

Fundusze inwestycyjne w Polsce po wstąpieniu do Unii Europejskiej

Wiesław Dębski

Uwagi wstępne

Fundusze inwestycyjne na świecie istnieją praktycznie od początku dwudziestego wieku. Szerszą uwagę przyciągnęły jednak dopiero po 1971 r., kiedy w USA zaczęły powstawać pierwsze fundusze rynku pieniężnego, a ich szczególny rozwój nastąpił w latach dziewięćdziesiątych dwudziestego wieku. Obecnie w wysoko rozwiniętych gospodarkach fundusze inwestycyjne zalicza się do najbardziej znaczących inwestorów instytucjonalnych z powodu dysponowania ogromnymi kwotami kapitału i długoterminowych inwestycji. Ich wysoka pozycja na rynku kapitałowym wynika z zasady wspólnego inwestowania, zgodnie z którą działają¹. Wspólne inwestowanie pozwala między innymi przezwyciężyć barierę niedoboru środków, z którą boryka się indywidualny inwestor, a także zwalnia go z systematycznego śledzenia tendencji rynkowych i samodzielnego podejmowania operacyjnych decyzji inwestycyjnych. Zaletą inwestowania poprzez fundusze inwestycyjne jest również wymóg zarządzania nimi przez specjalistyczne firmy menedżerskie (*asset management*). Firmy te muszą mieć wykwalifikowaną kadrę specjalistów (doradców inwestycyjnych), niezbędne doświadczenie w zakresie funkcjonowania rynku finansowego oraz sprawdzone strategie inwestycyjne.

W Polsce fundusze inwestycyjne istnieją od 1992 r. Od tego czasu znacznie się rozwinęły. W 2004 r. nastąpiła istotna zmiana przepisów prawnych regulujących organizację i funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych w Polsce. Zmianę tę spowodowało przystąpienie Polski do Unii Europejskiej. Fundusze te mogą obecnie działać jako: fundusze otwarte, specjalistyczne fundu-

sze otwarte, fundusze zamknięte oraz fundusze o szczególnej konstrukcji lub szczególnego typu.

Podstawowym celem artykułu jest przedstawienie zasad funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce, które mogą działać po 1 maja 2004 r. Zostaną także zaprezentowane rozważania o niektórych problemach rozwoju rynku tych funduszy po wejściu Polski do Unii Europejskiej, zwłaszcza w kontekście możliwości funkcjonowania funduszy zagranicznych w Polsce.

Ogólne zasady funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce

Fundusze inwestycyjne mające swą siedzibę w Polsce są tworzone i działają na podstawie ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych². Do głównych celów nowej ustawy należy dostosowanie polskiego prawa do regulacji UE odnoszących się do funduszy inwestycyjnych. Ustawodawstwo europejskie w tym zakresie to zbiór dyrektyw, zwany w skrócie UCITS III (Undertaking Collective Investments in Transferable Securities). Zawierają one regulacje mające wprowadzić harmonizację i pewną standaryzację przyjętych rozwiązań prawnych, gdyż w państwach Unii przepisy te rozwijały się niezależnie.

Przepisy nowej polskiej ustawy o funduszach inwestycyjnych mają na celu ułatwienie swobodnego przepływu kapitału w ramach europejskiego rynku usług finansowych. Główna zmiana polega na tym, że w Polsce mogą być dystrybuowane jednostki funduszy z innych krajów UE, a fundusze polskie na zasadzie

¹ Zob. W. Dębski: *Rynek finansowy i jego mechanizmy*. Warszawa 2002 Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 536.

² Zob. ustawa z dnia 27.05.2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. nr 146, poz. 1546. Jest to już trzecia ustawa w tym zakresie, gdyż pierwsza pochodziła z 1991 r., a druga z 1997 r.

wzajemności mogą dystrybuować swoje jednostki w krajach UE. Ustawa umożliwia krajowym funduszom również oferowanie nowych produktów na rynku, które do tej pory były niedostępne dla polskiego inwestora. Rozszerzono także przedmiot działalności Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych (TFI) o zarządzanie aktywami (*asset management*) oraz doradztwo i umożliwiono tworzenie funduszy o formie i konstrukcji odpowiadających funduszom zagranicznym. Spowodowano też zmniejszenie kosztów funkcjonowania funduszy, aby prowadzące je polskie podmioty (TFI) mogły skutecznie konkurować z podmiotami europejskimi. Nie wszystko jednak udało się w tym zakresie zrobić. Wprowadzono np. przepis nakazujący polskim towarzystwom funduszy inwestycyjnych spełnianie wyższych norm adekwatności kapitałowej niż w UE. Normy te regulują wzrost kapitału własnego w miarę wzrostu aktywów funduszu prowadzonego przez towarzystwo. Może to doprowadzić do sytuacji, w której zamiast podnosić kapitał w firmie prowadzącej fundusz mającej siedzibę w Polsce jej udziałowcy raczej przeniosą jej siedzibę tam, gdzie takie wymogi są niższe lub nie ma ich w ogóle. Dodatkowo ustawa dość rygorystycznie określa możliwości inwestowania środków własnych towarzystw inwestycyjnych. Mogą one je inwestować w lokaty bankowe, bony skarbowe i działalność agenta transferowego.

Fundusze inwestycyjne z siedzibą w Polsce mogą zebrane środki inwestować w określone w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe. Uczestnikami funduszy mogą być osoby fizyczne, prawne oraz jednostki organizacyjne niemające osobowości prawnej, które wpłacając środki nabywają jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne. Środki do funduszu inwestycyjnego mogą być wnoszone w gotówce lub papierach wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu, jeżeli zezwala na to statut. Środki te można także wносить poprzez papiery wartościowe niedopuszczone do publicznego obrotu oraz udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, pod warunkiem że ustawa i statut funduszu dopuszczają taką możliwość.

Fundusz inwestycyjny jest zobligowany do wyceny swoich aktywów, ich wartości netto oraz wartości aktywów przypadających na jednostkę uczestnictwa lub certyfikat inwestycyjny. Wyceny dokonuje się według wartości rynkowej z dnia wyceny. Rejestr aktywów funduszu inwestycyjnego może być prowadzony wyłącznie przez depozytariusza. Może nim być bank krajowy lub oddział banku zagranicznego z siedzibą w Polsce, jeżeli fundusze własne takiego podmiotu wynoszą co najmniej 100 mln zł. Depozytariuszem może także być Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych.

Fundusze inwestycyjne mogą być zakładane i reprezentowane przez towarzystwo funduszy inwestycyj-

nych zorganizowane w formie spółki akcyjnej, na której utworzenie potrzebna jest zgoda Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG). Spółka taka, mająca siedzibę na terytorium Polski, może zarządzać rodziną funduszy, z tym że utworzenie jednego funduszu wymaga zebrania wpłat w wysokości co najmniej 4 mln zł. Towarzystwo funduszy inwestycyjnych zarządza funduszami odpłatnie oraz może emitować akcje wyłącznie imienne, o ile nie są one dopuszczone do obrotu publicznego. Za zgodą Komisji towarzystwo może rozszerzyć swoją działalność o zarządzanie cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie (*asset management*) oraz doradztwo w zakresie obrotu papierami wartościowymi. Może także zlecić zarządzanie portfelem inwestycyjnym funduszu lub częścią jego aktywów, ale tylko podmiotowi prowadzącemu działalność maklerską lub wyspecjalizowanemu podmiotowi mającemu odpowiednie uprawnienia, np. w zakresie zarządzania nieruchomościami – może to zrobić towarzystwo zarządzające funduszem lokującym aktywa w nieruchomości.

Na terytorium Polski jednostki uczestnictwa emitowane przez fundusze inwestycyjne mogą być zbywane i odkupywane bezpośrednio lub za pośrednictwem firmy zarządzającej funduszem bądź domu maklerskiego, a także za pośrednictwem innych podmiotów, jeżeli wyrazi na to zgodę Komisja Papierów Wartościowych i Giełd. Oznacza to możliwość nabywania i odkupywania jednostek uczestnictwa za pośrednictwem osób fizycznych, jednak osoby te nie mogą przyjmować wpłat ani dokonywać wypłat. Uczestnicy funduszu inwestycyjnego mogą również przekazywać zlecenia nabycia i odkupienia jednostek uczestnictwa w formie elektronicznej. Fundusze chcą zwiększyć wykorzystanie Internetu do sprzedaży jednostek oraz w większym stopniu wykorzystać dystrybutorów zewnętrznych. Chcą także poprawić skuteczność sprzedawania jednostek funduszy przez domy maklerskie. Na koniec 2004 r. zgodę Komisji Papierów Wartościowych i Giełd na prowadzenie sprzedaży jednostek uczestnictwa funduszy miały w Polsce 82 podmioty, w tym 21 banków komercyjnych, 25 banków spółdzielczych oraz 18 domów maklerskich.

Według tych samych zasad, które opisano powyżej, swoje tytuły uczestnictwa w Polsce (zasada jednolitej licencji) mogą dystrybuować fundusze inwestycyjne otwarte, mające siedzibę w państwie członkowskim Unii Europejskiej oraz należącym do Europejskiego Obszaru Gospodarczego, a także w państwie należącym do OECD (Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju) innym niż państwo członkowskie UE. Nie muszą wówczas ubiegać się o zgodę Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, ale są zobowiązane powiadomić ją o takim zamiarze na dwa miesiące przed rozpoczęciem dystrybucji. Komisji przysługuje jedynie prawo sprzeciwu, jeśli uzna, że działalność funduszu jest niezgod-

na z polskim prawem. Podobnie w państwach UE może działać fundusz inwestycyjny mający siedzibę w Polsce.

Jednostki uczestnictwa oraz certyfikaty inwestycyjne mogą być dzielone, według zasad określonych w statucie, na równe części w razie wystąpienia takiej konieczności (podobnie jest dokonywany *split* akcji). Według tych samych zasad można łączyć jednostki uczestnictwa tej samej kategorii oraz certyfikaty inwestycyjne reprezentujące jednakowe prawa majątkowe (*reverse split*).

Fundusz inwestycyjny w Polsce może być utworzony, po uzyskaniu zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, jako:

- 1) fundusz otwarty,
- 2) specjalistyczny fundusz otwarty,
- 3) fundusz zamknięty.

Otwarty fundusz inwestycyjny

Fundusz inwestycyjny otwarty stale emituje jednostki uczestnictwa, które zbywa swoim uczestnikom, jak również odkupuje je, gdy zgłaszają się z takim żądaniem. Ich liczba jest nieograniczona, jednak nie są one papierami wartościowymi w myśl ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Odkupione jednostki podlegają automatycznie umorzeniu. Jednostki uczestnictwa nie mogą być zbywane przez uczestnika funduszu na rzecz osób trzecich, ale mogą być dziedziczone. Zbywanie i odkupywanie jednostek uczestnictwa przez fundusz odbywa się z częstotliwością określoną w statucie, ale nie rzadziej niż raz na 7 dni.

Cena zbycia i odkupywania jednostki uczestnictwa wynika z podzielenia wartości aktywów netto funduszu przez liczbę jednostek wynikających z rejestru uczestników funduszu w dniu wyceny. Cena ta jest odpowiednio powiększana lub pomniejszana o opłaty, które pobiera fundusz od swych uczestników. Zbycie oraz odkupienie jednostek uczestnictwa następuje w momencie wpisania do rejestru uczestników, prowadzonego przez fundusz, liczby jednostek nabytych za dokonaną wpłatę lub odkupionych, wraz z odnotowaniem należnej za nie kwoty.

Przyjęto zasadę, że wartość aktywów netto funduszu inwestycyjnego otwartego nie może być niższa od 2 mln zł. Jeżeli wystąpi taka sytuacja, to fundusz taki podlega rozwiązaniu. Informacje o każdym przypadku zmniejszenia się wartości aktywów netto funduszu poniżej poziomu 2,5 mln zł fundusz powinien niezwłocznie podać do wiadomości publicznej w sposób określony w statucie.

Fundusz inwestycyjny otwarty może inwestować zebrane środki w papiery skarbowe, Narodowego Banku Polskiego oraz instrumenty rynku pieniężnego i papiery wartościowe występujące w obrocie publicznym

krajowym lub na zagranicznym rynku regulowanym albo takie, których dopuszczenie do tego obrotu jest zapewnione w terminie nie dłuższym niż rok od daty emisji, a więc na rynku wtórnym i pierwotnym. Mogą to być także inwestycje w instrumenty rynku pieniężnego i papiery wartościowe inne niż określone powyżej, jednak ich łączna wartość nie może przewyższać 10% wartości aktywów funduszu. Lokowanie w papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego występujące w obrocie na rynku zorganizowanym oraz takie, których dopuszczenie do takiego rynku jest zapewnione w państwie nienależącym do OECD, wymaga zgody Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Fundusz może również lokować swoje środki w depozyty w bankach krajowych lub instytucjach kredytowych, o terminie zapadalności nieprzekraczającym roku, płatne na żądanie lub takie, które można wycofać przed terminem zapadalności. Jeżeli są to lokaty w banku zagranicznym, to powinien podlegać nadzorowi właściwego organu nadzoru nad rynkiem finansowym w zakresie co najmniej takim, jak określa prawo Unii Europejskiej.

Fundusz inwestycyjny otwarty nie może ulokować więcej niż 25% wartości swoich aktywów w listy zastawne jednego banku hipotecznego, a łączna suma lokat w listy zastawne nie może przekraczać 80% jego aktywów.

Fundusz inwestycyjny otwarty może również lokować swe środki w instrumenty pochodne, pod warunkiem że:

- a) są one przedmiotem obrotu na rynku regulowanym w Polsce lub kraju należącym do UE, albo innym rynku zorganizowanym, wymienionym w statucie,
- b) mają na celu sprawne zarządzanie portfelem inwestycyjnym funduszu lub ograniczenie ryzyka inwestycyjnego związanego ze zmianą cen bądź wartości posiadanych papierów wartościowych, kursów walut w związku z posiadanymi lokatami i wysokością stóp procentowych w związku z lokatami w depozyty i inne papiery dłużne,
- c) są zgodne z celem funduszu określonym w statucie.

Fundusz może także inwestować w instrumenty pochodne niewystandaryzowane, jednak przy inwestycjach w instrumenty pochodne w ogóle fundusz jest zobligowany do opracowania i wprowadzenia odpowiednich procedur podejmowania decyzji inwestycyjnych oraz monitorowania i mierzenia w każdym czasie ryzyka inwestycyjnego swego portfela. W limitach inwestycyjnych, obowiązujących otwarty fundusz inwestycyjny, posiadane w portfelu instrumenty pochodne uwzględnia się według wartości instrumentów bazowych, czyli tych, które są podstawą konstrukcji instrumentów pochodnych. Fundusz może też nabywać jednostki uczestnictwa od innych funduszy otwartych mających siedzibę w Polsce lub za granicą, przy czym w tym ostatnim przypadku tytuły uczestnictwa muszą

być oferowane publicznie i umarżane na żądanie uczestnika. Łączna wartość lokat dokonywanych za pośrednictwem innych funduszy otwartych nie może przewyższać 10% wartości aktywów danego funduszu.

Są jeszcze inne ograniczenia nakładane na inwestowanie środków przez fundusz inwestycyjny otwarty. Fundusz taki nie może np. lokować więcej niż 5% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe jednego emitenta i wierzycielności wobec niego. Kwota ta może się zwiększyć do 10%, jeżeli w sumie wartość takich lokat nie przekroczy 40% wartości aktywów funduszu oraz gdy jego statut na to zezwala. Wartość lokat funduszu może wzrosnąć do 35% jego aktywów, jeśli emitentami papieru wartościowego lub jego gwarantami są: Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, jednostka samorządu terytorialnego z Polski lub państwa członkowskiego UE, państwo należące do Unii Europejskiej lub Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, międzynarodowa instytucja finansowa, której członkiem jest Polska lub przynajmniej jedno z państw UE. Statut funduszu może jeszcze zezwalać na przekroczenie tego limitu, ale musi jednocześnie wskazać na emitenta, w którego papiery wartościowe można inwestować, lub ich gwaranta. Ponadto fundusz inwestycyjny otwarty nie może lokować więcej niż 20% wartości swoich aktywów w depozyty w jednym banku krajowym lub jednej instytucji kredytowej.

Specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty

Specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty działa według tych samych zasad, które odnoszą się do funduszu otwartego. Różnica między nimi sprowadza się do tego, że statut funduszu specjalistycznego może zezwalać na dokonywanie wpłat papierami wartościowymi dopuszczonymi do publicznego obrotu, które uczestnicy nabyli na zasadach preferencyjnych lub nieodpłatnie, np. w wyniku procesu prywatyzacji przedsiębiorstwa. Inna różnica polega na tym, że specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty może lokować powyżej 20%, ale nie więcej niż 50%, wartości swoich aktywów w jednostki uczestnictwa jednego funduszu inwestycyjnego otwartego lub tytuł uczestnictwa funduszu zagranicznego bądź instytucji wspólnego inwestowania mającej siedzibę za granicą, o ile oferuje ona publicznie emitowane tytuły uczestnictwa i umarża je na żądanie uczestnika, pod warunkiem że statut funduszu przewiduje takie możliwości. Kwoty te mogą być podwyższone nawet do 100% wartości aktywów, jeżeli będzie to wynikać z zasad polityki inwestycyjnej funduszu, np. fundusz inwestuje w instrumenty rynku zagranicznego. Statut specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego może także przewidywać utworzenie organu kontrolnego w postaci rady inwestorów. W jej skład może wchodzić uczestnik reprezentujący ponad 5% ogólną

liczby jednostek uczestnictwa danego funduszu lub uczestnicy funduszu, reprezentujący łącznie ponad 5% ogólnej liczby jednostek uczestnictwa tego funduszu, mają prawo wyboru wspólnego przedstawiciela do rady inwestorów, jeżeli statut na to zezwala. Rada rozpoczyna działalność, gdy co najmniej trzy osoby spełniają powyższe warunki. Każda jednostka uczestnictwa posiadana przez członka rady daje prawo do jednego głosu w radzie. Celem działania rady inwestorów jest kontrolowanie realizacji celu inwestycyjnego funduszu, polityki inwestycyjnej oraz stosowania się do ograniczeń inwestycyjnych zapisanych w przepisach prawa.

Zarówno otwarte, jak i specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte mogą się łączyć, jeżeli są prowadzone przez to samo towarzystwo inwestycyjne i jeśli zezwoli na to Komisja Papierów Wartościowych i Giełd. Fundusze są łączone poprzez przeniesienie majątku funduszu przejmowanego do funduszu przejmującego oraz przydzielenie uczestnikom funduszu przejmowanego jednostek uczestnictwa funduszu przejmującego w zamian za posiadane jednostki w funduszu przejmowanym. Przejęcie jednostek uczestnictwa odbywa się bez dodatkowych opłat dla uczestników funduszu przejmowanego.

Fundusz inwestycyjny zamknięty

Fundusz inwestycyjny zamknięty emituje certyfikaty inwestycyjne, podlegające albo niepodlegające wprowadzeniu do publicznego obrotu, w zależności od tego, jak określa to statut. Dopuszczanie certyfikatów inwestycyjnych do publicznego obrotu i następnie obrót nimi, który może się odbywać na rynku giełdowym lub regulowanym rynku pozagiełdowym, podlegają ustawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Certyfikaty inwestycyjne są więc określonymi papierami wartościowymi. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, wydając zezwolenie na utworzenie funduszu inwestycyjnego zamkniętego, dopuszcza zarazem jego certyfikaty inwestycyjne pierwszej emisji do publicznego obrotu. Fundusz jest natomiast zobowiązany wprowadzać do tego obrotu każdą kolejną emisję certyfikatów inwestycyjnych.

Certyfikaty inwestycyjne funduszu inwestycyjnego zamkniętego mają charakter niepodzielny papieru wartościowego emitowanego w formie imiennej lub na okaziciela, z tym że do obrotu publicznego mogą być dopuszczane tylko certyfikaty na okaziciela. Certyfikaty inwestycyjne na okaziciela danego funduszu reprezentują jednakowe prawa, chyba że fundusz ten ma charakter funduszu sekurytyzacyjnego. Statut funduszu inwestycyjnego zamkniętego może natomiast przyznawać certyfikatowi imiennemu kolejnych serii różne uprawnienia. Mogą one np. różnić się sposobem pobierania opłat obciążających aktywa funduszu, wysoko-

ścią udziału w dochodach funduszu lub wysokością udziału w aktywach netto funduszu w przypadku jego likwidacji. Każdemu certyfikatowi inwestycyjnemu przysługuje prawo do jednego głosu, a certyfikaty imienne mogą być uprzywilejowane w tym prawie, z tym że jednemu certyfikatowi można przyznać nie więcej niż dwa głosy. Z kolei zbycie certyfikatu imiennego może być ograniczone. Może ono np. wymagać zgody zgromadzenia inwestorów danego funduszu inwestycyjnego zamkniętego lub statut może definiować to ograniczenie w inny sposób.

Certyfikaty inwestycyjne funduszu inwestycyjnego zamkniętego niepodlegające wprowadzeniu do publicznego obrotu mogą mieć formę materialną (odpowiedniego dokumentu) lub zdematerializowaną, czyli funkcjonować tylko w postaci odpowiedniego zapisu elektronicznego. Emisja certyfikatów inwestycyjnych niepodlegających wprowadzeniu do publicznego obrotu może się odbywać albo poprzez proponowanie ich nabycia skierowane bez wykorzystania środków masowego przekazu do nie więcej niż 300 osób albo poprzez publiczną subskrypcję, bez stosowania ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. W tym ostatnim przypadku emitent powinien w terminie 7 dni przed rozpoczęciem subskrypcji powiadomić pisemnie Komisję Papierów Wartościowych i Giełd o emisji, a cena emisyjna jednego certyfikatu inwestycyjnego powinna być nie mniejsza niż równoważność 40.000 euro (według średniego kursu NBP z dnia złożenia zawiadomienia).

Ponieważ fundusz inwestycyjny zamknięty może dokonywać wielokrotnych emisji certyfikatów inwestycyjnych, przyjęto zasadę, że daną emisję uważa się za zamkniętą, jeżeli dokonano wpłat na wszystkie wyemitowane certyfikaty w terminie określonym w statucie i prospekcie emisyjnym. Nie może on być jednak dłuższy niż dwa miesiące od daty rozpoczęcia przyjmowania zapisów na certyfikaty. Każda następna emisja jest możliwa dopiero po zamknięciu poprzedniej.

Jeżeli emisja certyfikatów inwestycyjnych funduszu inwestycyjnego zamkniętego nie będzie podlegała wprowadzeniu do publicznego obrotu, nie ma wymogu sporządzania prospektu emisyjnego. Fundusz powinien jedynie do propozycji nabycia dołączyć informację, gdzie można zapoznać się ze statutem oraz warunki emisji, które powinny przede wszystkim określać czynniki ryzyka związane z emisją certyfikatów oraz zawierać podstawowe dane o emitencie i emisji, a także zbadane przez audytora sprawozdanie finansowe funduszu za ostatni rok obrotowy w przypadku drugiej i następnych emisji certyfikatów inwestycyjnych. Taka forma emisji certyfikatów inwestycyjnych jest tańsza od emisji publicznej, a także może być tańsza niż pozyskiwanie środków na działalność przedsiębiorstw z innych źródeł, np. poprzez emisję akcji, obligacji, a nawet kredyt. Fundusz inwestycyjny zamknięty organi-

zujący emisje certyfikatów inwestycyjnych bez konieczności wprowadzania ich do obrotu publicznego może więc mieć charakter funduszu *venture capital* skierowanego do małych i średnich przedsiębiorstw. Firmy takie często nie mają wystarczających środków na realizację swoich przedsięwzięć, które dodatkowo mogą być obciążone znacznym ryzykiem, a emisja akcji lub pozyskanie kredytu są albo za drogie, albo w ogóle niemożliwe.

Statut funduszu inwestycyjnego zamkniętego może przewidywać wnoszenie wpłat na certyfikaty inwestycyjne w postaci papierów wartościowych lub udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, jednak powinny one najpierw zostać wycenione według metody przyjętej przez fundusz do wyceny aktywów netto. Statut ten może również przyznawać dotychczasowym posiadaczom certyfikatów inwestycyjnych prawo pierwszeństwa do nabycia certyfikatów kolejnych emisji. Ponadto certyfikaty inwestycyjne imienne mogą być wydawane przed opłaceniem w całości ich ceny emisyjnej. Jeżeli natomiast cena ta nie zostanie zapłacona w całości w terminie określonym przez statut, to dany certyfikat podlega umorzeniu.

Cena emisyjna certyfikatów inwestycyjnych drugiej emisji i następnych jest ustalana według wyceny aktywów netto funduszu, sporządzanej z częstotliwością określoną w statucie, jednak nie rzadziej niż raz na 3 miesiące oraz na siedem dni przed rozpoczęciem przyjmowania zapisów na certyfikaty kolejnej emisji, a także w dniu wykupywania certyfikatów. Nie może ona być niższa od wartości tych aktywów przypadającej na jeden taki certyfikat według ostatniej wyceny aktywów poprzedzających przyjmowanie zapisów na ich kolejną emisję. Przy wydawaniu certyfikatów mogą być pobierane opłaty manipulacyjne, jednak nie mogą one być składnikiem ceny emisyjnej.

Fundusz inwestycyjny zamknięty nie może przeprowadzać wykupu wcześniej wyemitowanych certyfikatów inwestycyjnych, chyba że statut funduszu na to zezwala. Wówczas wykupowi mogą podlegać jedynie certyfikaty w pełni opłacone, a statut powinien określać przesłanki, tryb i warunki takiego wykupu, jak również terminy i sposób ogłaszania informacji o wykupie. Fundusz może także wykupić certyfikat inwestycyjny na żądanie uczestnika funduszu. Cenę wykupywanego certyfikatu inwestycyjnego określa się według wyceny aktywów netto przeprowadzonej na dzień wykupu. Wykupiony certyfikat inwestycyjny podlega umorzeniu z mocy prawa. Przy wykupie może być również pobierana określona opłata manipulacyjna.

Fundusz inwestycyjny zamknięty w Polsce może lokować swoje aktywa w:

- 1) papiery wartościowe,
- 2) wierzytelności, z wyjątkiem wierzytelności wobec osób fizycznych, chyba że jest to fundusz sekurytyzacyjny lub fundusz aktywów niepublicznych,

3) waluty, pod warunkiem że waluta obca jednego państwa lub euro nie będą stanowić więcej niż 20% wartości aktywów,

4) udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością,

5) instrumenty pochodne, w tym niewystandaryzowane instrumenty pochodne,

6) prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji, dopuszczonych do obrotu na giełdach towarowych,

7) instrumenty rynku pieniężnego.

Wszystkie wymienione wyżej instrumenty muszą być zbywalne.

Warunkiem jest także, że papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot, wiarytelności wobec niego i udziały w nim nie mogą stanowić łącznie więcej niż 20% wartości aktywów funduszu. Ograniczenia tego się nie stosuje, jeżeli emitentem, poręczycielem lub gwarantem wyemitowanych papierów wartościowych są Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, państwa należące do OECD albo międzynarodowe instytucje finansowe, których członkiem jest Polska lub przynajmniej jedno z państw należących do OECD.

Fundusz inwestycyjny zamknięty może również lokować swoje aktywa w depozyty w banku krajowym, banku zagranicznym lub instytucji kredytowej. Łącznie lokaty te nie mogą stanowić więcej niż 20% wartości aktywów funduszu.

Fundusz inwestycyjny zamknięty może także inwestować swe środki w listy zastawne wyemitowane przez bank hipoteczny, pod warunkiem że wartość inwestycji w jednym banku hipotecznym nie przekroczy 25% wartości aktywów funduszu. Może także nabywać jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne innych funduszy inwestycyjnych lub tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania mające siedzibę poza granicami Polski, pod warunkiem, że środki ulokowane w instrumentach jednego emitenta nie przekroczą 50% wartości aktywów w funduszu.

Statut funduszu może jednak zezwalać na przekroczenie tego limitu, nawet do 100%, ale musi to wynikać z zasad polityki inwestycyjnej funduszu prowadzącej do osiągnięcia przyjętego celu inwestycyjnego. Fundusz inwestycyjny zamknięty może nabywać jednostki uczestnictwa innych funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez to samo towarzystwo inwestycyjne oraz certyfikaty inwestycyjne, poza pierwszą emisją, innego funduszu wchodzącego w skład tego samego towarzystwa, pod warunkiem że inwestycja w certyfikaty nie przekroczy 20% wartości aktywów funduszu. Towarzystwo nie ma prawa pobierać wynagrodzenia od tych dwóch ostatnich inwestycji ani obciążać dany fundusz kosztami dokonywania lokat.

Istotną nowością zapisaną w ustawie o funduszach inwestycyjnych z 2004 r. jest możliwość lokowania środków przez fundusz inwestycyjny zamknięty w nieruchomości (grunty, budynki, lokale), statki morskie oraz prawo użytkowania wieczystego, z tym że na każdą z tych lokat fundusz nie może przeznaczyć łącznie więcej niż 25% swoich aktywów, a nieruchomości muszą mieć uregulowany stan prawny i nie mogą być przedmiotem zabezpieczenia ani egzekucji. Takie inwestycje funduszu powinien wyceniać zespół co najmniej trzech uprawnionych rzeczoznawców majątkowych wybranych przez radę nadzorczą towarzystwa inwestycyjnego prowadzącego dany fundusz. Wycena ta powinna być robiona na miesiąc przed zawarciem umowy kupna tych aktywów oraz po upływie 2 lat od sporządzenia poprzedniej wyceny, chyba że wystąpiły okoliczności powodujące istotną zmianę wartości tych aktywów. Ponadto nie rzadziej niż raz na pół roku powinno się dokonywać aktualizacji wartości powyższych aktywów z uwzględnieniem zmian cen na rynku.

W funduszu inwestycyjnym zamkniętym działa również rada inwestorów, jako organ kontrolny lub zgromadzenie inwestorów. Głównymi zadaniami rady są: kontrola realizacji celu inwestycyjnego funduszu i jego polityki inwestycyjnej oraz przestrzeganie ograniczeń w inwestowaniu środków. Do rady inwestorów mogą być wybrani jedynie uczestnicy funduszu, którzy posiadają ponad 5% ogólnej liczby certyfikatów danego funduszu, wyrazili pisemną zgodę na udział w radzie i na rachunku papierów inwestycyjnych dokonali blokady ponad 5% ogólnej liczby certyfikatów. Rada inwestorów rozpoczyna działalność, gdy co najmniej trzech członków spełniło powyższe warunki. Tryb działania rady jest określony przez statut funduszu.

Statut ten określa również sposób i warunki zwoływania zgromadzenia inwestorów oraz podejmowania uchwał przez to zgromadzenie. Może być ono zwoływane przez towarzystwo inwestycyjne zarządzające danym funduszem inwestycyjnym zamkniętym z własnej inicjatywy lub na pisemny wniosek uczestników funduszy posiadających co najmniej 10% certyfikatów inwestycyjnych wyemitowanych przez ten fundusz. Jeżeli statut funduszu nie stanowi inaczej, zgromadzenie inwestorów jest władne podjąć decyzję inwestycyjną dotyczącą ulokowania środków, których wartość przekracza 15% wartości aktywów funduszu. Ponadto zgromadzenie inwestorów wyraża zgodę na zmianę depozytariusza funduszu, emisję nowych certyfikatów inwestycyjnych, emisję obligacji oraz zmianę statutu funduszu w zakresie wyłączenia prawa pierwszeństwa do nabycia nowej emisji certyfikatów inwestycyjnych.

Szczególne typy funduszy inwestycyjnych

Poza omówionymi wyżej trzema podstawowymi rodzajami funduszy inwestycyjnych, którymi były: fundusz inwestycyjny otwarty, specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty oraz fundusz inwestycyjny zamknięty, ustawa o funduszach inwestycyjnych dopuszcza jeszcze fundusze inwestycyjne o szczególnej konstrukcji oraz szczególne typy funduszy inwestycyjnych. Do funduszy ze szczególną konstrukcją ustawa zalicza:

1. Fundusze inwestycyjne z różnymi kategoriami jednostek uczestnictwa. Mogą nimi być fundusze otwarte lub specjalistyczne fundusze otwarte, których zbywane jednostki uczestnictwa będą się różnić sposobem pobierania opłat manipulacyjnych lub opłat obciążających aktywa funduszu. Statut takiego funduszu powinien określać kategorie zbywanych jednostek uczestnictwa przez wskazanie wynikających z nich praw i obowiązków. Jednostki te można łączyć, ale tylko w ramach tej samej kategorii.

2. Fundusze inwestycyjne z wydzielonymi subfunduszami (*umbrella funds*). Fundusz inwestycyjny – zarówno otwarty, specjalistyczny otwarty, jak i zamknięty – może prowadzić działalność jako fundusz składający się z subfunduszy, z których każdy może stosować inną politykę inwestycyjną, ale nie może mieć osobowości prawnej. Każdy z wydzielonych funduszy obowiązany jest przestrzegać osobno, omówionych wcześniej, limitów inwestycyjnych przypisanych do poszczególnych rodzajów funduszy inwestycyjnych. W skład portfela inwestycyjnego jednego subfunduszu nie mogą wchodzić jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne innego subfunduszu wydzielonego przez ten sam fundusz inwestycyjny. Także zobowiązania wynikające z danego subfunduszu, jak również ich egzekucja mogą być prowadzone z aktywów subfunduszu, z którego wynikają te zobowiązania. Zobowiązania dotyczące całego funduszu obciążają natomiast poszczególne fundusze prowadzone przez ten fundusz, proporcjonalnie do udziału wartości aktywów netto subfunduszu w wartości aktywów netto całego funduszu. Statut funduszu inwestycyjnego z wydzielonymi subfunduszami może dopuszczać likwidację danego subfunduszu po określonym czasie, jak również w przypadku zbycia wszystkich aktywów tworzących portfel danego subfunduszu. W ten sposób fundusz nie może jednak zlikwidować wszystkich wydzielonych subfunduszy. Wadą tworzenia funduszu z wydzielonymi subfunduszami jest brak jasnych zasad opodatkowania przenoszenia pieniędzy między subfunduszami skupionymi w jednym funduszu. W ustawie nie zapisano jednoznacznie odpowiedniego zwolnienia podatkowego i dopiero Ministerstwo Finansów zaproponowało zmiany mające na celu wprowadzenie takiego zwolnienia, które zostały przyjęte przez Sejm 29 lipca 2005 r. Pod koniec 2004 r. KPWiG udzieliła zezwolenia na

utworzenie w Polsce pierwszego funduszu typu *umbrella* (w jego skład weszły fundusz akcji i fundusz stabilnego wzrostu).

3. Fundusze inwestycyjne podstawowe i powiązane (*fund of funds*). Towarzystwo inwestycyjne może utworzyć fundusz inwestycyjny i nazwać go podstawowym. Będzie on zbywał emitowane przez siebie jednostki uczestnictwa albo 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. Fundusz podstawowy i fundusze powiązane mogą być funduszami różnego rodzaju, czyli występować jako fundusze otwarte, specjalistyczne fundusze otwarte lub fundusze zamknięte. Fundusz podstawowy stosuje zasady i limity inwestycyjne przypisane w ustawie odpowiednio do rodzaju funduszu, w jakim został utworzony. W przypadku gdy fundusz podstawowy zostaje utworzony jako fundusz inwestycyjny zamknięty, do oferowania emitowanych przez niego certyfikatów inwestycyjnych nie stosuje się przepisów o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Jeżeli fundusz podstawowy ulega rozwiązaniu, to również muszą zostać rozwiązane fundusze powiązane. Fundusz funduszy można wykorzystywać jako inwestycję alternatywną z punktu widzenia minimalizacji ryzyka przy inwestycjach *private equity*. Pozwala on bowiem na dywersyfikację ryzyka inwestycyjnego dzięki inwestycjom w kilka lub kilkanaście funduszy, co istotnie zmniejsza ryzyko całkowite, gdyż podstawą wyboru tych funduszy jest ich szczegółowa analiza. Pozwala ona uzyskać informacje, które z nich osiągają najwyższe stopy zwrotu, i mieć nadzieję, że mogą osiągnąć takie same stopy w przyszłości. Przy inwestycji *private equity* inwestor angażuje środki w jedno przedsiębiorstwo niedziałające na publicznym rynku kapitałowym i w okresie średnim lub długim oczekuje odpowiednio wysokiego zwrotu z kapitału.

Z kolei ustawa o funduszach inwestycyjnych wprowadziła następujące szczególne typy funduszy inwestycyjnych:

1. Fundusz rynku pieniężnego. Fundusz taki może być utworzony jako fundusz inwestycyjny otwarty. Może on lokować swoje aktywa wyłącznie w instrumenty rynku pieniężnego oraz depozyty w bankach krajowych lub instytucjach kredytowych o wysokim stopniu bezpieczeństwa. Termin zapadalności tych depozytów nie powinien jednak przekraczać roku. Powinny być płatne na żądanie funduszu lub powinna istnieć możliwość ich wycofania przed terminem zapadalności. Dodatkowo maksymalny, ważony wartością lokat, średni termin do wykupu wszystkich lokat fun-

duszu rynku pieniężnego nie powinien przekraczać 90 dni. W celu zapewnienia odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa inwestowania za pośrednictwem funduszu rynku pieniężnego, jego szczegółowy standard określa minister właściwy do spraw instytucji finansowych w swoim rozporządzeniu³. Fundusz taki ma wyłączne prawo używania w nazwie oznaczenia „rynek pieniężny”. Oznacza to, że fundusz rynku pieniężnego powinien charakteryzować się możliwie najmniejszym ryzykiem inwestycyjnym. Dodatkowy standard tego funduszu opracowało Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych

2. Fundusz portfelowy. Fundusz taki może być utworzony jako fundusz inwestycyjny zamknięty, który w sposób ciągły będzie emitować certyfikaty inwestycyjne podlegające wprowadzeniu do obrotu publicznego, pod warunkiem że portfel inwestycyjny takiego funduszu będzie się opierał na portfelu uznanego indeksu regulowanego rynku urzędowego papierów wartościowych (portfel indeksowy) albo będzie stanowić portfel o składzie określonym w statucie funduszu nie opartym na takim indeksie (portfel bazowy). Emisja certyfikatów inwestycyjnych funduszu portfelowego może się odbywać w wyniku wniesienia do funduszu pakietu papierów wartościowych, odpowiadającego certyfikatom 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 (w ten sposób można dokonywać ekspozycji ryzyka na rynki zagraniczne, spółki z różnych branż itd.). Z kolei umarzenie certyfikatów inwestycyjnych funduszu portfelowego może się odbywać na zasadzie odwrotności tego procesu. Jeżeli według statutu jeden certyfikat inwestycyjny funduszu odzwierciedla ściśle określony pakiet papierów wartościowych, to uczestnik funduszu może wykonywać prawo głosu na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy emitentów papierów wartościowych wchodzących w skład takiego pakietu. Zmiana składu portfela inwestycyjnego funduszu portfelowego może nastąpić albo w przypadku zmiany konstrukcji lub składu portfela papierów wartościowych, na którym opiera się portfel indeksowy, albo w przypadku przekształcenia, połączenia, podziału lub innego zdarzenia o podobnym charakterze dotyczącego emitenta papierów wartościowych, wchodzących w skład portfela bazowego. Zmiana składu portfela może również nastąpić w wyniku wycofania z obrotu na regulowanym rynku urzędowym papierów wartościowych, w które fundusz portfelowy dokonał lokat. Fundusz portfelowy nie może wydzielać subfunduszy.

3. Fundusz sekurytyzacyjny. Fundusz taki może prowadzić działalność jako fundusz inwestycyjny za-

mknięty. Emituje on certyfikaty inwestycyjne w celu gromadzenia środków na nabycie wierzytelności (w tym wierzytelności finansowanych ze środków publicznych) lub praw do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności. Fundusz ten może być utworzony jako standaryzowany lub niestandaryzowany fundusz sekurytyzacyjny. Ma on również obowiązek i wyłączne prawo do używania w swojej nazwie tych oznaczeń. Standaryzowany fundusz sekurytyzacyjny jest tworzony jako fundusz z wydzielonymi subfunduszami, jednak nie może dokonywać kolejnych emisji certyfikatów związanych z danym subfunduszem. Ma również obowiązek lokowania co najmniej 75% wartości aktywów danego subfunduszu wyłącznie w jedną pulę wierzytelności lub prawa do wszystkich świadczeń otrzymywanych przez inicjatora sekurytyzacji z tytułu jednej puli wierzytelności. Może to być lokata w kilka pul wierzytelności lub prawa do świadczeń z tytułu kilku pul wierzytelności, jednak pod warunkiem że inicjatorem sekurytyzacji są bank krajowy lub instytucja kredytowa oraz że wierzytelności wchodzące w skład wszystkich pul są tego samego rodzaju. Standaryzowany fundusz sekurytyzacyjny ma obowiązek rozwiązać dany subfundusz, jeżeli wszystkie nabyte przez niego wierzytelności zostały zaspokojone lub fundusz otrzymał wszystkie świadczenia należne mu z tytułu tych wierzytelności. Z kolei niestandaryzowany fundusz sekurytyzacyjny nie może być utworzony jako fundusz z wydzielonymi subfunduszami. Jest on zobowiązany lokować co najmniej 75% wartości swoich aktywów w określone wierzytelności bądź prawa do świadczeń z tytułu takich wierzytelności lub papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne, przy czym te ostatnie lokaty nie mogą stanowić więcej niż 25% wartości aktywów funduszu. Uczestnikami takiego funduszu mogą być osoby prawne, a także osoby fizyczne, ale tylko w przypadku gdy cena emisyjna jednego certyfikatu inwestycyjnego funduszu nie jest niższa od równowartości 40.000 euro. Poza wymienionymi wyżej limitami inwestycyjnymi fundusz sekurytyzacyjny może inwestować swoje aktywa wyłącznie w:

- a) dłużne papiery wartościowe,
- b) jednostki uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego,
- c) depozyty w bankach krajowych lub instytucjach kredytowych,
- d) instrumenty rynku pieniężnego,
- e) instrumenty pochodne, przy czym inwestycje w te instrumenty muszą mieć na celu wyłącznie ograniczanie ryzyka inwestycyjnego.

Ponadto fundusz sekurytyzacyjny może emitować poszczególne serie certyfikatów inwestycyjnych, które mogą reprezentować różne prawa w zakresie:

- a) wysokości udziału w dochodach funduszu albo subfunduszu,
- b) wysokości udziału w aktywach netto funduszu albo subfunduszu w przypadku ich likwidacji,

³ Rozporządzenie ministra finansów z dnia 20 sierpnia 2004 r. w sprawie warunków, jakie muszą spełniać fundusze rynku pieniężnego. Dz.U. nr 187, poz. 1936.

c) kolejności zaspokojenia roszczeń z tytułu posiadania certyfikatu.

4. Fundusz aktywów niepublicznych. Fundusz taki, zorganizowany jako fundusz inwestycyjny zamknięty lub specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty, powinien stosować takie zasady i ograniczenia inwestycyjne przypisane funduszowi zamkniętemu oraz lokować co najmniej 80% wartości swoich aktywów w aktywa inne niż papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu i instrumenty rynku pieniężnego. Fundusz aktywów niepublicznych może wypłacać swoim uczestnikom przychody ze zbywania swoich lokat, jednak przychody te muszą być pomniejszone o koszty nabycia tych lokat oraz o odpowiednią część kosztów działania funduszu. Udaną emisję certyfikatów inwestycyjnych pierwszego na polskim rynku funduszu nieruchomości przeprowadziło w 2004 r. Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych BZ WBK AIB.

Dodatkowo ustawa o funduszach inwestycyjnych umożliwia zarządzanie zbiorczym portfelem papierów wartościowych. Może to robić towarzystwo funduszy inwestycyjnych za zezwoleniem Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Jednym z warunków utworzenia zbiorczego portfela papierów wartościowych jest opracowanie jego regulaminu, który powinien określać w szczególności:

- a) kategorie lokat i ich procentowy udział w portfelu,
- b) sposób i zasady przyjmowania wpłat do portfela, sposób i zasady przydziału tytułów uczestnictwa w portfelu,
- c) minimalną i maksymalną liczbę tytułów uczestnictwa w portfelu oraz liczbę tych tytułów stanowiącą przesłankę likwidacji portfela,
- d) politykę inwestycyjną oraz zasady zarządzania portfelem.

Następnie towarzystwo prowadzące zbiorczy portfel papierów wartościowych przyjmuje wpłaty w drodze zapisów na tytuły uczestnictwa w zbiorczym portfelu, przydziela tytuły uczestnictwa osobom, które dokonały wpłat, oraz za wpłacone środki nabywa składniki zbiorczego portfela. Zbiorczy portfel papierów wartościowych jest współwłasnością łączną posiadacza tytułów uczestnictwa do tego portfela. Oznacza to, że każdy z tytułów uczestnictwa reprezentuje prawo jego posiadacza do żądania zbycia proporcjonalnej części aktywów zbiorczego portfela papierów wartościowych i przeniesienia na rzecz tego posiadacza środków pieniężnych uzyskanych w wyniku tego zbycia. Tytuł uczestnictwa w zbiorczym portfelu papierów wartościowych jest niezbywalny, jednak podlega umorzeniu na żądanie jego posiadacza.

Zbiorczy portfel papierów wartościowych jest tworzony przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych poprzez nabycie składników tego portfela na rachunek własny towarzystwa. Uczestnik tego portfela nie może

więc rozporządzać udziałem w nim ani udziałem w poszczególnych składnikach portfela. Ma on jedynie prawo do żądania zbycia określonej części aktywów zbiorczego portfela. Towarzystwo natomiast wykonuje we własnym imieniu prawa i obowiązki wynikające z poszczególnych składników zbiorczego portfela papierów wartościowych oraz obowiązki wynikające z zarządzania tym portfelem. Jeżeli np. jednym ze składników zbiorczego portfela są akcje, to towarzystwo tworzące portfel ma prawa przypisane do tych akcji, czyli prawo do dywidendy, prawo do udziału w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy emitenta akcji itd. Po utworzeniu zbiorczego portfela papierów wartościowych towarzystwo inwestycyjne może przyjmować kolejne wpłaty na nabycie tytułów uczestnictwa. Zwróćmy jeszcze uwagę, że zbiorczy portfel papierów wartościowych nie ma osobowości prawnej, a jest tylko wyodrębnioną częścią majątku towarzystwa inwestycyjnego.

Z przedstawionego powyżej opisu powstawania zbiorczego portfela papierów wartościowych wynika, że koncepcję jego tworzenia wypracowuje towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub wynajęta przez nie firma zarządzająca. Podstawową rzeczą w tej koncepcji jest podjęcie decyzji, jakie rodzaje papierów wartościowych będą wchodziły w skład zbiorczego portfela i jaka będzie ich struktura. Można w tym celu wykorzystać pewne wzorce. Takim wzorcem mogą np. być portfel określonego indeksu giełdowego bądź określony koszyk papierów wartościowych dobieranych z różnych sektorów gospodarki danego kraju albo różnych krajów. Po utworzeniu zbiorczego portfela papierów wartościowych jego procentowy skład nie może się zmieniać, poza dokładnie określonymi wyjątkami, np. w przypadku wystąpienia zdarzenia losowego lub prawnego, które powodować będzie umorzenie, wykup bądź utratę z innej przyczyny przez dany składnik portfela statusu papieru wartościowego. Zmiana taka może również wynikać ze stosowania polityki inwestycyjnej zapisanej w regulaminie zbiorczego portfela. Jeżeli struktura zbiorczego portfela papierów wartościowych nie może się zmieniać, a tytuły uczestnictwa na żądanie inwestora podlegają umorzeniu, to wraz z takim umorzeniem następować będzie sprzedaż części aktywów, stosownie do wartości umorzonych tytułów, w odpowiednich proporcjach. Dodajmy jeszcze, że do wyceny aktywów zbiorczego portfela papierów wartościowych stosuje się te same przepisy, które obowiązują przy wycenie aktywów funduszu inwestycyjnego.

Możliwość tworzenia zbiorczego portfela papierów wartościowych i zarządzania nim powinna powodować obniżkę kosztów prowadzenia takiego portfela i zwiększyć zapotrzebowanie na usługi typu *asset management*. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych przed tworzeniem takiego portfela mogą przeprowadzać odpowiednie konsultacje z potencjalnymi inwe-

storami, np. na temat jego struktury. Zbiorczy portfel papierów wartościowych umożliwia również budowę portfela według indywidualnego zamówienia.

Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce

Na podstawie przedstawionego powyżej opisu możliwości funkcjonowania funduszy inwestycyjnych można stwierdzić, że wprowadzona w 2004 r. ustawa o funduszach inwestycyjnych przystosowała polski rynek tych funduszy do zasad obowiązujących w Unii Europejskiej. Przede wszystkim ustawa ta daje możliwość tworzenia różnorodnych funduszy inwestycyjnych oraz zawiera zapisy umożliwiające polskim funduszom konkurowanie na równych prawach na wspólnym rynku. W porównaniu z rynkiem europejskim polski rynek funduszy inwestycyjnych jest jeszcze stosunkowo słabo rozwinięty. Mimo że pierwszy fundusz inwestycyjny na polskim rynku zaczął działać w 1992 r., a na koniec 2004 r. działało 148 funduszy inwestycyjnych, zarządzanych przez 19 towarzystw inwestycyjnych, zdecydowana ich większość ma jeszcze bardzo krótką historię i stosunkowo małe środki. Ogólna kwota aktywów zgromadzonych w tych funduszach wyniosła 37,7 mld zł (na koniec 2003 r. było 128 funduszy, zorganizowanych przez 16 towarzystw, z kwotą 33,2 mld zł). W porównaniu z 1999 r. środki zgromadzone na koniec 2004 r. wzrosły ponad 10-krotnie. Kwota aktywów zgromadzonych przez polskie fundusze inwestycyjne w 2004 r. stanowiła jednak tylko 4,3% wartości PKB (w 1999 r. 0,52%, a w 2003 r. 4,0%), a stosunek tych aktywów do lokat bankowych ludności wyniósł 19,6% (w 1999 r. około 2%, a w 2003 r. 17,1%)⁴. Mimo że rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce silnie rozwinął się do 2005 r., istnieje jeszcze duży potencjał jego rozwoju. Świadczą o tym chociażby statystyki mierzące wartość aktywów funduszy przypadających na jednego mieszkańca. Na koniec 2004 r. wartość tych aktywów w przeliczeniu na jednego mieszkańca wyniosła w Polsce 242 euro, w Czechach 352 euro, w Portugalii 3.011 euro, we Francji 18.577 euro, a w Irlandii 109.939 euro⁵. Liczby te świadczą o ogromnym potencjale wzrostu rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w stosunku do krajów wysoko rozwiniętych. Należy się więc spodziewać dalszego wzrostu znaczenia rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce. Można o tym wnioskować po stopniowym przemieszczaniu się oszczędności gospodarstw domowych z lokat bankowych do funduszy inwestycyjnych. Zauważa się również powstawanie nowych form pośrednictwa finansowego, np. fundusze inwestycyjne konkurując z bankami o oszczędności inwestycyjne

tworzą nowe rodzaje instrumentów finansowych. Oznacza to, że rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce będzie się coraz bardziej upodabniał do rynku istniejącego w rozwiniętych gospodarkach.

Polska oferta funduszy inwestycyjnych jest już bogata i różnorodna. Pozwala na wybranie odpowiedniego funduszu stosownie do oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji i skłonności do ponoszenia ryzyka. Poza tą standardową ofertą oszczędzania w dowolnie wybranym funduszu inwestycyjnym inwestorom proponuje się dodatkowe możliwości. Jedną z nich są plany systematycznego oszczędzania. Zachętą do skorzystania z takiego planu są atrakcyjne zniżki opłat manipulacyjnych w zamian za wnoszenie stałych okresowych wpłat do funduszu oferującego plan systematycznego oszczędzania. Jego konstrukcja jest bardzo elastyczna, co umożliwia dopasowanie planu do indywidualnych potrzeb klienta. Plan systematycznego oszczędzania pozwala na gromadzenie środków na przyszłą emeryturę, zakup mieszkania lub domu, pokrycie kosztów wykształcenia dzieci itd.

Inną możliwością dodatkowego inwestowania stwarzaną przez fundusze inwestycyjne są programy rentierskie. Umożliwiają one odkupywanie jednostek uczestnictwa w ustalonych odstępach czasu. Programy takie są adresowane do osób w średnim i starszym wieku, którzy chcą uzyskiwać regularne dochody w przyszłości. Towarzystwa inwestycyjne stwarzają również możliwość przenoszenia (konwersji) zainwestowanych środków między funduszami. Często podejmują też różnego rodzaju akcje promocyjne, polegające na okresowym obniżaniu lub znoszeniu opłat manipulacyjnych od wnoszenia środków do funduszu.

Na polskim rynku występują również przykłady funduszy inwestycyjnych gwarantujących pełną ochronę kapitału (*capital guaranteed funds*) i minimalną stopę zwrotu, pod warunkiem że inwestycja będzie trwać odpowiednio długo, z reguły 3 lata. Dodatkowa stopa zwrotu zależy od wzrostu wartości określonej zmiennej rynkowej, najczęściej odpowiednio skonstruowanego indeksu giełdowego. Często używanym do tego celu indeksem z rynku europejskiego jest np. indeks DJ Eurostoxx 50, w którego skład wchodzi 50 największych spółek z państw Unii Europejskiej. Zyski z takiego funduszu nie zależą od koniunktury gospodarczej w Polsce. Fundusze gwarantujące pełną ochronę kapitału są obecne na polskim rynku od 2000 r., jednak ich znaczący rozwój nastąpił w 2004 r. Przykładem zagranicznego funduszu o gwarantowanej stopie zwrotu, działającego na polskim rynku od lutego 2005 r., jest fundusz Torrus Fund z grupy Merrill Lynch.

Fundusze inwestycyjne w Polsce mają także ofertę dla pracowniczych programów emerytalnych. Programy te mogą być realizowane poprzez umowę inwestowania z funduszem inwestycyjnym. Taka konstrukcja programu pozwala na inwestowanie całej wnoszonej

⁴ Zob. Raport 2003 i 2004. Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, www.stfi.pl

⁵ T. Miziolek: *Europejski rynek funduszy inwestycyjnych w 2004 r.*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, maj 2005.

składki, która tworzy przyszły kapitał emerytalny uczestnika takiego programu, przy najniższych kosztach uczestnictwa w stosunku do innych form pracowniczych programów emerytalnych. Konstrukcja takiego programu może się opierać na jednym funduszu, przystosowanym specjalnie do potrzeb obsługi pracowniczych programów emerytalnych, lub na kilku funduszach jednocześnie, jeśli zarządza nimi to samo towarzystwo inwestycyjne. Fundusze inwestycyjne zorientowane na pracownicze programy emerytalne z reguły stosują zasady polityki inwestycyjnej właściwe dla funduszy stabilnego wzrostu. W przypadku oparcia pracowniczego programu emerytalnego na kilku funduszach inwestycyjnych uczestnik programu może wybrać fundusz, a także zmienić go w dowolnym momencie uczestnictwa. Dzięki temu uczestnik programu może dostosować swoją lokatę do czasu pozostającego do przejścia na emeryturę oraz indywidualnych preferencji względem ryzyka.

Część Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych (TFI) wyselekcjonowała ze swojej oferty niektóre fundusze na potrzeby Indywidualnych Kont Emerytalnych (IKE). Są to fundusze najlepiej nadające się do oszczędzania na emeryturę. Niektóre TFI w tym celu udostępniły całą gamę swoich funduszy. Oznacza to, że w ramach jednego IKE klienci danego TFI mogą wybrać jeden lub kilka funduszy z jego oferty, samodzielnie decydując o podziale swoich środków. W ten sposób posiadacze IKE w takich funduszach mają możliwość zbudować własny portfel emerytalny (inwestycyjny), czyli dopasować go do swego wieku i sytuacji finansowej.

Indywidualne Konta Emerytalne pozwalają funduszom inwestycyjnym zaproponować swym klientom konkurencyjne opłaty w zależności od różnych kategorii jednostek uczestnictwa. Mogą się one różnić sposobem i wielkością pobieranych opłat manipulacyjnych oraz za zarządzanie (mogą to być także stawki preferencyjne). Z biegiem lat stawki te mogą być całkowicie zniesione. Dla funduszy inwestycyjnych IKE to produkt wpisujący się w strategię oferowania długoterminowych form inwestowania. Do końca 2004 r. 15 polskich TFI uruchomiło IKE z 89 funduszami inwestycyjnymi.

Jeszcze inna oferta funduszy inwestycyjnych w Polsce jest skierowana do klientów instytucjonalnych. Fundusze umożliwiają przedsiębiorstwom zarządzanie nadwyżkami środków pieniężnych. Polecają one w szczególności fundusze rynku pieniężnego, które charakteryzują się najmniejszym ryzykiem oraz zapewniają płynny dostęp do ulokowanych środków. Fundusze rynku pieniężnego mogą być odpowiednią ofertą dla klientów instytucjonalnych preferujących lokaty zarówno krótko-, jak i długoterminowe. W ramach oferty dla klientów instytucjonalnych fundusze inwestycyjne są także adresowane do zakładów ubezpieczeniowych prowadzących ubezpieczenia na życie

w powiązaniu z funduszem kapitałowym. Współpraca zakładu ubezpieczeniowego z funduszem inwestycyjnym polega tutaj na tym, że zakład ubezpieczeniowy zarządza częścią składki służącą do pokrycia ochrony ubezpieczeniowej, a fundusz inwestycyjny zagospodarowuje tę część składki, którą ubezpieczony przeznaczył na cel inwestycyjny.

Oceniając rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w ostatnich trzech latach, należy stwierdzić, że rozwijał się on bardzo dynamicznie. Tempo przyrostu środków funduszy należało do najwyższych w Europie. Dodatkowo wstąpienie Polski do Unii Europejskiej spowodowało wejście na ten rynek europejskiej konkurencji⁶. Zmieniło to sytuację sektora funduszy inwestycyjnych w Polsce oraz będzie miało wpływ na zachowanie się polskiego inwestora. Przede wszystkim będzie on mógł wybierać nie tylko spośród polskich funduszy inwestycyjnych, lecz również spośród bardzo wielu funduszy zagranicznych, które będą przedstawiać różnorakie oferty.

O dużym zainteresowaniu zagranicznych funduszy inwestycyjnych polskim rynkiem po wejściu do Unii Europejskiej świadczy liczba tych funduszy, które chcą dystrybuować swoje tytuły uczestnictwa w Polsce. Według danych Komisji Papierów Wartościowych i Giełd z lipca 2005 r., zgodę na przyjmowanie wpłat od inwestorów w Polsce ma już 160 zagranicznych funduszy (więcej niż jest obecnie zarejestrowanych funduszy z siedzibą w Polsce). Wśród nich są fundusze z grupy Merrill Lynch, Citibank, Fortis, Raiffeisen, Nordea, Jyske oraz World Investment Opportunities Funds. Większość z nich to fundusze zarejestrowane w Luksemburgu, gdzie są korzystne dla nich przepisy podatkowe. Niektóre z nich inwestują na egzotycznych rynkach, np. w Ameryce Łacińskiej, Tajlandii czy Korei, a niektóre mają wyspecjalizowane strategie inwestycyjne, np. inwestują tylko w spółki wzrostowe albo agresywnego wzrostu czy wyłącznie w małe firmy. Na polski rynek będą także wchodzić zagraniczne firmy zarządzające aktywami (*asset management*), które zaoferują inwestorom produkty dotąd niedostępne na polskim rynku.

Z jednej strony wejście na polski rynek zagranicznych funduszy inwestycyjnych oraz firm zarządzających aktywami podniesie poziom świadczonych usług, ale z drugiej strony firmy zagraniczne mogą wygrywać jakością oferty i niższymi kosztami zarządzania. Przyjeto zasadę, że zagraniczne fundusze inwestycyjne otwarte sprzedające w Polsce swoje jednostki uczestnictwa będą działać według tych samych dyrektyw UE, według których działają polskie fundusze (Dyrektywy UCITS). Mogą jednak wystąpić pewne różnice w standardach obowiązujących w Polsce. Odmienny może być np. spo-

⁶ Szerzej w M. Łukaszeński: Polski sektor funduszy inwestycyjnych w aspekcie wejścia Polski do Unii Europejskiej. Instytut Zarządzania Ryzykiem Wyższej Szkoły Ubezpieczeń i Bankowości w Warszawie, „Zarządzanie Ryzykiem” nr 2/2004.

sób naliczania opłat za zarządzanie. Fundusz inwestycyjny z siedzibą w Polsce może naliczać tę opłatę od średniej wartości aktywów w ciągu roku, a fundusz zagraniczny od najwyższej wartości aktywów w ciągu roku. Ponadto fundusze zagraniczne mogą w swych materiałach informacyjnych podawać opłaty tylko za zarządzanie, a fundusze krajowe opłaty łączne, a więc obejmujące również prowizje maklerskie, podatki itp.

Przyjęto również zasadę, że każdy fundusz zagraniczny musi mieć w Polsce swego przedstawiciela, będącego łącznikiem pomiędzy funduszem a jego uczestnikami. Podmiot ten powinien mieć niezbędne informacje o funduszu w języku polskim, np. prospekt emisyjny czy sprawozdania finansowe. Ponadto przedstawiciel powinien posiadać informację o aktualnej wartości jednostki uczestnictwa. Takie same informacje powinny być też dostępne u dystrybutora. Poprzez przedstawiciela uczestnik danego funduszu w Polsce może także składać reklamacje na działalność funduszu.

Sporym zagrożeniem dla polskich funduszy inwestycyjnych mogą być wkraczające już na polski rynek fundusze hedgingowe (np. w Polsce działają już fundusze hedgingowe z grupy Franklin Templeton). Fundusze te są specyficzną grupą funduszy inwestycyjnych, które inwestują swoje środki w tzw. aktywa alternatywne, czyli inne niż akcje notowane na giełdzie i obligacje. Fundusze te stosują różne strategie inwestycyjne.

Mogą działać na zasadzie pewnego wehikułu inwestycyjnego i wykorzystywać nadarzające się okazje do inwestycji w dowolne aktywa. Mogą to być np. arbitraż, krótka sprzedaż, jednoczesne zajmowanie krótkiej i długiej pozycji na rynku.

Podsumowując funkcjonowanie rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce rok po przystąpieniu do Unii Europejskiej można stwierdzić, że szansą dla polskich funduszy na jednolitym rynku europejskim jest całkowite ujednoczenie odnoszących się do nich przepisów, aby warunki konkurencji na rynku były co najmniej równe. W Polsce zwraca się jeszcze uwagę na pewne przeregulowanie rynku funduszy inwestycyjnych, nie zawsze korzystne warunki podatkowe i trudniejsze warunki prowadzenia działalności gospodarczej. Trzeba mieć jednak nadzieję, że w niedalekiej przyszłości odpowiednie przepisy zmienią się na tyle, iż warunki konkurencji polskich funduszy inwestycyjnych z funduszami zagranicznymi staną całkowicie zrównane. Dobrą prognozą dla dalszego rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce jest powstanie Izby Gospodarczej Zarządzających Funduszami i Aktywami. Ma ona większe możliwości prawne niż funkcjonujące do tej pory Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych i może uczestniczyć w pracach legislacyjnych dotyczących rynku funduszy inwestycyjnych, a zatem przyczyni się do dalszego rozwoju tego rynku w Polsce.

Bibliografia

1. W. Dębski: *Rynek finansowy i jego mechanizmy*. Warszawa 2002 Wydawnictwo Naukowe PWN.
2. M. Łukaszewski: *Polski sektor funduszy inwestycyjnych w aspekcie wejścia Polski do Unii Europejskiej*. Instytut Zarządzania Ryzykiem Wyższej Szkoły Ubezpieczeń i Bankowości w Warszawie, „Zarządzanie Ryzykiem” nr 2/2004.
3. T. Miziołek: *Europejski rynek funduszy inwestycyjnych w 2004 r.* „Nasz Rynek Kapitałowy”, maj 2005.
4. *Raporty z 2003 i 2004 r.* Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, www.stfi.pl
5. Rozporządzenie ministra finansów z dnia 20 sierpnia 2004 r. w sprawie warunków, jakie muszą spełniać fundusze rynku pieniężnego. Dz.U. nr 187, poz. 1936.
6. Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych. Dz.U. nr 146, poz. 1546.