

KATARZYNA GABRYELCZYK

## **ROLA SPECJALISTYCZNYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH NA RYNKU FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W POLSCE**

### **1. Wstęp**

Podstawowym celem funkcjonowania każdego rynku kapitałowego jest umożliwienie różnym podmiotom pozyskania środków finansowych na zapewniającą dochody działalność inwestycyjną<sup>1</sup>. Środki te gromadzone są poprzez inne podmioty, które, dysponując wolnymi zasobami pieniężnymi, chcą je zainwestować i tym samym uzyskać dodatkowe korzyści finansowe. Podobnie jak na całym rynku finansowym, na rynku kapitałowym występuje więc popyt i podaż na kapitały pieniężne. Z jednej strony rynek ten zgłaszającym popyt na pieniądź umożliwia tworzenie długoterminowych kapitałów pożyczkowych i udziałowych, wykorzystywanych w działalności gospodarczej, a także kapitałów służących finansowaniu różnorodnych przedsięwzięć<sup>2</sup>. Z drugiej zaś reprezentującym podaż na pieniądź umożliwia on uzyskanie dodatkowych dochodów, w wyniku dokonywania przez nich różnych inwestycji.

W zależności od wielkości posiadanych przez uczestników rynku kapitałowego zasobów, poziomu akceptacji ryzyka inwestycyjnego, jak i profesjonalizmu zarządzania kapitałem, inwestycje te (zwane inwestycjami kapitałowymi) dokonywane są przez uczestników rynku w różnego rodzaju instrumenty.

Do najpopularniejszych instrumentów rynku kapitałowego, w które inwestorzy mogą lokować swój kapitał, należą akcje, obligacje i długoterminowe lokaty bankowe. Poza nimi na rynku tym występują też inne instrumenty, a wśród nich tytuły uczestnictwa emitowane przez fundusze inwestycyjne.

Fundusze inwestycyjne są jednym z rodzajów instytucji wspólnego inwestowania. Powstają poprzez zgromadzenie odrębnych i rozproszonych środków pieniężnych należących do wielu inwestorów. Utworzony w ten sposób portfel inwestycyjny jest następnie inwestowany w różne instrumenty, występujące na rynku finansowym. Podstawowa zasada, na której opiera się polityka inwestycyjna tych instytucji, polega na rozproszeniu ryzyka inwestycyjnego, czyli lokowaniu środków ich uczestników w takie przedsię-

---

<sup>1</sup> K. Ciejpa-Znamirowski, *Rynek kapitałowy w Polsce*, Oficyna Wydawnicza Fundacji Uniwersyteckiej w Stalowej Woli, Stalowa Wola 2000, s. 18.

<sup>2</sup> *System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 15.

wzięcia, które mają zapewnić wyższy stopień bezpieczeństwa inwestycji, a przez to mniejsze ryzyko niż w przypadku samodzielnego dokonywania inwestycji przez podmioty na rynku finansowym<sup>3</sup>.

W Polsce fundusze inwestycyjne rozpoczęły swą egzystencję dzięki ustawie o *funduszach inwestycyjnych*<sup>4</sup>, która weszła w życie z początkiem 1998 roku. Poza pełniejszą regulacją oraz zmianą koncepcji działalności tych instytucji<sup>5</sup>, ustawa wyodrębniła cztery<sup>6</sup> rodzaje funduszy inwestycyjnych, a mianowicie: fundusze otwarte i specjalistyczne fundusze otwarte, emitujące jednostki uczestnictwa oraz fundusze zamknięte i mieszane, emitujące certyfikaty inwestycyjne.

Przedmiotem niniejszego opracowania są specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte. Będąc jedną z form inwestowania na polskim rynku funduszy inwestycyjnych, stanowią interesujący oraz przynoszący korzyści swym uczestnikom instrument tego rynku. Uwaga autorki skupiona została na podstawach prawnych działalności tych instytucji, ich ofercie skierowanej do podmiotów indywidualnych i instytucjonalnych oraz na udziale tych podmiotów w rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce.

## 2. Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte w ustawodawstwie polskim

Podstawowym założeniem w konstrukcji specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych – SFIO (podobnie jak w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych – FIO) jest zmienna liczba emitowanych przez nie tytułów uczestnictwa, czyli jednostek uczestnictwa. Dopuszczalne jest zarówno płynne zmniejszanie się liczby jednostek, jak również nieograniczone zwiększanie się ich liczby w funduszu. Przy takiej konstrukcji istnieje – w zależności od potrzeb inwestorów – nieograniczona możliwość ciągłego kreowania jednostek uczestnictwa. Praktycznie zatem każdy może w dowolnym czasie do funduszu „wejść”, nabywając jednostki uczestnictwa i stając się tym samym uczestnikiem funduszu; może także w dowolnym czasie z funduszu „wyjść”, umarzając jednostki uczestnictwa<sup>7</sup>.

Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte są więc podmiotami, które (podobnie jak fundusze inwestycyjne otwarte) zbywają jednostki uczest-

<sup>3</sup> K. Gabryelczyk, *Sposoby pozyskiwania inwestorów przez fundusze inwestycyjne w Polsce*, w: *Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec wyzwań współczesności*. T. 1, Wydawnictwo AE im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice 1992, s. 307.

<sup>4</sup> Ustawa z 28 sierpnia 1997r o *funduszach inwestycyjnych*, Dz. U. Nr 139, poz. 933 z późniejszymi zmianami.

<sup>5</sup> Wcześniej na polskim rynku kapitałowym działały fundusze powiernicze zarządzane przez towarzystwa funduszy powierniczych, których podstawą prawną była ustawa *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych* z 22 marca 1991 r. (Dz. U. Nr 71, poz. 313 z późniejszymi zmianami). Wyznaczała ona jedynie ramowe warunki działania tych instytucji, traktując fundusze powiernicze jako wyodrębnioną finansowo wspólną masę majątkową uczestników, o zmiennej wartości i stałym przeznaczeniu gospodarczym, a nie osobę prawną, jak to ma miejsce w przypadku funduszy inwestycyjnych.

<sup>6</sup> Dnia 21 marca 2001 r. weszła w życie ustawa o *zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych* (z 16 listopada 2000, Dz. U. Nr 114, poz. 1192), która wprowadziła możliwość tworzenia piątego rodzaju funduszy inwestycyjnych – specjalistycznego zamkniętego, emitującego certyfikaty inwestycyjne.

<sup>7</sup> M. Dyl, *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*, Wydawnictwo KiK, Warszawa 2001, s. 68.

nictwa i dokonują ich odkupienia (umorzenia) na żądanie uczestników funduszu. Jednostki uczestnictwa tych funduszy charakteryzują się następującymi cechami:

- reprezentują jednakowe prawa majątkowe,
- są zbywalne,
- podlegają dziedziczeniu,
- mogą być przedmiotem zastawu,
- nie mogą być zbyte przez uczestnika na rzecz osób trzecich.

Poza licznymi podobieństwami, specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte posiadają cechy związane z ich działalnością, które w znaczący sposób różnią je od funduszy otwartych. Podstawowa różnica między nimi polega na tym, iż specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte mają możliwość:

- określenia w statucie wymogów formalnych w stosunku do ich uczestników – uczestnikami tego funduszu mogą więc zostać np. wyłącznie osoby prawne, bądź osoby indywidualne – pracownicy danego przedsiębiorstwa, chcący uczestniczyć w programie emerytalnym, oferowanym przez pracodawcę,
- określenia warunków, na jakich uczestnik może żądać odkupienia jednostek uczestnictwa tego funduszu, w tym w szczególności terminu, w którym uczestnik powinien zgłosić zamiar żądania odkupienia jednostki uczestnictwa, lub terminu, w którym nastąpi wypłata kwoty z tytułu odkupienia tych jednostek.

## 2.1. Ograniczenia inwestycyjne

Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (SFIO) działają na zasadach podobnych do funduszy inwestycyjnych otwartych (FIO). Niezmiernie istotnymi zagadnieniami zawartymi w ustawodawstwie z punktu widzenia ich działalności są:

- ograniczenia oraz zakazy dotyczące możliwości alokacyjnych kapitałów ich uczestników,
- ograniczenia związane z zasadami dywersyfikacji lokat,
- ograniczenia dotyczące się zaciągania przez fundusz zobowiązań.

Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych SFIO mogą lokować zgromadzone środki w<sup>8</sup>:

- papiery wartościowe emitowane lub gwarantowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski (NBP) oraz dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub na zagranicznym rynku regulowanym,
- papiery wartościowe dopuszczone do obrotu publicznego nabywane w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej, jeżeli warunki emisji lub pierwszej oferty publicznej zakładają złożenie wniosku o dopuszczenie do obrotu, na rynku regulowanym oraz gdy dopuszczenie do tego obrotu jest zapewnione w okresie nie dłuższym niż rok od dopuszczenia

<sup>8</sup> Ustawa o funduszach inwestycyjnych, art. 71.

do publicznego obrotu, pod warunkiem że statut funduszu zezwala na dokonywanie takich lokat,

- inne papiery wartościowe oraz wierzytelności pieniężne o okresie wymagalności nie dłuższym niż rok, pod warunkiem, że są zbywalne i ich wartość rynkowa może być ustalona w każdym czasie, nie rzadziej jednak niż w dniu wyceny, z tym że wartość tych lokat nie może przewyższać 10% wartości aktywów funduszu.

W przypadku tych funduszy istnieje również możliwość nabywania jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych otwartych, mających siedzibę zarówno na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej, jak i za granicą. Możliwość taka występuje również wówczas, gdy dany fundusz nabywa jednostki funduszy otwartych zarządzanych przez to samo towarzystwo. W tym wypadku nabywanie jednostek uczestnictwa zostało ograniczone przez ustawodawcę tylko do tych funduszy, które specjalizują się w inwestycjach na określonym obszarze geograficznym lub w określonej branży albo sektorze gospodarczym, a możliwość nabywania ich jednostek uczestnictwa jest wskazana w statucie funduszu<sup>9</sup>.

Jak wskazano powyżej, ustawodawca wprowadził również pewne zakazy dotyczące się polityki alokacyjnej specjalistycznych funduszy otwartych. Zgodnie z ustawą fundusze te nie mogą<sup>10</sup>:

- lokować aktywów funduszu w papiery wartościowe i wierzytelności towarzystwa zarządzającego tym funduszem, jego akcjonariuszy oraz podmiotów pozostających z nimi w stosunku zależności lub dominacji, w rozumieniu przepisów o publicznym obrocie papierami wartościowymi,
- zawierać umów, których przedmiotem są papiery wartościowe i wierzytelności pieniężne o terminie wymagalności nie dłuższym niż rok, z: członkami organów towarzystwa, osobami zatrudnionymi w towarzystwie oraz osobami wyznaczonymi przez depozytariusza do wykonywania obowiązków określonych w umowie o prowadzenie rejestru aktywów funduszu, bądź też z ich małżonkami lub osobami z nimi spokrewnionymi lub powinowacymi,
- zawierać umów, których przedmiotem są papiery wartościowe i prawa majątkowe, z akcjonariuszami: towarzystwa, depozytariusza oraz podmiotów pozostających z towarzystwem lub depozytariuszem w stosunku zależności lub dominacji w rozumieniu przepisów o publicznym obrocie papierami wartościowymi.

Dla zmniejszenia ryzyka wiążącego się z inwestowaniem ustawa o funduszach inwestycyjnych określa zasady dywersyfikacji lokat. Najważniejszą z nich jest ta, która mówi, iż specjalistyczne fundusze otwarte nie mogą lokować więcej niż 5% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe wyemitowane przez jeden podmiot i w wierzytelności wobec tego podmiotu. Ich statuty mogą jednak dopuszczać sytuacje, w których możliwe jest ulokowanie w papiery jednego podmiotu i wierzytelności wobec niego do 10% wartości aktywów. Łączna wartość takich lokat nie może jednak przekroczyć

<sup>9</sup> Ibidem, art. 73, ust. 4.

<sup>10</sup> Ibidem, art. 77, ust. 2.

40% wartości wszystkich aktywów<sup>11</sup>. Tych ograniczeń nie stosuje się w odniesieniu do papierów emitowanych bądź gwarantowanych przez:

- Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski,
- jednostki samorządu terytorialnego,
- państwa należące do OECD oraz międzynarodowe instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska, lub co najmniej jedno z państw należących do OECD.

Wyłączenie to nie jest jednak bezwzględne. W stosunku do lokat w papiery wartościowe wszystkich wyszczególnionych podmiotów oprócz Skarbu Państwa oraz NBP ograniczenie umożliwia inwestycję w papiery wartościowe jednego emitenta lub gwarantowane przez jeden podmiot do 35% wartości aktywów funduszu. Istnieje przy tym możliwość likwidacji tego ograniczenia (czyli stworzenie możliwości inwestycyjnych do poziomu 100% wartości aktywów funduszu), jeżeli statut funduszu na to zezwala i wskazuje tego emitenta lub gwaranta.

Jednocześnie, zachowując zasadę posiadania wysokiego statusu bezpieczeństwa, a co za tym idzie, dopuszczając maksymalny poziom zaangażowania w stosunku do jednego podmiotu – wprowadzono regulację dotyczącą rozproszenia lokat w rządowe (emitowane przez władze publiczne) papiery wartościowe jednego emitenta. W sytuacji odstępstwa od wymogów dywersyfikacji wobec takich papierów, lokaty takie powinny być dokonywane w papiery wartościowe jednego emitenta co najmniej sześciu różnych emisji, a wartość lokaty w papiery żadnej z tych emisji nie może przewyższać 30% wartości aktywów specjalistycznego funduszu otwartego.

Szczególne ograniczenia dywersyfikacyjne, wskazujące na wysoki stopień zaufania ustawodawcy do papierów wartościowych emitowanych przez banki hipoteczne, wprowadzono w stosunku do listów zastawnych. Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (podobnie jak fundusze inwestycyjne otwarte) mogą lokować do 25% wartości zgromadzonych aktywów w listy zastawne wyemitowane przez jeden bank hipoteczny. Aby jednak zachować pewną część środków płynnych w funduszu, postanowiono, że suma lokat w listy zastawne nie może przekraczać 80% wartości aktywów<sup>12</sup> danego funduszu<sup>13</sup>.

Ponadto, jeżeli statut specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego przewiduje, że jego uczestnikami mogą być wyłącznie osoby prawne, fundusz może przy dokonywaniu lokat aktywów stosować ograniczenia inwestycyjne przewidziane przez ustawodawcę dla funduszu inwestycyjnego mieszanego<sup>14</sup>.

<sup>11</sup> Zasady dywersyfikacji portfela funduszu inwestycyjnego stosowane w przypadku specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych wzorują się w znacznym stopniu na regulacjach Unii Europejskiej, tj. Dyrektywy UCITS, za: M. Dyl, op. cit., s. 153.

<sup>12</sup> Wprowadzenie takiej regulacji, kształtującej reguły dywersyfikacji listów zastawnych, jest wykorzystaniem możliwości przewidzianej w art. 22 ust.4 Dyrektywy UCITS, za: M. Dyl, op. cit., s. 154.

<sup>13</sup> M. Dyl, op. cit., s. 153-154.

<sup>14</sup> Oprócz wymienionych powyżej instrumentów fundusze mieszane mogą inwestować aktywa w: udziały w spółkach z o.o., waluty oraz prawa pochodne, inne prawa pochodne od praw majątkowych będących przedmiotem lokat i transakcje terminowe, przy uwzględnieniu celu inwestycyjnego funduszu, zachowując takie same jak w SFIO ograniczenia procentowe, dotyczące udziału poszczególnych instrumentów w portfelu danego funduszu.

Biorąc pod uwagę ograniczenia dotyczące zaciągania zobowiązań, ustawodawca określił, iż fundusze te mogą zaciągać, wyłącznie w bankach, pożyczki i kredyty, o terminie spłaty do jednego roku, w łącznej wysokości nie przekraczającej 10% wartości aktywów netto funduszu w chwili ich zaciągania.

## 2.2. Rada inwestorów jako organ kontrolny

Oprócz uregulowania zasad związanych polityką inwestycyjną, czy zasadami dywersyfikacji lokat, ustawodawca (w noweli ustawy z listopada 2000 roku) stworzył możliwość utworzenia w specjalistycznych funduszach inwestycyjnych otwartych organu kontrolującego działalność danego funduszu, czyli rady inwestorów<sup>15</sup>.

Do kompetencji rady inwestorów należy:

- kontrola realizacji celu inwestycyjnego i polityki inwestycyjnej funduszu,
- kontrola przestrzegania określonych przepisami prawa i statutu ograniczeń inwestycyjnych.

W tym celu może ona przeglądać księgi i dokumenty funduszu oraz żądać wyjaśnień od towarzystwa nim zarządzającego. W przypadku stwierdzenia jakichkolwiek nieprawidłowości rada inwestorów może postanowić o rozwiązaniu danego funduszu.

W skład rady inwestorów może wchodzić uczestnik funduszu posiadający ponad 5% ogólnej liczby jednostek uczestnictwa w danym funduszu, bądź też (jeżeli statut tak stanowi) przedstawiciel uczestników funduszu posiadających ponad 5% ogólnej liczby jednostek uczestnictwa tego funduszu, który został przez nich wybrany i wyraził pisemną zgodę na udział w radzie.

Wprowadzenie przedstawiciela drobnych inwestorów przelamuje dominację znaczących inwestorów w zakresie prac i możliwości oddziaływania rady inwestorów na fundusz. O zamiarze dokonania wyboru wspólnego przedstawiciela uczestnicy informują fundusz, który z kolei niezwłocznie zawiadamia o spełnieniu przez nich wymagań statutowych, po uprzednim zbadaniu uprawnień statutowych tych uczestników. Dlatego więc, w tym zakresie powinna zostać dokonana przez fundusz ocena udziału, jaki w funduszu stanowią jednostki uczestnictwa posiadane przez uczestników funduszu, dokonujących wyboru wspólnego przedstawiciela<sup>16</sup>.

Rada inwestorów rozpoczyna swą działalność, gdy co najmniej trzech inwestorów spełnia warunki posiadania ponad 5% ogólnej liczby jednostek uczestnictwa. Członkostwo w radzie ustaje natomiast z dniem złożenia rezygnacji przez członka rady lub z dniem zawiadomienia inwestora przez fundusz, że liczba posiadanych przez niego jednostek uczestnictwa jest mniejsza niż 5% ogólnej liczby jednostek udziałowych w danym funduszu.

Jeżeli w wyniku ustania członkostwa (lub członkostw) w radzie inwestorów będzie mniej niż trzech członków, zawiesza ona swoją działalność, do

<sup>15</sup> Rada inwestorów fakultatywnie występuje w funduszu specjalistycznym otwartym, obligatoryjnie zaś w funduszu inwestycyjnym zamkniętym i mieszanym.

<sup>16</sup> M. Dyl, op. cit., s. 71-72

czasu spełnienia przez co najmniej trzech uczestników wymogu progu reprezentatywności ponad 5% jednostek uczestnictwa w funduszu.

Każda posiadana przez członka rady inwestorów jednostka uczestnictwa daje prawo do jednego głosu w radzie. Tak jak nie można ograniczyć liczby głosów przypadających na jednostkę uczestnictwa, tak również nie jest możliwe przyznanie większej liczby głosów jednostce uczestnictwa. Warto zatem zauważyć, że przy tak zdefiniowanych uprawnieniach wynikających z jednostki uczestnictwa przesądzo, iż uchwały rady inwestorów podejmowane są bezwzględna większością głosów oddanych<sup>17</sup>.

### **3. Oferta specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych**

Jak przedstawiono powyżej, zgodnie z polskim ustawodawstwem, specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (SFIO) mają możliwość określania w swych statutach podmiotów, które mogą nabywać ich jednostki uczestnictwa. Biorąc pod uwagę ten fakt oraz charakterystykę tej części polskiego rynku funduszy inwestycyjnych można wyróżnić dwa typy specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych, w których uczestnikami mogą być różne grupy podmiotów, a mianowicie:

- fundusze związane z inwestowaniem w ramach III filaru nowego systemu emerytalnego, których oferta skierowana jest do podmiotów indywidualnych,
- fundusze przeznaczone wyłącznie dla osób prawnych.

Szczegółowa charakterystyka obu typów funduszy przedstawiona została poniżej.

#### **3.1. Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte związane z III filarem**

Na rozwój specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych w Polsce skierowanych do podmiotów indywidualnych ogromny wpływ miał proces wdrażania od dnia 1 stycznia 1999 roku reformy systemu emerytalnego. Reforma ta zakładała istnienie systemu emerytalnego opartego na trzech filarach:

- pierwszym, powszechnym repartycyjnym,
- drugim, powszechnym kapitałowym, oraz
- trzecim, dodatkowym kapitałowym o charakterze dobrowolnym.

Z punktu widzenia udziału funduszy inwestycyjnych w tym systemie istotny jest filar III. W nim bowiem zakłada się działanie programów emerytalnych zarówno o charakterze indywidualnym (indywidualnych programów oszczędzania), skierowanych do zamożnej części społeczeństwa, a oferowanych na zasadach komercyjnych przez różne instytucje finansowe, takie jak towarzystwa ubezpieczeniowe, banki oraz fundusze inwestycyjne, jak i o charakterze zakładowym (branżowym), sponsorowanych w całości lub częściowo przez pracodawców (pracowniczych programów emerytal-

<sup>17</sup> Ibidem, s. 72.

nych). Przy tej okazji należy zwrócić uwagę na fakt, iż pracownicze programy emerytalne mają umożliwić pracodawcom zapewnienie pracownikom dodatkowych dochodów w wieku emerytalnym. Programy te mogą być prowadzone w jednej z czterech form:

- umowy grupowego ubezpieczenia pracowników w zakładzie ubezpieczeń na życie działającym w formie spółki akcyjnej,
- umowy o wnoszeniu przez pracodawcę składek pracowników do towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych na życie, którego pracownicy są członkami,
- pracowniczego funduszu emerytalnego,
- umowy o wnoszeniu przez pracodawcę składek pracowników do funduszu inwestycyjnego otwartego lub specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego.

Oszczędzanie w dwóch pierwszych formach może odbywać się wyłącznie w ramach ubezpieczenia na życie z funduszem inwestycyjnym, które dodatkowo może być uzupełnione ubezpieczeniem wypadkowym i chorobowym<sup>18</sup>.

Jak więc wynika z powyższego, fundusze inwestycyjne, w tym przede wszystkim specjalistyczne fundusze otwarte, odgrywają istotną rolę dla osób inwestujących w III filarze. Przede wszystkim, ponieważ forma funduszy do tej pory działających w Polsce w obszarze III filaru, to właśnie specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte.

W chwili obecnej na polskim rynku funduszy inwestycyjnych działa około 10 specjalistycznych funduszy otwartych, których uczestnikami są inwestorzy III filaru. Z dnia na dzień liczba ta ulega jednak zwiększeniu, przede wszystkim w związku z tym, iż chętnych do zadbania o swoją przyszłość jest coraz więcej. Jak dotąd wszystkie tego typu fundusze są – z punktu widzenia podejmowanego ryzyka – funduszami bezpiecznymi, inwestującymi zgromadzone środki głównie w dłużne papiery wartościowe oraz obligacje, czyli w instrumenty charakteryzujące się zerowym bądź minimalnym ryzykiem inwestycyjnym. Stosowanie takiej polityki inwestycyjnej nie powinno dziwić, gdyż głównym celem tego typu funduszy jest gromadzenie środków pieniężnych przeznaczonych do wypłat świadczeń emerytalnych bądź rentowych oraz bezpieczne lokowanie nadwyżek finansowych w długim okresie.

Szczegółową charakterystykę wybranych specjalistycznych funduszy otwartych występujących obecnie w Polsce przedstawia tabela 1.

---

<sup>18</sup> K. Sas Kulczycka, D. Choryło, J. Król, Z. Lasota, *Inwestycje wspólnego inwestowania w Polsce. Fundusze inwestycyjne i emerytalne*, WIG PRESS, Warszawa 1998, s. 34-36.

Tabela 1. Charakterystyka wybranych SFIO działających w obszarze III filaru

Kategorie	CitiSenior	Skarbiec III Filar	Arka WBK	PBK 60plus
Podmiot zarządzający	Skarbowy Zarządzanie Aktywami S.A.	BRE Asset Management	BZ WBK AIB Asset Management	PBK Atut TFI
Depozytariusz	Bank Śląski S.A.	Citibank Poland S.A.	Bank Handlowy S.A.	BRE Bank S.A.
Agent transferowy	Obsługa Funduszy Inwestycyjnych	CA IB Financial Advisers S.A.	Obsługa Funduszy Inwestycyjnych	CA IB Financial Advisers S.A.
Typ funduszu	bezpieczny-stabilnego	bezpieczny-stabilnego wzrostu	stabilnego wzrostu wzrostu	stabilnego wzrostu
Cel funduszu	wzrost wartości aktywów funduszu w wyniku wzrostu wartości lokat	gromadzenie środków pieniężnych przeznaczonych do wypłaty świadczeń emerytalnych bądź rentowych uczestnikom PPE, bezpieczne lokowanie nadwyżek finansowych w długim okresie	cele emerytalne i inne długoterminowe cele oszczędnościowe	wzrost wartości aktywów funduszu w wyniku wzrostu wartości lokat
Polityka inwestycyjna	do 80% – dłużne pap. wart.; do 20% – akcje emitentów posiadających w średniej i długiej perspektywie ponadprzeciętne możliwości rozwojowe	do 70% – długoterminowe skarbowe papiery dłużne; do 30% – akcje spółek giełdowych o najwyższej wiarygodności	min 70% – dłużne p.w.; od 0 do 25% – akcje. w zależności od koniunktury na rynku pap. wart.	dłużne pap. wart.; do 40% – akcje; do 10% – akcje NFI;
Uczestnicy funduszu	PFE, PPE, ZU; TUW; ZUE; BH w Warszawie	PPE	PPE, PFE, osoby indywidualne	Klienci PBK BPH, PPE, OFE
Zgoda KPWiG na utworzenie	19.02.1999	16.04.1999	2.09.1999	8.10.1999
Data rejestracji	31.03.1999 (RFJ-8)	7.07.1999 (RFJ-20)	4.11.1999 (RFJ-46)	10.01.2000 (RFJ-55)
Początkowa wartość j.u.	100 zł	50 zł	10 zł	10 zł
Częstotliwość wyceny	codziennie	co czwartek	co środę	codziennie
Minimalna kwota wpłaty	10 zł	50 zł <sup>19</sup>	100 zł <sup>20</sup>	50 zł <sup>21</sup>
Oplata manipulacyjna	max 3 %	max 5,5%	max 4%	brak
Koszt zarządzania funduszem	2,5%	3,75%	1,9%	2,74%
Rada Inwestorów	tak	tak	tak	tak

<sup>19</sup>Nie dotyczy wpłat w papierach wartościowych nabytych przez osoby przystępujące do funduszu lub jego uczestników na zasadach preferencyjnych lub nieodpłatnie, zgodnie z przepisami prawa.

<sup>20</sup>Dla osób będących uczestnikami PPE oraz osób deklarujących indywidualne długoterminowe oszczędzanie z funduszem w celach emerytalnych (lub innych) minimalna wpłata wynosi 50 zł.

<sup>21</sup> W ramach programów systematycznego oszczędzania minimalna kwota wpłaty nie może być niższa niż 10 zł.

c. d. tabeli 1

Kategorie	CU Stabilnego Inwestowania PPE	Skarbiec III Pilar DWS Euroobligacji <sup>22</sup>	SEB 4	PZU Stabilnego Wzrostu MAZUREK
Podmiot zarządzający	Commercial Union TFI	DWS Polska TFI	SEB TFI	TFI PZU
Depozytariusz	ABN AMRO Bank Polska	Pekao S.A.	Bank Handlowy w Warszawie	Deutsche Bank Polska
Agent transferowy	Obsługa Funduszy Inwestycyjnych	CA IB Financial Services S.A	Obsługa Funduszy Inwestycyjnych	PZU-CL Agent Transferowy
Typ funduszu	ryнку pieniężnego;	ryнку pieniężnego; dystrybucyjny	stabilnego wzrostu	stabilnego wzrostu
Cel funduszu	wzrost wartości jego aktywów w wyniku wzrostu wartości lokat	wzrost wartości aktywów w wyniku wzrostu wartości lokat	wzrost wartości jego aktywów w wyniku wzrostu wartości lokat	osiąganie dochodów z lokowania aktywów funduszu
Polityka inwestycyjna	od 50% do 100% – dłużne pap. wart., max 40% – akcje	min 80% – denominowane w euro papiery wartościowe o charakterze dłużnym, emitowane przez podmioty posiadające ocenę wiarygodności kredytowej na poziomie inwestycyjnym w rozumieniu standardów agencji Standard&Poor's, Mood's lub Fitch	min 80% – obligacje, bony skarbowe, max 20% – akcje	min 60% – dłużne papiery wartościowe, max 40% -akcje
Uczestnicy funduszu	PPE	osoby prawne i fizyczne	osoby prawne i fizyczne	osoby prawne i fizyczne
Zgoda KPWiG na utworzenie		21.06.2000		2.07.1999
Data rejestracji		21.07.2000 (RFJ-65)		
Początkowa wartość j.u.	100 zł	1 000 zł	100 zł	
Częstotliwość wyceny	codziennie	codziennie	codziennie	
Minimalna kwota wpłaty	10 zł	początkowa – 100 zł (lub 100 eur) następne – 50 zł (lub 50 eur)	początkowa – 100 zł następne – 50 zł	100 zł
Oplata manipulacyjna	max 2%	0	max 2,5%	4,5 %
Koszt zarządzania funduszem	2,5%	2%	3%	2,5%
Rada Inwestorów			nie	nie

Źródło: opracowanie własne na podstawie statutów funduszy inwestycyjnych.

<sup>22</sup> Fundusz DWS Euroobligacji powstał 10 września 2002 roku z przekształcenia funduszu DWS Rynek Pieniężny, który poprzednio oferowany był tylko i wyłącznie osobom prawnym.

### 3.2. Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte przeznaczone dla osób prawnych

Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte przeznaczone wyłącznie dla osób prawnych są w swej istocie nieco inne niż te o charakterze oszczędnościowym, przeznaczone dla osób chcących zadbać o swoją przyszłość. W tym przypadku mamy bowiem do czynienia z inwestowaniem podmiotów instytucjonalnych, posiadających znaczne środki pieniężne, chcących je zainwestować, w celu osiągnięcia znaczących korzyści finansowych, najczęściej w krótkim okresie.

Inwestorzy instytucjonalni są coraz liczniejszą grupą na polskim rynku kapitałowym, która zajmuje się transakcjami instrumentami kapitałowymi, w ilościach pozwalających na preferencyjne ich traktowanie i obniżanie kosztów transakcji. Środki, jakimi dysponują podmioty instytucjonalne, i skala dokonywanych przez nie operacji są nieporównywalnie większe od możliwości inwestycyjnych osób indywidualnych, dzięki czemu mogą one prowadzić skrupulatną analizę rynku<sup>23</sup>. Od wyników tej analizy zależy rodzaj i ilość instrumentów kapitałowych, w które przedsiębiorstwa ulokują swe wolne środki.

Mimo, iż możliwość tworzenia specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych w Polsce pojawiła się z dniem wejścia w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych w 1998 roku, szeroka oferta zarządzających specjalistycznymi funduszami otwartymi została skierowana do podmiotów instytucjonalnych dopiero kilka lat później, a mianowicie w 2000 roku. Głównym powodem otwierania kolejnych funduszy tego typu były przede wszystkim korzyści podatkowe związane z funduszami dywidendowymi oraz funduszami terminowymi.

Powstałe pod koniec 1999 r.<sup>24</sup> fundusze dywidendowe adresowane do przedsiębiorstw okresowo (np. raz na miesiąc) wypłacały ich uczestnikom wypracowane zyski w postaci udziału w dochodach funduszu, bez konieczności umarzania jednostek uczestnictwa (wartość jednostki pozostawała bez zmian)<sup>25</sup>. Dzięki swej konstrukcji, pozwalały przedsiębiorstwom w nie inwestującym płacić zryczałtowany podatek od zysków z dywidend oraz udziału w zyskach w wysokości 20% uzyskanego przychodu, który ponadto mógł być odliczany od podatku dochodowego płaconego na zasadach ogólnych, podczas gdy „zwykły” podatek dochodowy (CIT), jaki musiały zapłacić od zysku osoby prawne (np. inwestujące samodzielnie w papiery wartościowe), wynosił 30% uzyskanego z tego tytułu dochodu<sup>26</sup>.

Już w połowie 2000 roku okazało się jednak, iż okres prosperity tych funduszy będzie krótki. Przyczyną takiego stanu rzeczy było uchwalenie

<sup>23</sup>Z. Wilimowska., M. Madela, *Fundusze inwestycyjne na polskim rynku*. Oficyna Wydawnicza Politechniki Wrocławskiej, Wrocław 1998, s. 10.

<sup>24</sup>Pierwszym utworzonym pod koniec 1999 roku funduszem dywidendowym był fundusz CA IB Stalego Dochodu. W 2000 r. fundusze tego typu utworzyły towarzystwa: WBK, DWS Polska, Skarbiec, ING BSK oraz Warta.

<sup>25</sup>T. Miziołek, *Rok funduszy dywidendowych*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2001, nr 4, s. 69.

<sup>26</sup>Ibidem, s. 70.

przez Sejm w czerwcu 2000 r. nowelizacji ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, która zaliczyła dochody z funduszy dywidendowych do przychodów, co oznaczało, że od 2001 r. ich uczestnicy muszą płacić podatek od tych dochodów na normalnych zasadach.

W obliczu zaistniałej sytuacji, która bezpośrednio wiązała się z możliwością utraty znacznej części dotychczasowych klientów instytucjonalnych, powiernicy stworzyli nowy typ funduszy, a mianowicie fundusze terminowe.

Wprowadzone na rynek w 2001 roku, jako następcy funduszy dywidendowych, były funduszami, dzięki którym przedsiębiorstwa nadal (pomimo wspomnianego wprowadzenia niekorzystnych zmian w ustawie o podatku dochodowym od osób prawnych) mogły płacić mniejsze podatki od zysków kapitałowych.

Fundusze terminowe nie wypłacały dochodów, tak jak czyniły to do tej pory fundusze dywidendowe, lecz były tworzone na ściśle określony czas, po upływie którego były likwidowane. Zgodnie zaś z ustawą o podatku dochodowym od osób prawnych likwidacja osoby prawnej (jaka jest fundusz inwestycyjny), polegająca na przekazaniu całego majątku jej uczestnikom, podlega stawce 15% po odliczeniu kwoty, za jaką uczestnicy ci nabyli jednostki funduszu. W ciągu zaledwie kilku tygodni na początku 2001 r. na rynku pojawiło się aż dziewięć specjalistycznych funduszy otwartych, dzięki którym osoby prawne nabywające jednostki uczestnictwa mogły w momencie ich likwidacji zapłacić zryczałtowany podatek dochodowy, zamiast normalnej 28% stawki, a także mogły odliczyć go od podatku dochodowego na zasadach ogólnych (bez ograniczeń czasowych)<sup>27</sup>.

Wszystkie powstałe fundusze miały charakter funduszy rynku pieniężnego. W zdecydowanej większości inwestowały one w papiery skarbowe, choć niektóre (np. fundusze CA IB i Skarbca) lokowały część środków również w papiery komercyjne (z wykorzystaniem systemu ratingowego). Sześć z nich było całkowicie nowymi podmiotami na rynku, natomiast trzy powstały z przekształcenia funkcjonujących funduszy dywidendowych<sup>28</sup>.

Zdecydowaną większość, bo aż dziewięć z jedenastu istniejących funduszy terminowych do końca 2001 roku zlikwidowano. Głównym tego powodem, podobnie jak w przypadku funduszy dywidendowych, była niekorzystna dla uczestników tych funduszy zmiana ustawodawstwa dotyczącego podatku dochodowym od osób prawnych, zgodnie z którym zyski firm, będących uczestnikami tych funduszy, są od 2002 roku opodatkowane na normalnych zasadach. Dwa z tych funduszy, tj. ING SOFI Papierów Dłużnych oraz Skarbiec-Kasa 2 zostały odpowiednio przekształcone: ING stał się funduszem o nieograniczonym czasie trwania, Skarbiec-Kasa 2 stał się funduszem Skarbiec NET, o nieco innej polityce inwestycyjnej.

<sup>27</sup> T. Miziołek, *Zwycięska Korona*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2001, nr 2, s. 90.

<sup>28</sup> Do pierwszej grupy zaliczaly się: PKO/CS Skarbowy, CA IB Dłużny Plus, PDM Pierwszy Terminowy, PDM Drugi Terminowy, PDM Trzeci Terminowy oraz PDM Czwarty Terminowy. Z kolei funduszami, które zmieniły formę z dywidendowych na terminowe były: Skarbiec-Kasa 2, ING Skarbowy (działający dotychczas jako ING SOFI Bieżącego Dochodu) oraz Arka 2001 SOFI (poprzednio – Arka Bieżący Dochód 2 SOFI).

Harmonogram likwidacji funduszy terminowych prezentuje tabela 2.

**Tabela 2.** Harmonogram likwidacji funduszy terminowych

Fundusz	TFI	Typ funduszu	Data rozpoczęcia likwidacji	Aktywa netto* (mln zł)
PKO/CS Skarbowy	PKO/CS	rynku pieniężnego	30.10.2001	4,4
Arka 2001	WBK AIB	obligacji	01.11.2001	149,9
ING Skarbowy	ING	rynku pieniężnego	07.11.2001	214,3
CA IB Dłużny Plus	CA IB	rynku pieniężnego	15.11.2001	19,8
PDM Pierwszy Terminowy	PDM	rynku pieniężnego	30.05.2001	
PDM Drugi Terminowy	PDM	rynku pieniężnego	31.08.2001	
PDM Trzeci Terminowy	PDM	rynku pieniężnego	15.11.2001	33,2
PDM Czwarty Terminowy	PDM	rynku pieniężnego	28.02.2002	
PBK Atut V	PBK	rynku pieniężnego	16.11.2001	

\* stan na koniec sierpnia 2001 r.

Źródło: T. Miziolek, *Portfele odchudzone z akcji*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2001, nr 11, s. 79.

Z punktu widzenia atrakcyjności specjalistycznych funduszy otwartych jako formy lokaty kapitału dla podmiotów instytucjonalnych lata 2000 i 2001 były jak dotąd okresami najbardziej korzystnymi. W tej chwili na rynku funduszy inwestycyjnych istnieje (podobnie jak w przypadku funduszy oferowanych klientom indywidualnym) około 10 specjalistycznych funduszy otwartych oferowanych przedsiębiorstwom. Pomimo braku korzyści podatkowych, nadal stanowią one interesującą z punktu widzenia stopy zwrotu formę inwestycji, co jest wynikiem stosowanej przez nie polityki inwestycyjnej.

Szczegółową charakterystykę wybranych specjalistycznych funduszy otwartych przeznaczonych dla osób prawnych występujących obecnie w Polsce przedstawia tabela 3.

**Tabela 3.** Charakterystyka wybranych SFIO przeznaczonych dla osób prawnych

	Alfa	Beta	Gamma	GTFI Premium Papierów Komercyjnych
Podmiot zarządzający	BRE Asset Management	CA IB TFI	Handlowy Zarządanie Aktywami S.A.	SEB TFI
Depozytariusz	Citibank Poland S.A.	Bank Austria Creditanstalt Poland S.A.	ING Bank Śląski S.A.	Bank Handlowy w Warszawie
Agent transferowy	CA IB Financial Advisers S.A.	CA IB Financial Advisers S.A.	Obsługa Funduszy Inwestycyjnych	Obsługa Funduszy Inwestycyjnych
Typ funduszu	sektorowy	zrównoważony	rynku pieniężnego	rynku pieniężnego

	Alfa	Beta	Gamma	GTFI Premium Papierów Komercyjnych
<b>Cel funduszu</b>	budowanie zasobów finansowych oraz maksymalne powiększenie wartości powierzonych oszczędności w długim okresie	osiąganie dochodu z lokowania aktywów gł. poprzez inwestycje w instrumenty rynku pien.	osiąganie dochodu z lokat netto funduszu; fundusz będzie dążył do zapewnienia konkurencyjnej stopy zwrotu do lokat typu <i>overnight</i> lub lokat o dłuższym horyzoncie inwestycyjnym, przy porównywalnej płynności powierzonych środków	wzrost wartości jego aktywów w wyniku wzrostu wartości lokat
<b>Polityka inwestycyjna</b>	akcje najlepszych i największych spółek z sektora „nowej ekonomii”: telekomunikacyjnych informatycznych oraz medialnych, notowanych na giełdach światowych	max 70% – akcje, min 30% – papiery dłużne	60-90% – dłużne p. w. o terminie wymagalności do 1 r. lub mające stałą stopę procentową w okresie nie dłuższym niż 1 rok; wierzitelności pien. do 1 roku; prawa pochodne, waluty	do 90% – komercyjne papiery dłużne oraz lokaty bankowe
<b>Uczestnicy funduszu</b>		osoby prawne	osoby prawne	osoby prawne
<b>Zgoda KPWiG na utworzenie</b>			13.08.2002	29.11.2000
<b>Data rejestracji</b>			11.09.2002 (RFJ-124)	10.01.2001 (RFJ-82)
<b>Początkowa wartość j.u.</b>	1 000 zł	1 zł		100 zł
<b>Częstotliwość wyceny</b>		codziennie		codziennie
<b>Minimalna kwota wpłaty</b>	początkowa – 5 000 zł następne – 1 000 zł	początkowa – 1 000 zł następne – 100 zł	pierwsza 1 mln zł, kolejne 100 tys. zł	1 000 zł
<b>Oplata manipulacyjna</b>	max 2,5%	3%	0	0,5% (powyżej 100 tys. zł 0%)
<b>Koszt zarządzania funduszem</b>	2,5%	3,25%	max 1%	1,5%
<b>Rada Inwestorów</b>	nie	nie	nie	nie

Kategorie	Skarbiec NET	CAIB Zrównoważony	CitiPłynnościowy	SEB 5 – Rynek Pieniężnego
Podmiot zarządzający	BRE Asset Management	CA IB TFI	Handlowy Zarządzenie Aktywami S.A.	SEB TFI
Depozytariusz	Citibank Poland S.A.	Bank Austria Creditanstalt Poland S.A.	ING Bank Śląski S.A.	Bank Handlowy w Warszawie
Agent transferowy	CA IB Financial Advisers S.A.	CA IB Financial Advisers S.A.	Obsługa Funduszy Inwestycyjnych	Obsługa Funduszy Inwestycyjnych
Typ funduszu	sektorowy	zrównoważony	ryнку pieniężnego	ryнку pieniężnego
Cel funduszu	budowanie zasobów finansowych oraz maksymalne powiększenie wartości powierzonych oszczędności w długim okresie	osiąganie dochodu z lokowania aktywów gł. poprzez inwestycje w instrumenty rynku pien.	osiąganie dochodu z lokat netto funduszu; fundusz będzie dążył do zapewnienia konkurencyjnej stopy zwrotu do lokat typu <i>overnight</i> lub lokat o dłuższym horyzoncie inwestycyjnym, przy porównywalnej płynności powierzonych środków	wzrost wartości jego aktywów w wyniku wzrostu wartości lokat
Polityka inwestycyjna	akcje najlepszych i największych spółek z sektora „nowej ekonomii”: telekomunikacyjnych informatycznych oraz medialnych, notowanych na giełdach światowych	max 70% – akcje, min. 30% – papiery dłużne	60-90% – dłużne min 30% – papiery wymagalności do 1 r lub mające stałą stopę procentową w okresie nie dłuższym niż 1 rok; wierzytelności pien. do 1 roku; prawa pochodne, waluty	do 90% – komercyjne p. w. o terminie oraz lokaty bankowe
Uczestnicy funduszu		osoby prawne	osoby prawne	osoby prawne
Zgoda KPWiG na utworzenie			13.08.2002	29.11.2000
Data rejestracji			11.09.2002 (RFJ-124)	10.01.2001 (RFJ-82)
Początkowa wartość j.u.	1 000 zł	1 zł		100 zł
Częstotliwość wyceny		codziennie		codziennie
Minimalna kwota wpłaty	początkowa – 5 000 zł następne – 1 000 zł	początkowa – 1 000 zł następne – 100 zł	pierwsza 1 mln zł, kolejne 100 tys. zł	1 000 zł
Opłata manipulacyjna	max 2,5%	3%	0	0,5% (powyżej 100 tys. zł 0%)
Koszt zarządzania funduszem	2.5%	3.25%	max 1%	1.5%
Rada Inwestorów	nie	nie	nie	nie

Źródło: opracowanie na podstawie statutów funduszy inwestycyjnych.

#### 4. Udział specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych w rynku funduszy inwestycyjnych

Jak wskazano wyżej, zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych towarzystwa funduszy inwestycyjnych mają możliwość tworzenia pięciu rodzajów funduszy inwestycyjnych, a mianowicie: funduszy otwartych (FIO), specjalistycznych funduszy otwartych (SFIO), funduszy mieszanych (FIM), zamkniętych (FIZ) oraz specjalistycznych zamkniętych (SFIZ). Różnice między nimi występujące dotyczą zarówno ich konstrukcji, emitowanych przez nie tytułów uczestnictwa, jak i ograniczeń w strategii inwestycyjnej oraz zasad dywersyfikacji ich portfeli (tabela 4).

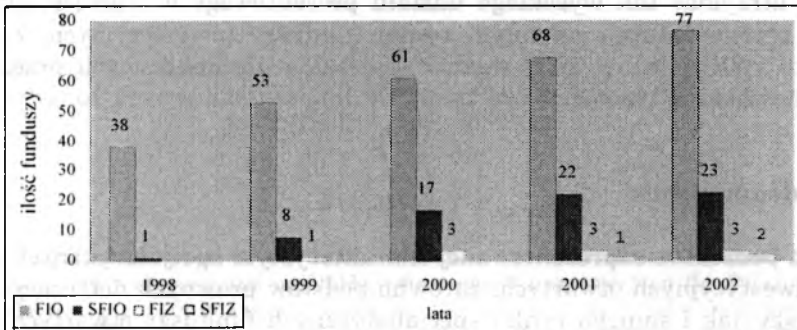
**Tabela 4.** Polityka inwestycyjna i zasady dywersyfikacji lokat funduszy inwestycyjnych

	Polityka inwestycyjna	Zasady dywersyfikacji lokat
<b>FIO i SFIO</b>	papiery wartościowe emitowane lub gwarantowane przez SP lub NBP, dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym; papiery wartościowe dopuszczone do obrotu publicznego nabywane w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej; inne papiery wartościowe i wierzytelności pieniężne o okresie wymagalności nie dłuższym niż rok, pod warunkiem, że są zbywalne i ich wartość rynkowa może być ustalona w każdym czasie, nie rzadziej jednak niż w dniu wyceny, z tym że wartość tych lokat nie może przewyższyć 10% wartości aktywów funduszu; j.u. innych funduszy inwestycyjnych otwartych (polskich i zagranicznych)	do 5% wartości aktywów w papiery emitowane przez jeden podmiot i w wierzytelności wobec tego podmiotu; jeżeli statut tak stanowi – do 10% WAN w papiery jednego podmiotu i wierzytelności wobec niego; łączna wartość takich lokat nie może jednak przekroczyć 40% wartości wszystkich aktywów (w odniesieniu do papierów emitowanych przez SP lub NBP, jednostki samorządu terytorialnego, państwa należące do OECD – suma lokat nie może przewyższać 35% wartości aktywów); listy zastawne 1 banku hipotecznego – do 25% wartości aktywów funduszu, suma lokat w listy zastawne nie może przekraczać 80% wartości aktywów funduszu
<b>FIM</b>	jak wyżej + j.u. innych funduszy inwestycyjnych, udziały w spółkach z o.o., waluty (warunek: muszą być zbywalne i ich wartość może być ustalona nie rzadziej niż w każdym dniu wyceny aktywów funduszu) <u>uwaga:</u> jeżeli statut tak stanowi, FIM może dokonywać lokat w prawa pochodne, inne prawa pochodne od praw majątkowych będących przedmiotem lokat oraz transakcje terminowe, przy uwzględnieniu celu inwestycyjnego funduszu	
<b>FIZ</b>	jak wyżej + waluty (bezw warunkowo), transakcje terminowe oraz prawa pochodne od praw majątkowych, towary giełdowe	do 10% wartości aktywów funduszu w poszczególne walory; listy zastawne – do 25% wartości aktywów funduszu
<b>SFIZ</b>	jak wyżej + nieruchomości	walory takie jak w funduszach zamkniętych do 20% wartości aktywów funduszu; nieruchomości – 10%

Obserwując udział specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych w rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce od momentu, w którym powiernicy zaproponowali je swoim klientom (tj. od 1998 r.), można zauważyć, iż zarówno pod względem ilości oferowanych funduszy, jak i wartości aktywów przez nie zgromadzonych fundusze te plasują się na drugim miejscu, za funduszami inwestycyjnymi otwartymi.

Udział w rynku poszczególnych rodzajów funduszy inwestycyjnych wyodrębnionych według kryterium prawnego ze względu na ich ilość oraz wartość aktywów netto w latach 1998-2002 prezentują wykresy 1 i 2.

**Wykres 1.** Udział w rynku poszczególnych funduszy inwestycyjnych w Polsce ze względu na ilość w latach 1998-2002



Źródło: opracowanie własne na podstawie: T. Miziolek, *Raport o funduszach inwestycyjnych w Polsce*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2002, nr 7/8, s. 61.

Biorąc pod uwagę ilość funduszy inwestycyjnych wyodrębnionych według formy prawnej, w latach 1998-2002 specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte systematycznie zwiększały swój udział w rynku. W 1998 roku na rynku istniał jeden SFIO. W kolejnych latach liczba ta zwiększała

**Wykres 2.** Udział w rynku poszczególnych funduszy inwestycyjnych w Polsce ze względu na WAN w latach 1998-2002 (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: T. Miziolek, *Raport o funduszach inwestycyjnych w Polsce*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2002, nr 7/8, s. 75.

się odpowiednio: w 1999 – osiem funduszy, w 2000 – siedemnaście, w 2001 – dwadzieścia dwa, by w 2002 osiągnąć liczbę dwudziestu trzech specjalistycznych funduszy otwartych. Obecnie udział SFIO w całym rynku funduszy inwestycyjnych stanowi około 20%.

Nieco odmiennie kształtował się udział omawianych funduszy według wartości kapitałów zgromadzonych przez zarządzające nimi towarzystwa. Największy przyrost wartości aktywów netto SFIO zanotowano w 2000 roku. Udział SFIO w całym rynku wynosił wówczas ponad 46%. Taka sytuacja była wynikiem zaoferowania podmiotom instytucjonalnym wspomnianych już funduszy dywidendowych. W kolejnym roku, mimo zaproponowania przedsiębiorstwom atrakcyjnych (zarazem pod względem stopy zwrotu i podatkowym) funduszy terminowych, powiernikom nie udało się utrzymać tak wysokiego udziału procentowego w wartości aktywów netto zgromadzonych na całym rynku funduszy inwestycyjnych. Zarówno w roku 2001, jak i w 2002 wartość kapitałów zgromadzonych przez SFIO kształtowała się na poziomie około 15%.

## 5. Podsumowanie

Na podstawie zaprezentowanej charakterystyki specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych, zarówno podstaw prawnych dotyczących tych funduszy, jak i samego rynku specjalistycznych funduszy otwartych w Polsce, można stwierdzić, iż segment ten cieszy się powodzeniem tak inwestorów indywidualnych, jak i inwestorów instytucjonalnych. Oczywiście motywy podejmowania przez nich wyboru tych instrumentów są inne (wiąże się to z różnym postrzeganiem przez nich tego rynku oraz odmiennymi celami inwestycyjnymi), jednakże dla obu rodzajów podmiotów podjęta decyzja o wyborze specjalistycznych funduszy otwartych okazuje się słuszna, bezpieczna i zyskowna.

Określając dotychczasową rolę specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce, można zastanowić się, czy instytucje te zdołają utrzymać, bądź też umocnić swoją pozycję na rynku funduszy inwestycyjnych w przyszłości. Należy przy tym pamiętać, iż wyniki osiągnięte w przeszłości, nie przesadzają o sytuacji, która będzie miała miejsce w przyszłości.

Zdaniem autorki opracowania, w przypadku funduszy oferowanych podmiotom indywidualnym, rola specjalistycznych funduszy otwartych, które mają na celu długoterminowe i bezpieczne inwestycje, będzie systematycznie wzrastała, jako że coraz więcej inwestorów tego typu w Polsce jest zainteresowana gromadzeniem środków pieniężnych przeznaczonych do wypłat świadczeń emerytalnych bądź rentowych oraz bezpiecznym lokowaniem nadwyżek finansowych w długim okresie.

Odmiennie, zdaniem autorki, może kształtować się jednak sytuacja w przypadku funduszy oferowanych podmiotom gospodarczym. W tym przypadku należy brać pod uwagę fakt, że podmioty te są raczej zainteresowane krótkoterminowym, można wręcz pokusić się o stwierdzenie – spekulac-

cyjnym, horyzontem inwestycyjnym oraz to, że na rynku oferowane są im również fundusze, emitujące certyfikaty inwestycyjne, będące papierami wartościowymi, które mają znacznie większe możliwości inwestycyjne (tabela 4), jak również inne instrumenty rynku kapitałowego, dostępne dla nich tak na obszarze Polski, jak i za granicą. Pytanie, czy w obliczu zmian tendencji na polskim rynku kapitałowym, który zmierza do ożywienia, podmioty te będą zainteresowane inwestowaniem w przedstawiony instrument, pozostaje bez odpowiedzi. Należy jednak żywić nadzieje, iż w obliczu wzrastającej konkurencji oraz zmian na rynku kapitałowym, zarządzający specjalistycznymi funduszami inwestycyjnymi otwartymi będą w przyszłości podejmować decyzje inwestycyjne przyciągające inwestorów, co z pewnością może zadecydować o dalszym rozwoju tych funduszy jako formy inwestycji kapitałowej.

#### ROLE OF SPECIALIZED OPEN-END INVESTMENT FUNDS ON POLISH INVESTMENT FUND MARKET

##### SUMMARY

The subject of this paper is the role of specialized open-end investment funds (SFIO), which became an interesting and profitable instrument of investment on the Polish capital market. The author's main intention is to present the legal regulations concerning the activity of those institutions, their offer addressed to both individuals and institutional investors and their share in the Polish investment fund market.

SFIO funds operate on similar principles as open-end investment funds. However, SFIO funds in some respects differ from open-end funds, the main difference being that SFIO funds allow an indication in the charter of formal conditions related to their participants or the conditions on which participants may request a repurchase of participation units. In the view of both these facts and characteristics of this part of the Polish capital market, one may distinguish two kinds of SFIO funds with two different groups of participants:

- funds associated with investment within the 3<sup>rd</sup> pillar of the Polish individual retirement system (table 1),
- funds appropriate exclusively for legal persons (table 2).

Considering the share of SFIO funds in the investment fund market, they take the second position after open-end funds, both in terms of quantity and net asset value of the funds (graphs 1&2).

The discussion of the past performance of SFIO funds is accompanied by considerations of their future role for the funds market. The author suggests that because individuals are mostly interested in long-term and safe investments (both conditions are met by those funds), the role of SFIO funds in this case will be continuously growing. As far as the interest of institutional investors is concerned, the situation may appear the opposite. This is mainly because such investors are interested in short-term (even speculative) investments and are therefore likely to choose other capital market instruments.