

# Teresa Kondrakiewicz

---

## Rola funduszy zamkniętych w rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce

---

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/4, 397-406

---

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

TERESA KONDRAKIEWICZ

*Rola funduszy zamkniętych w rozwoju rynku funduszy  
inwestycyjnych w Polsce*

---

The role of closed-end funds in the development of the investment funds market in Poland

**Słowa kluczowe:** fundusze inwestycyjne zamknięte, struktura rynku funduszy inwestycyjnych

**Key words:** closed-end funds, structure of the investment funds market

## **Wstęp**

W stosunkowo krótkim czasie istnienia rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce nastąpił jego dynamiczny rozwój. Systematycznie rosła liczba funkcjonujących podmiotów, rozszerzeniu ulegała ich oferta produktowa, zwiększał się procentowy udział tego segmentu w strukturze całego rynku finansowego. Również wartość aktywów netto znajdujących się w zarządzaniu funduszy – pomimo kilku okresów dość gwałtownych spadków – w długim horyzoncie charakteryzuje się tendencją wzrostową. Oprócz zmian ilościowych na rynku funduszy inwestycyjnych w całym tym okresie miały miejsce także istotne przekształcenia strukturalne. Szczególnie duże zmiany dokonały się po integracji Polski z Unią Europejską i uchwaleniu kolejnej Ustawy o funduszach inwestycyjnych z 2004 r., która umożliwiła m.in. tworzenie nowych konstrukcji funduszy inwestycyjnych i ich różnych typów. Jedną z ważniejszych zapoczątkowanych wówczas tendencji stał się dynamiczny rozwój funduszy zamkniętych emitujących certyfikaty inwestycyjne.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie wzrostu znaczenia funduszy zamkniętych w strukturze polskiego rynku funduszy inwestycyjnych na tle jego

rozwoju. Zakres czasowy badań obejmuje cały okres funkcjonowania rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem sytuacji po 2004 r. Ze względu na ograniczoną objętość opracowania uwagę zwrócono przede wszystkim na zmiany udziału wszystkich funduszy zamkniętych w całym rynku funduszy, pomijając analizę ich zróżnicowania ze względu na kryteria inne niż konstrukcja prawna czy też osiągnięte wyniki inwestycyjne. Głównym źródłem danych liczbowych były materiały Komisji Nadzoru Finansowego oraz Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFA).

## 1. Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce

Fundusze inwestycyjne są obecne na polskim rynku finansowym od początku lat 90. XX w. W stosunkowo krótkim okresie ich funkcjonowania nastąpił dynamiczny rozwój tego segmentu rynku przejawiający się zarówno wzrostem wartości aktywów znajdujących się w zarządzaniu funduszy, jak i pojawianiem się kolejnych towarzystw funduszy inwestycyjnych, nowych typów i konstrukcji funduszy oraz rozwojem oferty produktowej.

Pierwszym funduszem inwestycyjnym, który rozpoczął działalność w lipcu 1992 r., był Polski Fundusz Powierniczy Pioneer, utworzony przez obecne Pioneer Pekao TFI. W 1995 r. rozpoczęło działalność TFP Korona, a rok później TFP Przymierze. W następnych latach powstawały kolejne towarzystwa, ale początkowo pomimo rosnącej liczbie funduszy nie nastąpił istotny wzrost zgromadzonych przez nie kapitałów.

Od 1998 r. rozpoczął się proces przekształcania funduszy powierniczych w fundusze inwestycyjne otwarte i powstawania nowych typów funduszy<sup>1</sup>. Pod koniec 1998 r. wydano pierwsze zezwolenie na utworzenie specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego, którym był SFIO Skarbiec Program Prywatyzacji Plus, zaś rok później powstał pierwszy fundusz zamknięty – ZFI Sezam I. Pod koniec 1999 r. utworzono też pierwszy fundusz dywidendowy, jakim był CA IB Stałego Dochodu. Ponadto powstały wtedy również pierwsze fundusze terminowe, które funkcjonowały zaledwie przez dwa lata. Natomiast od września 2001 r. działał pierwszy specjalistyczny fundusz inwestycyjny zamknięty – Sezam SFIZ<sup>2</sup>.

Znaczące przyspieszenie rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych miało miejsce zwłaszcza po integracji Polski z Unią Europejską. W kolejnych latach tworzono nowe towarzystwa i po kilkadziesiąt nowych funduszy rocznie, następowała też dywersyfikacja ich oferty. W 2005 r. powstały pierwsze fundusze parasolowe (otwarte i zamknięte), sekurytyzacyjne i hedgingowe.

<sup>1</sup> Zob. szerzej: K. Gabryelezyk, *Fundusze inwestycyjne, rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 132–138 i 173.

<sup>2</sup> T. Miziołek, *15 lat minęło, jak jeden dzień...*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 7–8, s. 99.

Fundusze parasolowe, czyli fundusze z wydzielonymi subfunduszami, umożliwiają swoim uczestnikom osiąganie korzyści podatkowych, gdyż od października 2005 r. inwestorzy dokonujący zamiany jednostek między subfunduszami nie płacą podatku od zysków kapitałowych. Z tego też względu fundusze te stały się bardzo popularne. Część towarzystw tworzyła fundusze parasolowe od podstaw, inne dokonywały przekształcania podmiotów wcześniej funkcjonujących. Do pierwszego przekształcenia funduszu otwartego w fundusz parasolowy doszło już w 2005 r. W latach następnych fundusze parasolowe należały do najczęściej tworzonych, z tym że w większości przypadków przybierały formę funduszy otwartych lub specjalistycznych otwartych. Niektóre towarzystwa wyróżniły się przy tym tworzeniem nowych funduszy parasolowych z wyjątkowo dużą liczbą subfunduszy. Na przykład DWS TFI uruchomiło w 2008 r. fundusz parasolowy z 15 subfunduszami, a w procesie przekształcania funduszy otwartych w fundusze parasolowe w ramach Union Investment TFI powstał fundusz z 18 wydzielonymi subfunduszami. Potwierdzeniem dynamicznego tempa rozwoju funduszy parasolowych jest fakt, iż po pięciu latach od pojawienia się możliwości tworzenia funduszy z osobnymi subfunduszami stanowiły one aż 43% wszystkich produktów dostępnych na krajowym rynku funduszy<sup>3</sup>.

Fundusze hedgingowe znajdowały się początkowo wyłącznie w ofercie instytucji zagranicznych. Dopiero później fundusze hedgingowe – funkcjonujące jako fundusze specjalistyczne otwarte i fundusze zamknięte – zaczęły być tworzone również przez podmioty polskie, które stawiały inwestorom niższe wymagania kapitałowe. Tym samym pojawiła się możliwość poszerzenia kręgu uczestników tych funduszy i zwiększyły ich możliwości rozwojowe, chociaż generalnie oferta funduszy hedgingowych jest skierowana do ograniczonego kręgu odbiorców, tj. głównie do inwestorów instytucjonalnych i zamożnych inwestorów indywidualnych<sup>4</sup>.

W roku 2006 w Polsce została zapoczątkowana działalność kolejnych typów funduszy inwestycyjnych, gdyż pojawiły się pierwsze fundusze podstawowe i powiązane, które jednak nie stały się popularne i były tworzone jedynie sporadycznie.

Inne nowe konstrukcje to fundusze surowcowe oraz fundusze aktywów niepublicznych. W tej ostatniej grupie szczególnie dynamicznie rozwijały się niepubliczne fundusze nieruchomości. Warto zaznaczyć, że pierwsze próby tworzenia funduszy nieruchomości podjęto już w 2002 r., ale wówczas zakończyły się one niepowodzeniem. Pierwsze fundusze nieruchomości rozpoczęły funkcjonowanie dopiero w 2004 r., jako fundusze o charakterze publicznym, które z punktu widzenia całego rynku miały znaczenie marginalne<sup>5</sup>. Rozwój tego segmen-

<sup>3</sup> *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce pięć lat po wejściu w życie Ustawy o funduszach inwestycyjnych*, s. 6, [www.izfa.pl](http://www.izfa.pl).

<sup>4</sup> Zob. szerzej: K. Gabryelczyk, U. Ziarko-Siwiek (red.), *Inwestycje finansowe*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 70–73.

<sup>5</sup> Zob. szerzej: T. Miziołek, *Fundusze inwestycyjne lokujące aktywa na rynku nieruchomości*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Problemy rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, UMCS, Lublin 2007, s. 152–153.

tu nastąpił dopiero w kolejnych latach, gdy powstały niepubliczne fundusze nieruchomości<sup>6</sup>.

Kontynuacja trendu wzrostowego na rynku funduszy inwestycyjnych miała miejsce również w roku 2007, chociaż w jego drugiej połowie rozpoczął się wyraźny odpływ środków z funduszy i nastąpiło znaczące zahamowanie tempa ich rozwoju. Chociaż w każdym miesiącu tego roku powstawały nowe fundusze, to jednocześnie jednak aż kilkanaście z nich zakończyło swoją działalność lub rozpoczęło procedury likwidacji. Ogółem w roku 2007 nastąpił znaczny wzrost liczby funduszy, zwłaszcza zamkniętych oraz specjalistycznych otwartych, w tym parasolowych, nieruchomości i sekurytyzacyjnych. Warto zwrócić uwagę na fakt, że wraz ze wzrostem liczby tworzonych funduszy nastąpiła też znaczna dywersyfikacja ich produktów. Rozszerzeniu uległa oferta skierowana do bardziej zamożnych klientów, upowszechniły się nowe produkty powiązane z funduszami inwestycyjnymi, jak ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe, lokaty z funduszem czy produkty strukturyzowane. W 2007 r. utworzono także pierwsze fundusze, których strategia opierała się na inwestowaniu w branżę związane z organizacją Euro 2012<sup>7</sup>. Tendencja wzrostu liczby nowych towarzystw i nowych funduszy utrzymała się również w latach następnych. Najmniej korzystny był pod tym względem rok 2011, w którym Komisja Nadzoru Finansowego wydała zaledwie jedną decyzję o udzieleniu zezwolenia na wykonywanie działalności przez towarzystwo, podczas gdy rok wcześniej było aż osiem takich decyzji. W znacznie mniejszym stopniu osłabło natomiast tempo przyrostu liczby nowych funduszy i subfunduszy.

Wzrostowi liczby funkcjonujących podmiotów towarzyszyło zwiększenie wartości aktywów netto znajdujących się w ich zarządzaniu, który miał miejsce do października 2007 r. Wartość aktywów funduszy osiągnęła wówczas historyczne maksimum na poziomie 144 mld PLN. Generalnie rzecz biorąc, od momentu powstania pierwszych funduszy aż do tego czasu wartość ta wykazywała tendencję wzrostową. Przyrost wartości aktywów funduszy był kilkakrotnie przerywany krótkimi i w większości relatywnie niewielkimi spadkami. Gwałtowny odpływ środków w skali całego roku miał miejsce jedynie w 1995 r. (spadek o 51%), znacznie mniejszy nastąpił w 1998 r. (o 5%). Ponadto w historii rynku funduszy inwestycyjnych wielokrotnie odnotowano okresy szybkiego spadku wartości aktywów w poszczególnych miesiącach, takich jak np. marzec 1995 (-16,6%), sierpień 1998 (-17,1%) czy styczeń 2001 r., kiedy to aktywa stopniały aż o 25%. Szczególnie trudnym okresem dla funduszy okazał się rok 2008, w którym aktywa rynku skurczyły się aż o blisko 45%, a jeśli wziąć pod uwagę poszczególne miesiące, ich dodatnie saldo odnotowano jedynie w grudniu. W dwóch następnych latach sytuacja sektora uległa znacznej poprawie, w 2010 r. wartość akty-

<sup>6</sup> Zob. szerzej: T. Miziołek, *1000 dni funduszy*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 9, s. 48–50; A. Zaluski, *Czekając na... zysk*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 9, s. 52–53 oraz M. Jurek-Maciak, *Strategia na miarę*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 9, s. 56–59.

<sup>7</sup> Zob. szerzej: T. Kondrakiewicz, *Dywersyfikacja oferty funduszy inwestycyjnych*, [w:] *Polska. Europa. Świat*, Wydawnictwo WSPA, Lublin 2008, s. 134–137.

wów funduszy inwestycyjnych zbliżyła się do rekordowych poziomów z roku 2007. Mimo stosunkowo dobrej sytuacji pod tym względem w pierwszej połowie 2011 r. następne miesiące przyniosły ponowne obniżenie wartości aktywów zarządzanych przez towarzystwa, co przełożyło się na zahamowanie wzrostu osiąganych przez nie przychodów oraz wyników finansowych. Na koniec 2011 r. wartość aktywów netto funduszy wynosiła 125 mld zł, a cały rok zakończył się spadkiem o blisko 7%<sup>8</sup>.

## 2. Rodzaje i konstrukcje funduszy inwestycyjnych w Polsce

Pomimo krótkiej historii funduszy inwestycyjnych w Polsce podstawy prawne ich działalności były już kilkakrotnie zmieniane. Obecnie ich funkcjonowanie reguluje Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 r. (Dz. U. 2004, nr 146, poz. 1546), której głównym celem było dostosowanie polskiego rynku funduszy inwestycyjnych do zasad obowiązujących w Unii Europejskiej. Po jej wejściu w życie towarzystwa funduszy inwestycyjnych zyskały możliwość rozszerzenia przedmiotu działalności m.in. o zarządzanie na zlecenie cudzym pakietem papierów wartościowych i usługi doradcze, ale konieczne stało się zatrudnianie doradców inwestycyjnych. Ustawa zmieniła również regulacje w zakresie źródeł dochodów i limitów inwestycyjnych funduszy oraz wymagania dotyczące wysokości kapitałów własnych towarzystw, a ponadto umożliwiła wejście na polski rynek podmiotów zagranicznych.

Zmiany, jakie wprowadziła Ustawa o funduszach inwestycyjnych, dotyczyły także rodzajów funduszy inwestycyjnych, jakie mogą być tworzone; pojawiła się możliwość powstawania nowych typów funduszy inwestycyjnych. Istotną nowością było dopuszczenie tworzenia szczególnych konstrukcji funduszy. Ustawa przewiduje możliwość tworzenia między innymi funduszy z różnymi kategoriami jednostek uczestnictwa<sup>9</sup>, funduszy parasolowych, funduszy podstawowych i powiązanych, a także funduszy portfelowych, sekurytyzacyjnych czy funduszy aktywów niepublicznych. Obowiązujące obecnie regulacje dopuszczają tworzenie w Polsce trzech głównych rodzajów funduszy (zamiast pięciu, jak było wcześniej), którymi według jednego z podstawowych kryteriów prawnych, jakim jest kryterium konstrukcji, są fundusze otwarte, specjalistyczne otwarte oraz zamknięte. Różnice pomiędzy nimi polegają przede wszystkim na emitowaniu różnych tytułów uczestnictwa oraz innym zakresie dopuszczalnych lokat i limitów inwestycyjnych.

Fundusze otwarte stanowią najbardziej popularny rodzaj funduszy oferowanych na polskim rynku finansowym i są skierowane do potencjalnie nieograniczonej liczby inwestorów różnego rodzaju, tj. osób fizycznych, prawnych i instytucji nieposiadających osobowości prawnej. Fundusze otwarte emitują jednostki uczestnictwa, które

<sup>8</sup> www.knf.pl.

<sup>9</sup> Fundusze z różnymi kategoriami jednostek uczestnictwa były w praktyce wykorzystywane przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych już wcześniej, tj. jeszcze przed wejściem w życie wspomnianej ustawy.

nie są papierami wartościowymi i nie mogą być przedmiotem obrotu wtórnego, ale podlegają codziennej wycenie. Jednostki uczestnictwa są zbywane i odkupywane w zasadzie na każde żądanie uczestników, więc zarówno ich liczba, jak i liczba uczestników funduszy otwartych oraz wartość ich aktywów jest zmienna.

Fundusze specjalistyczne otwarte mają konstrukcję zbliżoną do funduszy otwartych – emitują jednostki uczestnictwa i cechuje je zmienny poziom aktywów. Statut funduszu specjalistycznego może ograniczyć krąg jego uczestników, a także wprowadzać dodatkowe warunki dotyczące odkupienia jednostek uczestnictwa. Fundusze specjalistyczne otwarte mogą być adresowane wyłącznie do osób prawnych lub też być przeznaczone dla uczestników pracowniczych programów emerytalnych bądź inwestorów deklarujących długoterminowe oszczędzanie. Zakres instrumentów finansowych, w jakie mogą inwestować fundusze specjalistyczne otwarte, jest taki sam jak w przypadku funduszy otwartych, ale nieco odmiennie są zasady dywersyfikacji lokat.

Fundusze zamknięte cechuje ograniczona dostępność w porównaniu z funduszami otwartymi, gdyż są one przeznaczone dla stałego kręgu inwestorów. Tytuły uczestnictwa emitowane przez fundusze zamknięte to certyfikaty inwestycyjne, których liczba, podobnie jak wielkość kapitałów funduszy, jest stała. Fundusze zamknięte mogą powiększać swoje kapitały jedynie poprzez kolejne emisje certyfikatów, które z reguły są przeprowadzane stosunkowo rzadko. Certyfikaty inwestycyjne to papiery wartościowe i mogą być one przedmiotem obrotu na rynku wtórnym. Ich wycena i wykup przez fundusz jest dokonywana okresowo, z częstotliwością wynikającą ze statutu danego funduszu. Możliwości inwestycyjne funduszy zamkniętych są szersze niż w przypadku funduszy otwartych, co potencjalnie zapewnia im wyższą efektywność, ale oznacza też wyższy stopień ryzyka i mniejszą płynność.

### 3. Specyfika funduszy zamkniętych

Fundusze inwestycyjne zamknięte są obecnie jednym z trzech podstawowych rodzajów funduszy, jakie mogą powstawać w Polsce. Zastąpiły one wcześniejsze fundusze inwestycyjne mieszane oraz specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte i generalnie rzecz biorąc, mają podobne do swoich poprzedników zasady funkcjonowania w zakresie możliwości inwestycyjnych oraz prawa do wykupu certyfikatów.

Stać liczbą certyfikatów i inwestorów zapewnia funduszom zamkniętym większą stabilność, potrzebną zwłaszcza w okresach dekonjunktury i zawirowań na rynkach finansowych. Okresowa wycena i ograniczenia w odkupywaniu certyfikatów ułatwiają zarządzającym prowadzenie racjonalnej polityki inwestycyjnej. W zależności od zapisów statutu certyfikaty funduszy mogą mieć charakter publiczny, ale nie muszą. Emisja certyfikatów publicznych zwiększa ich płynność, dając inwestorom dodatkowe możliwości zbywania papierów notowanych na rynku giełdowym, chociaż warto wspomnieć, że wolumen obrotu notowanych na GPW certyfikatów jest stosunkowo

niewielki, a ponadto relatywnie często są one wyceniane z dyskontem, tj. poniżej wartości wynikającej z okresowej wyceny przeprowadzanej przez TFI.

Fundusze inwestycyjne zamknięte mają możliwości inwestycyjne znacznie szersze niż pozostałe rodzaje funduszy. Przy odpowiednich zapisach w statutach mogą mieć w swoich portfelach niemal wszystkie dostępne na rynku kapitałowym instrumenty finansowe. Stąd fundusze zamknięte oprócz podstawowych papierów wartościowych mogą nabywać również udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, różnorodne instrumenty pochodne, nieruchomości, wierzytelności i waluty. Transakcje terminowe mogą być zawierane nawet w celach spekulacyjnych, istnieje też możliwość korzystania z kredytów i pożyczek bankowych w szerszym zakresie niż w przypadku pozostałych rodzajów funduszy.

Powyższe cechy funduszy inwestycyjnych zamkniętych stanowią niewątpliwie ich zalety w stosunku do pozostałych rodzajów funduszy, ale mają one również mankamenty. Z punktu widzenia potencjalnych inwestorów jedną z najbardziej istotnych wad funduszy zamkniętych pozostaje ich bardziej ograniczona niż w przypadku funduszy otwartych dostępność, ze względu na określone terminy emisji certyfikatów, wyższe kwoty minimalnych wpłat czy też skierowanie znacznej części oferty do wąskiego kręgu inwestorów.

#### 4. Rozwój funduszy zamkniętych i ich udział w strukturze całego rynku funduszy

Po raz pierwszy możliwość tworzenia funduszy zamkniętych w Polsce zaistniała dzięki regulacjom ustawy z 1997 r., ale w pierwszym okresie jej obowiązywania była stosunkowo rzadko wykorzystywana przez funkcjonujące wówczas towarzystwa. Rozwój zamkniętych funduszy inwestycyjnych w Polsce zapoczątkowało Skarbiec TFI, które we wrześniu 1999 r. utworzyło pierwszy fundusz tego rodzaju, jakim był ZFI Sezam I. Dwa kolejne fundusze emitujące certyfikaty inwestycyjne powstały w 2000 r. Stosunkowo niewielka liczba tworzonych funduszy zamkniętych sprawiła, że aż do końca 2004 r. ich udział w całym rynku był niewielki<sup>10</sup>.

Dopiero w ostatnich latach fundusze inwestycyjne zamknięte są tworzone znacznie częściej niż pozostałe rodzaje funduszy, co prowadzi do istotnych zmian struktury rynku, polegających na wzroście znaczenia nowych typów funduszy. Tendencja ta została zapoczątkowana w połowie pierwszej dekady XXI w., kiedy to rozpoczął się proces spadku znaczenia funduszy otwartych. Wcześniej (według stanu na koniec 2004 r.) gromadziły one ponad 80% wszystkich środków, zaś w zarządzaniu funduszy specjalistycznych otwartych i zamkniętych znajdowało się wówczas odpowiednio 11% i 9% aktywów.

Liczba nowych funduszy zamkniętych zaczęła rosnąć znacznie szybciej niż funduszy pozostałych typów w roku 2005, zaś w roku następnym stanowiły one aż

<sup>10</sup> Zob. szerzej: D. Krupa, *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 177–182.



40% wszystkich nowo utworzonych funduszy. Jeszcze bardziej zwiększył się ich udział w rynku w 2007 r., w którym po raz pierwszy powstało więcej funduszy zamkniętych niż otwartych i specjalistycznych otwartych. Tendencja ta utrzymała się również w latach następnych i w związku z tym obecnie wśród nowo utworzonych podmiotów na rynku zdecydowanie dominują fundusze zamknięte.

Wyraźna przewaga funduszy zamkniętych wśród nowych produktów TFI była szczególnie widoczna zwłaszcza w 2008 r., w którym na łączną liczbę 131 zezwoleń na utworzenie nowego funduszu wydanych przez KNF aż 121 decyzji dotyczyło funduszy zamkniętych, a tylko 3 funduszy otwartych i 7 funduszy specjalistycznych otwartych. Tym samym fundusze zamknięte stanowiły prawie 93% utworzonych wówczas podmiotów.

Warto przy tym zauważyć, że szczególnie aktywne w zakresie tworzenia funduszy były nowo zarejestrowane towarzystwa, w których przypadku tendencja znacznej dominacji funduszy zamkniętych uwidoczniła się jeszcze wyraźniej niż wśród funduszy tworzonych przez dłużej funkcjonujące TFI. W latach 2007–2008 nowe TFI nie utworzyły żadnego funduszu otwartego i zaledwie trzy fundusze specjalistyczne otwarte. Wyjątkową aktywnością wśród nowych towarzystw wyróżniły się Forum TFI oraz Ipopema TFI, które uzyskały zgodę na utworzenie odpowiednio aż 24 i 34 nowych funduszy zamkniętych (część z nich została zarejestrowana dopiero w 2009 r.)<sup>11</sup>. Również w latach następnych oba te towarzystwa wyróżniały się szczególną aktywnością w zakresie powoływania nowych funduszy i subfunduszy. Potwierdzeniem tego, że nowe towarzystwa tworzą przede wszystkim fundusze zamknięte, jest fakt, iż ten właśnie rodzaj funduszu powstał w ramach Mebis TFI SA – jedynego nowego towarzystwa, które rozpoczęło działalność w 2011 r.

Trwający przez kilka lat szybki wzrost liczby nowo utworzonych funduszy zamkniętych sprawił, że pod koniec 2011 r. stanowiły one już blisko połowę wszystkich funkcjonujących funduszy i subfunduszy – ich ilościowy udział w rynku zwiększył się do 49,6%. Co prawda w całym okresie obowiązywania Ustawy o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 r. w każdym roku powstawały również liczne nowe fundusze otwarte i specjalistyczne otwarte, ale tempo przyrostu ich liczby było znacznie niższe niż funduszy zamkniętych, w rezultacie systematycznie wzrastał udział w rynku tych ostatnich (zob. tabela 1).

Wraz ze wzrostem udziału liczby funduszy zamkniętych wśród wszystkich podmiotów rynku zwiększał się również ich udział w strukturze aktywów zgromadzonych przez wszystkie rodzaje funduszy, chociaż jednocześnie był on znacznie niższy, niż mogłoby to wynikać z liczby funkcjonujących podmiotów. W 2008 r. udział funduszy zamkniętych w strukturze aktywów rynku funduszy inwestycyjnych wynosił blisko 18%, a więc był prawie dwukrotnie wyższy niż cztery lata wcześniej. Warto przy

<sup>11</sup> Zob. szerzej: T. Kondrakiewicz, *Nowe podmioty na rynku funduszy inwestycyjnych w warunkach kryzysu*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2009, s. 183–193.

tym podkreślić, że potwierdziła się wówczas teza o większej odporności funduszy zamkniętych na spadki koniunktury rynkowej. W okresie największego odpływu środków z rynku funduszy (w 2008 r.) fundusze zamknięte odnotowały dodatnie saldo aktywów.

Tabela 1. Udział funduszy zamkniętych w rynku funduszy inwestycyjnych  
(stan na koniec grudnia każdego roku)

Rok	Liczba funduszy i subfunduszy			Udział FIZ w rynku funduszy (%)
	FIZ	FIO i SFIO	Ogółem	
2004	23	127	150	15,3
2005	37	166	203	18,0
2006	73	190	263	27,8
2007	100	277	377	36,5
2008	181	322	503	36,0
2009	221	339	560	39,5
2010	303	355	658	46,0
2011	369	375	744	49,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl) oraz [www.izfa.pl](http://www.izfa.pl).

Wśród funduszy zamkniętych zdecydowanie dominują fundusze emitujące niepubliczne certyfikaty inwestycyjne. W dużej mierze jest to efektem tworzenia przez część towarzystw – w tym również nowo rejestrowanych – funduszy skierowanych do zamożnych klientów indywidualnych i podmiotów instytucjonalnych. Warto zaznaczyć, że spora część tych funduszy to podmioty lokujące swoje aktywa w inne fundusze, w tym polskie i zagraniczne.

## Zakończenie

Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce rozwija się w zróżnicowanym tempie. Po raz pierwszy jego wyraźne przyspieszenie zaobserwowano pod koniec 2001 r., trwało ono do lipca 2003 r. Drugi okres dynamicznego rozwoju nastąpił po integracji Polski z Unią Europejską, a jego istotnym czynnikiem sprawczym były nowe regulacje ustawowe, które umożliwiły tworzenie licznych funduszy nowych typów.

Ważnym przejawem rozwoju rynku jest powstawanie nowych podmiotów, zarówno towarzystw funduszy inwestycyjnych, jak i znajdujących się w ich zarządzaniu funduszy. Od kilkunastu już lat na polskim rynku co roku pojawia się po kilka nowych towarzystw oraz po kilkadziesiąt, a czasami nawet ponad sto, nowych funduszy

i subfunduszy. Specyfika i zalety funduszy inwestycyjnych zamkniętych sprawiają, że w ostatnich latach są one tworzone znacznie częściej niż pozostałe rodzaje funduszy. Przewagą funduszy zamkniętych jest m.in. fakt, iż emitowane przez nie certyfikaty inwestycyjne podlegają umorzeniu w ściśle określonym czasie, co zmniejsza fluktuację aktywów na skutek masowego wycofywania się inwestorów w warunkach turbulencji na rynkach finansowych. Dzięki temu fundusze zamknięte sprawdzają się nie tylko w okresach dobrej koniunktury, ale także w warunkach kryzysu. Uwidoczniło się to wyraźnie zwłaszcza w 2008 r., kiedy to tworzone niemal wyłącznie fundusze zamknięte. Wyjątek stanowiły fundusze parasolowe, które w większości przyjmowały konstrukcję funduszy otwartych. Znacznie szybsze tempo przyrostu funduszy zamkniętych niż pozostałych rodzajów funduszy doprowadziło do istotnych zmian ich udziału w rynku. Na koniec 2011 r. fundusze inwestycyjne zamknięte stanowiły prawie połowę wszystkich funkcjonujących podmiotów.

#### Bibliografia

1. Gabryelczyk K., *Fundusze inwestycyjne, rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
2. Gabryelczyk K., Ziarko-Siwiek U. (red.), *Inwestycje finansowe*, CeDeWu, Warszawa 2007.
3. Jurek-Maciak M., *Strategia na miarę*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 9.
4. Kondrakiewicz T., *Dywersyfikacja oferty funduszy inwestycyjnych*, [w:] *Polska. Europa. Świat*, Wydawnictwo WSPA, Lublin 2008.
5. Kondrakiewicz T., *Nowe podmioty na rynku funduszy inwestycyjnych w warunkach kryzysu*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2009.
6. Krupa D., *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu, Warszawa 2008.
7. Miziołek T., *1000 dni funduszy*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 9.
8. Miziołek T., *15 lat minęło, jak jeden dzień...*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 7–8.
9. Miziołek T., *Fundusze inwestycyjne lokujące aktywa na rynku nieruchomości*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Problemy rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2007.
10. *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce pięć lat po wejściu w życie Ustawy o funduszach inwestycyjnych*, [www.izfa.pl](http://www.izfa.pl).
11. [www.knf.pl](http://www.knf.pl).
12. Zaluski A., *Czekając na... zysk*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 9.

#### The role of closed-end funds in the development of the investment funds market in Poland

Although the investment funds market in Poland is relatively new, it has been developing rapidly. The number of investment funds has been extensively growing up. New kinds of funds are created. The part of the market developing particularly quickly is the sector of the closed-end funds. Currently they are nearly a half of all the investment funds.