

*Tomasz Miziolek**

PROCES INTEGRACJI RYNKU FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W POLSCE Z RYNKIEM EUROPEJSKIM

1. Europejski rynek funduszy inwestycyjnych

Uregulowania prawne

Podstawowym aktem prawnym regulującym działalność instytucji wspólnego inwestowania w Unii Europejskiej jest dyrektywa Rady Wspólnot Europejskich 85/611/EEC z 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji (harmonizacji) ustaw, rozporządzeń i przepisów administracyjnych dotyczących przedsiębiorstw (przedsięwzięć) wspólnego (zbiorowego) inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (Council Directive on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities), zwana powszechnie dyrektywą UCITS. Jeszcze w końcu ubiegłego stulecia została ona zmieniona dyrektywą z 22 marca 1988 r., dotyczącą kwestii zasad polityki inwestycyjnej prowadzonej przez przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania (88/220/EEC) oraz dyrektywą z 29 czerwca 1995 r. zawierającą postanowienia nie tylko w stosunku do funduszy inwestycyjnych, ale także w dziedzinie usług inwestycyjnych i ubezpieczeń na życie (95/26/EC)¹. Zasadnicza nowelizacja przepisów dotyczących funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej nastąpiła w lutym 2002 r., kiedy to weszły w życie dwie dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (2001/107/WE i 2001/108/WE – obie z 21 stycznia 2002 r.), zmieniające obowiązującą

* Dr, adiunkt w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Uniwersytetu Łódzkiego.

¹ M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach inwestycyjnych*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 1999, s. 37–38.

dotychczas dyrektywę UCITS. Pierwsza z nich miała za zadanie uregulowanie działalności spółek zarządzających funduszami inwestycyjnymi oraz uregulowanie prospektów emisyjnych, natomiast druga zmieniała rozwiązania dotyczące działalności inwestycyjnej funduszy inwestycyjnych. Obecnie obowiązujący, znowelizowany tekst dyrektywy określa się mianem dyrektywy UCITS III. Część krajów UE już dostosowała swoje prawodawstwo do nowych przepisów, natomiast w niektórych krajach nadal trwają prace nad implementacją postanowień dyrektywy UCITS III.

Dyrektywa UCITS III reguluje funkcjonowanie przedsiębiorstw wspólnego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), czyli podmiotów, których:

- jedynym celem jest zbiorowe inwestowanie w zbywalne papiery wartościowe oraz/lub w inne płynne aktywa finansowe kapitału pochodzącego od obywateli i które działają na zasadzie rozłożenia ryzyka;
- jednostki uczestnictwa są, na żądanie ich posiadaczy, odkupywane lub umarzane bezpośrednio lub pośrednio z aktywów tych przedsiębiorstw.

Przepisy dyrektywy odnoszą się więc wyłącznie do funduszy otwartych, a więc funduszy, które zbywają tytuły uczestnictwa bez ograniczeń, na każde żądanie inwestora. Nie znajdują one natomiast zastosowania w odniesieniu do funduszy zamkniętych, funduszy pozyskujących kapitał bez przeprowadzania oferty publicznej oraz funduszy, których jednostki są oferowane publicznie wyłącznie poza obszarem Unii.

W dyrektywie określone zostały formy prawne przedsiębiorstw wspólnego inwestowania, działających w Unii Europejskiej. Mogą być one tworzone albo na podstawie prawa zobowiązaniowego (jako wspólne fundusze zarządzane przez spółki zarządzające), albo prawa powierniczego (jako fundusze powiernicze), albo statutu (jako fundusze inwestycyjne). Zakres przedmiotowy dyrektywy obejmuje ponadto uregulowania dotyczące:

- działalności przedsiębiorstwa zarządzającego aktywami (spółki zarządzającej), czyli podmiotu, który podejmuje i realizuje decyzje inwestycyjne funduszy zorganizowanych jako trust i jako fundusz wspólny;
- obowiązków depozytariusza, czyli instytucji, której zadaniem jest przechowywanie aktywów funduszu;
- zasad polityki inwestycyjnej UCITS;
- obowiązków informacyjnych i publikacyjnych UCITS wobec ich uczestników.

Z punktu widzenia niniejszego artykułu najistotniejszą częścią dyrektywy UCITS są postanowienia określające reguły funkcjonowania i nadzoru nad przedsiębiorstwami wspólnego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe

w ramach Unii Europejskiej. Podstawowa zasada stanowi, iż fundusze inwestycyjne utworzone i zlokalizowane w danym kraju² mogą prowadzić działalność we wszystkich innych krajach UE, przy czym państwa członkowskie nie mogą ustanawiać żadnych szczególnych warunków dopuszczania „obcych” funduszy do działania na swoim terytorium poza warunkami, które zostały sformułowane w dyrektywie. Takim fundamentalnym warunkiem jest zezwolenie na utworzenie funduszu wydawane przez właściwy dla danego kraju organ nadzoru. Uzyskanie zgody jest wiążące dla wszystkich krajów UE. Fundusz, zamierzający rozpocząć działalność w państwie nie będącym jego siedzibą, jest zobowiązany poinformować o tym fakcie organ nadzoru nad funduszami w tym kraju. Równocześnie musi on przedłożyć temu organowi zezwolenie rodzimego organu na prowadzenie działalności, regulamin lub statut funduszu, prospekt emisyjny, sprawozdania finansowe oraz informacje na temat umów zawartych w celu doprowadzenia do rozpoczęcia dystrybucji tytułów uczestnictwa w danym kraju. Dystrybucja jednostek może rozpocząć się po upływie dwóch miesięcy od przedstawienia tychże dokumentów, chyba że organ nadzoru stwierdzi na podstawie umów, że nie jest zapewniony odpowiedni dostęp do informacji o ofercie kierowanej do inwestorów lub też, że nie jest właściwie zorganizowany system służący nabywaniu i odkupywaniu jednostek. Dystrybucja może też zostać zakazana wówczas, gdy organ nadzoru stwierdzi, że fundusz nie przestrzega przepisów lokalnych, obowiązujących w sprawach nie objętych dyrektywą³.

Kraje członkowskie UE mogą w swoim ustawodawstwie określać bardziej surowe warunki prowadzenia działalności przez podmioty zlokalizowane na własnym terytorium. Muszą one jednak obowiązywać wszystkie bez wyjątku fundusze mające siedzibę na terytorium danego państwa, a także nie mogą być sprzeczne z przepisami dyrektywy. Oznacza to, że państwo będące członkiem Unii nie może liberalizować norm dotyczących funduszy w sprawach, które zostały objęte regulacją dyrektywy⁴.

Rynek funduszy inwestycyjnych w Europie w 2003 r.

Organizacją, która monitoruje, nadzoruje i wspiera rozwój funduszy inwestycyjnych na starym kontynencie, jest FEFSI (Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement) – Europejskie Stowarzyszenie

² Fundusz jest zlokalizowany w państwie członkowskim UE, w którym znajduje się jego oficjalna, zarejestrowana siedziba (*registered office*). W tym samym państwie musi znajdować się również jego siedziba faktyczna, tzn. siedziba organu zarządzającego funduszem (*head office*).

³ M. Michalski, L. Sobolewski, *op. cit.*, s. 42.

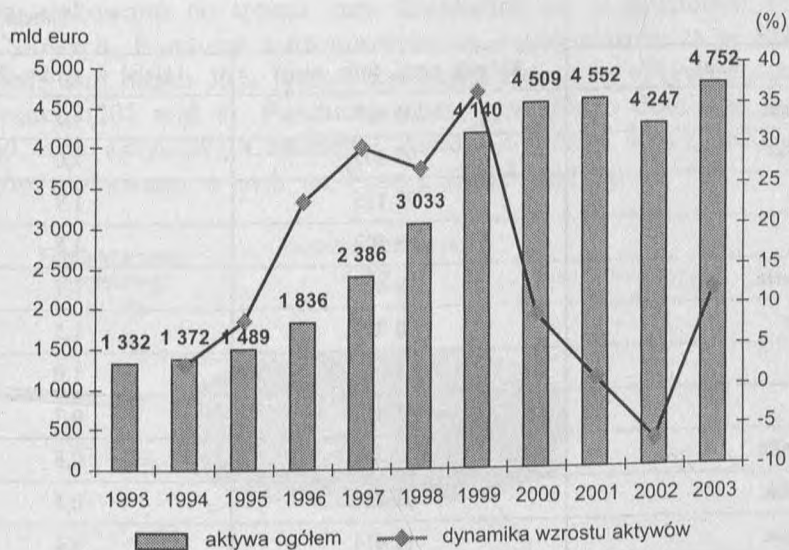
⁴ *Ibidem*, s. 43.

Towarzystw i Funduszy Inwestycyjnych. Misją FEFSI, mającej siedzibę w Brukseli, jest utrzymywanie wysokiego poziomu ochrony i zaufania inwestorów, ochrona integralności europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych, promowanie najwyższych standardów etycznych we wszystkich obszarach tego biznesu oraz przyczynianie się do stworzenia prawdziwego europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych i otwarcia rynków krajowych. FEFSI jest także kompetentnym i reprezentatywnym partnerem dla regulatorów rynków finansowych, innych stowarzyszeń, mediów i społeczeństw w Europie i poza jej granicami. Jej członkami są obecnie narodowe stowarzyszenia z 22 państw: Austrii, Belgii, Czech, Danii, Finlandii, Francji, Niemiec, Grecji, Węgier, Irlandii, Włoch, Liechtensteinu, Luksemburga, Holandii, Norwegii, Polski, Portugalii, Hiszpanii, Słowacji, Szwecji, Szwajcarii i Wielkiej Brytanii (od kwietnia 2004 r. członkami FEFSI mogą być również firmy zarządzające funduszami inwestycyjnymi i aktywami). W tych krajach prowadzi działalność ok. 900 spółek inwestycyjnych zarządzających ok. 40,1 tys. funduszy inwestycyjnych.

Jednym z ważniejszych zadań realizowanych przez FEFSI jest monitorowanie rozwoju rynku funduszy w Europie. Na podstawie informacji przesyłanych przez członków, FEFSI publikuje od 2000 r. kwartalne raporty, zawierające dane dotyczące ilościowego rozwoju oraz trendów panujących na europejskim rynku funduszy inwestycyjnych. Według ostatniego raportu⁵, prezentującego stan na koniec 2003 r., wartość aktywów netto zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych w 21 krajach europejskich (bez Słowacji) wyniosła 4752 mld € i była najwyższa w historii europejskiego rynku. Blisko 78% środków (3705 mld €) zostało ulokowanych w funduszach typu UCITS, zaś niecałą 1/5 aktywów (1047 mld €) zgromadzono w funduszach nie oferowanych publicznie i (lub) funduszach zamkniętych, których działalność jest regulowana przez dany kraj (w tym gronie dominują niemieckie fundusze specjalistyczne adresowane do inwestorów instytucjonalnych – *Spezialfonds*, fundusze nieruchomości, brytyjskie zamknięte trusty inwestycyjne oraz francuskie otwarte fundusze oszczędnościowe pracowników). Dotychczasowy ilościowy rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Europie prezentuje rys. 1.

Największe aktywa ulokowano w trzech krajach: Francji (1008 mld €, 21,2% rynku), Luksemburgu (953 mld €, 20,1%) oraz Niemczech (822 mld €, 17,3%). Te trzy kraje kontrolują 58,6% europejskiego rynku funduszy.

⁵ *Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2003 and Results for Full-year 2003*, FEFSI 2004.



Rys. 1. Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych w Europie w latach 1993–2003

Źródło: Dane FEFSI.

Na kolejnych miejscach plasują się Wielka Brytania, Włochy i Irlandia, jednak ich udział w rynku nie przekracza 10%. Polska znajduje się na 19. pozycji w tym zestawieniu – wyprzedzamy jedynie Węgry i Czechy. Udział Polski w europejskim rynku wynosi 0,15%, jednak pod względem dynamiki wzrostu plasujemy się w europejskiej czołówce (w roku 2003 wyniosła ona blisko 28%, co było trzecim wynikiem w Europie, zaś w 2002 r. byliśmy najszybciej rozwijającym się rynkiem, z ponad 63-procentowym tempem wzrostu). Aktywa funduszy inwestycyjnych w poszczególnych krajach oraz ich udział w rynku w końcu 2003 r. ilustruje tab. 1.

Tabela 1

Aktywa netto rynku funduszy inwestycyjnych w Europie w 2003 r.

Kraj	Aktywa netto (mln euro)	Udział w rynku (%)
Francja	1 008 000	21,2
Luksemburg	953 302	20,1
Niemcy	822 099	17,3
Wielka Brytania	418 861	8,8
Włochy	393 429	8,3
Irlandia	361 760	7,6

Tabela 1 (cd.)

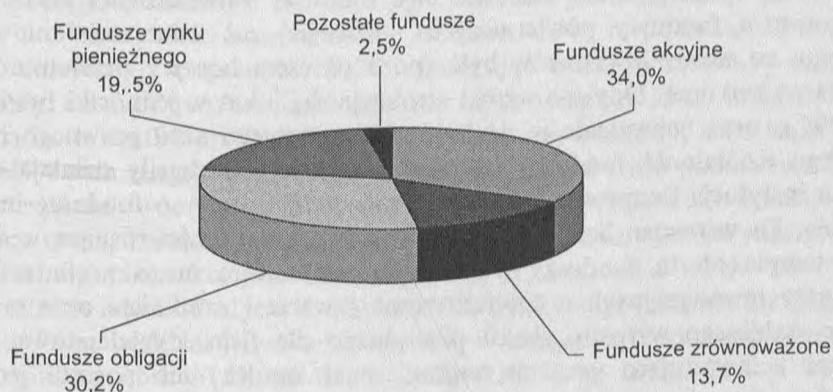
Kraj	Aktywa netto (mln euro)	Udział w rynku (%)
Hiszpania	204 989	4,3
Holandia ^a	93 200	2,0
Austria	92 115	1,9
Belgia	83 503	1,8
Szwajcaria	79 637	1,7
Szwecja	70 713	1,5
Dania	48 934	1,0
Grecja	31 813	0,7
Portugalia	27 763	0,6
Finlandia	23 727	0,5
Norwegia	17 414	0,4
Liechtenstein	7 137	0,15
Polska	7 068	0,15
Węgry	3 467	0,07
Czechy	3 338	0,07
Ogółem	4 752 268	100,0

^a Dane na koniec 2002 r.

Źródło: Dane FEFSI.

W końcu 2003 r. najwięcej środków było ulokowanych w funduszach akcji (1163 mld €), co stanowiło 34% całkowitej wartości aktywów zgromadzonych w funduszach UCITS (udział poszczególnych typów funduszy w 2003 r. prezentuje rys. 2). Krajami, gdzie ta grupa funduszy cieszy się największą popularnością, są Wielka Brytania (ponad 70% tamtejszego rynku) i Szwecja (ponad 60%), natomiast największe środki ulokowano w Luksemburgu (282 mld €) i Wielkiej Brytanii (234 mld €). Drugą pod względem popularności kategorią są fundusze obligacji (1034 mld €). Największymi środkami funduszy obligacji zarządzają fundusze luksemburskie (394 mld €), francuskie (164 mld €) i włoskie (151 mld €), natomiast największy udział w krajowym rynku podmioty te mają w Danii (ponad 70%), na Węgrzech i w Austrii (ponad 60%) (w 2002 r. drugie miejsce pod tym względem zajmowała Polska – obecnie plasujemy się na czwartej pozycji). Znacznie mniejszym zainteresowaniem cieszą się fundusze rynku pieniężnego (668 mld €) i fundusze zrównoważone (470 mld €), w których

łącznie ulokowano co trzecie euro znajdujące się w portfelach funduszy UCITS-owych. Fundusze zrównoważone są najpopularniejsze w Szwajcarii (stanowią tam blisko 30% rynku), natomiast najwyższe aktywa zgromadziły we Francji (204 mld €). Fundusze rynku pieniężnego dominują w Grecji (ponad 50% aktywów), Czechach i Portugalii (ponad 40%), zaś najwięcej środków ulokowano w nich we Francji (328,5 mld €).



Rys. 2. Struktura rynku funduszy UCITS w Europie w 2003 r.

Źródło: Dane FEFSI.

2. Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce

Rozwój polskiego rynku funduszy w latach 1992–2004

Historia rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce liczy 12 lat. Za faktyczny moment narodzin rynku funduszy w naszym kraju należy uznać udzielenie 28 lutego 1992 r. przez Komisję Papierów Wartościowych zezwolenia na utworzenie pierwszego towarzystwa zarządzającego funduszami – Pierwszego Polskiego Towarzystwa Funduszy Powierniczych Pioneer. Pięć miesięcy później, 28 lipca, rozpoczął działalność pierwszy na polskim rynku fundusz – Pioneer Pierwszy Polski Fundusz Powierniczy (obecnie Pioneer Fundusz Inwestycyjny Otwarty Zrównoważony). Przez pierwszych siedem lat obecności na polskim rynku fundusze (wówczas jeszcze powiernicze) działały opierając się na ustawie z 22 marca 1991 roku „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych”, która nie tylko umożliwiła stworzenie zorganizowanego rynku papierów wartościowych, ale także określiła ramy prawne funkcjonowania rynku funduszy powierniczych. Rozdział ósmy tejże ustawy, poświęcony w całości zasadom funkcjonowania i organizacji działania funduszy powierniczych oraz instytucji

z nimi związanych, stanowił fundament, na podstawie którego rynek ten funkcjonował aż do lutego 1998 r., czyli do momentu wejścia w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych.

Pierwsze lata funkcjonowania rynku funduszy w Polsce były okresem bardzo szczególnym i niezwykle trudnym dla działających na nim podmiotów. Z jednej strony oferta rynkowa była niezwykle skromna (w końcu 1996 r. na rynku istniało zaledwie pięć funduszy zarządzanych przez trzy towarzystwa funduszy powierniczych), z drugiej zaś zainteresowanie funduszami ze strony inwestorów było (poza okresem hossy z przełomu 1993 i 1994 r.) znikome. Dopiero wzrost atrakcyjności lokat w jednostki funduszy w 1996 r. oraz uchwalenie w sierpniu 1997 r. nowego aktu prawnego regulującego działalność funduszy (już inwestycyjnych) zachęciły działające na rynku instytucje finansowe do uzupełnienia swojej oferty o fundusze inwestycyjne. Za wzrostem liczby towarzystw, a w szczególności rosnącą w szybkim tempie ofertą funduszy (rozszerzyła się ona m. in. o nowe rodzaje funduszy inwestycyjnych – specjalistyczne otwarte i zamknięte oraz o fundusze stabilnego wzrostu, rynku pieniężnego dla firm, dywidendowe, sektorowe i inwestujące w akcje zagranicznych spółek) nie poszedł jednak wyraźny wzrost zainteresowania tą formą lokowania wolnych środków finansowych.

Choć uchwalona w 1997 r. ustawa była istotnym krokiem w rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce, jego dynamiczny rozwój jakościowy w następnych latach oraz rosnące oczekiwania powierników co do nowych możliwości inwestycyjnych sprawiły, iż stosunkowo szybko przestała ona odpowiadać nowej rzeczywistości. Dlatego też w listopadzie 2000 r. gruntownie znowelizowano ustawę, wprowadzając szereg nowych przepisów, które miały usunąć istniejące dotąd bariery dla jeszcze bardziej dynamicznego rozwoju rynku (m. in. umożliwiono tworzenie nowego typu funduszu – specjalistycznego zamkniętego, który pozwalał na uruchamianie na podstawie wymienionej ustawy funduszy *venture capital* i funduszy nieruchomości). Nowelizacja ta miała także za zadanie dostosowanie naszego rynku do przepisów obowiązujących w tym zakresie w Unii Europejskiej, przede wszystkim do dyrektywy UCITS. Najważniejszą zmianą w tym zakresie było dodanie nowego rozdziału, który określał warunki zbywania na terytorium Polski tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusze inwestycyjne otwarte z siedzibą w państwach będących członkami UE.

Przełomowe znaczenie w rozwoju rynku funduszy w ostatnich latach miały zmieniające się regulacje podatkowe. Po raz pierwszy można się było o tym przekonać w roku 2000, kiedy powstały tzw. fundusze dywidendowe. Ich olbrzymia popularność (co znalazło odzwierciedlenie w gwałtownym acz krótkotrwałym wzroście aktywów funduszy w drugiej połowie tego roku) wynikała z faktu, iż zyski firm będących uczestnikami takich funduszy były

opodatkowane zryczałtowanym podatkiem dochodowym od dywidend oraz udziału w zyskach, który był wówczas aż o 10 pkt proc. niższy od stawki CIT, a ponadto mógł być on odliczany od podatku dochodowego płaconego na zasadach ogólnych. Ponieważ jednak korzystne dla firm rozwiązania podatkowe obowiązywały tylko do końca 2000 r., okres ich prosperity trwał jednak zaledwie kilka miesięcy.

Decydujące znaczenie dla obecnego kształtu rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce miało wprowadzenie w końcu 2001 r. podatku od zysków kapitałowych (tzw. podatek Belki). Uciekając przed nim, osoby fizyczne wpłaciły do funduszy w ciągu zaledwie kilku miesięcy kilka miliardów zł. Pieniądze te trafiły przede wszystkim do funduszy obligacji, a co ważniejsze – część z nich została przeniesiona z banków. Dzięki temu podatkowi skutecznie wypromowano więc fundusze inwestycyjne jako produkt inwestycyjny będący realną i atrakcyjną alternatywą dla lokat bankowych. Wydarzenia te udowodniły także kolejną, bardzo istotną zmianę, jaka zaszła na rynku w ostatnich latach. Dotyczyła ona sposobu dystrybucji funduszy na polskim rynku. Przez wiele lat jedynymi miejscami, w których sprzedawano fundusze, były punkty obsługi klienta biur maklerskich oraz biura obsługi klienta zorganizowane przez TFI. Mimo iż wraz z uchwaleniem ustawy o funduszach inwestycyjnych i jej późniejszą nowelizacją ilość dostępnych kanałów dystrybucji znacznie zwiększyła się (banki, firmy pośrednictwa finansowego, spółki dystrybucyjne, agenci, internet), nadal dominującą rolę w tym zakresie odgrywały domy maklerskie. Dopiero batalia podatkowa z 2001 r. pokazała, że najlepszym sposobem dotarcia do klienta są okienka bankowe.

Rok 2002 stał z kolei pod znakiem tzw. funduszy antypodatkowych. Wykorzystując obowiązujące do końca 2003 r. zwolnienie z podatku od dochodów kapitałowych zysków osiągniętych ze sprzedaży papierów wartościowych na giełdzie (a więc także certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusze zamknięte, specjalistyczne zamknięte i mieszane), TFI uruchomiły fundusze, których głównym celem było uniknięcie podatku Belki. Ich subskrypcje cieszyły się dużym zainteresowaniem inwestorów, którzy ulokowali w nich blisko 2 mld zł.

Trwającą od roku 2001 znakomitą koniunkturę na rynku funduszy inwestycyjnych (aktywa funduszy rosły nieprzerwanie przez 27 miesięcy do września 2003 r., nierzadko o ponad miliard zł miesięcznie), którą oprócz względów podatkowych umacniały również bardzo dobre wyniki najpopularniejszych na rynku funduszy obligacji (w latach 2001–2002 przynosiły one kilkunastoprocentowe stopy zwrotu), przerwała w końcu 2003 r. bessa na rynku papierów dłużnych spowodowana niepokojem o stan finansów publicznych. W efekcie spadających wycen jednostek uczestnictwa funduszy obligacji inwestorzy zaczęli masowo wycofywać z nich swoje pieniądze, co przyniosło spadek wartości środków ulokowanych w funduszach o 2,5 mld

zł w końcu 2003 r. Byłby on jeszcze bardziej dotkliwy, gdyby nie rosnące zainteresowanie funduszami inwestującymi w akcje (głównie funduszami stabilnego wzrostu i zrównoważonymi), wynikające z poprawy nastrojów na krajowym i międzynarodowych rynkach akcji oraz istotny napływ środków do funduszy obligacji inwestujących w papiery dłużne denominowane w dolarach amerykańskich i euro. Nie zdołało to jednak powstrzymać spadkowego trendu na całym rynku, do czego (obok funduszy obligacji) przyczyniło się także znikome zainteresowanie nową ofertą funduszy antypodatkowych.

Rok 2003 przyniósł także rozpoczęcie prac legislacyjnych nad projektem nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych (z uwagi na obszerność wprowadzanych zmian nie zdecydowano się na nowelizację dotychczas obowiązującej ustawy, lecz opracowano całkowicie nowy akt prawny). Konieczność uchwalenia nowych regulacji dla funduszy inwestycyjnych wynikała przede wszystkim z uchwalenia (omawianych w rozdziale pierwszym) dwóch dyrektyw unijnych. Projekt ustawy zachował większość dotychczasowych regulacji dotyczących tworzenia i funkcjonowania zarówno TFI, jak i funduszy inwestycyjnych oraz nadzoru nad nimi przez KPWiG. W nowych przepisach zrezygnowano natomiast z regulowania funduszy mieszanych i specjalistycznych zamkniętych. Równocześnie w miejsce dotychczasowych trzech rodzajów funduszy emitujących certyfikaty inwestycyjne pozostawiono jeden rodzaj – fundusz zamknięty. Będzie on uprawniony do emitowania zarówno certyfikatów dopuszczonych, jak też niedopuszczonych do publicznego obrotu. Będzie także obejmował wszystkie zasady funkcjonowania i możliwości inwestycyjne, które posiadają obecnie funkcjonujące fundusze emitujące certyfikaty. Z kolei wśród przepisów dotyczących TFI, które dostosowują ustawę do prawa unijnego, wprowadzono m. in.:

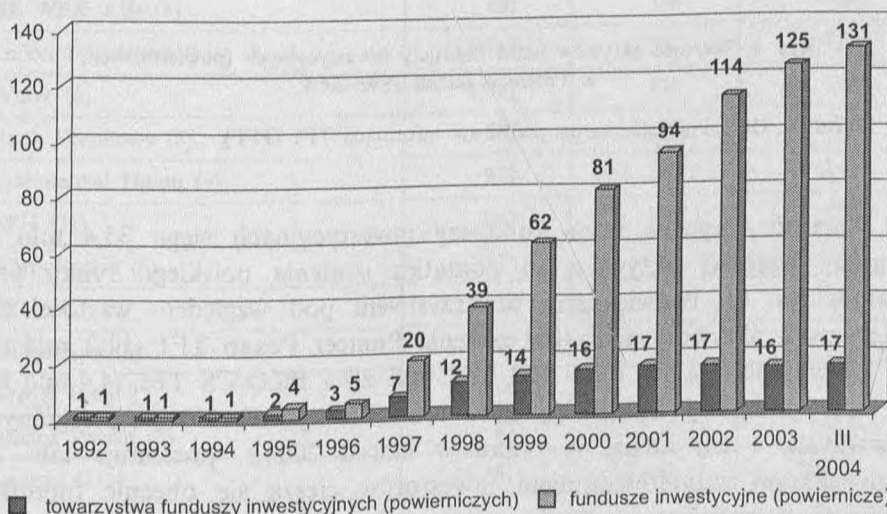
- możliwość zarządzania portfelami indywidualnych klientów i świadczenia usług doradztwa w zakresie obrotu papierami wartościowymi (określono przy tym zasady udzielania zezwoleń na ich wykonywanie);
- nowe zasady ustalania wysokości kapitałów własnych TFI;
- precyzyjne zasady udzielania zezwolenia na działalność towarzystwa oraz zezwolenia na nabycie akcji towarzystwa;
- regulację zasad tworzenia przez towarzystwa oddziałów w państwach członkowskich UE, a także działalności na ich terytorium bez tworzenia oddziałów oraz zasad prowadzenia takiej działalności i tworzenia oddziałów w Polsce przez zagraniczne spółki, które mają siedzibę w krajach UE (zagadnienie to, najistotniejsze z punktu widzenia niniejszego artykułu, zostanie dokładnie przeanalizowane w pkt 3).

W projekcie ustawy znalazły się również przepisy, których celem było wprowadzenie na polski rynek rozwiązań funkcjonujących z powodzeniem w innych państwach, jak np. umożliwienie tworzenia funduszy, które będą się składały z wydzielonych subfunduszy, umożliwienie tworzenia przez TFI

rodzin funduszy, składających się z jednego funduszu podstawowego i wielu funduszy powiązanych, wprowadzenie możliwości tworzenia funduszy sekurytyzacyjnych i funduszy portfelowych oraz wyraźne wyodrębnienie i szczególnie uregulowanie funduszy rynku pieniężnego i funduszy aktywów niepublicznych.

Mimo iż pierwotnie ustawa miała zostać uchwalona jeszcze w 2003 r. i zacząć obowiązywać przed akcesją Polski do Unii Europejskiej, tych terminów nie udało się dotrzymać. Sejm uchwalił ustawę dopiero 20 kwietnia 2004 r. (w momencie przygotowywania tego artykułu trafiła ona do Senatu), a więc zaledwie 10 dni przed naszym wejściem do Unii.

Podsumowaniem dotychczasowego rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce jest rys. 3, który pokazuje systematyczny wzrost liczby TFI i funduszy inwestycyjnych w minionych 12 latach.

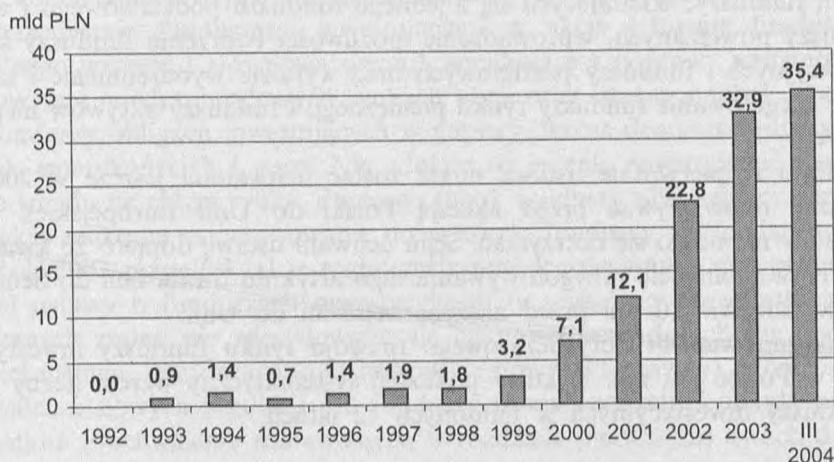


Rys. 3. Liczba towarzystw funduszy inwestycyjnych (powierniczych) i funduszy inwestycyjnych (powierniczych) w Polsce w latach 1992–2004

Źródło: Obliczenia własne.

Obecny stan rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce

Obecnie (stan na koniec marca 2004 r.) funkcjonuje w Polsce 17 towarzystw zarządzających 131 funduszami inwestycyjnymi, spośród których 90 to fundusze otwarte, 25 specjalistyczne otwarte, 10 mieszane, 5 specjalistycznych zamkniętych i jeden fundusz zamknięty.



Rys. 4. Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych (powierniczych) w Polsce w latach 1992–2004

Źródło: Obliczenia własne na podstawie informacji TFI (TFP).

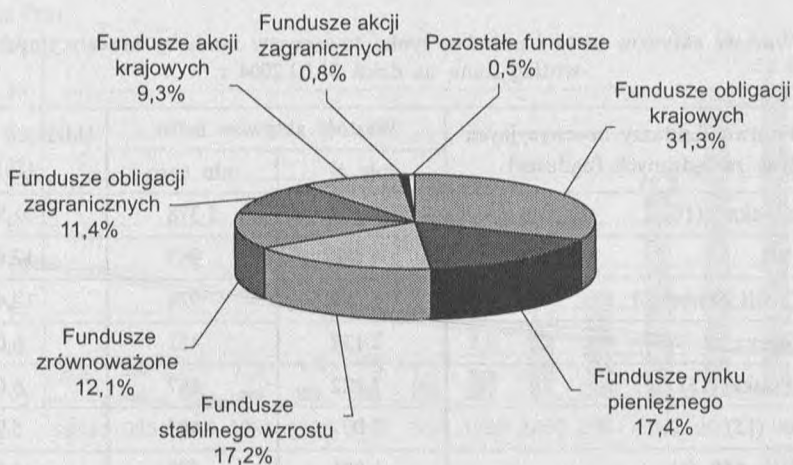
Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych sięga 35,4 mld zł (zmiany wartości aktywów od początku istnienia polskiego rynku prezentuje rys. 4). Największym towarzystwem pod względem wartości zarządzanych aktywów netto jest obecnie Pioneer Pekao TFI (11,3 mld zł), za którym plasują się ING TFI (4,5 mld zł) i PKO/CS TFI (4,4 mld zł). Te trzy podmioty kontrolują 57% rynku (aktywa netto poszczególnych towarzystw i ich udział w rynku w marcu 2004 r. prezentuje tab. 2). Największym zainteresowaniem inwestorów cieszą się obecnie fundusze obligacji inwestujące w papiery dłużne denominowane w złotych – ich aktywa wynoszą 10,7 mld zł, co stanowi 30,4% aktywów wszystkich funduszy. Blisko połowę mniej środków zgromadziły dotychczas fundusze rynku pieniężnego (6,0 mld zł) i fundusze stabilnego wzrostu (5,9 mld zł), których udziały w rynku wynoszą odpowiednio 17,4% i 17,2% (udziały w rynku wszystkich typów funduszy prezentuje rys. 5). W funduszach zbywających jednostki uczestnictwa (otwartych i specjalistycznych otwartych) ulokowano 97% aktywów funduszy (34,3 mld zł), zaś w funduszach emitujących certyfikaty inwestycyjne (zamkniętych, specjalistycznych zamkniętych i mieszanych) jedynie 3% aktywów (1,1 mld zł).

Tabela 2

Wartość aktywów netto i udział w rynku towarzystw funduszy inwestycyjnych
według stanu na dzień 31.03.2004 r.

Towarzystwo funduszy inwestycyjnych (ilość zarządzanych funduszy)	Wartość aktywów netto		Udział w rynku (%)
	mln zł	mln euro	
Pioneer Pekao (16)	11 285	2 378	31,92
ING (10)	4 486	945	12,69
PKO/Credit Suisse (5)	4 384	924	12,40
SEB (5)	2 138	451	6,05
DWS Polska (13)	2 122	447	6,00
Skarbiec (15)	2 097	442	5,93
BZ WBK AIB (8)	1 891	398	5,35
Union Investment (7)	1 713	361	4,84
Warta (6)	1 091	230	3,09
Bank Handlowy (8)	1 075	227	3,04
Commercial Union (4)	891	188	2,52
BPH (11)	885	186	2,50
Górnośląskie (6)	301	63	0,85
PZU (3)	333	70	0,94
Millennium (6)	397	84	1,12
Kredyt Bank (5)	254	54	0,72
Allianz Polska (3)	17	4	0,05
Łącznie (131)	35 361	7 451	100,00

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji TFI.



Rys. 5. Struktura rynku funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych w Polsce w marcu 2004 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji TFI.

3. Funkcjonowanie funduszy zagranicznych w Polsce oraz funduszy „krajowych” w Unii Europejskiej

Jednym z kluczowych zagadnień związanych z procesem integracji rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce z rynkiem europejskim jest kwestia uregulowania zasad funkcjonowania funduszy zagranicznych⁶ na terytorium Polski oraz „krajowych” funduszy inwestycyjnych⁷ w państwach Unii Europejskiej. Zostały one uregulowane w Dziale XII nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych zatytułowanym *Zbywanie tytułów i jednostek uczestnictwa oraz tworzenie oddziałów*.

Zbywanie tytułów uczestnictwa

Część pierwsza Działu XII określa zasady zbywania tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusze zagraniczne na terytorium Rzeczypospolitej

⁶ W rozumieniu ustawy funduszem zagranicznym jest fundusz inwestycyjny otwarty lub spółka inwestycyjna z siedzibą w państwie członkowskim UE, prowadzące działalność zgodnie z prawem wspólnotowym, regulującym zasady zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe.

⁷ Przez „krajowe” fundusze inwestycyjne rozumiemy fundusze inwestycyjne tworzone na mocy ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz mające siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

Polskiej oraz zbywania jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych na terytorium państw członkowskich Unii Europejskiej.

Fundusz zagraniczny zamierzający zbywać w Polsce emitowane przez siebie tytuły uczestnictwa (bądź spółka nim zarządzająca⁸) są zobowiązane do pisemnego powiadomienia o tym zamiarze Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Do zawiadomienia tego powinny być dołączone:

1) sporządzony przez właściwe organy państwa macierzystego (państwa członkowskiego UE) funduszu zagranicznego dokument stwierdzający, że działa on zgodnie z prawem wspólnotowym regulującym zasady zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe;

2) regulamin funduszu zagranicznego (w tym także statut funduszu lub umowę spółki, w zależności od jego formy prawnej);

3) prospekt informacyjny funduszu zagranicznego oraz jego skrót;

4) ostatni raport roczny i półroczny funduszu zagranicznego (o ile zostały sporządzone);

5) szczegółowy opis sposobów zbywania na terytorium Polski tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusz zagraniczny. W szczególności chodzi o opis zasad i warunków wpłacania i wypłacania kwot związanych z nabywaniem i umarzaniem tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych oraz sposobu udostępnienia informacji o funduszu;

6) wskazanie imienia i nazwiska lub firmy (nazwy) oraz miejsca zamieszkania lub siedziby oraz adresu przedstawiciela funduszu zagranicznego na terytorium Polski (jeżeli fundusz ten nie jest osobą prawną, jest to siedziba spółki zarządzającej tym funduszem);

7) wskazanie firmy oraz siedziby i adresu agenta płatności funduszu zagranicznego na terytorium Polski.

Po upływie dwóch miesięcy od daty złożenia wszystkich wymienionych dokumentów fundusz zagraniczny może rozpocząć zbywanie swoich tytułów uczestnictwa. Jeżeli jednak przewidywane sposoby zbywania tytułów uczestnictwa nie spełniają warunków określonych w polskich przepisach prawa oraz gdy fundusz zagraniczny nie zapewnia sprawnego wpłacania i wypłacania kwot związanych z nabywaniem i umarzaniem tytułów uczestnictwa, a także nie zapewnia uczestnikom dostatecznie łatwego dostępu do informacji o funduszu, KPWiG może zakazać zbywania tytułów uczestnictwa.

Przy zbywaniu tytułów uczestnictwa fundusze zagraniczne są obowiązane do publikowania oraz udostępniania prospektu informacyjnego i jego skrótu, zmian dokonanych w obu tych dokumentach, rocznego i półrocznego

⁸ W rozumieniu ustawy spółką zarządzającą jest podmiot lub spółka z siedzibą w państwie członkowskim UE, której podstawowa działalność polega na zarządzaniu funduszami zagranicznymi.

sprawozdania finansowego oraz innych informacji i dokumentów zgodnie z przepisami prawa obowiązującymi w państwie macierzystym.

Choć fundusze zagraniczne podlegają znacznie uproszczonej procedurze związanej z uzyskaniem zezwolenia na prowadzenie działalności w stosunku do funduszy „krajowych”, prawa uczestnika takiego funduszu muszą być chronione dokładnie w taki sam sposób. Fundusz zagraniczny jest więc zobowiązany do zapewnienia swoim uczestnikom: sprawnego wpłacania i wypłacania kwot związanych z nabywaniem tytułów uczestnictwa, dostępu do najważniejszych informacji o funduszu, co najmniej takiego samego poziomu ochrony jak w państwie macierzystym oraz dostarczania potwierdzeń zbycia lub umorzenia tytułów uczestnictwa w języku polskim, z częstotliwością obowiązującą ten fundusz zgodnie z przepisami prawa kraju macierzystego.

Podmiotem, który reprezentuje fundusz zagraniczny wobec uczestników oraz ma obowiązek wykonywania czynności koniecznych do ich obsługi (w tym przyjmowania ich reklamacji i zapewnienia im dostępu do informacji o funduszu), jest przedstawiciel funduszu zagranicznego. Agentem płatności funduszu zagranicznego (do obowiązków którego należy w szczególności przyjmowanie wpłat na nabycie tytułów uczestnictwa oraz dokonywanie wypłat środków z tytułu ich umorzenia, dochodów lub innych świadczeń należnych jego uczestnikom) może być wyłącznie bank krajowy lub krajowy oddział instytucji kredytowej. Z kolei podmiotami uprawnionymi do zbywania tytułów uczestnictwa funduszu zagranicznego są: sam fundusz, spółka zarządzająca lub jej oddział po spełnieniu odpowiednich warunków ustawowych, przedsiębiorca inwestycyjny⁹, towarzystwo funduszy inwestycyjnych oraz inne podmioty (np. przedstawiciel funduszu zagranicznego lub jego agent płatności), pod warunkiem jednak, że posiadają zezwolenie KPWiG. Dystrybucję tytułów uczestnictwa funduszu zagranicznego mogą również prowadzić osoby fizyczne pozostające z TFI, podmiotem prowadzącym działalność maklerską lub innym podmiotem posiadającym zezwolenie KPWiG w stosunku zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze. Osoby te jednak mogą tylko przyjmować oświadczenia woli uczestników funduszu zagranicznego, nie wolno im natomiast przyjmować wpłat oraz otrzymywać i przekazywać wypłat z tytułu odkupienia tytułów uczestnictwa.

⁹ Przedsiębiorcą inwestycyjnym w rozumieniu ustawy jest osoba prawna lub jednostka organizacyjna nie posiadająca osobowości prawnej, z siedzibą na terytorium kraju członkowskiego UE albo osoba fizyczna tam zamieszkała, prowadząca (na podstawie zezwolenia odpowiedniego organu nadzoru) działalność maklerską na terytorium państwa członkowskiego UE, a także instytucja kredytowa, prowadząca (na podstawie zezwolenia odpowiedniego organu nadzoru) działalność maklerską na terytorium państwa członkowskiego UE.

Nadzór nad funduszami zagranicznymi sprawują właściwe organy państwa macierzystego tych funduszy. KPWiG nadzoruje jedynie proces zbywania przez nie tytułów uczestnictwa na terytorium Polski, zgodnie z przepisami prawa i zasadami uczciwego obrotu. Komisja prowadzi też rejestr funduszy zagranicznych, które zbywają tytuły uczestnictwa na terytorium naszego kraju.

Procedura dopuszczenia do zbywania przez fundusz inwestycyjny otwarty mający siedzibę na terytorium Polski jednostek uczestnictwa w krajach UE jest analogiczna jak procedura dopuszczenia do zbywania tytułów uczestnictwa przez fundusz zagraniczny na terytorium naszego kraju.

Tworzenie oddziałów i prowadzenie działalności

Dział XII ustawy o funduszach inwestycyjnych reguluje również możliwość tworzenia oddziałów i wykonywania działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych na terytorium państw członkowskich UE oraz możliwość tworzenia oddziałów i wykonywania działalności przez zagraniczne spółki zarządzające funduszami bez konieczności tworzenia oddziałów na terytorium Polski. Przepisy te opierają się na zasadzie stosowania nadzoru przez macierzyste państwa członkowskie UE oraz zasadzie wzajemnego uznawania przez te państwa udzielonych zezwoleń, co umożliwia prowadzenie działalności na podstawie jednego zezwolenia ważnego w całej Unii Europejskiej.

Funkcjonujące w Polsce towarzystwa funduszy inwestycyjnych mogą prowadzić działalność na terytorium państwa członkowskiego Unii Europejskiej wyłącznie w formie oddziału. O zamiarze ustanowienia oddziału TFI musi pisemnie zawiadomić KPWiG. Zawiadomienie to powinno zawierać nazwę państwa członkowskiego, na którym towarzystwo planuje utworzenie oddziału, siedzibę i adres oddziału, jego strukturę organizacyjną, plan prowadzenia działalności przez oddział (określający zakres świadczonych usług), dane osobowe osób odpowiedzialnych za zarządzanie oddziałem oraz dokumenty wymienione w pkt 1–5 przy opisie zasad zbywania tytułem uczestnictwa przez fundusze zagraniczne na terytorium Polski (jeśli oddział zamierza zbywać jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych zarządzanych przez towarzystwo). W ciągu trzech miesięcy od otrzymania wszystkich tych informacji Komisja przekazuje je właściwym organom państwa goszczącego¹⁰ wraz z informacją o obowiązującym w Polsce systemie rekompensat oraz informuje o tym fakcie TFI.

¹⁰ W rozumieniu ustawy państwem goszczącym jest państwo członkowskie Unii Europejskiej, na terytorium którego towarzystwo funduszy inwestycyjnych zamierza wykonywać lub wykonuje działalność.

Komisji przysługuje prawo odmówienia przekazania tych informacji, jeżeli:

- sytuacja finansowa towarzystwa nie pozwala na prowadzenie działalności w zakresie wynikającym z przedstawionego planu działania;
- z przedstawionego Komisji sposobu organizacji oddziału wynika, że może on prowadzić działalność z naruszeniem zasad uczciwego obrotu;
- osoby, które mają być odpowiedzialne za zarządzanie oddziałem nie dają rękojmi prowadzenia przez towarzystwo działalności w sposób należyty.

Towarzystwo funduszy inwestycyjnych może utworzyć oddział po otrzymaniu od właściwych organów państwa goszczącego informacji o warunkach i zasadach prowadzenia działalności obowiązujących w tym państwie. Może ono także utworzyć oddział bez otrzymania tych informacji, jeżeli upłyną dwa miesiące od otrzymania przez właściwe organy państwa goszczącego informacji, które towarzystwo było obowiązane przekazać Komisji w załączeniu do zawiadomienia o zamiarze ustanowienia oddziału. W momencie utworzenia oddziału TFI może rozpocząć zbywanie jednostek uczestnictwa zarządzanych przez siebie funduszy otwartych, chyba że nie wyrażą na to zgody właściwe organy państwa goszczącego.

Towarzystwo funduszy inwestycyjnych, które zamierza prowadzić działalność na terytorium państwa członkowskiego UE w formie innej niż oddział, jest również obowiązane do pisemnego zawiadomienia Komisji o tym zamiarze. Zawiadomienie to powinno zawierać nazwę państwa goszczącego oraz plan prowadzenia działalności określający zakres świadczonych usług. Komisja przekazuje te informacje właściwym organom państwa goszczącego wraz z informacją o obowiązującym w Polsce systemie rekompensat. Towarzystwo może w tym przypadku rozpocząć działalność na terytorium państwa goszczącego po otrzymaniu informacji od KPWIG o dacie wysłania tych informacji, przy czym zbywanie jednostek funduszy otwartych wymaga ponadto spełnienia warunków dopuszczenia do zbywania przez fundusz inwestycyjny otwarty mający siedzibę na terytorium Polski jednostek uczestnictwa w krajach UE.

Spółka zarządzająca może utworzyć w Polsce oddział, o ile KPWIG otrzyma od właściwego organu państwa macierzystego tej spółki następujące dokumenty:

- nazwę państwa członkowskiego, w którym spółka planuje utworzenie oddziału;
- siedzibę i adres oddziału;
- strukturę organizacyjną oddziału;
- plan prowadzenia działalności przez oddział (określający zakres świadczonych usług);
- dane osobowe osób odpowiedzialnych za zarządzanie oddziałem.

Jeżeli zgodnie z przedstawionym planem działalności oddziału będzie on zbywał tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych zarządzanych przez spółkę, Komisja musi otrzymać również dokumenty dołączane do zawiadomienia o zamiarze zbywania przez fundusz zagraniczny tytułów uczestnictwa na terytorium Polski.

W terminie dwóch miesięcy od dnia otrzymania tych informacji Komisja może zezwolić na utworzenie oddziału i wskazać warunki prowadzenia przezeń działalności w Polsce, w tym zasady zbywania tytułów uczestnictwa, zasady prowadzenia działalności reklamowej oraz zasady postępowania, których należy przestrzegać w wypadku świadczenia usług zarządzania cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie lub doradztwa w zakresie obrotu papierami wartościowymi, lub przechowywania aktywów. Od chwili utworzenia oddziału spółka zarządzająca może rozpocząć zbywanie tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych, którymi zarządza.

Jeżeli jednak przewidywane sposoby zbywania tytułów uczestnictwa nie spełniają warunków określonych w polskim prawie bądź jeżeli fundusz zagraniczny, którym spółka zarządza, nie zapewnia sprawnego wpłacania i wypłacania kwot związanych z nabywaniem i umarzaniem tytułów uczestnictwa oraz nie zapewnia uczestnikom dostatecznie łatwego dostępu do informacji o funduszu, Komisja może zakazać spółce zarządzającej zbywania na terytorium naszego kraju tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych. O zakazie takim KPWIG informuje właściwe organy państwa macierzystego spółki zarządzającej.

Spółka zarządzająca może również prowadzić działalność w Polsce w formie innej niż oddział, czyli może np. powierzyć osobom trzecim zbywanie tytułów uczestnictwa własnych funduszy zagranicznych. W tej sytuacji Komisja musi również otrzymać od właściwego organu państwa macierzystego tej spółki taki sam komplet dokumentów, jakie są wymagane przy otwieraniu oddziału, a ponadto musi otrzymać informację o obowiązującym na terytorium tego państwa systemie rekompensat. Po upływie miesiąca od otrzymania tych informacji spółka zarządzająca może rozpocząć działalność, przy czym Komisja może także wskazać spółce warunki prowadzenia działalności, w tym zasady postępowania, których należy przestrzegać w wypadku świadczenia usług zarządzania cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie oraz usług w zakresie doradztwa w zakresie obrotu papierami wartościowymi i przechowywania aktywów na terytorium Polski. Zbywanie tytułów uczestnictwa wymaga ponadto spełnienia warunków, którym podlega fundusz zagraniczny mający zamiar zbywać tytuły uczestnictwa w Polsce.

Wszystkie spółki zarządzające, które utworzyły oddziały w Polsce, są obowiązane dostarczać Komisji okresowe sprawozdania ze swojej działalności w naszym kraju oraz przedstawiać inne informacje dotyczące ich działalności, w takim samym zakresie jak towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Drugie z wymienionych wymagań dotyczy również spółek zarządzających, które

prowadzą w Polsce działalność w formie innej niż oddział, co ma umożliwiać Komisji sprawowanie nadzoru nad przestrzeganiem przepisów polskiego prawa.

4. Rozwój polskiego rynku funduszy inwestycyjnych w obliczu wejścia na nasz rynek europejskich firm zarządzających aktywami

Akcesja Polski do Unii Europejskiej niewątpliwie zmieni w długiej perspektywie oblicze polskiego rynku funduszy inwestycyjnych. Jest rzeczą nieuniknioną, iż polskim rynkiem zainteresują się największe podmioty zarządzające aktywami na rynku europejskim. W chwili obecnej na naszym rynku działa 13 europejskich firm *asset management* (AM), które w sposób bezpośredni lub pośredni są akcjonariuszami towarzystw funduszy inwestycyjnych. W tym gronie znajdują się największe europejskie podmioty z tej branży, w tym przede wszystkim drugi na europejskim rynku AM Allianz Group (jest kapitałowo powiązany z Allianz Polska TFI), trzeci Credit Suisse Group (PKO/Credit Suisse TFI), czwarty Deutsche Asset Management (DWS Polska TFI), siódme ING Group (ING TFI) oraz ósma Aviva (Commercial Union Polska TFI). Pozostałe europejskie firmy AM obecne w Polsce lokują się na dalszych miejscach wśród największych tego typu firm na starym kontynencie – Pioneer Investments zajmuje 36. pozycję (Pioneer Pekao TFI), Commerzbank 37. (Skarbiec TFI), Union Investment 41. (Union Investment TFI), HypoVereinsbank 42. (BPH TFI), SEB Group 47. (SEB TFI), KBC Asset Management 55. (Warta TFI i TFI Kredyt Banku), Citigroup Asset Management 55. (TFI Banku Handlowego) oraz Allied Irish Banks 86. (BZ WBK AIB TFI). Z grona 20 największych podmiotów branży *asset management* w Europie w 2002 r. aż 15 nie prowadzi jednak dotychczas działalności w Polsce na rynku funduszy inwestycyjnych (zestawienie tych podmiotów prezentuje tab. 3). Należy się więc spodziewać, iż w najbliższych latach większość z nich zacznie sprzedawać swoje produkty w Polsce. Jeszcze przed akcesją Polski do Unii Europejskiej w prasie ukazały się pierwsze informacje o planowanym wejściu firm *asset management* na nasz rynek. Francuska grupa Société Générale ujawniła, iż początkowo zamierza zaoferować zarejestrowany w Luksemburgu fundusz typu *umbrella* (fundusz inwestycyjny, w ramach którego może działać wiele subfunduszy, z których każdy może realizować własną politykę inwestycyjną; ustawa o funduszach inwestycyjnych określa te podmioty mianem funduszy z wydzielonymi subfunduszami). W jego ramach klienci będą mogli wybierać spośród 48 różnych strategii inwestycyjnych. Fundusze luksemburskie zamierza wprowadzić do Polski także brytyjska grupa Schro-

Tabela 3

Największe europejskie firmy *asset management* w Europie w 2002 r.

Nazwa firmy	Siedziba – kraj	Wartość zarządzanych aktywów (mln euro)	Czy działa na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce
UBS	Szwajcaria	1 401 354	nie
Allianz Group	Niemcy	989 300	tak
Credit Suisse Group	Szwajcaria	822 307	tak
Deutsche Asset Management	Niemcy	772 422	tak
Axa Group	Francja	742 000	nie
Barclays Global Investors	Wielka Brytania	711 614	nie
ING Group	Holandia	448 959	tak
Aviva	Wielka Brytania	318 431	tak
Amvescap	Wielka Brytania	311 118	nie
CDC IXIS Asset Management	Francja	298 094	nie
Fortis	Holandia	289 817	nie ^a
HSBC Holdings	Wielka Brytania	283 833	nie
Aegon	Holandia	277 374	nie
SG Asset Management	Francja	231 893	nie
Prudential M&G	Wielka Brytania	221 693	nie
Generali Group	Włochy	206 449	nie
Legal&General Investment Management	Wielka Brytania	174 513	nie
Credit Agricole Asset Management	Francja	165 820	nie
MunichRe Group	Niemcy	154 200	nie
BNP Paribas Asset Management	Francja	152 340	nie

^a Fortis nie posiada własnego TFI, natomiast zarządza funduszami inwestycyjnymi Górnośląskiego TFI.

Źródło: A. Capon, *Cost-conscious*, „Institutional Investor”, November 2003, s. 59–63.

ders¹¹. Swoje fundusze chcą sprzedawać w naszym kraju również Nordea Bank, szwajcarski bank UBS oraz francuski BNP Paribas¹².

Przesłanki, które przemawiają za wejściem na polski rynek zagranicznych funduszy inwestycyjnych można podzielić na dwie grupy: związane oraz nie związane z rynkiem funduszy inwestycyjnych. Wśród tych pierwszych należy przede wszystkim wymienić ogromny potencjał wzrostu rynku funduszy. Choć jest on obecnie największy spośród krajów dziesiątki przystępujących do UE, porównanie jego wielkości z rynkiem europejskim (tab. 1) wskazuje, że polski rynek najlepszy okres ma jeszcze przed sobą. Biorąc pod uwagę wartość aktywów netto na mieszkańca (183 €), zajmujemy ostatnią pozycję wśród krajów monitorowanych przez FEFSI – wyprzedzają nas nawet Węgrzy (341 €) i Czesi (327 €). Dystans, który dzieli nas od średniej europejskiej (10 564 €), pokazuje z jednej strony, jak daleko nam do standardów europejskich, z drugiej jednak daje nadzieję na znaczący wzrost wielkości polskiego rynku w przyszłości. Podobne wnioski można również wysnuć, analizując strukturę oszczędności w Polsce i w krajach zachodniej Europy. Zmiana struktury oszczędności w najbliższych latach powinna zbliżyć nasz kraj do europejskich standardów, gdzie udział funduszy inwestycyjnych w strukturze oszczędności wynosi obecnie co najmniej kilkanaście procent, podczas gdy w Polsce jest to obecnie ok. 10%. Spodziewana duża dynamika wzrostu aktywów funduszy inwestycyjnych skutkować będzie wysokimi przychodami firm *asset management* z opłat za zarządzanie i opłat dystrybucyjnych, to zaś umożliwi im generowanie zysku z działalności w naszym kraju.

Drugim czynnikiem sprzyjającym pojawieniu się firm *asset management* w Polsce są zmiany prawne, wynikające z uchwalenia nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych. Podmioty, które będą chciały nie tylko sprzedawać w naszym kraju swoje produkty zarejestrowane w Europie, ale zdecydują się na utworzenie towarzystwa funduszy inwestycyjnych, będą mogły włączyć do swojej oferty m. in. fundusze składające się z wydzielonych subfunduszy, rodziny funduszy składające się z jednego funduszu podstawowego i wielu funduszy powiązanych (*master feeder*), fundusze portfelowe (*Exchange Traded Funds*), fundusze sekurytyzacyjne i fundusze aktywów niepublicznych. TFI będą mogły także zarządzać portfelami indywidualnych klientów i świadczyć usługi doradztwa inwestycyjnego. Pojawienie się nowych możliwości oferowania polskim inwestorom produktów i usług, które już od pewnego czasu z powodzeniem funkcjonują w krajach UE, niewątpliwie zwiększy atrakcyjność naszego rynku z punktu widzenia zagranicznych spółek zarządzających.

¹¹ K. Siwek, *Fundusze luksemburskie wchodzą do Polski*, „Parkiet”, 27.02.2004.

¹² *Zagraniczne fundusze stawiają na nasz region*, „Parkiet”, 6–8.03.2004.

Z kolei do najważniejszych czynników nie związanych bezpośrednio z rynkiem funduszy, które powinny sprzyjać zainteresowaniu Polską jako potencjalnym miejscem ekspansji zagranicznych podmiotów zarządzających aktywami, należy zaliczyć:

- największy potencjał Polski spośród krajów przystępujących do Unii Europejskiej zarówno w wymiarze demograficznym (największa populacja spośród krajów „dziesiątki” oraz jedna z największych w Europie), jak i gospodarczym (największy PKB spośród krajów „dziesiątki”);
- spodziewane wyższe tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w porównaniu z krajami „piętnastki”;
- rozpoczęty proces zmiany struktury oszczędności polskiego społeczeństwa, który zaowocuje większym udziałem w tej strukturze form kapitałowych (w tym funduszy inwestycyjnych) kosztem tradycyjnych lokat bankowych;
- wysokie standardy polskiego rynku kapitałowego;
- uruchomienie indywidualnych, dobrowolnych form zabezpieczenia emerytalnego (Indywidualne Konta Emerytalne) umożliwiających oszczędzanie na emeryturę m. in. za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych.

Tomasz Miziolek

PROCESS OF INTEGRATION POLISH INVESTMENT FUND MARKET WITH EUROPEAN MARKET

The aim of this paper is to show present status and perspectives of integration of investment fund market in Poland with European market. In the first part of this article I have carried out legal and economic analysis of historic and present status investment funds' market in Europe and in Poland. Then I have analysed legal aspects of acting foreign investment funds in our country and domestic funds in European Union. In conclusion I have tried to estimate real chances to appear on Polish market European asset management firms. In my opinion the most important factors, which can accelerate this process, are: enormous potential of Polish investment fund market, biggest demographic and economic potential of Poland among ten accession countries and process of changing structure of savings in Polish society.