

JACEK KUCIŃSKI

*Uwarunkowania i perspektywy
rozwoju polskich funduszy inwestycyjnych*

Conditions of development and future prospects
of the Polish investment funds

Abstrakt: Dotychczasowy rozwój polskich funduszy inwestycyjnych determinowany był przez różnorodne czynniki o charakterze prawnym oraz makro- i mikroekonomicznym. Dzięki znajomości tych uwarunkowań możliwe było podjęcie próby odpowiedzi na pytanie o przyszłość funduszy inwestycyjnych w polskich warunkach. Z przeprowadzonych rozważań rysuje się ogólnie pozytywny obraz przyszłości, chociaż nie jest ona pozbawiona potencjalnych zagrożeń. Poza rozważaniami czysto teoretycznymi, w opracowaniu zawarto również prognozę rozwoju polskich funduszy inwestycyjnych opartą na analogiach do funduszy amerykańskich.

WSTĘP

Introduction

Fundusze inwestycyjne funkcjonujące w Polsce od 1992 r. są jednym z najbardziej prężnie rozwijających się segmentów krajowego rynku finansowego. Intensywny rozwój tego typu instytucji, widoczny szczególnie w okresie ostatnich 10 lat, przejawiał się zarówno szybko rosnącą liczbą działających funduszy, jak również wzrostem ich aktywów pod zarządzaniem. W końcu marca 2010 r. liczba działających na rynku finansowym funduszy przekraczała 520¹, natomiast wartość aktywów pod zarządzaniem

¹ Wg danych IZFA. Faktyczna liczba funduszy jest jednak o kilkadziesiąt większa, gdyż część TFI nie raportuje Izbie.

(pomimo znacznego spadku wywołanego kryzysem finansowym) wynosiła ponad 100 mld PLN².

Dotychczasowy rozwój polskich funduszy inwestycyjnych determinowany był szeregiem różnorodnych czynników, które sklasyfikować można w sposób najbardziej syntetyczny jako prawne oraz ekonomiczne (makro- oraz mikroekonomiczne).

Jeżeli chodzi o uwarunkowania prawne, wyrażające się w kolejnych ustawach regulujących działanie funduszy inwestycyjnych³, to miały one dla omawianego procesu znaczenie zasadnicze. Przede wszystkim, dzięki najwcześniejszym rozwiązaniom normatywnym (mimo iż dalekim od doskonałości), umożliwiono powstanie pierwszych instytucji zbiorowego inwestowania w Polsce i udowodniono, że istnieje popyt na tego typu usługi finansowe. Kolejnymi ustawami w sposób znaczący zwiększono bezpieczeństwo inwestorów i transparentność funkcjonowania TFI oraz funduszy, jak również dopuszczono dużą różnorodność form prawnych funduszy i rozszerzono ich możliwości lokacyjne. Doprowadziło to do powstania relatywnie dużego i prężnego, a co najważniejsze konkurencyjnego w stosunku do podmiotów zagranicznych segmentu rynku finansowego. Obserwując dotychczasowy rozwój polskich funduszy inwestycyjnych można z dużym przekonaniem stwierdzić, że najważniejszą grupą czynników wpływających na rozwój funduszy były właśnie uwarunkowania prawne.

Niemalą rolę odgrywały również czynniki makroekonomiczne. Wśród nich zdecydowanie najistotniejszym była koniunktura na rynku akcji oraz tempo i kierunek zmian inflacji. Sytuacja na rynku akcji determinowała praktycznie od początku istnienia polskich funduszy inwestycyjnych dynamikę zmian wartości ich aktywów pod zarządzaniem oraz wpływała na decyzje TFI o tworzeniu nowych produktów. Największy wpływ rynku instrumentów udziałowych na stan posiadania funduszy inwestycyjnych zaobserwować można było w ostatnich kilku latach. W wyniku hossy z lat 2003-2007 oraz późniejszych zmian na rynku akcji, aktywa funduszy odnotowały wzrost do rekordowego poziomu 144 mld PLN (październik 2007 r.), a następnie raptowny spadek do 67 mld PLN (luty 2009 r.) oraz ponowny wzrost do wspomnianego poziomu 100 mld PLN. Naturalnie sytuacja na rynkach akcji oddziaływała na wartość portfeli funduszy inwestycyjnych dwoma drogami: bezpośrednio – przez zmianę wyceny ich składników, oraz pośrednio – przyczyniając się do wpłat i wypłat klientów.

Spory wpływ na rozwój polskich funduszy inwestycyjnych wywarł także rynek stopy procentowej, mimo iż w pierwszych latach funkcjonowania funduszy nie był to wpływ bezpośredni. Wysoki poziom stóp procentowych bezsprzecznie wzmacniał wówczas siłę konkurencyjną lokat bankowych, głównego składnika oszczędności Polaków, wpływając negatywnie na możliwości absorbowania kapitału przez inne produkty finansowe,

² Nie była to jednak historycznie wartość rekordowa. W szczycie hossy z lat 2003-2007 aktywa funduszy inwestycyjnych sięgały nawet 144 mld PLN. Por. www.analizy.pl.

³ Chodzi o ustawy:

- z dnia 22 marca 1991 r. – prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (DzU z 1991 r., nr 35, poz. 155),
- z dnia 28 sierpnia 1997 r. – o funduszach inwestycyjnych (DzU z 1997 r., nr 139, poz. 933),
- z dnia 27 maja 2004 r. – o funduszach inwestycyjnych (DzU z 2004 r., nr 146, poz. 1546).

w tym fundusze. Z kolei w latach 2001-2003, gdy NBP przeprowadził bezprecedensową jak dotychczas serię cięć stóp procentowych, wpływając w ten sposób na spadek stóp rynkowych i rentowności instrumentów dłużnych, zaobserwować można było bezpośredni, pozytywny wpływ rynku stopy procentowej na fundusze inwestycyjne. Doskonałe wówczas wyniki funduszy obligacji przyczyniły się do znacznych wpłat klientów.

Wśród uwarunkowań mikroekonomicznych (konkurencyjnych) rozwoju polskich funduszy inwestycyjnych wskazać należy przede wszystkim silną konkurencję sektora bankowego. Zasadzała się ona nie tylko na wysokim oprocentowaniu depozytów w latach 90. XX w., ale również na dużych możliwościach pozyskiwania kapitału przez banki dzięki dostępowi do szerokiej bazy klientów i zaufaniu Polaków. Nawet w okresach teoretycznie niesprzyjających pozyskiwaniu kapitału przez banki, były one w stanie budować dość systematycznie swoją bazę depozytową. W latach hossy 2003-2007 banki inteligentnie wykorzystywały dobrą koniunkturę giełdową na swoją korzyść, oferując produkty będące połączeniem klasycznej lokaty i inwestycji w fundusze. W szczytowym jak dotychczas dla funduszy okresie (II połowa 2007 r.) baza depozytowa sektora bankowego była prawie trzykrotnie większa od aktywów funduszy. Silną konkurencję funduszy stanowiły również w ostatnich kilkunastu latach bezpośrednie inwestycje w akcje, w których gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa miały ulokowane spore kwoty, sięgające nawet ok. 90 mld PLN w 2007 r. W ostatnich kilku latach na szerszą skalę pojawiły się również na polskim rynku nowe produkty finansowe o charakterze konkurencyjnym wobec funduszy, jak np. polisolokaty (oferowane w ramach produktów *bancassurance*), oraz tzw. produkty strukturyzowane proponowane głównie w formie lokat, bądź polis na życie. Dużo słabszą, w porównaniu do pierwotnych obaw, konkurencją rodzimych funduszy okazały się za to fundusze inwestycyjne zagraniczne, które pojawiły się na naszym rynku po dołączeniu Polski do struktur Unii Europejskiej.

Patrząc przez pryzmat omówionych czynników, można zadać sobie pytanie o perspektywy jakie rysują się przed omawianym segmentem krajowego rynku finansowego. W tym zakresie rozważać można wpływ:

- prognozowanych uwarunkowań makroekonomicznych;
- konkurencji ze strony innych produktów finansowych;
- nowych rozwiązań prawnych w zakresie rynku finansowego oraz funduszy inwestycyjnych;
- przystąpienia Polski do strefy euro.

2. PROGNOZOWANE UWARUNKOWANIA MAKROEKONOMICZNE A ROZWÓJ FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Development of investment funds towards
predicted macroeconomic factors

Możliwości kształtowania się czynników makroekonomicznych, najistotniejszych dla rozwoju rynku polskich funduszy inwestycyjnych, omówione zostaną na podstawie

prognoz przygotowywanych przez Narodowy Bank Polski oraz Ministerstwo Finansów, jak również w oparciu o opinie uznanych i niezależnych ośrodków opiniotwórczych, jakimi są Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych i Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową (zob. tabela 1).

Tab. 1. Prognozy dla wybranych wskaźników makroekonomicznych
w latach 2010-2012 (wartości w %)
Forecasts of chosen macroeconomic indicators for the period 2010-2012 (in %)

Parametr	Źródło prognozy	2010	2011	2012
Dynamika PKB	Narodowy Bank Polski	3,1	2,9	3,1
	Ministerstwo Finansów	3,0	4,5	4,2
	Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych	3,2	4,0 - 5,0	.
	Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową	2,3	3,1	.
Realny wzrost płac	Narodowy Bank Polski	4,1	3,9	5,3
	Ministerstwo Finansów	.	.	.
	Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych	4,2	.	.
	Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową	3,3	4,5	.
Wskaźnik inflacji CPI	Narodowy Bank Polski	1,8	2,4	3,5
	Ministerstwo Finansów	.	.	3,2
	Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych	2,4	.	.
	Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową	1,9	3,0	.
Stopa WIBOR 3M	Narodowy Bank Polski	3,9	3,7	3,7
	Ministerstwo Finansów	.	.	.
	Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych	4,1	.	.
	Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową	.	.	.

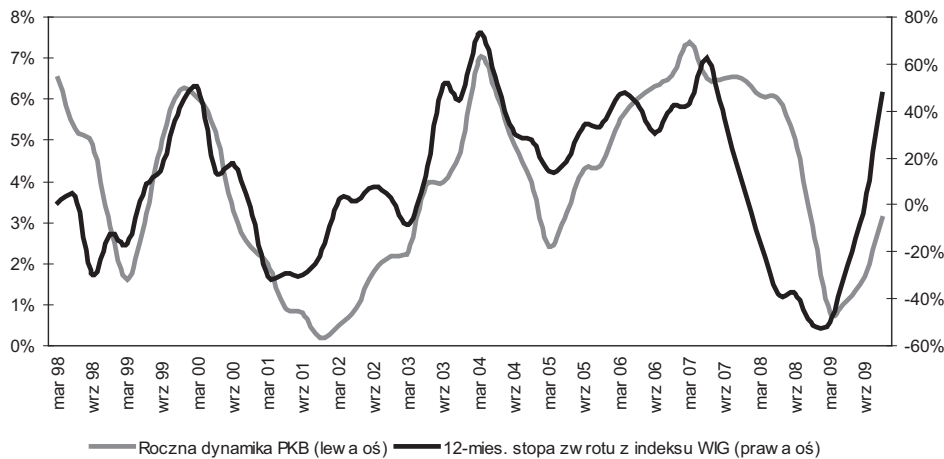
Źródło: Opracowanie własne na podstawie prognoz NBP, Ministerstwa Finansów, CASE oraz IBnGR.

Przywoływane dane szacunkowe wskazują na duże prawdopodobieństwo osiągnięcia przez polską gospodarkę tempa wzrostu produktu krajowego brutto na poziomie ok. 3% w 2010 r. Na tle niskiej dynamiki PKB wielu borykających się nadal z konsekwencjami kryzysu gospodarek wielkość tą należy uznać za satysfakcjonującą. W kolejnym roku, wg części prognoz, wynik ten powinien być co najmniej taki sam, a wg Ministerstwa Finansów oraz CASE sporo lepszy – nawet na poziomie 4,0-5,0%. Poza 2011 r. wychodzą jedynie prognozy NBP i Ministerstwa Finansów, choć nie są one względem siebie zbyt zbliżone. NBP wykazuje zresztą umiarkowany optymizm w całym prognozowanym okresie, natomiast Ministerstwo Finansów przewiduje zauważalną poprawę tempa wzrostu omawianego agregatu w latach 2011-2012 do średniego rocznego poziomu nieco poniżej 4,5%.

Z przywołanych prognoz dotyczących tempa wzrostu PKB przebija przede wszystkim wniosek o przewidywanym rozwoju gospodarki polskiej w najbliższych latach. Co ważniejsze, żaden z przywołanych ośrodków nie wskazuje na prawdopodobieństwo wystąpienia tendencji negatywnych w tym zakresie, a zatem zdaniem ekspertów nie powinny pojawić się czynniki na tyle silne, a zarazem niekorzystne aby mogły okazać się dla wzrostu gospodarczego zagrożeniem.

Wyk. 1. Roczna dynamika PKB wobec 12-miesięcznej stopy zwrotu z WIG w latach 1998-2009

Yearly GDP dynamics vs. 12-month WIG index rate of return for the period 1998-2009.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.gpw.pl oraz www.stat.gov.pl.

Przedstawione w tabeli 1 przewidywania dotyczące zmian PKB pozwalają sądzić, że również sytuacja na rynku kapitałowym będzie ulegała stopniowej poprawie, i że stanie się on ponownie czynnikiem stymulującym lokowanie środków finansowych w produkty powiązane z akcjami, w tym oczywiście w fundusze inwestycyjne. Gospodarka rozwija się bowiem, jak przekonuje teoria, cyklicznie, a sfera rynku kapitałowego jest z nią silnie powiązana. Obserwacja rocznego tempa wzrostu PKB oraz 12-miesięcznej stopy zwrotu z indeksu WIG za ostatnie 11 lat potwierdza ten związek i pozwala równocześnie zakładać, że przełom trendów spadkowych nastąpił jeszcze w 2009 r. (zob. wykres 1), oraz że gospodarka, jak również rynek akcji znajdują się na „ścieżce wzrostowej”. Analizując wykres 1 można wręcz dojść do wniosku, że rynek akcji za bardzo „wyprzedził” gospodarkę realną, ale przyszłość zweryfikuje, czy faktycznie miało to miejsce.

Przywołane prognozy wskazują równocześnie, że realny wzrost płac będzie w latach 2010-2011 kształtował się na „przyzwoitym” poziomie 3,0-4,0%, natomiast wg NBP w 2012 r. osiągnie wartość jeszcze wyższą, przekraczającą 5,0%.

Jeżeli chodzi o przewidywania dotyczące wskaźnika inflacji, to eksperci byli dosyć zgodni co do jego poziomu w 2010 r., a przede wszystkim co do tego, że jego wartość spadnie poniżej celu NBP. W 2011 r. NBP oraz IBnGR spodziewają się jednak wzrostu tempa inflacji do poziomu zbliżonego, bądź nieco powyżej celu inflacyjnego. Według NBP oraz Ministerstwa Finansów w 2012 r. inflacja może osiągnąć poziom jeszcze wyższy, choć nadal mieszczący się w dopuszczalnym paśmie wahań względem celu inflacyjnego NBP.

CieŜko wnioskować co do wpływu inflacji na rynek funduszy w przypadku spełnienia się prognoz. Wydaje się jednak, że przewidywana tendencja do wzrostu inflacji w kolejnych latach nie będzie czynnikiem pozytywnym dla rynku instrumentów dłużnych, a zatem przede wszystkim dla najbezpieczniejszych typów funduszy. Tym bardziej, że stopy NBP znajdują się obecnie na najniższym historycznie poziomie i nic nie wskazuje na to, aby miały ulegać dalszym obniżkom – mimo przewidywanego w II połowie 2010 r. dalszego spadku inflacji. Wręcz przeciwnie, NBP coraz bardziej otwarcie zapowiada możliwość podwyżek stóp procentowych. Nie wydaje się zatem, aby rynek funduszy inwestycyjnych mógł być w najbliższym czasie stymulowany pozytywnymi wydarzeniami na rynku stopy procentowej.

Z drugiej strony, w najbliższych latach nie należy spodziewać się poziomów stóp procentowych dużo wyższych od dzisiejszych. Ich wysokość ograniczać może bowiem jedno z kryteriów konwergencji określonych w układzie z Maastricht o UE, dotyczące poziomu długookresowych stóp procentowych, tak istotne z punktu widzenia planowanego przystąpienia Polski do strefy euro⁴. Jeżeli poziom stóp procentowych w krajach unijnych będzie odpowiednio niski, NBP będzie zmuszony do prowadzenia niezbyt restrykcyjnej polityki stóp procentowych. Niski poziom stóp procentowych powinien być z kolei pozytywnym uwarunkowaniem dla rynku akcji. W scenariusz niewielkich w przyszłości oficjalnych stóp procentowych wpisują się również prognozy dotyczące poziomu stóp rynkowych, które, jak wiadomo, w normalnych warunkach rynkowych są z nimi ściśle powiązane.

Przedstawione wyżej krótkoterminowe prognozy ekonomiczne – obarczone jak wszystkie prognozy ryzykiem niesprawdzenia się – sugerują poprawę stanu polskiej gospodarki w najbliższych dwóch latach. Wydaje się więc, że jeżeli faktycznie uwarunkowania makroekonomiczne przyjmą kierunek wskazany przez ośrodki opiniotwórcze, to będą one oddziaływać z korzyścią na rynek finansowy, w tym na rynek funduszy inwestycyjnych.

3. SZANSE I ZAGROŻENIA ROZWOJU POLSKICH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH NA TLE KONKURENCYJNYCH PRODUKTÓW FINANSOWYCH

Opportunities and threats for polish investment
funds' development in the context of competitive financial products

Najgroźniejszą konkurencją funduszy inwestycyjnych były w ostatnich latach wspomniane depozyty bankowe. Nietrudno przewidzieć, że również w najbliższych latach będą one dominującym składnikiem oszczędności Polaków, chociaż powinny powoli tracić na znaczeniu i być zastępowane przez inne formy lokowania kapitału. Tym bardziej, że ich siła konkurencyjna może być poważnie osłabiona przez prawdopodobnie niskie poziomy stóp

⁴ Nie pozwala ono, aby stopa procentowa obliczona na podstawie rentowności długoterminowych obligacji rządowych była wyższa więcej niż 2,0% od średniej z trzech krajów UE o najniższej średniorocznej inflacji. Por.: S. Franek, *Kurs walutowy i stopa procentowa a wprowadzenie euro – wnioski dla Polski*, [w:] *Rynki finansowe (tom IV) – Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej*, red. J. Czekaj, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Karków 2004, s. 173.

procentowych. Być może (jeżeli spełnią się pozytywne przewidywania makroekonomiczne) wystąpi nawet zjawisko przepływu części środków z depozytów do funduszy, chociaż, stawiając na taką przyszłość, należy być ostrożnym w przewidywaniach. Banki pokazały bowiem w ostatnich latach, jak elastycznie potrafią dostosowywać się do sytuacji rynkowej, a ich dostęp do ogromnej rzeszy klientów to czynnik, którego nie należy lekceważyć.

Istotną wobec funduszy siłą konkurencyjną pozostaną również z pewnością bezpośrednie inwestycje w akcje. Szczególne zainteresowanie akcjami pojawia się oczywiście podczas wzrostów giełdowych. Pozwala to sądzić, że w najbliższych latach wartość kapitału zgromadzona w akcjach może ponownie ulegać powiększeniu. Fundusze powinny utrzymać jednak swoją przewagę rynkową nad tego typu formą inwestowania, gdyż dla szerokiej rzeszy klientów są po prostu wygodniejszą i prostszą formą lokowania środków.

Wśród ekspertów toczone są również dyskusje na temat roli i siły konkurencyjnej nowych produktów finansowych, w szczególności polisolokat oraz produktów strukturyzowanych. Wydaje się, że polisolokaty, mogą być jako forma lokowania środków silną konkurencją funduszy głównie w okresach spadków giełdowych, jako bardziej efektywna od depozytów forma ochrony kapitału⁵. Istnieje również prawdopodobieństwo – w obliczu utrzymywania się niskich stóp procentowych – że produkty te nie będą w przyszłości bardzo atrakcyjne dla klientów. Największym zagrożeniem dla polisolokat, a zatem nadzieją dla innych form lokowania środków, jest jednak ewentualne objęcie ich podatkiem od zysków kapitałowych, przez co straciłyby one całkowicie rację bytu. Z takim zamiarem ustawodawca nosił się już zresztą kilka razy⁶. Dodatkowo, od początku 2009 r., widać spadek zainteresowania samych ubezpieczycieli oferowaniem tego typu produktów, ze względów ekonomicznych⁷. Wydaje się zatem, że polisolokaty znajdują się w przyszłości w defensywie i nie będą stanowić istotnego zagrożenia dla funduszy.

Produkty strukturyzowane również pokazały w ostatnich latach swoją siłę konkurencyjną (ok. 14 mld PLN zebranych w tej formie na koniec 2008 r.)⁸. O przyszłej popularności tego typu rozwiązań i konkurencyjności względem funduszy zadecydują jednak wyniki osiągnięte przez inwestorów. Porównanie historycznych wyników produktów strukturyzowanych, z wynikami funduszy inwestycyjnych przemawia zdecydowanie na korzyść tych drugich. Paradoksalnie, poważnym ograniczeniem dla wysokich stóp zwrotu wielu produktów strukturyzowanych może będzie oferowana przez nie nierzadko 100% ochrona kapitału, a więc największy atut tego typu produktów finansowych. Wydaje się wobec tego, przy założeniu że w najbliższych latach będziemy mieli do czynienia ze wzrostami cen akcji, że tego typu rozwiązania nie powinny stanowić większego zagrożenia dla funduszy inwestycyjnych.

Rozważenia wymaga również przyszła siła konkurencyjna funduszy zagranicznych. Należy bowiem pamiętać, że produkty zagraniczne posiadają nadal, mimo dynamicznego

⁵ Mają one postać krótkoterminowych polis na życie, które są zwolnione z podatku od zysków kapitałowych.

⁶ Por. np.: http://www.rzu.gov.pl/aktualnosci-z-rynku/ubezpieczenia-na-zycie/Polisolokaty_znikna_z_ryнку___99.

⁷ Zob.: http://www.gu.com.pl/index.php?option=com_content&task=view&id=32475&Itemid=197; <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Firmy-koncza-ze-sprzedaza-lokat-opakowanych-w-polisy-1867631.html>.

⁸ Popularność produktów strukturyzowanych związana jest w dużej mierze ze określonym z góry poziomem ochrony kapitału inwestora.

rozwoju oferty produktów rodzimych, przewagę w obszarze produktowym. Wydaje się, że z każdym rokiem polskie fundusze, rozszerzające swoją ofertę i – prawdopodobnie – z czasem obniżające opłaty za zarządzanie, będą coraz bardziej niwelować dystans do funduszy zachodnich. Równocześnie jest mało prawdopodobne, aby uwarunkowania, które przesądziły o niewielkim zainteresowaniu ofertą funduszy zagranicznych w ostatnich latach, uległy radykalnym zmianom w dającej się przewidzieć przyszłości⁹. Istotną barierą inwestowania w produkty zagraniczne może być również prognozowane umacnianie się w najbliższych latach złotego wobec innych walut oraz obawa przed ryzykiem walutowym¹⁰. Reasumując, nie wydaje się, aby fundusze zagraniczne mogły stać się poważną konkurencją produktów krajowych (przynajmniej w najbliższych latach). Być może, bardziej znacząca zmiana w tym zakresie nastąpi dopiero po dołączeniu Polski do strefy euro.

4. IMPLEMENTACJA *MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE* A ROZWÓJ POLSKICH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Implementation of Markets in Financial Instruments Directive
and its influence on the development of the Polish investment funds

Głównym celem dyrektyw MiFID¹¹ jest przede wszystkim zwiększenie konkurencji na rynku usług inwestycyjnych oraz ochrona klientów. Przepisy MiFID mają zastosowanie w odniesieniu do wszystkich podmiotów świadczących usługi związane z lokowaniem środków finansowych lub zajmujących się doradztwem w zakresie inwestycji.

Najważniejszymi obszarami uregulowań MiFID są:

- rozszerzenie zasady jednolitego paszportu;
- wprowadzenie kategoryzacji klientów;
- wprowadzenie jednolitych, jasnych i korzystnych dla klienta zasad obsługi zleceń;
- badanie odpowiedniości i adekwatności produktu finansowego dla danego klienta;
- obowiązek „najlepszego wykonania”.

⁹ Niewielkie zainteresowanie funduszami zagranicznymi wynikało przede wszystkim z obaw Polaków przed transgranicznym przemieszczaniem kapitału, niewielkiej przewagi funduszy zagranicznych w zakresie kosztów w porównaniu z funduszami polskimi, mało przejrzystej struktury kosztów w funduszach zagranicznych, nie dość atrakcyjnych wyników, umacniania się złotego oraz zbyt pasywnego podejścia zagranicznych firm zarządzających w obszarze marketingu.

¹⁰ S. Buczek, *Wyzwania stojące przed funduszami inwestycyjnymi w Polsce – wybrane zagadnienia*, [w:] *Rynek kapitałowy w Polsce i na świecie – jak mądrze inwestować*, red. S. Buczek, A. Fierla, SGH, Warszawa 2008, s. 197.

¹¹ MiFID jest zespołem unijnych aktów prawnych, w skład którego wchodzi: dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID) określająca szczegółowy zakres przepisów; dyrektywa Komisji 2006/73/WE z 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (akt wykonawczy); rozporządzenie wykonawcze Komisji (WE), nr 1287/2006 z 10 sierpnia 2006 r. wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Por.: www.mifid.com.pl.

Najważniejszym z punktu widzenia funduszy inwestycyjnych obszarem regulacji MiFID są przepisy dotyczące badania odpowiedniości i adekwatności. MiFID nakłada obowiązek upewnienia się, że usługa inwestycyjna lub instrument finansowy są odpowiednie i adekwatne dla klienta. Odpowiedniość jest pierwszym „poziomem” kontroli, polegającym na stwierdzeniu, czy klient rozumie produkt finansowy (w szczególności wszelkie rodzaje ryzyk z nim związane). Wymagana jest zatem ocena wiedzy i doświadczenia klienta w tym zakresie. W przypadku świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego oraz zarządzania portfelem, potrzebna jest także ocena adekwatności produktu, zwłaszcza w przypadku klientów detalicznych. Chodzi o stwierdzenie, czy produkt o danym profilu ryzyka jest właściwy dla konkretnego klienta. W tym zakresie bada się, zarówno skłonność do ryzyka klienta, jak również uwzględnienia jego sytuację finansową, horyzont i cel inwestycyjny.

Dostosowanie regulacji polskich do zapisów MiFID nastąpiło w 2009 r. (z dwuletnim opóźnieniem) przez zmiany kilku ustaw: o obrocie instrumentami finansowymi, Prawo bankowe, o ofercie publicznej, o funduszach inwestycyjnych oraz przez wprowadzenie przepisów wykonawczych.

Dostosowanie przepisów w zakresie funduszy inwestycyjnych do wymogów unijnych nastąpiło we wrześniu 2008 r. w formie wspomnianej wcześniej nowelizacji ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz w rozporządzeniu z dnia 3 kwietnia 2009 r. w sprawie postępowania podmiotów prowadzących działalność w zakresie pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa oraz tytułów uczestnictwa¹².

Na podstawie wskazanego wyżej rozporządzenia, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, we współpracy ze zrzeszonymi w niej towarzystwami, opracowała wzory testów, które od 13 lipca 2009 r. są stosowane w procesie dystrybucji funduszy inwestycyjnych¹³.

MiFID może stanowić w zakresie ochrony inwestorów swoisty „przełom” na rynku finansowym. Badanie odpowiedniości i adekwatności powinno przynieść podniesienie poziomu ochrony klientów oraz pozwolić na budowanie zaufania względem funduszy inwestycyjnych i podmiotów prowadzących dystrybucję. Równocześnie można mieć nadzieję, że ograniczy to oferowanie klientom produktów niewłaściwych, szczególnie z punktu widzenia poziomu ryzyka. Bardziej adekwatny dobór strategii inwestycyjnych powinien skutkować przede wszystkim mniejszymi odpływami kapitału z funduszy w okresach spadków giełdowych, a zatem przyczynić się do zwiększenia tempa ich rozwoju w długim okresie. Fundusze powinny wobec tego „odczuć” nowe rozwiązania pozytywnie.

Nie wiadomo oczywiście, w jak dużym stopniu w praktyce MiFID spełni swoją rolę i pokładane w niej nadzieje. Jak każde rozwiązanie, posiada ona bowiem luki, a nawet możliwości obejścia, szczególnie w przypadku klientów doświadczonych na rynku finansowym¹⁴. Należy jednak pamiętać, że podstawowym celem MiFID jest ochrona rzeszy bardzo licznych, mało doświadczonych inwestorów. Z tego punktu widzenia z pewnością

¹² DzU z dnia 21 kwietnia 2009 r., nr 62, poz. 507.

¹³ Por.: http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10001&id_news=47.

¹⁴ <http://www.parkiet.com/artykul/10,862184.html>.

należy stwierdzić, że MiFID jest „krokiem” we właściwą stronę jeżeli chodzi o relacje rynek finansowy – klienci, i który powinien przynieść obu stronom wymierne korzyści.

5. DOSTOSOWANIE POLSKICH UREGULOWAŃ NORMATYWNYCH W ZAKRESIE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH DO ROZWIĄZAŃ DYREKTYWY UCITS IV

Conformation of the Polish investment funds' legislation to UCITS IV directive

W związku z coraz częstszymi w ostatnich latach głosami postulującymi konieczność rozwoju, stymulacji i integracji europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych, w połowie stycznia 2009 r. Parlament Europejski przyjął nowe unijne regulacje w tym zakresie. Przyjęły one postać dyrektywy określanej jako UCITS IV¹⁵. Nowa dyrektywa wprowadziła zmiany w kilku obszarach, z których przede wszystkim trzy mogą mieć istotny wpływ na funkcjonowanie polskich funduszy inwestycyjnych. Chodzi o:

- rozszerzenie tzw. „paszportu europejskiego” na spółki zarządzające funduszami¹⁶. Zgodnie z dyrektywą UCITS IV, spółki zarządzające mogą oferować wszelkie usługi, na które otrzymały zgodę krajowego organu nadzoru, w każdym innym kraju unijnym. Możliwe jest zatem m.in. praktyczne rozdzielanie kraju siedziby spółki zarządzającej oraz funduszu inwestycyjnego. Inaczej mówiąc, fundusze inwestycyjne nie będą musiały posiadać spółek zarządzających w kraju, w którym są zarejestrowane¹⁷. Przewiduje się również bezpośrednią zagraniczną dystrybucję funduszy, którymi zarządza spółka, albo jakichkolwiek innych UCITS bez konieczności posiadania przedstawicielstwa za granicą. Aby nie stawiać w tym obszarze sztucznych barier, wynikających z różnic prawnych między krajami, w dyrektywie UCITS IV przewidziano, że spółka zarządzająca zarejestrowana w kraju członkowskim musi działać zgodnie z wymaganiami jedynie tego konkretnego kraju.
- uproszczenie dość kosztownej i czasochłonnej jak dotychczas procedury notyfikacyjnej (od 3 nawet do 6 miesięcy) w przypadku dystrybucji transgranicznej tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych¹⁸. Nowa procedura notyfikacyjna ma trwać nie dłużej niż 10 dni roboczych i polegać na złożeniu kompletu odpowiednich dokumentów rodzimemu, a nie jak dotychczas obcemu organowi nadzoru.

¹⁵ <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?language=EN&type=IM-PRESS&reference=20090112IPR45971>.

¹⁶ Wcześniej z paszportu korzystać mogły jedynie fundusze. Posiadanie go (czyli *de facto* spełnianie kryteriów dyrektywy UCITS) pozwalało na dystrybucję tytułów uczestnictwa na terenie całej Unii Europejskiej. Ustanowione w UCITS IV regulacje dotyczące paszportu dla spółek zarządzających były najbardziej kontrowersyjnymi ze wszystkich wprowadzonych w dyrektywie i nie znalazły się one w pierwszych jej projektach. Pięć krajów członkowskich, w tym Polska, było przeciwnych propozycji paszportu dla spółek zarządzających. Ich zdaniem, nie jest bowiem możliwe, aby tego typu rozwiązanie działało sprawnie, szczególnie w kontekście rozdzielania nadzoru nad funduszem i spółką zarządzającą. Równocześnie oponujące kraje wskazały, że rozwiązanie to obniża wręcz poziom ochrony inwestorów. Por. K. Anderberg, J. Brescia, *UCITS IV: Reforms to the UCITS directive adopted by the European Parliament*, Dechert LLP, marzec 2009, s. 18, (dostępne na stronie www.dechert.com).

¹⁷ *Ibidem*.

¹⁸ Wprawdzie dyrektywa UCITS III przewidywała bardziej sprawne realizowanie procedury notyfikacyjnej, ale praktyka pokazała, że 2-miesięczny okres na analizę dokumentacji notyfikacyjnej przez nadzór państwa – gospodarza, możliwość formułowania dodatkowych pytań oraz wymagania dodatkowej dokumentacji znacznie wydłużały całą procedurę.

- wprowadzenie zupełnie nowych regulacji w zakresie łączenia funduszy. Nową dyrektywą przewidziano możliwość dokonywania fuzji funduszy na płaszczyźnie międzynarodowej, czego nie przewidywano w dotychczasowych rozwiązaniach prawnych¹⁹. Argumentacją za tego typu rozwiązaniami było spore rozdrobnienie europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych, a przez to nieefektywność kosztowa²⁰.

Dyrektywa UCITS IV ma być zaimplementowana przez kraje członkowskie do 1 lipca 2011 r. Z pewnością nowa dyrektywa UCITS jest kolejnym, wręcz rewolucyjnym rozwiązaniem w zakresie europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych. Przede wszystkim umożliwi ona firmom inwestycyjnym ekspansję na rynku europejskim. Zgodnie z przyjętymi założeniami, ma również wpłynąć na zmniejszenie dominującej roli Luksemburga i Irlandii, jako głównych centrów rejestracji funduszy UCITS. Planowane zmiany powinny stworzyć zintegrowany system dystrybucji tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych w Europie. Może to jednak wiązać się z niekorzystnymi przeobrażeniami, szczególnie na mniejszych rynkach lokalnych, zaś rola firm inwestycyjnych na nich funkcjonujących może ulec zmniejszeniu. Niepokój powinien także budzić fakt, że stworzenie wspólnego, zintegrowanego rynku funduszy będzie bardziej korzystne dla dużych korporacji inwestycyjnych, i że to one będą głównym beneficjentem przyjętych rozwiązań, mogąc w sposób scentralizowany – przy podobnych jak obecnie nakładach – zarządzać z dowolnego miejsca w Europie pan-europejską siecią produktów²¹.

Rodzi się więc pytanie o szanse i zagrożenia wynikające z nowych regulacji UCITS dla polskich funduszy. Odpowiedź nie jest oczywiście jednoznaczna, zwłaszcza ze względu na mnogość zmian wprowadzanych nową dyrektywą. Niewątpliwie istotną rolę dla firm zarządzających odegrają rozwiązania dotyczące wprowadzenia paszportu europejskiego oraz usprawnienia procedury notyfikacyjnej. Można sobie bowiem wyobrazić łączne wykorzystanie obu tych rozwiązań przez krajowe TFI, które przecież borykają się od lat z powolnym „procesowaniem” przez KNF wniosków o tworzenie nowych funduszy (nawet do kilku miesięcy). Jeżeli pod rządami innych jurysdykcji zarejestrowanie funduszu będzie możliwe do osiągnięcia w krótkim czasie, wówczas krajowe TFI będą zapewne chętnie korzystać z tego rozwiązania, ponieważ zgodnie z UCITS IV mają możliwość zarządzać funduszem zarejestrowanym w innym kraju. Równocześnie nowa, usprawniona procedura notyfikacyjna, pozwoli praktycznie „od ręki” rozpocząć dystrybucję produktów tego funduszu na rynku krajowym. Dzięki regulacjom UCITS IV realne może stać się zatem zastosowanie dość specyficznej konstrukcji „wypychania” nowych produktów poza granice naszego kraju, celem ominięcia długotrwałych procedur legislacyjnych. *De facto* oznaczałoby to, że Polacy wpłacając kapitał do tego typu produktów kierowaliby go

¹⁹ Por.: J. M. Loehr, *Towards the next generation: moving from UCITS III to UCITS IV*, RBC Dexia Investor Services, maj 2009, s. 13, (dostępne na stronie www.rbcdexia.com).

²⁰ Przykładowo, przeciętna wartość aktywów funduszu UCITS jest pięciokrotnie niższa od statystycznego amerykańskiego funduszu otwartego, a przez to koszt zarządzania około dwukrotnie większy. Konieczna jest zatem konsolidacja branży, która przyniesie przede wszystkim korzyści dla inwestorów. Więcej na ten temat zobacz: K. Anderberg, J. Brescia, *op. cit.*, s. 19.

²¹ Por.: M. Duniec, *UCITS IV – ogromne zmiany na europejskim rynku funduszy*, Analizy Online (dostępne na www.analizy.pl), maj 2009.

poza rynek krajowy (przynajmniej zgodnie z obecnym rozumieniem podziału funduszy na krajowe i zagraniczne, a zatem z uwzględnieniem kryterium państwa rejestracji). Czy tak się stanie – wiele zależy od usprawnienia trybu pracy polskiego organu nadzoru i stosunku polskich TFI do stosowania tego typu rozwiązań.

Sporo większym zagrożeniem wydaje się natomiast (w kontekście paszportu dla spółek zarządzających) możliwość zarządzania przez zagraniczne firmy funduszami polskimi. Dotychczas, w przypadku funduszy krajowych, siedziba TFI musiała znajdować się na terytorium Polski. Obecnie zagraniczne firmy–matki, posiadające w Polsce swoje TFI, nie będą już zmuszone do dalszego utrzymywania instytucji zarządzających, a przynajmniej nie w obecnym kształcie. Fundusze mogą być bowiem zarządzane z centrów zagranicznych, a w razie potrzeby spółki–matki „wchłoną” jedynie niezbędne części polskich TFI (np. zespoły zarządzających aktywami, czy księgowość). Formalnie wiele krajowych TFI może zatem przestać istnieć ze względów ekonomicznych. Możliwe jest również pójście przez zagraniczne firmy jeszcze o krok dalej i „wchłanianie” aktywów polskich funduszy przez fundusze zagraniczne dzięki możliwości międzynarodowego łączenia funduszy. Oczywiście, narażone są na to przede wszystkim TFI i fundusze wchodzące w skład międzynarodowych grup kapitałowych.

6. PERSPEKTYWA PRYZYSTĄPIENIA POLSKI DO STREFY EURO A KRAJOWE FUNDUSZE INWESTYCYJNE

Prospects of Polish euro – zone accession and its impact on the domestic investment funds

Kryzys gospodarczy spowodował zrewidowanie planów dołączenia naszego kraju do strefy euro. Obecne wypowiedzi ekspertów sugerują, że dopiero w latach będzie 2010-2011 można będzie określić, kiedy Polska wypełni kryteria konieczne do wprowadzenia euro. Faktyczne przyjęcie wspólnej waluty szacuje się dla Polski jako możliwe najwcześniej w 2014 r. lub nawet 2-3 lata później²². Niewątpliwie jednak przystąpienie Polski do strefy euro nastąpi za kilka lat i mimo, że wydaje się to odległą perspektywą, niezbędne jest podjęcie przynajmniej próby oceny ewentualnych implikacji tego faktu dla polskich funduszy inwestycyjnych.

Najważniejszą konsekwencją wprowadzenia euro, pomijając techniczne i finansowe aspekty związane z koniecznością przewalutowania funduszy na euro, będzie wyeliminowanie ryzyka walutowego, z którym klienci funduszy mają obecnie do czynienia w przypadku polskich i zagranicznych funduszy bazujących na wspólnej walucie. Może to spowodować przepływ części kapitału zgromadzonego na rodzimym rynku w kierunku polskich rozwiązań lokujących aktywa na rynkach zagranicznych, albo wprost do funduszy zagranicznych. O tym, czy więcej środków trafi do funduszy zagranicz-

²² Por.: http://www.dziennik.pl/opinie/article444662/Petru_Euro_nie_wczesniej_niz_w_2014.html;
http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,33181,6240639,Nowi_doradcy_prezydenta__euro_najwczesniej_w_2015.html;
<http://www.bankier.pl/wiadomosc/Euro-w-Polsce-mozliwe-w-2015-roku-1988757.html>.

nych, czy do polskich inwestujących poza granicami kraju oraz lokalnie, zadecydują przede wszystkim warunki konkurencyjności. Istotne będą również przyszłe czynniki edukacyjne i psychologiczne, szczególnie ewentualny lęk przed inwestowaniem poza granicami rodzimego kraju. Jeżeli europejski rynek funduszy inwestycyjnych będzie nadal podlegać unifikacji, to bariery mentalne Polaków związane z transgranicznym przemieszczaniem kapitału mogą stopniowo zanikać.

Wylimitowanie ryzyka walutowego może stanowić także szansę dla krajowych funduszy inwestycyjnych. Analogicznie do inwestorów polskich, również inwestorzy zagraniczni borykają się dziś bowiem z barierą wolatylności kursów walut i ograniczają inwestycje w fundusze polskie, które wykazywały w ostatnich latach bardzo „przyzwoite” stopy zwrotu. Jeżeli ta tendencja utrzymałaby się w najbliższych latach, to Polska może być rynkiem naprawdę atrakcyjnym dla kapitału zagranicznego.

Przyjęcie euro może więc stanowić dla polskich funduszy inwestycyjnych zarówno zagrożenie, jak i szansę. Z dzisiejszej perspektywy trudno ocenić, w którym kierunku nastąpi silniejszy przepływ kapitału i jak zmieni się struktura rynku. Z pewnością będzie to jednak zmiana istotna, niosąca za sobą wiele potencjalnego ryzyka – na ile realnego, okaże się za około 10 lat.

7. PROGNOZA ROZWOJU POLSKICH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W NAJBLIŻSZYCH LATACH

Forecast of the Polish investment funds' development in the nearest future

Możliwe jest również zastosowanie zupełnie odmiennego podejścia do pytania o perspektywę rozwoju polskich funduszy inwestycyjnych w najbliższych latach. Chodzi o ujęcie analityczne z wykorzystaniem metod prognostycznych opartych o doświadczenia innych krajów, uznawanych za rozwinięte w obszarze funduszy inwestycyjnych. Poniżej przedstawiono prognozy wartości aktywów pod zarządzeniem polskich funduszy w latach 2010–2015, dokonane metodą *per analogiam*²³ przy założeniu, że krajem odniesienia są Stany Zjednoczone²⁴.

Badania oparte zostały na poszukiwaniu analogii w kształtowaniu się łącznej wartości aktywów pod zarządzeniem oraz wartości aktywów *per capita* w polskich i amerykańskich funduszach inwestycyjnych. W rezultacie poszukiwań metodą prób i błędów, wyodrębniono dwie pary okresów bardzo zbliżonych do siebie dla obu zmiennych (por. wykresy 2-5):

- lata 1967-1984 dla USA²⁵ oraz lata 1992-2009 dla Polski (przyjęto, że opóźnienie danych polskich wynosi 25 lat);

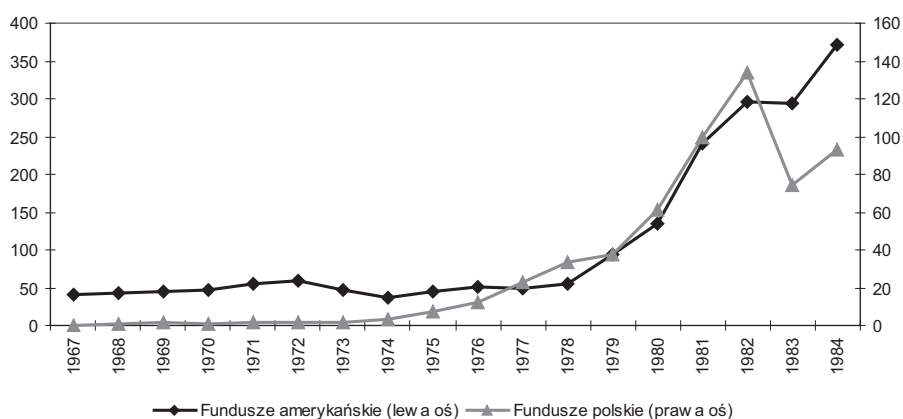
²³ Szerzej na ten temat por.: D. Błaszczuk, *Wstęp o prognozowaniu i symulacji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 158.

²⁴ Dokonując analizy wybrano Stany Zjednoczone, ze względu na długą, udokumentowaną historię funduszy inwestycyjnych w tym kraju, a zatem na doskonałe możliwości porównawcze.

²⁵ Ze względu na brak danych dla Stanów Zjednoczonych dla lat 1967–1969, oszacowano je metodą interpolacji liniowej w oparciu o dane z lat 1965 oraz 1970. Szerzej na temat zastosowanej metody patrz: D. Błaszczuk, *op. cit.*, s. 115-116.

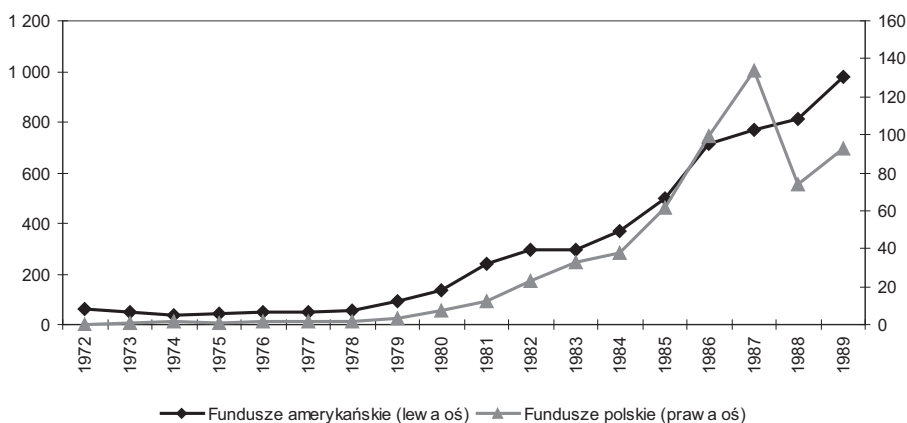
- lata 1972-1989 dla USA oraz lata 1992-2009 dla Polski (przyjęto, że opóźnienie danych polskich wynosi 20 lat).

Wyk. 2. Wartość aktywów polskich funduszy inwestycyjnych w latach 1992-2009 (w mld PLN) oraz amerykańskich funduszy inwestycyjnych w latach 1967-1984 (w mld USD)
Assets under management of the Polish investment funds between 1992 and 2009 (in PLN billions) and assets under management of American investment funds for the period 1967-1984 (in USD billions)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IZFA oraz Investment Company Institute.

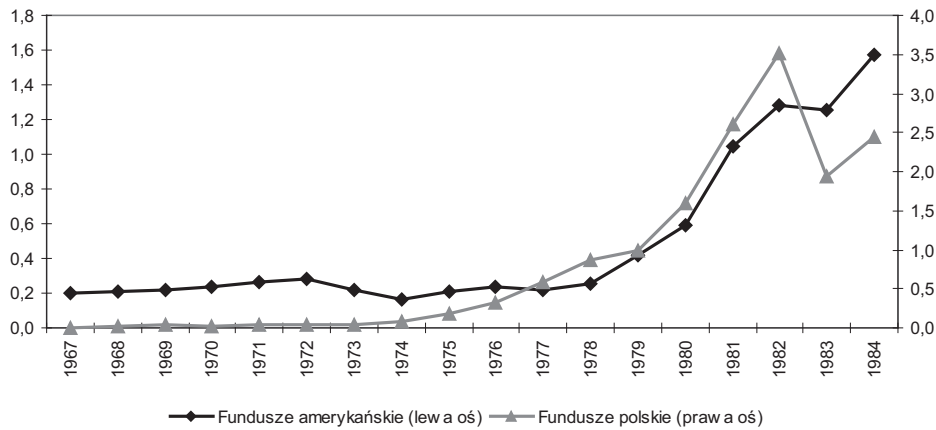
Wyk. 3. Wartość aktywów polskich funduszy inwestycyjnych w latach 1992-2009 (w mld PLN) oraz amerykańskich funduszy inwestycyjnych w latach 1972-1989 (w mld USD)
Assets under management of the Polish investment funds between 1992 and 2009 (in PLN billions) and assets under management of American investment funds for the period 1972-1989 (in USD billions)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IZFA oraz Investment Company Institute.

Wyk. 4. Wartość aktywów polskich funduszy inwestycyjnych *per capita* w latach 1992-2009 (w tys. PLN) oraz amerykańskich funduszy inwestycyjnych w latach 1967-1984 (w tys. USD)

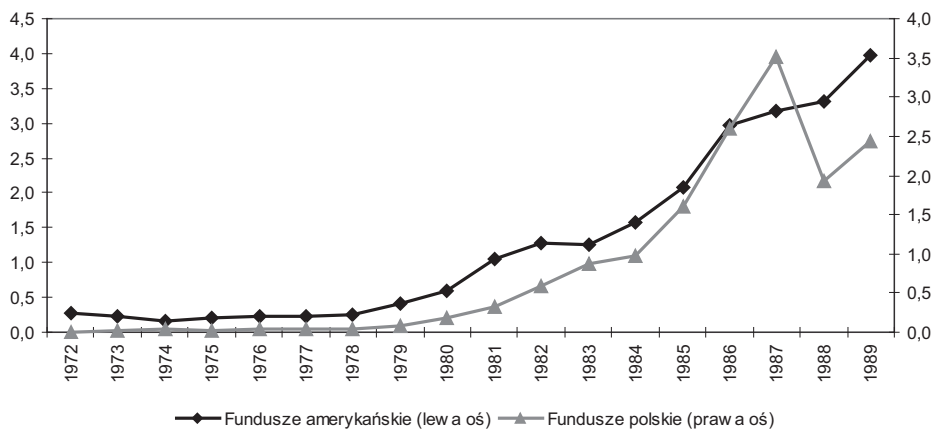
Assets under management per capita of the Polish investment funds between 1992 and 2009 (in PLN thousands) and assets under management of American investment funds for the period 1967-1984 (in USD thousands)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IZFA, GUS, Investment Company Institute oraz Census Bureau.

Wyk. 5. Wartość aktywów polskich funduszy inwestycyjnych *per capita* w latach 1992-2009 (w tys. PLN) oraz amerykańskich funduszy inwestycyjnych w latach 1972-1989 (w tys. USD)

Assets under management per capita of the Polish investment funds between 1992 and 2009 (in PLN thousands) and assets under management of American investment funds for the period 1972-1989 (in USD thousands)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IZFA, GUS, Investment Company Institute oraz Census Bureau.

Na wykresach 2-5 występuje zauważalna analogia w kształtowaniu się wartości aktywów funduszy oraz wartości aktywów *per capita* w Polsce oraz w Stanach Zjednoczonych. Jedynie w 2008 r. nastąpił wyraźny spadek wartości badanych zmiennych w przypadku Polski, podczas gdy w „kryzysowych” latach 1982 oraz 1987 w USA nastąpiła jedynie stabilizacja.

Aby sporządzić prognozę kształtowania się wartości aktywów netto polskich funduszy inwestycyjnych w latach 2010-2015, przyjęto że będą one rosły w tempie zbliżonym do Stanów Zjednoczonych w odnośnych latach, tj.: 1985-1990 oraz 1990-1995. Tempo to, oszacowane z wykorzystaniem średniej geometrycznej²⁶, wynosiło dla USA odpowiednio: 20,2% oraz 20,3% rocznie.

Posługując się analogiczną metodą obliczono średnioroczne tempo wzrostu wartości aktywów *per capita* zgromadzonych w funduszach amerykańskich. W tym przypadku dla lat 1985-1990 otrzymano wynik na poziomie 18,7%, natomiast dla drugiego badanego okresu – 19,2%. Aby tą metodą otrzymać prognozę wartości aktywów polskich funduszy inwestycyjnych założono dodatkowo, że liczebność populacji Polaków będzie ulegać zmianie zgodnie z prognozami GUS na najbliższe lata²⁷.

Dalsze obliczenia dokonano na podstawie wzoru²⁸:

$$x_t = x_0 \cdot (1+r)^t$$

gdzie:

x_0 – wartość aktywów netto (aktywów netto *per capita*) polskich funduszy w roku 0 (2009 r.);

x_t – wartość aktywów netto (aktywów netto *per capita*) polskich funduszy w roku t ;

r – średnioroczne tempo wzrostu aktywów netto (aktywów netto *per capita*) funduszy amerykańskich.

Wyniki przedstawiono w tabeli 2.

Z przeprowadzonych obliczeń wynika, że jeżeli w latach 2010-2015 aktywa funduszy polskich będą zmieniać się w tempie charakterystycznym dla funduszy amerykańskich w latach odpowiednio 1985-1990 oraz 1990-1995, to ich wartość wzrośnie w tym okresie o ok. 190 mld PLN (200%) do poziomu 280 mld PLN na koniec 2015 r.

Obliczenia przeprowadzone z wykorzystaniem wartości aktywów *per capita* doprowadziły do nieco niższych, chociaż niezbyt odbiegających od pierwszej metody wyników. Wg nich, aktywa polskich funduszy wzrosną w analizowanym okresie o ok. 170 mld PLN do wartości 260–265 mld PLN. Druga metoda ma tę zaletę, że „oczyszcza” prognozę z wpływu, jaki na tempo wzrostu aktywów funduszy amerykańskich wywierał wzrost liczby Amerykanów w latach 1985-1990 (5,8%) oraz 1990-1995 (7,7%). Jest to istotne o tyle, że w Polsce przewidywany jest w tym zakresie trend spadkowy.

²⁶ *Ibidem*, s. 118.

²⁷ Por.: http://www.stat.gov.pl/gus/5840_4514_PLK_HTML.htm.

²⁸ Por. np.: D. Błaszczuk, *op. cit.*, s. 119.

Tab. 2. Prognoza wartości aktywów netto polskich funduszy inwestycyjnych w latach 2010–2015 (w mld PLN)
Forecast of Polish investment funds' assets under management for the period 2010–2015 (in PLN billion)

Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015
metoda 1 ^a	111,8	134,4	161,5	194,1	233,3	280,5
metoda 1 ^b	111,9	134,6	161,9	194,8	234,3	281,9
metoda 2 ^a	110,3	130,9	155,4	184,3	218,7	259,5
metoda 2 ^b	110,8	132,0	157,3	187,5	223,3	266,1

Źródło: Obliczenia własne.

metoda 1 – prognozowanie na podstawie tempa zmian wartości aktywów netto funduszy amerykańskich
metoda 2 – prognozowanie na podstawie tempa zmian wartości aktywów netto *per capita* funduszy amerykańskich z uwzględnieniem zmian przyszłej liczebności populacji Polaków.

a – prognoza na podstawie danych USA z lat 1985–1990

b – prognoza na podstawie danych USA z lat 1990–1995

Reasumując, zastosowana metoda prognostyczna *per analogiam* implikuje, że wartość aktywów polskich funduszy inwestycyjnych wynosić będzie na koniec 2015 r. (w zależności od sposobu szacowania) między 260 a 280 mld PLN. Mimo, iż są to wartości wysokie w porównaniu z obecnymi, to wydaje się, że realnie możliwe do osiągnięcia – szczególnie przy uwzględnieniu dotychczasowych doświadczeń polskich funduszy w zakresie przepływów kapitału oraz prawdopodobieństwa przesuwania środków z lokat bankowych do funduszy w najbliższych latach. Wszystko zależy będzie jednak od zmaterializowania się pozytywnych scenariuszy makroekonomicznych na najbliższe lata.

PODSUMOWANIE

Summary

Większość spośród przeanalizowanych w punktach 1-6 czynników pozwala patrzeć na przyszłość polskich funduszy inwestycyjnych z optymizmem. Przytoczone wielkości makroekonomiczne rysują obraz gospodarki na „ścieżce” wzrostu, bez wyraźnych zagrożeń i zakłóceń, a zatem również z korzystną koniunkturą na rynku kapitałowym. Prognozowany wzrost inflacji w najbliższych latach nie sugeruje wprawdzie dobrej koniunktury dla funduszy dłużnych, jednak niesie nadzieję na korzystne uwarunkowania dla rynku akcji. Równocześnie dzięki utrzymywaniu się relatywnie niskiego poziomu inflacji i stóp procentowych, fundusze inwestycyjne powinny jako produkt zyskiwać na atrakcyjności, szczególnie w relacji do lokat bankowych. Nie widać również silnych wewnętrznych, bądź zewnętrznych zagrożeń konkurencyjnych ze strony innego typu produktów finansowych, w tym zagranicznych funduszy inwestycyjnych.

Pozytywne znaczenie powinno mieć również wprowadzenie w życie w ubiegłym roku regulacji dyrektywy MiFID, co w długim okresie powinno przynieść funduszom przede wszystkim mniejsze fluktuacje wartości aktywów w okresach spadków giełdowych, a zatem bardziej równomierne i wyższe tempo rozwoju.

Wprowadzenie euro, a zatem *de facto* likwidacja ryzyka walutowego dla inwestycji we wspólnej walucie, stanowić może dla rodzimych funduszy zarówno zagrożenie, jak i szansę. O tym, w którym kierunku przemieszczać się będzie więcej środków finansowych, zadecydują atrakcyjność oferty produktowej funduszy krajowych względem zagranicznej konkurencji, wyniki inwestycyjne funduszy oraz „przełamywanie” bariery psychologicznej przed transgranicznym przemieszczaniem kapitału. Wydaje się jednak, że w tym zakresie fundusze krajowe nie są na straconej pozycji.

Czynnikiem, który może okazać się potencjalnym zagrożeniem dla polskich funduszy inwestycyjnych będzie wprowadzenie regulacji dyrektywy UCITS IV. Zamysł stworzenia jednolitego, konkurencyjnego wobec innych form lokowania kapitału europejskiego rynku instytucji zbiorowego inwestowania, wydaje się generalnie jak najbardziej słuszny, jednak w praktyce przyjęte rozwiązania mogą spowodować jeszcze większe skupienie kapitału w rękach najsilniejszych „graczy” na europejskim rynku finansowym. To, czy Polski rynek będzie w stanie skutecznie „oprzeć się” potencjalnym zagrożeniom zależy w dużej mierze od determinacji polskiego ustawodawcy w zakresie jego ochrony. Jak zwykle w takich sytuacjach, dyrektywa pozostawiła bowiem częściową swobodę krajowym regulatorom.

Odrzucając wszelkiego typu uwarunkowania niemierzalne i opierając się na najprostszymi metodach prognostycznych oraz wykorzystując doświadczenia najbardziej rozwiniętego rynku funduszy inwestycyjnych na świecie (Stanów Zjednoczonych) można szacować, że w 2015 r. aktywa funduszy polskich powinny osiągnąć wartość w przedziale 260–280 mld PLN.

SUMMARY

The past development of Polish investment funds was determined by various factors of legislative and economic kind. Their exact impact on investment funds, investigated by the author in former research, allowed to consider the possible future of these financial vehicles. In general, further development of Polish investment funds looks optimistic and rather unthreatened. Macroeconomic forecasts for the period of 2010-2012 are optimistic and do not indicate any serious disturbance within the Polish economy. This should be a good sign for the financial market, especially for equities. Despite predictions for the bond market are rather negative, central bank and market rates should remain on a relatively low level, which implicates rather weak bank deposits' competition. Also other competitive financial products do not seem to generate real threats for investment funds. Recent MiFID directives' implementation should bring the investment funds' assets less volatility in the future through more adequate investment strategy selection. Implementation of the euro currency may act as endangerment, but also as an opportunity

for the domestic funds. Especially in the context of probably high management funds' results - typical for emerging markets. The only real adverse factor may be created by implementation of UCITS IV directive, which may lead to further polarization of the European UCITS market and depletion of smaller regional fund markets.

Apart from the above factors, pure prognostic methods implicate, that the value of assets under management gathered within Polish funds should increase to 260–280 bln PLN in the year of 2015.

mgr Jacek Kuciński