduszu podstawowego.

Zaletami tej konstrukcji, jest możliwość tworzenia funduszy powiązanych różniących się sposobem i wysokością pobieranych opłat czy wypłaty dochodów, co umożliwi kierowanie takich produktów do określonych grup inwestorów. Możliwe jest również, aby fundusze FIO lub SFIO, utworzone jako fundusze powiązane, czerpały zyski z inwestycji w nieruchomości lub wierzytelności, których dokonywałby fundusz zamknięty - podstawowy. Jeżeli fundusz podstawowy ulega rozwiązaniu, to również muszą zostać rozwiązane fundusze powiązane.

Jako FIZ mogą działać również **fundusze aktywów niepublicznych**, które mogą przyjąć również formę specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego (SFIO). Przynajmniej 80% lokat funduszu niepublicznego muszą stanowić inwestycje w papiery wartościowe niedopuszczone do publicznego obrotu, chyba że ich dopuszczenie miało miejsce po nabyciu tych aktywów przez fundusz. Instrumenty rynku pieniężnego nie mogą stanowić więcej niż 20% wartości lokat funduszu chyba, że zostały wyemitowane przez podmioty, których akcje lub udziały wchodzi w skład jego portfela inwestycyjnego. Pod warunkiem istnienia odpowiednich zapisów w statucie fundusz aktywów niepublicznych może wypłacać swoim uczestnikom dochody (przychód pomniejszony o związane z jego uzyskaniem koszty) z tytułu zbytych lokat funduszu.

2. Praktyczny wymiar wykorzystania istniejących form prawnych

fundusze aktywów niepublicznych (wehikuł inwestycyjny i zarządzanie majątkiem)

Fundusz inwestycyjny zamknięty może emitować niepubliczne certyfikaty inwestycyjne, których emisja może zostać skierowana do konkretnego inwestora lub grupy inwestorów (osób fizycznych), bądź do instytucji (osób prawnych i jednostek nieposiadających osobowości prawnej). Dzięki możliwości emitowania niepublicznych certyfikatów, konstrukcja FIZ jest wykorzystywana do tworzenia rozwiązań dla pojedynczych przedsiębiorców, ich grup, czy też przedsięwzięć rodzinnych.

Podmiotowe ograniczenie grona uczestników funduszu jest określone w statucie, co wynika z faktu, iż fundusze te są zazwyczaj produktami szytymi na miarę. Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych, wpłaty do funduszu nie muszą być dokonywane w formie pieniężnej. Statut FIZ może bowiem przewidywać inne niż gotówkowe formy wpłat na certyfikaty inwestycyjne, takie jak: papiery wartościowe (akcje, obligacje), udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, własność lub współwłasność nieruchomości gruntowych w rozumieniu przepisów o gospodarce nieruchomościami, budynki i lokale stanowiące odrębne nieruchomości, statki morskie, a także użytkowanie wieczyste. Pozostałą część aktywów funduszu mogą stanowić aktywa płynne w postaci instrumentów rynku pieniężnego, papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub będących przedmiotem publicznej oferty. Koncentracja aktywów w jednej formie prawnej daje możliwość ułatwionego śledzenia wyceny całości zgromadzonego w nim majątku, a w przypadku funduszy dedykowanych indywidualnym inwestorom dodatkową możliwość w postaci prostszego przekazywania zgromadzonego majątku między pokoleniami. Fundusz inwestycyjny może stać się swoistym centrum prowadzenia działań inwestycyjnych, wokół którego usytuowane są poszczególne podmioty gospodarcze prowadzące bieżącą działalność operacyjną.

Pewnym ograniczeniem w działalności funduszu jest konieczność dywersyfikacji inwestycji. Papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot, wierzycelności wobec tego podmiotu i udziały w nim nie mogą stanowić łącznie więcej niż 20% wartości funduszu, a w przypadku bezpośredniej inwestycji w nieruchomości ich liczba nie może być mniejsza niż cztery. Jeżeli aktywa, które zostaną wniesione przez uczestnika funduszu na etapie rozpoczęcia działalności (np. udziały w spółkach) nie będą spełniały tego warunku, fundusz ma 12 miesięcy na dokonanie odpowiednich zmian, a w przypadku inwestycji w aktywa niepubliczne, okres ten wynosi 36 miesięcy.

Jednym z ważniejszych powodów utworzenia niepublicznego FIZ jest **optymalizacja obciążeń podatkowych**. Zgodnie z ustawą o podatku dochodowym od osób prawnych (art. 6 ust. 1 pkt 10 ustawy), fundusze inwestycyjne jako osoby prawne zwolnione są z podatku dochodowego od zrealizowanych zysków. Zatem, jakkolwiek dochód uzyskany przez fundusz inwestycyjny nie będzie podlegał opodatkowaniu podatkiem dochodowym, co oznacza, że nie obciąża on bezpośrednio aktywów funduszu (może być reinwestowany). Konieczność uiszczenia podatku występuje dopiero w momencie wypłaty dochodu przez fundusz lub sprzedaży, bądź wykupienia certyfikatów. Również wniesienie aktywów w postaci akcji czy udziałów do FIZ nie jest opodatkowane, nawet wówczas gdy aktualna cena wnoszonych walorów znacznie przewyższa koszt ich nabycia. Fundusz zamknięty jest odpowiednim narzędziem do odroczenia podatku dochodowego niemal dla każdego przedsiębiorcy, dla którego koszty związane z utrzymaniem funduszu będą niższe od potencjalnie zapłaconego podatku.

Jednym z powodów utworzenia funduszu prywatnego jest również możliwość uzyskania **zewnętrznych źródeł finansowania** bez konieczności zmiany struktury bilansu, gdyż fundusze mogą zaciągać kredyty. Utworzenie funduszu zamkniętego wymaga trochę czasu. Inwestor, który chce stać się uczestnikiem funduszu „szytego na miarę” podpisuje z wybranym TFI umowę współpracy szczegółowo regulującą m.in. przepływ informacji pomiędzy nimi na etapie tworzenia i w czasie funkcjonowania funduszu, rodzaj i politykę inwestycyjną, koszty, wynagrodzenie towarzystwa, sposób i terminy przystąpienia do funduszu. Koszty związane z utworzeniem FIZ-u można podzielić na dwie grupy: koszty zewnętrzne (wynagrodzenie depozytariusza, prowadzenie księgowości, obowiązkowe publikacje itp.) oraz koszty wynagrodzenia TFI, których poziom zależy od polityki inwestycyjnej oraz wielkości aktywów.

Choć z uwagi na szerokie możliwości inwestycyjne przewidziane w ustawie dla funduszy zamkniętych sprawiają, iż polityka inwestycyjna może być bardziej ryzykowna niż funduszy powszechnych, to charakter faktycznie realizowanej strategii zależy wyłącznie od potrzeb i oczekiwań uczestnika. Bardzo ważną kwestią jest również ustalenie czy inwestorzy mogą mieć wpływ na decyzje zarządzających czy też zarządzanie aktywami pozostanie w rękach ekspertów. Rolę TFI w kontroli nad zarządzaniem funduszem można zminimalizować m.in. poprzez odpowiedni zapis w statucie dający duże uprawnienia zgromadzeniu bądź radzie inwestorów. Organy te mają m.in. możliwość kontroli realizacji celu inwestycyjnego funduszu i polityki inwestycyjnej oraz stosowania ograniczeń inwestycyjnych.

22 marca 2010

Gdy kluczowe założenia są gotowe, TFI składa wnioski do Komisji Nadzoru Finansowego. Niektóre towarzystwa starają się mieć na podurzędziu kilka standardowych funduszy, które w razie nagłej potrzeby można szybko zarejestrować w sądzie i uruchomić.

Obecnie na rynku funkcjonuje grubo ponad 100 funduszy dedykowanych konkretnym inwestorom. Fundusze zamknięte przeznaczone dla określonego grona prywatnych inwestorów z reguły mają charakter niepubliczny. Podwaliny koncepcji niszowych ofert sięgają pierwszych produktów z rodziny Sezam zarządzanych przez Skarbiec TFI. Pierwszym funduszem dla wybranych inwestorów był zlikwidowany już Sezam I utworzony w 1999 roku, który skupiał inwestycje w różne papiery wartościowe spółek, których cechą wspólną była obecność w grupie Maspex. Mimo iż Skarbiec TFI jest jednym z ważniejszych graczy na rynku zamkniętych funduszy inwestycyjnych, to na tym rynku dominują jednak prywatne TFI: Forum, Ipopema, Opera, Copernicus Capital, a ostatnio również Idea TFI.

Ipopema TFI ma w swojej ofercie blisko 40 funduszy dedykowanych, przy czym większość z nich ma charakter anonimowy, co jest zaletą dla inwestorów, gdyż osoby postronne nie mają dostępu do danych o uczestnikach. W przypadku kilku funduszy można jednak się dowiedzieć, kto jest ich uczestnikiem.

Fundusze niepubliczne mogą być tworzone również na potrzeby firm, które możemy znaleźć choćby w ofercie Forum TFI. Comarch w celu optymalizacji podatkowej przeniósł niektóre z prowadzonych projektów badawczych nad nowymi produktami do spółek celowych tworzonych w ramach Comarch Corporate Finance FIZ. Posiadaczem certyfikatów BRE GOLD FIZ AN zarządzanego przez Ipopema TFI jest natomiast BRE Bank, a aktywem funduszu jest pakiet akcji PZU SA posiadany wcześniej bezpośrednio przez ten bank.

Jeden z funduszy - Partycypacyjny FIZ, przygotowany przez specjalistów ze Skarbiec TFI spełnia natomiast funkcję motywacyjną dla pracowników Agory oraz jej spółek zależnych.

Inwestorzy mogą również utworzyć własne TFI, jednak inwestycja ta wymaga więcej czasu oraz dużego kapitału. Na utworzenie własnego towarzystwa Opoka TFI zdecydowała się rodzina Dudów, akcjonariusze giełdowej spółki PKM Duda, którzy w funduszu Opoka FIZ ulokowali własne środki. Obecnie towarzystwo zarządza kilkoma funduszami zamkniętymi aktywów niepublicznych, uczestnikami pozostałych są polscy przedsiębiorcy, właściciele dynamicznie rozwijających się firm.

Własne TFI tworzą również firmy, które zamierzają w ten sposób poszerzyć swoją podstawową działalność. Świetnym przykładem jest KGHM TFI, które uruchomiło fundusz KGHM I FIZ AN, utworzony głównie z myślą o KGHM Polska Miedź S.A., który jest jedynym akcjonariuszem towarzystwa. Głównym celem inwestycyjnym funduszu jest lokowanie w istniejące firmy z sektora przemysłowego, handlowego, usług oraz sektora zdrowotnego. W ofercie ma się znaleźć również fundusz KGHM II FIZAN, który ma być kierowany do szerszego grona inwestorów instytucjonalnych, ale także do KGHM. Jego celem mają być inwestycje typu greenfield oraz inwestycje w spółki z sektora energii odnawialnej.

alternatywne strategie inwestycyjne

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych wykorzystują większą swobodę alokacji aktywów, dającą bogatszy zestaw narzędzi finansowych charakterystycznych dla FIZ do tworzenia m.in. alternatywnych strategii inwestycyjnych. W tej pojemnej grupie możemy znaleźć fundusze, których celem jest zarabianie w każdych warunkach giełdowych, czy fundusze gwarantujące ochronę kapitału (posiadające konstrukcję CPPI bądź tzw. produkty strukturyzowane).

Fundusze nazywane **alternatywnymi** z założenia mają przynosić inwestorom zysk niezależnie od sytuacji panującej na różnych rynkach. Lokują aktywa niemal na wszystkich możliwych rynkach i mają stosunkowo mało ograniczeń w doborze instrumentów do swojego portfela. Fundusze te wykorzystują akcje, obligacje, instrumenty pochodne na indeksy, waluty, towary i energię. Skład portfela jest zmienny, a proporcje instrumentów finansowych zależą od przewidywanej koniunktury rynkowej. Ważną rolę odgrywają instrumenty pochodne (kontrakty, opcje), które dają ekspozycję na dodatkowe rynki, p. metale, nośniki energii, towary rolne, często nieskorelowane z rynkiem akcji, umożliwiają zarabianie na wzrostach i spadkach cen instrumentów bazowych. Ponadto fundusze te mogą stosować różne strategie, polegające m.in. na wykorzystywaniu pozycji długich i krótkich, czy kombinacji instrumentów. Pozwala to osiągać zyski nie tylko przy wzrostach indeksów, ale również podczas ich spadków.

Najdłużej działającym na rynku funduszem realizującym alternatywną strategię jest Opera FIZ, który został uruchomiony w czerwcu 2005 roku. Kilka miesięcy później fundusz o podobnym profilu (Investor FIZ) wprowadził konkurent - Investors TFI. Różnią się one m.in. poziomem dostępności. Do funduszu Investor FIZ może przystąpić każdy w określonych terminach emisji kolejnych certyfikatów, a poziom minimalnej wpłaty określony jest wartością certyfikatu. Opera FIZ jest natomiast przeznaczona dla zamożnych osób prywatnych (minimalna wartość zapisu to 200 tys. zł). Certyfikaty pierwszego z

22 marca 2010

funduszy są ponadto notowane na giełdzie, dzięki czemu jest możliwe wejście (jak i wyjście) w inwestycję niemal w każdym momencie.

W 2007 roku Opera TFI utworzyła OPERA Za 3 Grosze FIZ, fundusz podobny w swej konstrukcji do Opera FIZ, który podobnie jak Investor FIZ ma publiczny charakter. Poza tym jest on przeznaczony dla mniej zamożnych inwestorów, gdyż minimalna wartość pierwszego zapisu wynosiła 1 tys. zł. Również Investors TFI poszerzyło swoją ofertę o kolejne fundusze stosujące alternatywne strategie: Investor CEE FIZ, który w porównaniu do Investor FIZ ogranicza się do giełd jednego rejonu geograficznego (Europy Środkowo-Wschodniej i krajach bezpośrednio sąsiadujących), a także Investor Gold FIZ, który stwarza możliwość inwestycji na rynku metali szlachetnych.

W ostatnich latach nastąpił wysyp kolejnych funduszy dążących do osiągania zysku bez względu na koniunkturę giełdową. W ofercie Ipopema TFI znajduje się fundusz Total FIZ, który prowadzi aktywną politykę inwestycyjną zarówno w obrębie instrumentów finansowych notowanych na giełdzie, jak i na rynku spółek niepublicznych (uczestnikami funduszu są m.in. jego założyciele i zarządzający). TFI Allianz Polska uruchomiło Allianz Platinum FIZ, skierowany do klientów zamożnych (wartość minimalnej inwestycji to 250 tys. zł). Funduszem o podobnym charakterze jest również Altus Absolutnej Stopy Zwrotu FIZ z oferty Altus TFI.

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych konstrukcję funduszu zamkniętego wykorzystują również w tworzeniu funduszy stosujących **strategie zabezpieczania portfela**, choć nie jest to wymagana forma. Strategia ta polega na odpowiednim doborze do portfela inwestycyjnego funduszu instrumentów finansowych, w zależności od aktualnej sytuacji rynkowej, w celu ochrony aktywów funduszu przed spadkiem poniżej zakładanego poziomu. Pierwszym TFI, które wprowadziło na rynek kilka edycji produktu o tym charakterze było BPH TFI. Towarzystwo zaoferowało od maja 2004 do września 2006 aż 6 edycji funduszy Bezpieczna Inwestycja, kierowanych przede wszystkim do klientów Banku BPH. Inwestorzy kupili certyfikaty o łącznej wartości bliskiej 1,7 mld PLN. Największym wzięciem cieszyła się 4 edycja, która zgromadziła 750 mln zł kapitału, natomiast ostatnia - 6 edycja - niecałe 119 mln zł. Fundusz o podobnej konstrukcji wprowadziło również PKO TFI. Oferowany w drugiej połowie 2006 roku fundusz PKO Bezpieczna Lokata I FIZ pozyskał ponad 206 mln zł.

Zarządzający serią produktów BPH Bezpieczna Inwestycja w celu zabezpieczenia wpłaconych przez inwestorów środków stosują strategię ochrony portfela Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI). Od 0% do 40% zgromadzonych środków lokują w papiery udziałowe, a pozostałą część w papiery dłużne zapewniające ochronę kapitału w okresach trzyletnich. Udział akcji w portfelu każdego dnia musi wynosić tyle, by ewentualna strata, powstała na portfelu akcyjnym w okresie rozliczeniowym, nie zdołała zniwelować części zysków wypracowanych przez część dłużną portfela. Podczas trwania okresu rozliczeniowego, fundusz może zmieniać poziom ochrony kapitału, ale tylko pod warunkiem, że ustali go na poziomie wyższym od poprzedniego.

W BPH TFI działają jeszcze 2 inne fundusze z ochroną kapitału: **BPH FIZ Dochodowych Surowców** oraz **BPH FIZ Korzystnego Kursu**, który powstał z przekształcenia BPH FIZ Pro Lokata. Strategia pierwszego z nich zakłada ochronę 100% zainwestowanego kapitału w okresach 3 letnich oraz umożliwia czerpanie zysków z inwestycji m.in. w sektorach energetycznym, metali przemysłowych i szlachetnych oraz produktów rolnych. **BPH FIZ Korzystnego Kursu** stosuje strategię zabezpieczania portfela, ponadto lokuje część aktywów w nominowane w PLN, EUR lub USD instrumenty pochodne.

Strategię CCPI stosuje również **PKO Bezpieczna Lokata I FIZ**, w kolejnych trzyletnich okresach wartość aktywów netto funduszu nie powinna spaść poniżej 100% wartości aktywów z początku okresu zabezpieczenia. Główne inwestycje funduszu (nie mniej niż 50%) stanowią bezpieczne papiery wartościowe, takie jak bony skarbowe i obligacje, a tylko część jego portfela jest inwestowana w akcje i kontrakty terminowe. Proporcja podziału środków pomiędzy część dłużną i akcyjną jest stale kontrolowana.

Aby zapewnić płynność inwestycji certyfikaty wszystkich wymienionych funduszy zostały wprowadzone do obrotu na rynku wtórnym GPW w Warszawie. Poza tym można je okresowo zbywać, przedstawiając je do wykupu funduszowi. Sporą grupę wśród funduszy zamkniętych z ochroną kapitału tworzą fundusze przyjmujące formę **produktu strukturyzowanego**, których atutem jest bankowa gwarancja zwrotu kapitału. Dzięki zastosowaniu takiej konstrukcji uczestnicy funduszu uzyskują zabezpieczenie swoich inwestycji. W tej kategorii funduszy wyspecjalizowało się KBC TFI, które niemal co miesiąc uruchamia kolejny fundusz zamknięty. Są to fundusze tworzone na czas określony, których nieochronna część portfela lokowana jest w kontrakty terminowe pozwalające czerpać zyski z giełdowych indeksów takich jak: S&P 500, DJ EuroStoxx 50, Nikkei 225, WIG20 czy EPRA, wahań kursów walutowych oraz wyników koszyka spółek giełdowych. Fundusze te mają charakter zamknięty, można w nie inwestować podczas subskrypcji certyfikatów lub na rynku wtórnym - za pośrednictwem GPW.

fundusz aktywów niepublicznych (private equity)

Fundusze aktywów niepublicznych kojarzą się najczęściej z wehikułami inwestycyjnymi stworzonymi na potrzeby konkretnych inwestorów (o których była mowa w pierwszej części tego rozdziału) lub z funduszami „private equity”. W przypadku tych drugich zarządzający poszukują perspektywicznych przedsiębiorstw, które potrzebują dodatkowego kapitału niezbędnego do dalszego rozwoju. W zamian za ich sfinansowanie obejmują akcje, udziały bądź inne papiery wartościowe (np. obligacje, warranty). Jeśli spółka dobrze wykorzysta kapitał pozyskany od funduszu, to po kilku latach, fundusz może zbyć papiery wartościowe, dyskontując wzrost ich wartości, wynikający ze wzrostu wartości przedsiębiorstwa emitenta. Zazwyczaj fundusz dąży do uzyskania kontroli nad procesem wydatkowania przez zarząd spółki pozyskanego kapitału i rozlicza go z efektywności podejmowanych działań. Fundusz aktywów niepublicznych chcąc wyjść z inwestycji może wykorzystać IPO, czyli wprowadzenie spółki do obrotu giełdowego. Możliwe jest także zbycie pakietu papierów wartościowych innemu inwestorowi prywatnemu.

Do tej pory oferta funduszy specjalizujących się w inwestycjach w spółki nienotowane na giełdzie oraz dostępnych dla szerokiego grona klientów indywidualnych była bardzo uboga. Pierwszym był Secus I FIZ Spółek Niepublicznych, a drugim Investor LBO FIZ. Strategia funduszu **SECUS I FIZ** zakłada wyszukiwanie spółek nienotowanych na giełdzie, które w przyszłości mają zapewnić nabywcom certyfikatów inwestycyjnych atrakcyjną stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału. Według założeń zarządzających funduszem, wzrost wartości zainwestowanych aktywów jest możliwy dzięki wykorzystaniu różnicy istniejącej pomiędzy wyceną akcji spółek niepublicznych, a akcji znajdujących się w obrocie regulowanym, a także przeprowadzanych przez Secus I FIZ działań mających na celu przygotowanie ich do debiutu giełdowego. Według stanu na koniec 2009 roku, zarządzający alokował ponad 95% zgromadzonych środków inwestycyjnych. Secus I FIZ dokonał dotychczas inwestycji w akcje i udziały spółek: WiedzaNet SA z branży e-learning (fundusz poniósł na tej inwestycji stratę w wysokości 0,74 mln zł, czyli -69,80%), Agito SA z branży e-commerce (inwestycja na kwotę ok. 2,0 mln zł w listopadzie 2007), PZU SA (inwestycja na kwotę 3,6 mln zł w grudniu 2007 roku), Sento SA - krakowski deweloper (inwestycja na kwotę 18,5 mln zł w styczniu 2008) oraz APN Promise Sp. z o.o. - dystrybutor oprogramowania komputerowego dla klientów indywidualnych oraz korporacyjnych (inwestycja na kwotę 3,7 mln zł we wrześniu 2008).

W spółki niepubliczne inwestuje również fundusz **Investor LBO FIZ**, utworzony w 2007 roku. Zarządzający kupują udziały tylko w tych, które są ich zdaniem atrakcyjnie wycenione, działają długo na rynku, w perspektywicznych branżach i posiadają wiarygodny plan rozwoju. Zakończenie inwestycji w spółkę niepubliczną następuje po kilku latach i dopiero wtedy możliwe jest umorzenie certyfikatów funduszu. Możliwe jest również wcześniejsze wyjście z inwestycji, gdyż certyfikaty funduszu notowane są na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych. Strategia oparta jest o inwestowanie kapitału z aktywów funduszu, a w niektórych przypadkach także przy użyciu dźwigni finansowej i oparta jest o częściowe finansowanie przedsięwzięć poprzez kredyty bankowe i instytucji finansowych wyspecjalizowanych w finansowaniu dłużnym transakcji przejęć. Fundusz korzysta wówczas ze zdolności kredytowej przejmowanego przedsiębiorstwa. Aktywa mogą być również lokowane w inne instrumenty finansowe, które mogą być uzupełnieniem portfela lub jego zabezpieczeniem. Ideą inwestycyjną jest wyszukiwanie relatywnie tanich i bardzo perspektywicznych spółek, które po przejściu procesu rozwoju, restrukturyzacji lub konsolidacji mogą zostać sprzedane inwestorowi strategicznemu lub wprowadzone na giełdę. Środki na rozwój, restrukturyzację lub konsolidację będą pozyskiwane także z pożyczek i kredytów. Obecnie fundusz jest inwestorem czterech spółek: Nokaut Sp. z o.o. (inwestycja finansowa - 2010 r.), Masovia Windfarm (Windfarm Holding) (kapitał na uruchomienie projektu - 2009 r.), ERG-System Sp. z o.o. (restrukturyzacja - 2009 r.), CB SA (kapitał na rozwój - 2008 r.).

Jednym z funduszy „private equity” jest również **AKJ Investment I FIZ**, który został utworzony pod koniec 2007 roku. Jest to fundusz o oportunistycznej polityce inwestycyjnej, który koncentruje się na transakcjach o małej i średniej wielkości w przedziale od 1 do 10 mln euro jako wartość wkładu własnego (equity). Fundusz ukierunkowany jest na inwestycje wymagające aktywnego podejścia inwestora w proces reorganizacji lub restrukturyzacji, przedsięwzięcia we wczesnej fazie rozwoju (w tym start-ups) oraz spółki zajmujące się działalnością developerską. Polityka inwestycyjna dopuszcza również inwestycje na rynku nieruchomości. Poza tym fundusz ma możliwość inwestowania w szerokie spektrum instrumentów finansowych, w tym w papiery wartościowe, udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, obligacje, wierzycelności oraz instrumenty pochodne.

Ciekawym przypadkiem jest fundusz **Copernicus Innowacyjna Gospodarka FIZ**, oferowany przez Copernicus Capital TFI. Fundusz ten ma inwestować w aktywa podmiotów będących beneficjentami programów unijnych (w szczególności Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka). Chodzi o podmioty, które ubiegają się o dofinansowanie na innowacyjne projekty, a są zakwalifikowane do programów unijnych lecz nie posiadają możliwości sfinansowania „udziału własnego”. Fundusz ma się skupić na trzech branżach: zdrowie, energia (uzupełnienie klasycznej) i ekologia. Choć TFI zidentyfikowało już kilka projektów, w które jest gotowe zainwestować, to wciąż aktywa funduszu są zerowe. Oferta kierowana jest do otwartych funduszy emerytalnych oraz międzynarodowych instytucji (w tym przede wszystkim do EBOiR). Przewidywana stopa zwrotu wynosi 20-25% rocznie. Przy Komitecie Inwestycyjnym będzie działał Komitet Naukowy, który będzie wydawał opinie o innowacyjności.

fundusze nieruchomości

Fundusze nieruchomości mogą być tworzone od marca 2001 roku, kiedy weszła w życie nowelizacja Ustawy o funduszach inwestycyjnych z 16 listopada 2000 r. Nowelizacja ta wprowadziła m.in. nowy rodzaj funduszu - specjalistyczny fundusz inwestycyjny zamknięty (SFIZ), który w porównaniu do FIZ miał poszerzony katalog dopuszczalnych lokat o lokaty na rynku nieruchomości.

Pierwszą próbę utworzenia funduszu nieruchomości podjęto Skarbiec TFI na początku 2002 r. Emisja certyfikatów Skarbiec-Nieruchomości I SFIZ zakończyła się jednak niepowodzeniem, gdyż nie zdołano zebrać minimalnej kwoty 30 mln zł. Na certyfikaty zapisało się 645 inwestorów, którzy wpłacili niecałe 20 mln zł. Fundusz miał inwestować przede wszystkim w grunty o przeznaczeniu budowlanym, a w następnej kolejności w budynki i lokale o przeznaczeniu gospodarczym, a także w akcje spółek - publicznych i niepublicznych - działających na rynku nieruchomości - zajmujących się ich obrotem i wynajmem oraz firm developerskich. Pod koniec 2003 roku utworzenia funduszu nieruchomości podjęto się CA IB TFI (obecnie BPH TFI). CA IB FIZ Sektora Nieruchomości również nie zebrał minimalnej kwoty 160 mln zł w okresie subskrypcji (klienci detaliczni wpłacili ponad 80 mln zł), która umożliwiłaby rozpoczęcie działalności.

Dopiero trzecia próba zakończyła się sukcesem. W połowie 2004 roku BZ WBK AIB TFI podczas emisji certyfikatów funduszu **Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości SFIZ** (obecnie Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ) zbył wszystkie oferowane certyfikaty, a łączna kwota zapisów inwestorów przekroczyła maksymalną wartość subskrypcji, czyli 339,5 mln zł. Wśród inwestorów instytucjonalnych znalazły się EBOiR (15 proc. papierów), Bank Zachodni WBK oraz sześć funduszy emerytalnych, które objęły łącznie ok. 38 proc. oferowanych certyfikatów. Fundusz został utworzony na 8 lat (do 28 grudnia 2012 roku), z możliwością skrócenia lub wydłużenia maksymalnie o 2 lata. Obecnie fundusz ten zarządza aktywami o największej wartości wśród funduszy nieruchomości. Na koniec stycznia 2010 roku warte były 540 mln zł. Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ inwestuje przede wszystkim w nowoczesne nieruchomości komercyjne i czerpie korzyści z ich najmu. Obecny majątek funduszu to piętnaście nieruchomości komercyjnych (głównie biurowce, centra handlowo-usługowe i jedno centrum logistyczne) oraz cztery mieszkaniowe projekty deweloperskie w Krakowie i w Warszawie. Transakcje te przeprowadzono przez utworzenie spółek celowych, które nabywają na własność (lub współwłasność) określone nieruchomości.

W 2008 roku BZ WBK AIB TFI wyemitowało certyfikaty inwestycyjne drugiego funduszu nieruchomości - **Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości 2 FIZ**. Fundusz ten również został utworzony na czas określony - do 28 grudnia 2015 roku z możliwością wydłużenia lub skrócenia tego okresu. Produkt nie cieszył się jednak oczekiwanym zainteresowaniem, gdyż zebrane aktywa (209 mln zł) były znacząco niższe od planowanych 400 mln zł. Dlatego towarzystwo postanowiło przeprowadzić drugą subskrypcję w pierwszej połowie 2010 roku. Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości 2 FIZ działa w oparciu o strategię mieszaną tzn. minimum 50% aktywów jest lokowane w projekty, które będą ukończone na koniec okresu inwestycyjnego i maksimum 50% w projekty deweloperskie. Prospekt funduszu dopuszcza również inwestowanie w wybranych krajach Europy Środkowo Wschodniej. W 2009 roku zarządzający zakupili do portfela funduszu sześć nieruchomości, inwestując około 65% aktywów. Dodatkowy kapitał z drugiej subskrypcji ma pozwolić na pełniejszą realizację polityki inwestycyjnej, ponieważ zarządzający funduszem będą mogli nabywać większe nieruchomości.

W sumie fundusze nieruchomości zarządzane przez BZ WBK AIB TFI kontrolują niemal 1/3 tego rynku. Ważnymi graczami są jeszcze BPH TFI oraz Skarbiec TFI. **Skarbiec-Rynku Nieruchomości FIZ** powstał pod koniec 2004 roku jako drugi fundusz nieruchomości na naszym rynku. W subskrypcji pozyskał ponad 89 mln zł aktywów. Fundusz ten inwestuje za pośrednictwem spółek celowych w segment budownictwa mieszkaniowego wyłącznie w Polsce. Został utworzony na 10 lat. Fundusz za pośrednictwem kilku spółek celowych realizuje (bądź zrealizował) 7 różnych projektów inwestycyjnych w segmencie budownictwa mieszkaniowego. Wśród nich znalazły się m.in. budynki i kompleksy mieszkaniowe w Warszawie, Krakowie, Szczecinie i Gdańsku. Efektem będących obecnie w realizacji projektów będzie budowa ponad 1 tys. lokali mieszkalnych i towarzyszącej im infrastrukturze. Termin zakończenia przewidziany jest na 2014 rok. Na koniec lutego 2010 roku aktywa funduszu były warte ponad 100 mln zł.

Trzecim funduszem nieruchomości, który został uruchomiony w III kw. 2005 r. był **BPH Sektora Nieruchomości FIZ** zarządzany przez BPH TFI. Fundusz zebrał 330,6 mln zł, ponad połowa pochodziła od inwestorów indywidualnych. Fundusz powstał na okres 8 lat, z możliwością wydłużenia bądź skrócenia czasu jego trwania o 2 lata. Fundusz inwestuje głównie w sektorze nieruchomości komercyjnych, zwłaszcza biurowych i handlowych. Wśród inwestycji funduszu znajdują się budynki biurowe w Warszawie (Viking House, Renaissance Tower, kompleks 4 budynków na Mokotowie), a także Centrum Handlowe "Okęcie" i trzy obiekty handlu detalicznego na Śląsku. Wartość portfela na koniec grudnia 2009 roku określono na kwotę 257 mln euro.

W połowie 2008 roku BPH TFI uruchomiło drugi fundusz nieruchomości **BPH Sektora Nieruchomości 2 FIZ**, który przyciągnął mniej inwestorów (zdołał zebrać 73 mln zł). W porównaniu do poprzedniego funduszu, portfel jest bardziej zdywersyfikowany, a czas jego trwania nie został określony. Fundusz koncentruje się na nieruchomościach biurowych, handlowych i magazynowych, jednak nie wyklucza inwestycji w inne obiekty, w tym hotelowe i mieszkaniowe. Do 30%

22 marca 2010

aktywów może być ulokowana w nieruchomości zlokalizowane poza granicami Polski znajdujące się w krajach będących członkami Unii Europejskiej, w szczególności naszego regionu. Na koniec grudnia 2009 roku wartość portfela nieruchomości wynosiła 14,2 mln zł. Dotychczas jedyną inwestycją funduszu jest budynek biurowy w Warszawie nabyty w lipcu 2009 roku. Według ostatniego sprawozdania finansowego kolejny zakup inwestycyjny miał mieć miejsce w I kwartale 2010 roku, a przedmiotem zainteresowania był projekt deweloperski związany z budową obiektów magazynowo-biurowych.

Ostatnim i zarazem najmłodszym funduszem nieruchomości skierowanym do szerokiego grona inwestorów jest Opera Terra FIZ. W wyniku zakończonej emisji fundusz pozyskał zaledwie 4,5 mln zł.

Fundusze nieruchomości skierowane do szerokiego grona inwestorów				
Fundusze	Data utworzenia	Czas trwania	Plan likwidacji	Wartość sprzedaży
Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ	2004-07-23	8 lat +/- 2 lata	2013-12-31	339,5 mln zł
SKARBIEC-RYNKU NIERUCHOMOŚCI FIZ	2004-10-29	10 lat	2014-10-15	89 mln zł
BPH FIZ Sektora Nieruchomości	2005-08-05	8 lat +/- 2 lata	2013-12-29	330,6 mln zł
BPH FIZ Sektora Nieruchomości 2	2008-07-23	nieokreślony	-	73,3 mln zł
Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości 2 FIZ	2008-07-31	+/- 7 lat	2015-12-28	209,8 mln zł
Opera Terra FIZ	2008-09-01	nieokreślony	-	4,5 mln zł

Źródło: Analizy Online

W przypadku funduszy nieruchomości początkowe wyniki nie są zbyt dobre, co wiąże się z faktem, iż proces inwestycyjny znajduje się we wstępnej fazie realizacji, a aktywa lokowane są tymczasowo w papiery dłużne. Istotna poprawa wyników widoczna jest w kolejnych latach inwestycji. Szczególnie rok 2007 przekonał o tym, iż długookresowe inwestycje w certyfikaty funduszy nieruchomości mogą być znakomitą lokatą. Trzy fundusze publiczne wtedy funkcjonujące osiągnęły stopy zwrotu rzędu 20-35%, które pozwoliły im na uplasowanie się wśród najbardziej zyskownych inwestycji tamtego roku. Arka osiągnęła drugi rezultat (zdystansował ją jedynie PKO/CS Akcji Małych i Średnich Spółek), Skarbiec był piąty, a BPH ósmy. Warto dodać, iż w gronie najlepszych inwestycji na rynku funduszy w ubiegłym roku znalazł się jeszcze jeden fundusz nieruchomości (niepubliczny) - CitiLiving Polska FIZ Aktywów Niepublicznych zarządzany przez Skarbiec TFI (31,85 proc.).

Stopy zwrotu publicznych funduszy nieruchomości						
	2005	2006	2007	2008	2009	od początku działalności
SKARBIEC-RYNKU NIERUCHOMOŚCI FIZ	2,7%	8,5%	29,2%	9,4%	-5,0%	50,6%
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ	2,6%	18,5%	34,7%	10,6%	-9,1%	59,1%
BPH Sektora Nieruchomości FIZ		1,8%	21,1%	7,3%	-8,6%	22,2%
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2 FIZ					9,8%	9,7%
Opera Terra FIZ					32,8%	31,4%
BPH Sektora Nieruchomości 2 FIZ					3,1%	5,1%

Źródło: Analizy Online

Dzięki publicznemu charakterowi funduszu, istnieją dwie możliwości zbycia certyfikatów: czekanie do czasu zamknięcia i likwidacji funduszu albo zbycie certyfikatów na giełdzie. Trzeba jednak wziąć pod uwagę, iż płynność tych papierów jest symboliczna. Z wymienionych funduszy jedynie BPH FIZ Sektora Nieruchomości 2 umożliwia wykup certyfikatów po cenie księgowej, ale dopiero od 2014 roku.

Poza publicznymi funduszami nieruchomości na naszym rynku funkcjonuje również kilka podmiotów, których certyfikaty inwestycyjne mają charakter niepubliczny i nie są notowane na rynku wtórnym. Fundusze te są adresowane do określonej grupy inwestorów prywatnych lub instytucjonalnych.

Trzy z nich utworzyło Skarbiec TFI. Skarbiec-Rynku Mieszkaniowego FIZ rozpoczął działalność w lutym 2006 r. Jego inwestycje koncentrują się na polskim rynku mieszkaniowym. Realizuje on inwestycje za pośrednictwem spółek celowych, które nabywają nieruchomości mieszkalne od deweloperów i później sprzedają je na rzecz osób fizycznych lub prawnych. Został on utworzony na czas określony - do końca 2009 roku, obecnie jest w fazie likwidacji. Fundusz City Living Polska FIZ Aktywów Niepublicznych, który został uruchomiony przez Skarbiec TFI we wrześniu 2006 r., był adresowany

wyłącznie do inwestorów zagranicznych. Celem działania funduszu jest nabywanie za pośrednictwem spółek celowych mieszkań oraz ich wynajem. Zysk funduszu będzie realizowany dzięki wzrostowi wartości nabytych mieszkań oraz dzięki kwotom pochodzącym od najemców. Podczas pierwszej subskrypcji inwestorzy zainwestowali ponad 20 mln zł, a w drugiej blisko 10 mln zł. Ostatnim funduszem nieruchomości skierowanym do wybranych inwestorów jest **ECI - Skarbiec Real Estate FIZ AN**, który został utworzony pod koniec 2008 roku wspólnie z Europejskim Centrum Inwestycyjnym (ECI) SA. Istotnym celem funduszu, który został utworzony na 10 lat, jest specjalizacja w zagospodarowywaniu większych obszarów inwestycyjnych. Obecnie jego aktywa są wyceniane na blisko 210 mln zł.

Dwoma funduszami nieruchomości o charakterze niepublicznym zarządza również Copernicus Capital TFI: **Alfa Real Estate FIZ** (jego certyfikaty objęła gdańska spółka Invest JWK Management) oraz **FIZ Sektora Nieruchomości 2**, zarządzające obecnie aktywami wartymi odpowiednio 248 mln zł i 143 mln zł. Podmioty te inwestują w udziały lub papiery wartościowe spółek niepublicznych, które jako spółki celowe lokują środki w aktywa nieruchomościowe. Na rynku działają jeszcze 3 fundusze nieruchomości o charakterze niepublicznym. Uczestnikami **PZU FIZ Sektora Nieruchomości** są PZU SA i PZU Życie SA, które to spółki wpłaciły do funduszu w połowie 2008 roku 300 mln zł. W listopadzie 2008 roku rozpoczęła działalność **Spatium Aktywów Niepublicznych II FIZ**, a we wrześniu 2009 roku - **FIZ Aktywów Niepublicznych Deweloperski Nieruchomości Komercyjnych SATUS**. Ponieważ są to fundusze o charakterze niepublicznym, dostęp do informacji o nich jest bardzo ograniczony.

Na rynku do tej pory działały jeszcze 2 fundusze nieruchomości, które zostały zlikwidowane krótko po uruchomieniu: **Opera Rynku Nieruchomości FIZ** oraz **PKO Rynku Nieruchomości FIZ**.

W sumie na koniec lutego na naszym rynku funkcjonowało 14 funduszy inwestujących na rynku nieruchomości, zarządzanych przez 8 towarzystw funduszy inwestycyjnych.

tylko na papierze: fundusz portfelowy oraz fundusz podstawowy i powiązany

W 2004 roku nowa ustawa o funduszach inwestycyjnych umożliwiła tworzenie nowych konstrukcji w ramach funduszy, w tym funduszu podstawowego i funduszy powiązanych oraz funduszy portfelowych. Oba rodzaje nie cieszą się jednak zbyt dużym zainteresowaniem wśród krajowych TFI.

Pierwszymi funduszami o tej konstrukcji były: **EGB Podstawowy Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny FIZ** oraz powiązane z nim **EGB-Skarbiec Powiązany FIZ** i **EGB-Skarbiec BIS Powiązany FIZ** utworzone przez Skarbiec TFI w czerwcu 2006 roku. Kilka miesięcy później wystartowały fundusze o tej konstrukcji w Superfund TFI. Jednak w przypadku tego towarzystwa, przybrały one formę funduszy otwartych.

W przeciwieństwie do zagranicy, gdzie fundusze portfelowe zdobyły sporą popularność, krajowe TFI nie są zbyt zainteresowane ich tworzeniem. Jednym z problemów jest niska opłacalność biznesu, z powodu niskiego wynagrodzenia za zarządzanie. To powoduje, że emisja może się opłacać jedynie przy dużym zainteresowaniu klientów, tymczasem popyt na tego typu produkty wśród krajowych inwestorów jest nieznanym.

fundusz sekurytyzacyjny

W Polsce fundusze sekurytyzacyjne pojawiły się w 2006 roku. Są to głównie produkty utworzone dla konkretnych podmiotów, co oznacza, że są niedostępne dla innych inwestorów. Na naszym rynku przyjęły się jedynie fundusze niestandaryzowane, które charakteryzuje możliwość kreowania elastycznego portfela inwestycyjnego z wieloma, zróżnicowanymi pulami wierzycelności. Zainteresowanie funduszami sekurytyzacyjnymi tego typu wynika przede wszystkim z uaktywnienia się banków, jako instytucji zbywających wierzycelności. Ustawodawca umożliwił bowiem bankom uzyskanie odpowiednich ulg z tytułu zbycia wierzycelności funduszowi inwestycyjnemu. Dotychczas nie powstał żaden fundusz sekurytyzacyjny standaryzowany z racji obowiązujących ograniczeń ustawowych w zakresie konstrukcji takiego funduszu. Zgodnie z nimi fundusze standaryzowane muszą nabywać wierzycelności przynoszące stały dopływ kapitału, tymczasem banki nie są zainteresowane zbywaniem takich wierzycelności.

Większość funduszy sekurytyzacyjnych zostało utworzonych przez firmy windykacyjne lub grupy kapitałowe z nimi powiązane. Choć fundusze sekurytyzacyjne są podmiotami niezależnymi od firm windykacyjnych (zarządzane są przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych), to jednak w praktyce działalność funduszu sprowadza się do emisji certyfikatów oraz lokowania środków zgodnie z polityką inwestycyjną. Natomiast firma windykacyjna w takiej strukturze pełni bardzo ważną rolę, gdyż bezpośrednio zarządza wierzycelnościami i je obsługuje. Przedsiębiorstwa windykacyjne odpowiedzialne są również za dokonanie wycen lokat funduszu oraz branie czynnego udziału w procesach przetargowych związanych z nowymi inwestycjami w portfele wierzycelności. Firmy windykacyjne, które uzyskały zgodę lub licencję Komisji Nadzoru Finansowego, muszą spełniać warunki gwarantujące profesjonalną obsługę spraw.

Obecnie na polskim rynku działają łącznie 22 fundusze sekurytyzacyjne (w tym jeden w konstrukcji Master/Fedder, z dwoma funduszami powiązanymi). Część z nich to fundusze oferowane przez „standardowe” TFI, które współpracują z wyspecjalizowanymi firmami windykacyjnymi, tzw. serwisierami funduszu. Na przykład Skarbiec TFI, który oferuje jeden tego typu produkt, ma podpisaną umowę z EGB Investments SA z Bydgoszczy. Z kolei Copernicus Capital TFI współpracuje

22 marca 2010

z kilkoma różnymi spółkami zajmującymi się ściąganiem wierzytelności. Aż dziesięć spośród dostępnych produktów tej grupy jest w chwili obecnej zarządzane właśnie przez Copernicus Capital TFI. Jest to najaktywniejszy podmiot na tym rynku. W latach 2007-2008 przejął cztery fundusze od innych TFI (**Prokura NSFIZ** i **BISON NSFIZ** od BPH TFI, **Ultimo FIZ NFS** od DWS Polska TFI oraz **S-Collect NSFIZ** od OPERA TFI). Gdyby nie zakończenie działalności dwóch funduszy w 2008 roku (**Sekura NSFIZ** oraz **ProCollect NSFIZ**), obecnie zarządzałyby 12 produktami.

Fundusze sekurytyzacyjne				
Lp	Nazwa funduszu	TFI	Rozpoczęcie działalności	Obsługa funduszu
1.	S-Collect FIZ NFS	Copernicus Capital TFI	2005-08-23	P.R.E.S.C.O.
2.	Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ	Intrum Justitia TFI	2005-10-24	Intrum Justitia
3.	Prokura NSFIZ	Copernicus Capital TFI	2005-11-10	Kruk SA
4.	BEST I NSFIZ	Copernicus Capital TFI	2006-04-28	BEST SA
5.	Fincrea 1 FIZ NFS	FINCREA TFI	2006-06-12	UC Financial Services Sp. z o.o
6.	EGB Podstawowy NSFIZ	Skarbiec TFI	2006-07-12	EGB Investments SA
7.	BISON NSFIZ	Copernicus Capital TFI	2006-08-29	Kruk SA
8.	Ultimo NSFIZ	Copernicus Capital TFI	2006-10-02	ULTIMO
9.	Allianz NSFIZ	TFI Allianz Polska	2006-11-09	Euler Hermes
10.	Prokulus NSFIZ	Copernicus Capital TFI	2007-01-16	Kruk SA
11.	VPF I NSFIZ	Copernicus Capital TFI	2007-04-17	EOS KSI Polska Sp. z o.o.
12.	GPM Vindexus NSFIZ	Idea TFI	2007-07-26	GPM Vindexus SA
13.	VPF III NSFIZ	Copernicus Capital TFI	2007-10-12	EOS KSI Polska Sp. z o.o.
14.	Plejada Wierzytelności 1 FIZNFS	PLEJADA TFI	2007-10-17	COW "CROSS" Sp. z o.o.
15.	BEST II NSFIZ	BEST TFI	2008-04-03	BEST SA
16.	DEBITO NSFIZ	Copernicus Capital TFI	2008-04-07	
17.	Electus NSFIZ	Idea TFI	2008-04-30	Electus SA
18.	Corpus Iuris NSFIZ	Ipopema TFI	2008-09-25	
19.	VPF II NSFIZ	Copernicus Capital TFI	2008-12-03	EOS KSI Polska Sp. z o.o.
20.	IPOPEMA 48 NSFIZ	Ipopema TFI	2009-11-06	

Źródło: Analizy Online

Jako pierwszy fundusz sekurytyzacyjny w Polsce rozpoczął działalność **S-Collect FIZ NFS**, który również jako pierwszy przeprowadził transakcję zakupu wierzytelności od banku. W 2005 roku PKO TFI (ówczesna firma zarządzająca funduszem) nabyło od PKO BP portfel ok. 72 tys. wierzytelności kredytowych o wartości nominalnej 630 mln zł. Serwisem tego funduszu jest firma P.R.E.S.C.O. Inni gracze na rynku to m.in. Kruk (**Prokura NSFIZ**), Best z Gdyni (**BEST I NSFIZ** i **BEST II NSFIZ**), UC Financial Services Sp. z o.o. (**Fincrea 1 FIZ NFS**), COW "CROSS" Sp. z o.o. (współpracuje z Plejada TFI), czy Ultimo (**Ultimo NSFIZ**).

Fundusze sekurytyzacyjne mają w swojej ofercie również TFI Allianz Polska (Allianz NSFIZ), BEST TFI (BEST II NSFIZ), TFIGED (), Idea TFI (GPM Vindexus NSFIZ, Electus NSFIZ), Intrum Justitia TFI (Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS), Ipopema TFI - najmłodszy gracz na tym rynku (Corpus Iuris NSFIZ oraz IPOPEMA 48 NSFIZ), Ponieważ fundusze sekurytyzacyjne działające na naszym rynku mają charakter niepubliczny, informacje o transakcjach są w większości niejawne, ponadto część z nich nie publikuje wycen certyfikatów. W przypadku tych, które je publikują, historyczne stopy zwrotu pokazują dużą niejednorodność rynku. Dla przykładu, podczas gdy stopa zwrotu za 2009 rok funduszu GPM Vindexus NSFIZ wyniosła +91,2%, w przypadku DEBITO NSFIZ strata sięgała -83,3%.

3. Historia i rozwój segmentu FIZ w Polsce

historia, liczba produktów, aktywa

Prekursorem tworzenia funduszy inwestycyjnych zamkniętych było Skarbiec TFI, które w październiku 1999 roku uruchomiło pierwsze tego typu rozwiązanie. Zlikwidowany dwa lata później Skarbiec Sezam I ZFI był jednocześnie pierwszym funduszem skierowanym do wybranych inwestorów, a cechą wspólną jego aktywów była przynależność do grupy Maspex. Również Skarbiec utworzył pierwszy fundusz inwestycyjny zamknięty, kierowany do szerokiego grona odbiorców. Od 7 lutego 2000 roku, w ciągu miesiąca, trwały zapisy na certyfikaty inwestycyjne funduszu Skarbiec-Gwarancja 2002, oferowane po cenie 100 zł z opłatą manipulacyjną 2,5 zł za certyfikat. W sumie TFI udało się zgromadzić w tym produkcie niemal 80 mln aktywów. Skarbiec-Gwarancja 2002 ZFI to nie tylko pierwszy fundusz zamknięty kierowany do szerokiego odbiorcy, ale również pierwszy na polskim rynku produkt strukturyzowany, gwarantujący inwestorom możliwość odzyskania niemal całego wyłożonego w czasie publicznej subskrypcji kapitału (gwarancja nie obejmowała tylko opłaty manipulacyjnej). Niestety spadki na giełdach, będące odreagowaniem hossy internetowej sprawiły, że opcje nabyte do portfela funduszu stały się bezwartościowe, a ostatnia wycena aktywów przypadających na certyfikat w listopadzie 2002 roku wyniosła 104,9 PLN.

Więcej szczęścia mieli inwestorzy, którzy złożyli zapisy w ramach subskrypcji certyfikatów KUJAWIAK N+ FIZ, oferowanego w końcu 2000 roku. Po ponad 2-letnim okresie wartość certyfikatu tego funduszu wyniosła 136,62 zł, co dało ich nabywcom zysk porównywalny z funduszem obligacji. Dla porównania średnia stopa zwrotu dla funduszy akcji polskich wyniosła w tym czasie blisko -10%.

Liczba FIZ utworzonych i zlikwidowanych w poszczególnych latach

segment		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	łącznie
akcji	uruchomionych					1		1		1	4	2		9
	zlikwidowanych					1				1				2
surowcowe	uruchomionych								1					1
	zlikwidowanych													
mieszane	uruchomionych	1		2	1	2		2	3	32	58	44	4	149
	zlikwidowanych	1		1		2								4
nieruchomości	uruchomionych						2	1	3	1	6	2		15
	zlikwidowanych									1		1		2
ochrony kapitału	uruchomionych		2			2	5	7	9	10	10	3	2	50
	zlikwidowanych		2				2	4	5					13
dłużne	uruchomionych				5	2	1							8
	zlikwidowanych				5	2								7
pieniężne i gotówkowe	uruchomionych				2	2								4
	zlikwidowanych				2	2								4
sekurytyzacyjne	uruchomionych							3	8	7	5	1		24
	zlikwidowanych									2				2
stabilnego wzrostu	uruchomionych					1	2							3
	zlikwidowanych					1	2							3
Uruchomionych - łącznie		1	2	2	8	10	10	14	24	51	83	52	6	263
Zlikwidowanych - łącznie		1	2	1	7	10	6	5		4		1		37

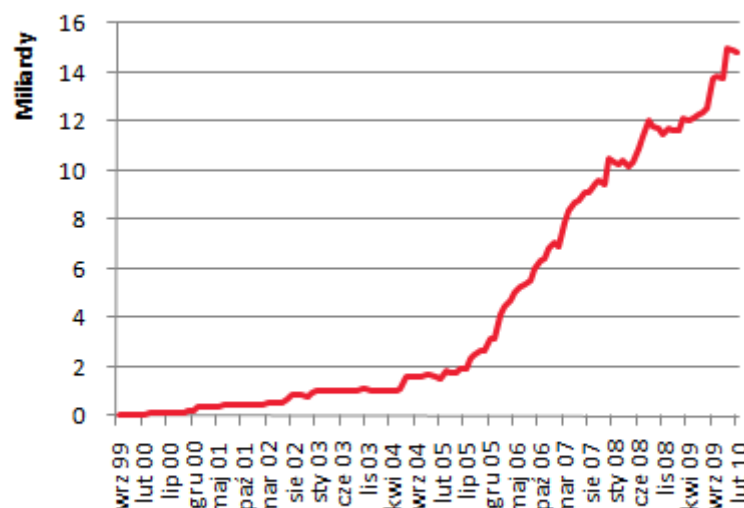
Mimo dość wczesnego startu pierwsze lata nie przyniosły dużego zainteresowania tworzeniem funduszy inwestycyjnych zamkniętych. TFI sondowały rynek, tworząc kolejne produkty oparte na różnorodnych strategiach, między innymi fundusze dłużne, arbitrażowe, czy kolejne rozwiązania związane z ochroną kapitału.

W 2003 roku część instytucji próbowała w oparciu o konstrukcję funduszu zagospodarować popyt na produkty chroniące oszczędności inwestorów przed podatkiem od zysków kapitałowych. Wprowadzana niejako "na raty" reforma podatkowa w pierwszym okresie zwalniała z podatku m.in. zyski osiągane ze sprzedaży certyfikatów inwestycyjnych na GPW. W związku z tym niektóre TFI stworzyły mechanizm, w którym wskazana instytucja składała zlecenie nabycia wszystkich certyfikatów będących w obrocie przed datą ich wykupu. Między innymi dzięki temu aktywa FIZ w grudniu 2003 przekraczają granicę 1 mld PLN.

W roku 2004 swoje trwałe miejsce w tym segmencie zajęło KBC TFI, które utworzyło cztery fundusze. Firma w oparciu o ekspertyzę spółki-matki zdobyłą przez szereg lat na rynku krajów Beneluxu, postawiła na segment funduszy z ochroną kapitału, wykorzystujących koncepcję produktu strukturyzowanego. To również rok, w którym swoich sił na rynku, tym razem z powodzeniem, spróbowały fundusze nieruchomości Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ oraz SKARBIEC-RYNKU NIERUCHOMOŚCI FIZ.

Większą dynamikę wzrostu FIZ, zarówno w sensie ilości produktów jak i wartości aktywów, mogliśmy obserwować od 2005 roku. Coraz większe aktywa wynikały z wprowadzania coraz bardziej masowych rozwiązań - połowa z nowych funduszy zaoferowanych inwestorom w tym okresie to fundusze z ochroną kapitału, oferowane klientom detalicznie w dwóch bankach. Do KBC TFI dołączyło w tym obszarze BPH TFI, stawiając na strategię CPPI (Constant Proportion Portfolio Insurance), oferowaną pod wspólną nazwą Bezpieczna Inwestycja. Łączne aktywa produktów z segmentu ochrony kapitału sięgnęły w grudniu 2005 roku 1,5 mld PLN, zwiększając swoją wartość względem grudnia poprzedniego roku niemal 3-krotnie. Swoje pierwsze rynkowe kroki zaczęły stawiać fundusze sekuryzacyjne (3 nowości) oraz fundusze z pogranicza strategii *absolut return*, o bardzo szerokich możliwościach inwestycyjnych (Opera FIZ i Investor FIZ).

Aktywa funduszy inwestycyjnych zamkniętych

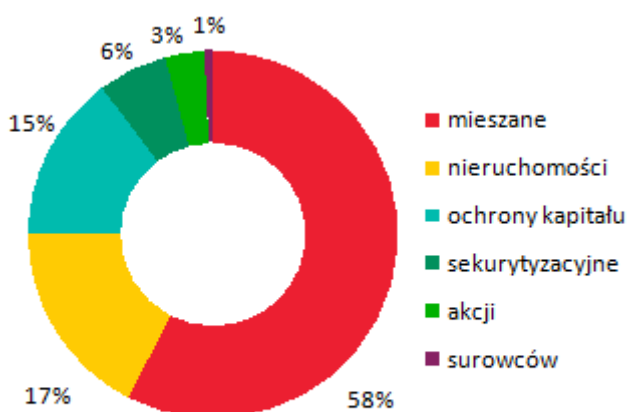


Źródło: Analizy Online

Tendencje te były kontynuowane w roku 2006, gdy ponad 2/3 nowych rozwiązań stanowiły fundusze z ochroną kapitału oraz fundusze sekuryzacyjne. Swoje miejsce na rynku śmiało zaczęły zajmować fundusze inwestujące w aktywa niepubliczne charakterystyką zbliżone do metod działania funduszy private equity. W tym dostępny dla szerokiej rzeszy zainteresowanych Secus I FIZ oraz Meritum FIZ, którego aktywa posłużyły do budowy FINAMO - znanego dziś na rynku pośrednika produktów finansowych. Na rynku pojawiają się kolejne fundusze nieruchomości, a ich łączne aktywa, czyli liczone wraz z uruchomionymi wcześniej produktami, na koniec grudnia przekraczają już 1 mld PLN.

Rozwój rynku w kolejnych 3 latach zdecydowanie przejęły fundusze mieszane, których w tym okresie powstało aż 134. Dominującą rolę w tej grupie zajęły fundusze aktywów niepublicznych, stanowiące wehikuł inwestycyjny lub rozwiązanie wykorzystywane do zarządzania majątkiem. To głównie za sprawą tych dwóch grup aktywa FIZ przekroczyły w 2007 roku barierę 10 mld PLN, a dziś sięgają 15 mld PLN. Można się spodziewać, że wartość środków zgromadzona jest o kilka mld wyższa, gdyż nie wszyscy gracze na tym rynku informują o wysokości zarządzanych przez siebie środków. Przykładem może być Forum TFI, które w grudniu 2008 roku zgromadziło około 2 mld PLN, nie podając jednak szczegółowej informacji na temat wartości aktywów zarządzanych dziś przez siebie 24 funduszy inwestycyjnych zamkniętych.

Struktura aktywów FIZ wg segmentów

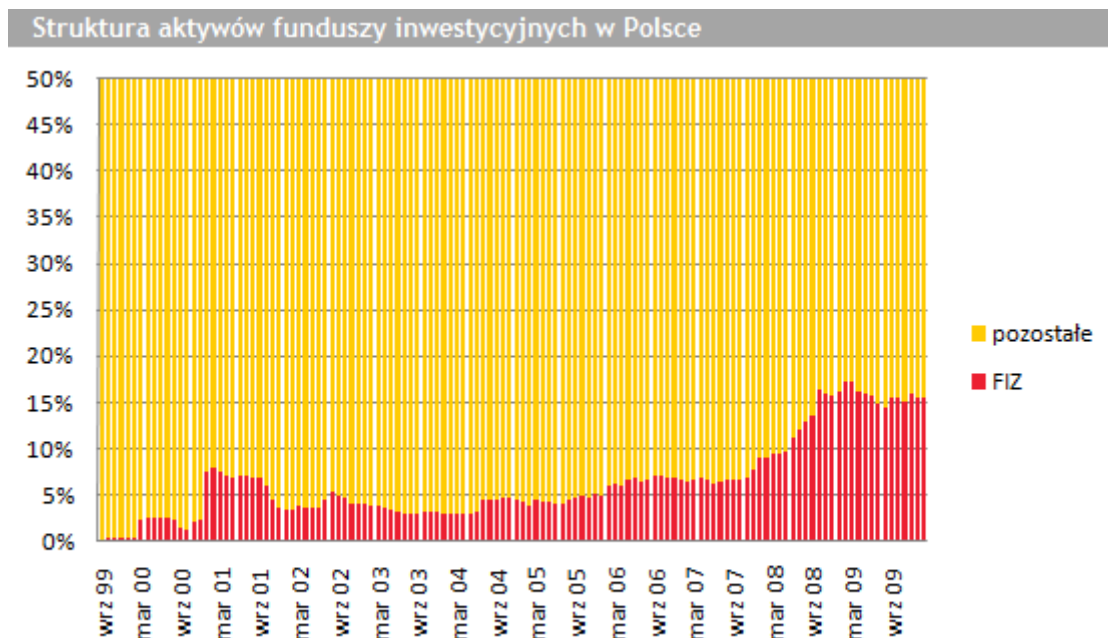


Źródło: Analizy Online

Struktura aktywów według stanu na 28 lutego 2010 potwierdza dominującą rolę rozwiązań opartej na strategiach mieszanych - ich udział w łącznych środkach funduszy inwestycyjnych zamkniętych sięga już 58%. W sumie ich aktywa obecnie przekraczają 8,5 mld PLN, a największe z nich zarządzają środkami rzędu 1 mld PLN każdy. Kolejne miejsca zajmują fundusze nieruchomości (2,5 mld PLN) oraz fundusze z ochroną kapitału (2,2 mld PLN). Udział pozostałych segmentów nie przekracza 10% łącznie.

udział FIZ w rynku funduszy inwestycyjnych

Przez wiele lat funkcjonowania na polskim rynku, fundusze inwestycyjne zamknięte stanowiły jego niewielką część. Właściwie od 2001 do 2007 roku ich udział w łącznych aktywach wszystkich rozwiązań oferowanych przez TFI oscylował wokół 5%. Oznacza to, że przez wiele lat dynamika rozwoju tego segmentu rynku w przybliżeniu odpowiadała wzrostowi aktywów zarządzanych przez TFI, które swój maksymalny poziom osiągnęły jesienią 2007 (144 mld PLN). Wywołana kryzysem rosnąca przewaga umorzeń nad wpłatami oraz kurczące się z powodu coraz niższych cen akcji portfele, doprowadziły do spadku aktywów funduszy poniżej 70 mld PLN. Tendencja ta, jeśli dotyczyła funduszy inwestycyjnych zamkniętych, to w dużo mniejszym stopniu. Bardziej stabilna wartość majątku oraz napływ nowych środków związany z rosnącym popytem na wehikuly inwestycyjne doprowadziły na przestrzeni 2008 roku do potrojenia udziału FIZ w rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce.



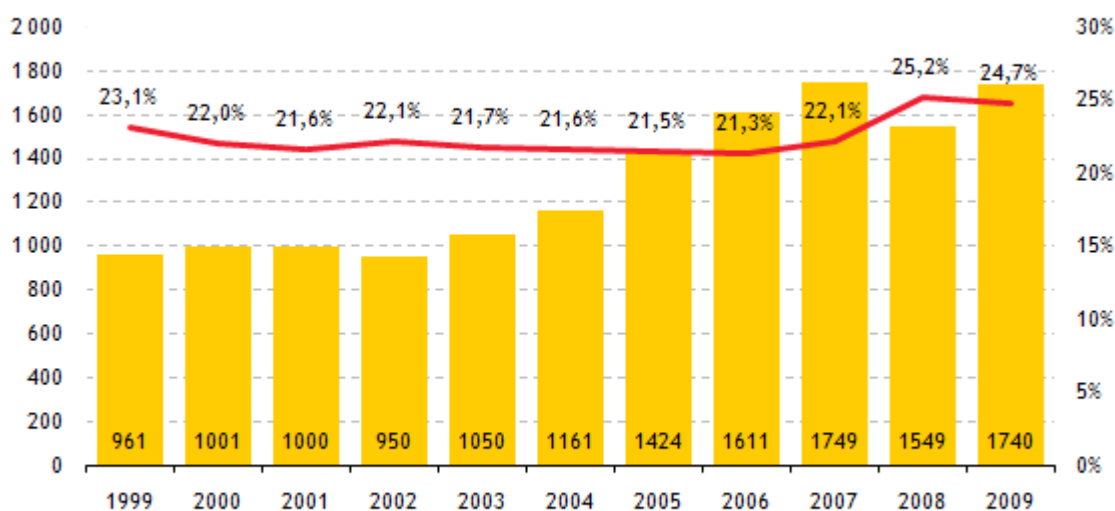
Źródło: Analizy Online

Co ciekawe, wraz z powrotem dobrej koniunktury na rynki akcji oraz pojawieniem się ponownego zainteresowania funduszami ze strony drobnych inwestorów, udział FIZ w rynku przestał rosnąć. W ciągu ostatnich kilku-, kilkunastu miesięcy aktywa zgromadzone w ramach funduszy inwestycyjnych stanowią około 15% polskiego rynku funduszy ogółem. Mimo dynamicznego rozwoju poziomów nadal odbiega in minus od tego, który możemy obserwować w skali Europy.

4. Europejski rynek non-UCITS

Bez wątpienia czynnikiem, który wyznaczył kierunek rozwoju branży funduszy inwestycyjnych w Europie są dyrektywy Komisji Europejskiej tzw. UCITS (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities). Od pierwszej dyrektywy tzw. UCITS I minęło już ćwierć wieku, a same UCITS stały się rozpoznawalną marką oraz standardem, który jest uznawany również poza Europą. W ciągu ostatnich 25 lat rynek funduszy inwestycyjnych w Europie został zdominowany przez rozwiązania, które spełniają wymagania kolejnych dyrektyw Komisji Europejskiej. Na koniec 2009 roku na europejskim rynku funduszy działało ponad **36 tysięcy** funduszy UCITS, o łącznych aktywach wynoszących **5,3 bln euro**, co po przeliczeniu na złote daje wartość 22 bln złotych. W 2011 roku Komisja Europejska ma wprowadzić kolejne innowacyjne regulacje, które już dzisiaj określa się mianem UCITS IV.

Aktywa i udział funduszy non-UCITS na europejskim rynku funduszy (w mld euro)

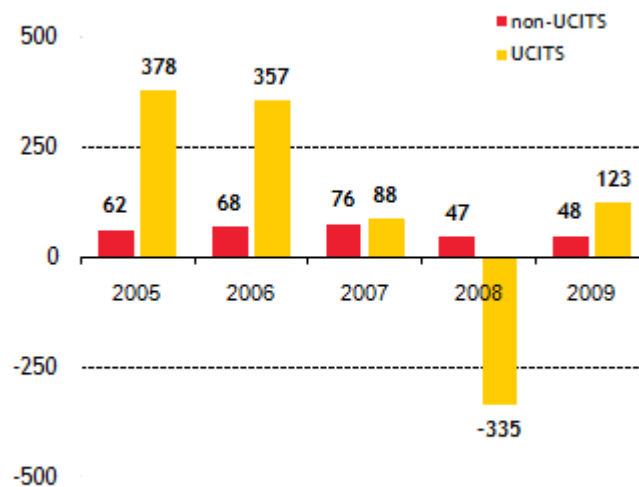


Źródło: Analizy Online na podstawie EFAMA

Jednak obok tej zdecydowanie najpopularniejszej formy, w Europie funkcjonują także inne formy prawne funduszy inwestycyjnych, które nie spełniają wymogów dyrektywy UCITS. Są to rozwiązania, które nie mają paneuropejskiego charakteru i wywodzą się z lokalnych regulacji poszczególnych państw członkowskich Unii Europejskiej. Chociaż na poszczególnych rynkach przyjmują one odmienną formę, to od lat określa się je mianem funduszy non-UCITS. Z tego właśnie względu Fundusze Inwestycyjne Zamknięte (FIZ), które działają na polskim rynku funduszy są odpowiednikiem europejskiej grupy funduszy non-UCITS.

Zgodnie z danymi, jakie co kwartał publikuje European Fund and Asset Management Association (EFAMA), aktywa funduszy non-UCITS, które są zgromadzone w **18 tysiącach** rozwiązań, na koniec 2009 roku wyniosły **1,7 bln euro**. Wartość aktywów z grudnia 2009 roku jest w ujęciu rocznym niemal równa z rekordowym poziomem, który segment funduszy non-UCITS osiągnął na koniec 2007 roku. Warto jednocześnie zauważyć, że lata 2001-2002 oraz rok 2008, w ciągu ostatniej dekady, były jedynymi okresami, w których segment funduszy non-UCITS odnotował spadek aktywów. We wszystkich wspomnianych przypadkach spadek zgromadzonych środków był zbieżny z kryzysami na rynkach finansowych. W latach 2001 i 2002 był to tzw. kryzys po hossie internetowej, a w 2008 roku był to okres kryzysu, który zaczął się od załamania na amerykańskim rynku nieruchomości. Mimo wszystko, spadki aktywów funduszy non-UCITS były stosunkowo niewielkie. W 2008 roku, w którym odnotowano największy wartościowy spadek aktywów, spadek w ujęciu procentowym wyniósł jedynie -11,5%. W ciągu ostatnich 10 lat wartość aktywów w funduszach non-UCITS zwiększyła się prawie 2-krotnie.

Napływ środków do funduszy w Europie (mld euro)



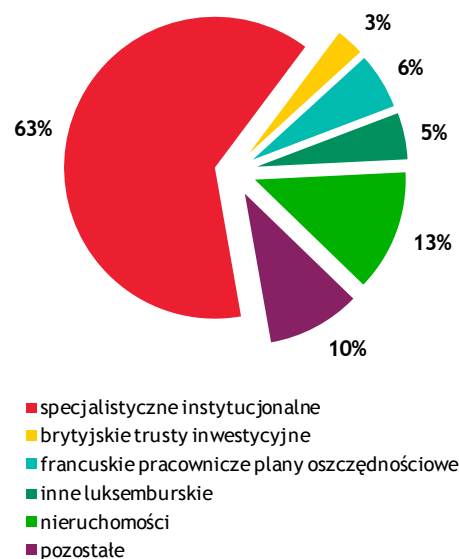
Źródło: Analizy Online na podstawie EFAMA

Z 10-letniej perspektywy widać, że tempo wzrostu aktywów non-UCITS jest bardzo podobne do tempa wzrostu aktywów w funduszach typu UCITS. W 1999 roku poziom aktywów w funduszach non-UCITS wynosił 960 mld euro, co odpowiadało 23% aktywów zebranych w funduszach inwestycyjnych na rynku europejskim. Obecnie udział funduszy non-UCITS wynosi 25%, co w konsekwencji potwierdza, że pod względem dynamiki aktywów rozwój obu form funduszy tj. UCITS i non-UCITS jest podobny.

Wysoka, na tle funduszy UCITS, stabilność poziomu aktywów funduszy non-UCITS jest wynikiem ich specyfiki. Po pierwsze, w przeciwieństwie do funduszy typu UCITS, większość z nich stanowią fundusze o charakterze zamkniętym (closed-end funds), w przypadku których inwestorzy mogą inwestować w ustaloną liczbą udziałów. W dużej liczbie przypadków mogą być one odkupywane dopiero w chwili zapadalności lub likwidacji funduszu. Dodatkowo w segmencie funduszy non-UCITS panują inne tendencje po stronie napływów. W 2008 roku, kiedy ze względu na swój otwarty charakter fundusze UCITS odnotowały odpływ na poziomie -340 mld euro, fundusze non-UCITS odnotowały napływ kapitału, który wyniósł +48 mld euro. Oznacza to, że fundusze non-UCITS nie są tak wrażliwe na rynkową koniunkturę jak fundusze typu UCITS.

Od lat najpopularniejszą kategorią funduszy non-UCITS są fundusze o charakterze specjalistycznym tworzone z myślą o instytucjach. Na koniec 2009 roku aż 63% aktywów non-UCITS stanowiły aktywa funduszy specjalistycznych (special institutional). W tej kategorii produktów zdecydowanie największą grupą produktów są niemieckie fundusze Special German Funds, których historia sięga lat 60-tych minionego wieku. Special German Funds są rozwiązaniami uruchamianymi dla jednego lub kilku inwestorów instytucjonalnych, na podstawie umowy pomiędzy firmą zarządzającą funduszem, a zainteresowanymi instytucjami, które przystępują do funduszu. Aktywami zarządza firma zarządzająca, ale środki są zapisywane na rejestrze każdego inwestora. Po wprowadzeniu zmian w niemieckim prawie w 2007 roku, firmy zarządzające mają ogromną elastyczność i mogą tworzyć rozwiązania „szyte na miarę” (tailor-made funds). Special German Funds stanowią obecnie 45% aktywów funduszy non-UCITS na rynku europejskim. O lokalnym pod względem regulacji prawnych charakterze funduszy non-UCITS świadczą także inne wyodrębnione przez EFAMA kategorie funduszy. Dwie najpopularniejsze lokalne formy, obok German Special Funds, czyli brytyjskie trusty inwestycyjne oraz francuskie plany oszczędnościowe są formami, które podobnie jak Special German Funds zostały ukształtowane przez lokalne prawo. Na polskim rynku funduszy odpowiednikiem francuskich planów oszczędnościowych są pracownicze programy emerytalne (PPE), które w naszych realiach nie są dostępne w formie FIZ.

Struktura aktywów non-UCITS w Europie



Źródło: Analizy Online na podstawie EFAMA

5. Niezbędnik inwestora

▣ Częstotliwość wycen

Wycena inwestycyjnego funduszu zamkniętego dokonywana jest z częstotliwością określoną w statucie, lecz nie rzadziej niż raz na 3 miesiące. Ponadto dodatkowej wyceny dokonuje się w przypadku kolejnej emisji (na 7 dni przed rozpoczęciem przyjmowania zapisów), a także w dniu wykupywania certyfikatów. Potoczne określenie "wycena funduszu" polega na wycenie aktywów funduszu i ustaleniu wartości aktywów netto oraz wartości aktywów netto przypadającą na certyfikat inwestycyjny. W przypadku funduszy, których certyfikaty notowane są na giełdzie, podlegają one dodatkowo codziennej wycenie rynkowej na sesjach giełdowych.

▣ FIZ na giełdzie

Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez zamknięte fundusze inwestycyjne są papierami wartościowymi na okaziciela, dlatego mogą być notowane na giełdzie. O tym czy podlegają wprowadzeniu do publicznego obrotu decyduje statut funduszu. Dzięki temu, inwestorzy mają dodatkową możliwość kupna bądź sprzedaży tych papierów. Niestety płynność notowanych na giełdzie papierów jest zazwyczaj symboliczna.

Pierwsze certyfikaty inwestycyjne zadebiutowały na Giełdzie 25 maja 2000 roku. Były to certyfikaty funduszu Skarbiec - Gwarancja 2002. Jako drugi certyfikaty wprowadził na giełdę fundusz inwestycyjny PZU Kujawiak N+. Liderem pod względem ilości certyfikatów funduszy zamkniętych wprowadzanych na giełdowy parkiet jest KBC TFI.

Aktualnie (połowa marca 2010 roku) na GPW w Warszawie notowane są certyfikaty inwestycyjne 51 funduszy inwestycyjnych. W realnym obrocie pozostaje jednak mniej niż połowa. W 2009 roku największą wartość obrotów odnotował fundusz Investor FIZ (113 mln zł), podczas gdy wartość obrotów całego rynku wyniosła 208,3 mln zł. Obrót pozostałymi certyfikatami jest bądź śladowy, bądź nie ma go wcale, co pociąga za sobą duże ryzyko kupna lub sprzedaży certyfikatu za kwotę odbiegającą od wyobrażeń inwestora (przy złożeniu zlecenia PKC lub PCR) albo niezrealizowania zlecenia z powodu braku przeciwstawnej oferty (przy złożeniu zlecenia z limitem ceny).

▣ Dwie „ceny”

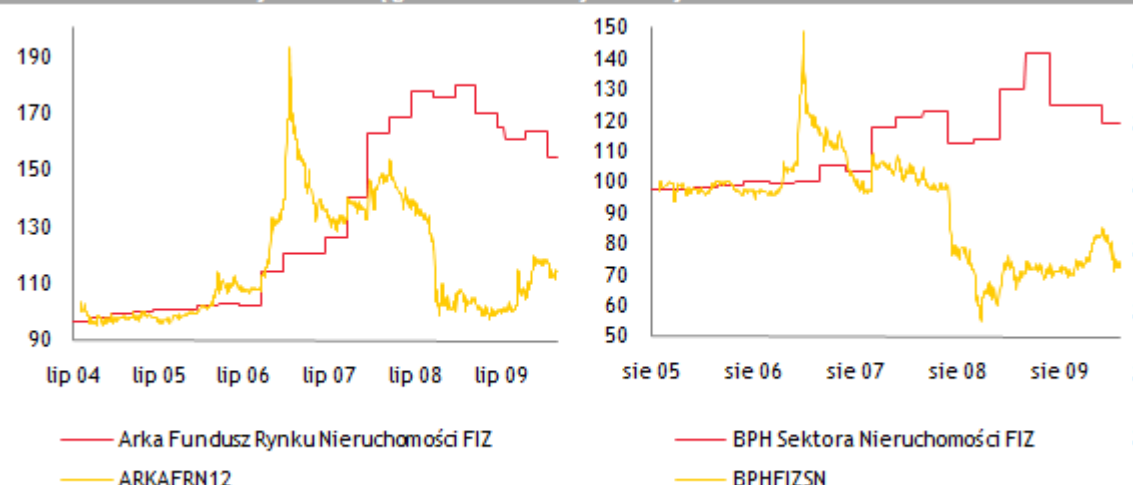
Fundusze, których certyfikaty notowane są na giełdzie, mają podwójną wycenę, przy czym notowania giełdowe niemal zawsze odbiegają w mniejszym lub większym stopniu od księgowej wartości aktywów netto. Certyfikaty funduszy zamkniętych notowane są z pewnym dyskontem, czyli poniżej wyceny WAN, lub - rzadziej - z premią. Wielkość dyskonta (bądź premii) zmienia się wraz z nastawieniem inwestorów, wynikającym z koniunktury w danej branży czy gospodarce jako całości.

Obrót certyfikatami inw. na GPW

Lata	Obrót (mln zł)
2000	3,1
2001	0,2
2002	27,0
2003	3302,9
2004	197,3
2005	159,8
2006	204,2
2007	563,2
2008	680,2
2009	208,3
2010 (sty-lut)	32,3

Źródło: Analizy Online

Różnice w cenie: wycena księgowa versus wycena rynkowa



Źródło: Analizy Online

22 marca 2010

Dobrym przykładem do zilustrowania tej zależności są wyceny funduszy nieruchomości notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Ich wyceny rynkowe przez długi czas nie odbiegały od wycen dokonywanych przez fundusz. Wyjątkiem był koniec 2006 r. kiedy w wyniku zwiększonego zainteresowania inwestowaniem we wszystko co związane było z rynkiem nieruchomości, rynkowe ceny tych papierów mocno pięły się w górę. Na początku 2007 roku były one wyższe od wyceny dokonywanej przez TFI nawet o +60%. Wraz z pogorszeniem sytuacji na rynku nieruchomości, ceny walorów funduszy również zaczęły spadać i obecnie znajdują się dużo poniżej wyceny księgowej (wg stanu na koniec grudnia 2009 dyskonto wynosiło ok. -30%).

Rozbieżność pomiędzy wyceną rynkową a księgową certyfikatów powoduje, iż mocno różnią się stopy zwrotu z inwestycji w zależności od tego którą wycenę weźmiemy pod uwagę. Księgowe wyceny certyfikatów 3 najdłużej działających funduszy w ciągu ostatnich 3 lat zyskały na wartości od +19% (BPH FIZ Sektora Nieruchomości) do +35% (Arka BZ WBK FRN FIZ), natomiast ich notowania giełdowe straciły kilkadziesiąt procent.

☒ Koszty - dlaczego nie ma standardu

Podczas gdy w funduszach inwestycyjnych otwartych poziomy opłat w poszczególnych kategoriach są do siebie zbliżone, w przypadku funduszy zamkniętych panuje dość duża swoboda w ich kształtowaniu. Powodem jest duża różnorodność tego segmentu rynku, a także fakt, iż częstym odbiorcą tego typu rozwiązań są indywidualni inwestorzy.

☒ Succes fee + częsty element wynagrodzenia

Częstym elementem wynagrodzenia jest tzw. succes fee, czyli opłata zmienna zależna od wyników funduszu. Przy czym sposób jej pobierania może być bardzo różny. Na przykład Opera FIZ pobiera stałą opłatę za zarządzanie w wysokości 1,75% oraz 20% prowizji od zysku, które wypłacane jest po 4-letnim okresie inwestycji lub w momencie umarzenia certyfikatów. Opłaty za zarządzanie w funduszu Investor FIZ również składają się z dwóch części, stałej rocznej w wysokości 2% oraz z prowizji za wyniki. Jest ona pobierana jedynie gdy zysk w skali roku przekroczy min. 15% i wynosi 20% zysku.

Bardzo ciekawą konstrukcją możemy zaobserwować w funduszu Total FIZ. Opłata za zarządzanie funduszem jest określona na poziomie 1,8% rocznie od wartości aktywów netto funduszu. Oprócz tego w funduszu zastosowano program motywacyjny dla kadry zarządzającej na wzór programu opcji menadżerskich: gdy zysk w skali roku przekroczy 10% to zarządzający otrzymują 18% zysku wypracowanego przez fundusz, przy czym bonus nie jest wypłacany w gotówce, lecz zarządzający uczestniczą w programie emisji specjalnych certyfikatów. Obowiązuje przy tym dwuletnia zasada "high water mark".