

Dorota Żebrowska-Suchodolska
Andrzej Karpio

Polski rynek otwartych funduszy inwestycyjnych na tle rynku europejskiego¹

Otwarte fundusze inwestycyjne (FIO) mają istotny wpływ na poziom rozwoju rynku kapitałowego. Dlatego autorzy podjęli próbę porównania rynku FIO w Polsce z rynkami w innych krajach europejskich, ze szczególnym uwzględnieniem krajów dawnego bloku wschodniego. Analizie poddano fundusze z różnych klas ryzyka, porównano zarówno zmiany w ilości funduszy, jak i wielkości aktywów. Wyniki wskazują na niewielki udział funduszy polskich w rynku europejskim, równocześnie wyróżniają się one w porównaniu z funduszami dawnych krajów socjalistycznych.

Wstęp

Wejście w życie w roku 2004 ustawy o funduszach inwestycyjnych² wywarło duży wpływ na obecny kształt rynku funduszy inwestycyjnych. Dostosowanie prawa polskiego do uregulowań obowiązujących w Unii Europejskiej ujednoliciło zasady zarządzania funduszami, obowiązki informacyjne funduszy otwartych, czy zasady zbywania tytułów uczestnictwa przez fundusze zagraniczne z siedzibą na terytorium UE³. Tym samym polski rynek funduszy inwestycyjnych uległ daleko posuniętej integracji z rynkiem europejskim. Pozwala to na stosowanie jednolitych standardów porównawczych dając tym samym podstawy do obiektywnego porównania rynków funduszy inwestycyjnych. Należy pamiętać, że instytucje te w znacznej mierze są zarządzane przez instytucje bankowe z większościovym kapitałem zagranicznym. Trudno więc było sobie wyobrazić jakąkolwiek formę izolacji polskiego rynku funduszy inwestycyjnych na tle rynku europejskiego. Kapitał poszukuje możliwości inwestycyjnych wszędzie, gdzie jest to możliwe, a dostosowanie prawa jedynie to ułatwia. Zaprezentowane rozważania oparto na statystykach dostępnych na stronach internetowych Stowarzyszenia EFAMA oraz Izby Zarządzającej Funduszami i Aktywami, pierwsza instytucja monitoruje rynek europejski, a druga – polski. Analiza wskazuje, że na tle krajów dawnego bloku wschodniego, „osiągnięcia” Polski w rozwoju rynku kapitałowego są zdecydowanie największe.

Fundusze UCITS i non-UCITS

W krajach Unii Europejskiej istnieje 36 tysięcy funduszy⁴, określanych w skrócie UCITS (*undertakings for collective investment in transferable securities*), funkcjonujących na podstawie dyrektywy Komisji Europejskiej 85/611/EEC z 1985 roku

¹ Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2010-2012 jako projekt badawczy N N111 277638.

² Dz. U. 2004 nr 146 poz. 1546, Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych.

³ Na podstawie raportu „Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce pięć lat po wejściu w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych” IZFiA (http://www.izfa.pl/files_user/pdf/Podsumowanie%202004-2009.pdf).

⁴ Dane na koniec 2009 roku według raportu EFAMA (www.efama.org).

(z późniejszymi zmianami zawartymi w dyrektywach 2001/108/EC, 2001/107/EC)⁵. Koordynuje ona przepisy dotyczące inwestowania w zbywalne papiery wartościowe, reguluje działalność spółek zarządzających funduszami, zawiera listę instrumentów, w które fundusze mogą lokować powierzony kapitał, określa limity inwestycyjne, zawiera zapisy dotyczące instytucji wspólnego inwestowania oraz obowiązki nadzoru nad tymi instytucjami odpowiednich organów w każdym z krajów członkowskich. Dzięki tym regulacjom fundusze UCITS mogą posługiwać się jednolitym paszportem, który umożliwia dystrybucję produktów we wszystkich państwach członkowskich oraz mogą prowadzić działalność na podstawie zezwolenia wydanego w kraju macierzystym⁶.

EFAMA (*European Funds and Assets Management Association*) jest organizacją pozarządową skupiającą instytucje związane z rynkiem funduszy inwestycyjnych, klasyfikuje fundusze na UCITS i non-UCITS, te pierwsze są odpowiednikami polskich funduszy otwartych. Fundusze non-UCITS są to fundusze inwestycyjne działające na podstawie uregulowań prawnych danego kraju⁷. Odpowiednikami funduszy non-UCITS w Polsce są fundusze zamknięte oraz specjalistyczne fundusze otwarte, ze względu na to, iż nie spełniają one wymogów dyrektywy UCITS.

Rynek funduszy inwestycyjnych jest jednym z najszybciej rozwijających się segmentów rynku finansowego w Europie. Z blisko 1 biliona euro w 1992 roku⁸, wartość aktywów netto wzrosła do 7,04 biliona euro na koniec roku 2009⁹. W ciągu ostatnich sześciu lat, największą wartość aktywów netto odnotowano w 2007 roku. Wynosiła ona 7,93 biliona euro na koniec roku. Okres kryzysu gospodarczego nie ominął również funduszy inwestycyjnych. Na koniec 2008 roku wartość aktywów spadła o ponad dwadzieścia procent w stosunku do roku 2007, wynosząc 6,14 biliona euro. W roku 2009 nastąpił ponowny wzrost zainteresowania funduszami inwestycyjnymi, co znalazło odzwierciedlenie w wartościach aktywów. Na koniec 2009 roku wartość ta wynosiła 7,04 biliona euro, co oznacza wzrost o 14,6% w porównaniu do roku poprzedniego.

Większą część europejskich funduszy inwestycyjnych stanowią fundusze UCITS. Porównanie obu rodzajów rynku UCITS i non-UCITS, przedstawiono na wykresie 1, podającym wielkość aktywów w bilionach euro. Wynika z niego, że fundusze non-UCITS stanowią około jednej czwartej. Co więcej, na przestrzeni lat 2004-2009 udział ten praktycznie nie zmienia się, pomimo wahań koniunktury inwestycyjnej. Nie należy zapominać, że na lata 2007-2008 przypada okres kryzysu finansowego, który dotknął niemal wszystkie kraje kontynentu europejskiego.

⁵Mazurek J., Aspekty funkcjonowania funduszy w Wielkim Księstwie Luksemburga, <http://www.moneymarket.pl/content/view/336/1/>.

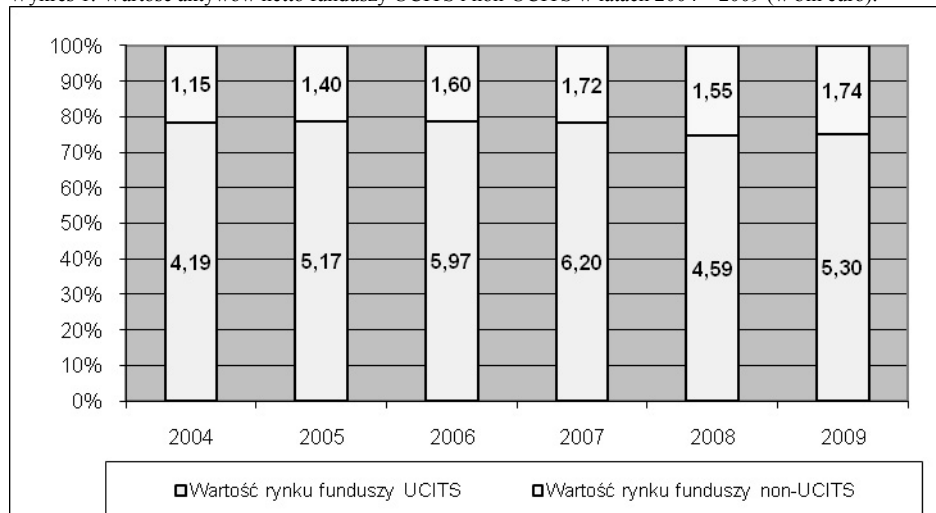
⁶Gabryelczyk K., Fundusze inwestycyjne, w: Rynek papierów wartościowych strefy euro, pod red. Przybylskiej-Kapuścinskiej W., Kraków 2007.

⁷Krupa K., Dylematy globalizacji i fundusze inwestycyjne, <http://wiedzaiedukacja.eu/archives/3948>

⁸Gabryelczyk K., Fundusze inwestycyjne, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.

⁹Dane na koniec 2009 roku według raportu EFAMA (www.efama.org).

Wykres 1. Wartość aktywów netto funduszy UCITS i non-UCITS w latach 2004 – 2009 (w bln euro).

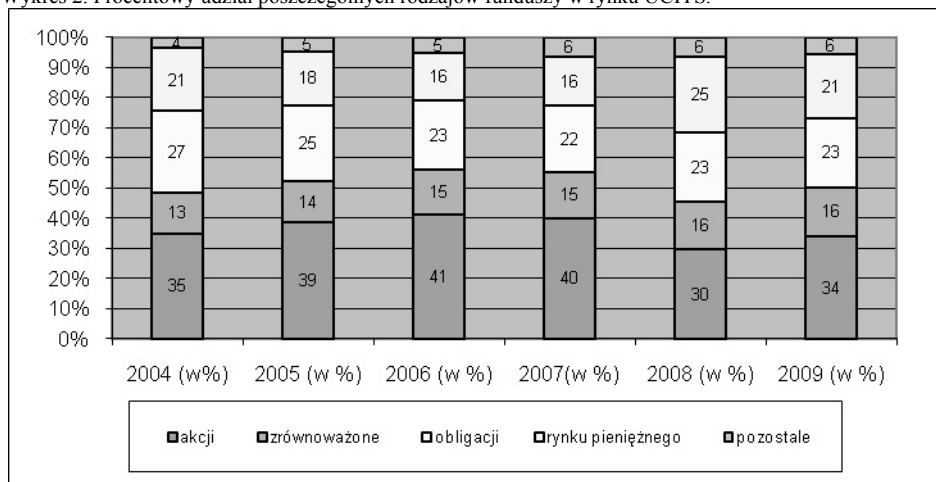


Źródło: opracowanie własne na podstawie EFAMA.

Europejskie Stowarzyszenie Funduszy i Spółek Inwestycyjnych EFAMA dzieli fundusze UCITS na: fundusze akcji, fundusze zrównoważone, fundusze obligacji, fundusze rynku pieniężnego i pozostałe fundusze. Aktywa funduszy akcji stanowią największą część rynku UCITS. W ciągu ostatnich sześciu lat, największy udział funduszy akcji odnotowano w 2006 roku (41%). W latach 2007 i 2008 nastąpiła tendencja spadkowa, ale nadal są one liderem rynku UCITS. Na drugim miejscu znalazły się fundusze obligacji, które w latach 2008 i 2009 zgromadziły 23% wszystkich aktywów. Na przestrzeni lat 2004-2009, rok 2004 był rokiem ich największego udziału w rynku. Od roku 2006 udział funduszy obligacji jest na poziomie 22-23% aktywów wszystkich funduszy UCITS. Kolejną grupę aktywów, pod względem udziału w rynku UCITS, stanowią fundusze rynku pieniężnego. W 2008 roku, okresie największego kryzysu, zanotowano największy wzrost tych funduszy (do 25% udziału rynku UCITS). Fundusze zrównoważone, na koniec 2009 roku, dysponowały wkładami kapitałowymi w wysokości 762 mln euro, co stanowiło 16% udziału w aktywach ogółem.

Wykres 2 wskazuje na dominację funduszy akcyjnych, we wszystkich latach wartość zgromadzonych przez nie aktywów jest największa. Na drugim miejscu znalazły się fundusze obligacji, z wyjątkiem 2008 roku, gdy zostały „wyprzedzone” przez fundusze rynku pieniężnego. Warto już w tym miejscu zwrócić uwagę na to, że podobna sytuacja ma miejsce w Polsce, gdzie również fundusze akcyjne cieszą się największą popularnością.

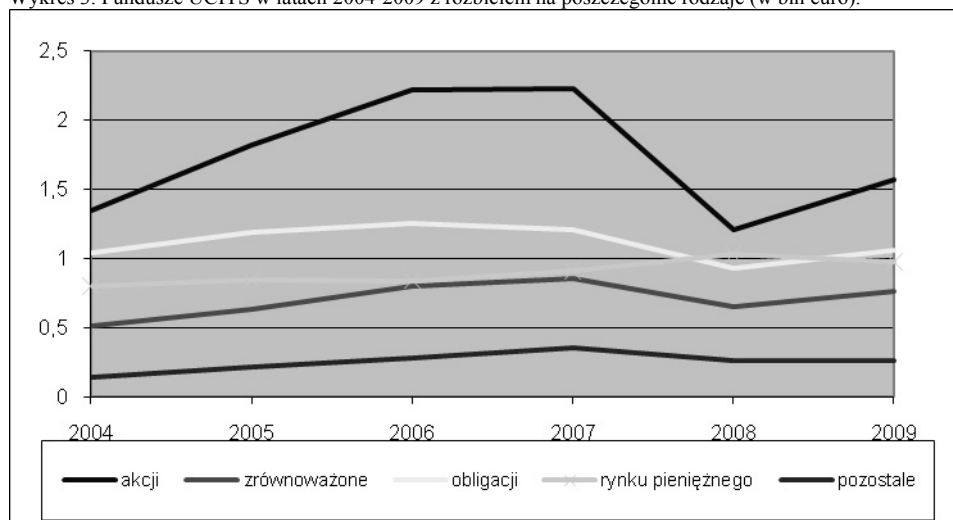
Wykres 2. Procentowy udział poszczególnych rodzajów funduszy w rynku UCITS.



Źródło: opracowanie własne na podstawie EFAMA. Wyniki nie uwzględniają funduszy inwestycyjnych funkcjonujących w Irlandii ze względu na brak szczegółowych danych.

Wykres wyraźnie pokazuje wpływ kryzysu finansowego na fundusze akcyjne. Znamienne jest to, że minimum aktywów w tych funduszach odpowiada maksimum aktywów zgromadzonych w funduszach rynku pieniężnego. Jest to zrozumiałe, podczas pojawienia się trudności finansowych najpierw likwiduje się inwestycje najbardziej ryzykowne, zatem udziały w funduszach akcyjnych.

Wykres 3. Fundusze UCITS w latach 2004-2009 z rozbiem na poszczególne rodzaje (w bln euro).



Źródło: opracowanie własne na podstawie EFAMA. Wyniki nie uwzględniają funduszy inwestycyjnych funkcjonujących w Irlandii ze względu na brak szczegółowych danych.

Wśród krajów europejskich największe aktywa netto UCITS w 2009 roku zgromadziły fundusze inwestycyjne działające na terytorium Luksemburga (1,59 bln euro). Wartość ta stanowiła 30% wszystkich aktywów netto funduszy inwestycyjnych w Europie, na drugim miejscu znalazła się Francja z udziałem równym 23,65%. W przypadku Polski wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych rynku UCITS na koniec 2009 roku wynosiła 16,02 mld euro. Na przestrzeni lat 2004-2009 największy udział tych funduszy w Polsce we wszystkich aktywach funduszy w Europie zanotowano w roku 2007. Wartość aktywów netto wynosiła wtedy 30,98 mld euro, co stanowiło 0,5% wszystkich aktywów rynku UCITS. W 2008 roku udział ten zmniejszył się do 0,28%, natomiast w 2009 nastąpił nieznaczny wzrost do poziomu 0,30%.

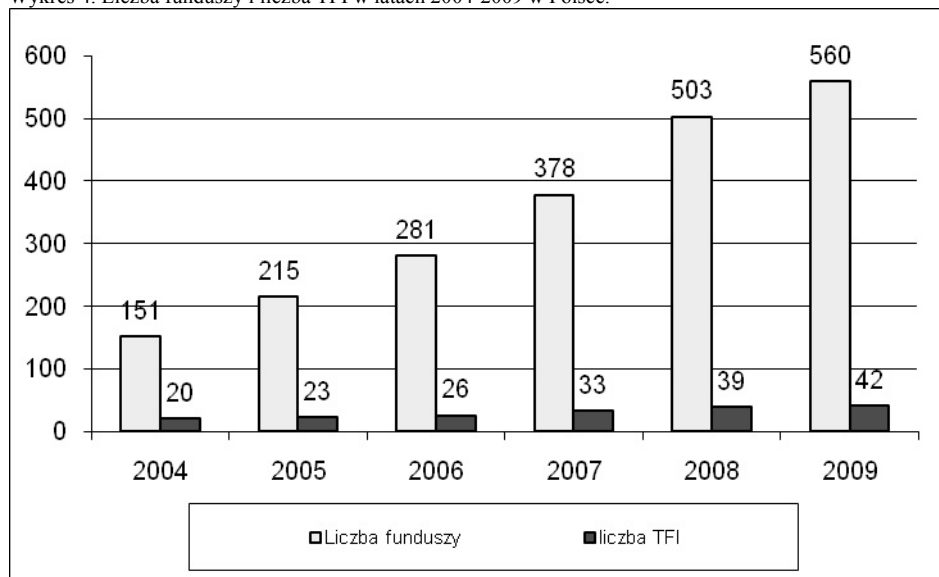
Charakterystyka polskiego rynku funduszy inwestycyjnych otwartych

Na rozwój polskiego rynku funduszy, w latach 2004-2009, wpłynęło między innymi obniżenie wymogów kapitałowych stawianych TFI. Spowodowało to powstawanie nowych TFI tworzonych przez duże zagraniczne grupy bankowe czy ubezpieczeniowe, można w tym miejscu wymienić: Hexagon TFI, Opoka TFI, Forum TFI, Plejada TFI, Amathus TFI, Quercus TFI, Spatium TFI, Go TFI, Altus TFI, AgioFunds TFI oraz Penton TFI), krajowe instytucje finansowe (m.in. Noble Funds TFI, Plejada TFI, MCI Capital TFI, AKJ Investment TFI, Ipopema TFI, Best TFI i TFI Agro, Do drugiej grupy można zaliczyć TFI prowadzone przez zagraniczne instytucje finansowe, w tym między innymi Copernicus Capital TFI, Intrum Justitia TFI, Superfund TFI, GE Debt Management TFI i Société Générale Asset Management Alternative Investments (Poland) TFI¹⁰. Wprowadzone regulacje wpłynęły również na wzrost liczby produktów finansowych oferowanych przez TFI. Na koniec roku 2009 istniało 560 funduszy i 42 TFI.

Warto zwrócić uwagę, że wykres 4, który pokazuje zmiany w liczbie funduszy i towarzystw funduszy inwestycyjnych w Polsce, nie „zauważa” kryzysu finansowego. Kryzys uwidacznia się jedynie w zmianach aktywów, co widać na kolejnym wykresie.

¹⁰ Na podstawie raportu „Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce pięć lat po wejściu w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych” IZFiA (http://www.izfa.pl/files_user/pdf/Podsumowanie%202004-2009.pdf).

Wykres 4. Liczba funduszy i liczba TFI w latach 2004-2009 w Polsce.

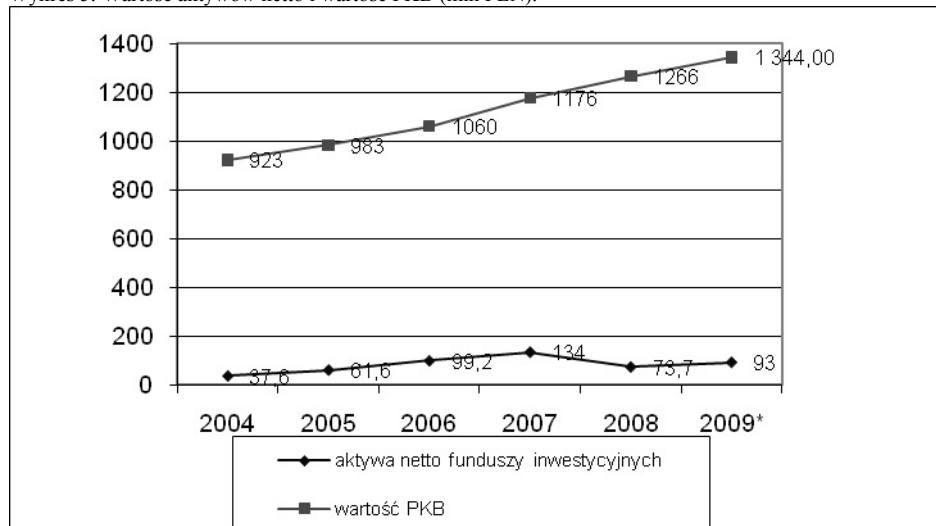


Źródło: opracowanie własne na podstawie IZFiA

Aktywa funduszy inwestycyjnych na koniec roku 2009 osiągnęły wartość 93 mld złotych. Wartość ta wzrosła w stosunku do roku 2008 o 26,2% (19,3 mld złotych). Należy pamiętać, że zmniejszenie aktywów to nie tylko wycofywanie powierzonych kapitałów, ale również niższa wycena wynikająca ze spadku cen papierów wartościowych, przede wszystkim akcji. Ten ostatni aspekt związany jest z „papierową” wyceną, i materializuje się w postaci konkretnej straty dopiero przy umorzeniu jednostek. Warto pamiętać, że już na początku roku 2009 wartość aktywów zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych otwartych zarejestrowanych w Polsce zaczęła rosnąć, przede wszystkim dlatego, że Polacy ponownie zaczęli powierzać im swoje oszczędności.

Ważnym wskaźnikiem świadczącym o rozwoju rynku kapitałowego lub jego segmentów jest udział w PKB, w związku z tym zaprezentowano zmianę aktywów polskich funduszy na tle zmian w produkcie krajowym. Nie jest to udział zbyt duży, ale nasuwa się spostrzeżenie, że poza latami 2007-2008 następuje systematyczny wzrost aktywów funduszy proporcjonalnie do zmian PKB. Jest to silny argument przemawiający za rosnącym znaczeniem funduszy dla polskiego rynku kapitałowego. To fundusze akcyjne zgłaszają popyt na akcje emitentów, fundusze obligacji nabywają papiery dłużne przedsiębiorstw i w ten sposób dostarczają kapitału na rozwój podmiotów mających bezpośredni wpływ na wartość PKB.

Wykres 5. Wartość aktywów netto i wartość PKB (mln PLN).

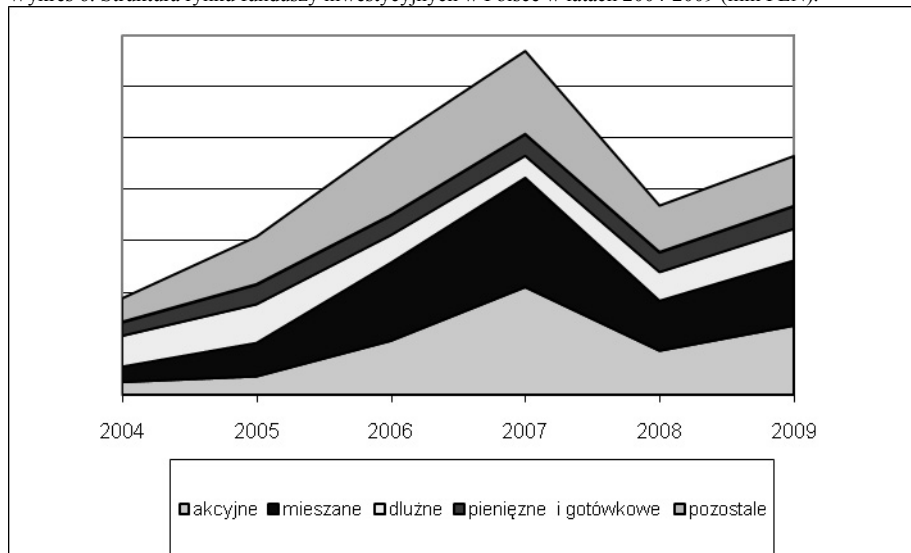


* wg wstępnego szacunku GUS

Źródło: opracowanie własne na podstawie IZFiA

W roku 2009 pozycję lidera straciły fundusze mieszane, których udział na koniec roku stanowił 27,2%. Najliczniejszą grupę stanowiły fundusze akcji, których udział we wszystkich aktywach wzrósł do 29,1%. Nawiązując do poprzednio uczynionej uwagi, Polska nie odbiega pod tym względem od krajów europejskich – największą popularnością cieszą się fundusze akcyjne. Wydaje się to zrozumiałe, najbardziej ryzykowne przyciągają większe rzesze klientów, nie tylko ze względu na większą oczekiwaną stopę zwrotu, ale również z tego powodu, że wielu oszczędzających w funduszach nie decyduje się na samodzielne inwestowanie na giełdzie. Przyczyn unikania samodzielnego inwestowania jest wiele, ale wśród nich można wymienić: brak czasu i umiejętności bieżącego monitorowania sytuacji na giełdzie, trudności w samodzielnym typowaniu walorów, w które warto zainwestować, obawa przed ryzykiem najczęściej utożsamianym ze stratą (niesłusznie). Należy w tym miejscu zwrócić uwagę na typ wykresu 6, wykres przedstawia strukturę rynku funduszy w sposób powierzchniowy, większa powierzchnia zajmowana przez dany typ funduszu, wskazuje na większą wartość jego aktywów netto w danym roku.

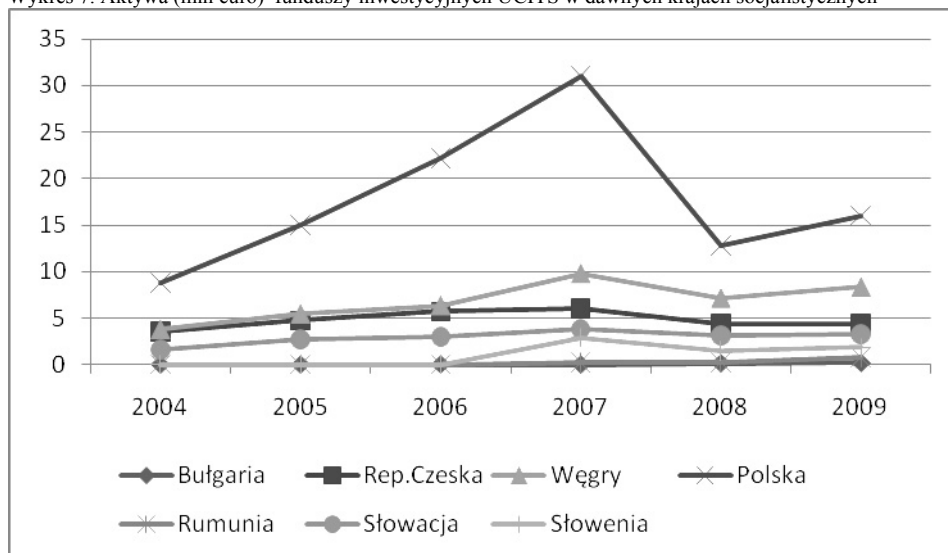
Wykres 6. Struktura rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2004-2009 (mln PLN).



Źródło: opracowanie własne na podstawie IZFiA i Analizy Online.

Wykres 7 jednoznacznie wskazuje na dominującą pozycję Polski w krajach dawnego bloku wschodniego. Porównując go z wykresem 3 widać podobieństwo w przebiegu krzywej, obrazującej poziom aktywów funduszy w Polsce i funduszy UCITS wszystkich krajów łącznie.

Wykres 7. Aktywa (mln euro) funduszy inwestycyjnych UCITS w dawnych krajach socjalistycznych



Źródło: opracowanie własne na podstawie EFAMA.

Można zaryzykować twierdzenie, pomijając skalę, że charakter zmian na rynku funduszy inwestycyjnych zarejestrowanych w Polsce odzwierciedla zmiany na rynku europejskim, co napawa pewnym optymizmem dotyczącym jego dalszego rozwoju. Warto w tym miejscu wspomnieć, że w początkowym okresie przemian gospodarczych węgierska giełda przez krótki okres była liderem, ale szybko straciła swoją pozycję na rzecz giełdy polskiej. Dynamiczny rozwój GPW w sposób jednoznaczny związany jest z rozwojem rynku funduszy inwestycyjnych. Jak pokazano wyżej fundusze akcji dominują pod względem wielkości aktywów. Nie byłoby to możliwe bez rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych, która dostarcza możliwości inwestycyjnych funduszom

Zakończenie

Na zakończenie warto nadmienić, że polski rynek kapitałowy można uznać za względnie dobrze rozwinięty zarówno pod względem wielkości aktywów, jak i organizacyjnym. Zaprezentowana w pracy analiza dotyczy jednego z jego segmentów, a mianowicie funduszy inwestycyjnych, ale bardzo ważnego, gdyż fundusze umożliwiają dostęp do rynku kapitałowego dużej rzeszy Polaków. Daje on możliwości lokowania oszczędności, przez co zwiększa zainteresowanie rynkiem kapitałowym, podnosi „świadomość” inwestycyjną, co jest istotnym czynnikiem dalszego jego rozwoju. W świetle zaprezentowanych danych można stwierdzić, że udział aktywów funduszy zarejestrowanych w Polsce w aktywach funduszy europejskich jest niewielki, w ostatnich latach wahał się pomiędzy 0,5% i 0,3% (liderzy mieli 30% udziału - fundusze działające w Luksemburgu i ponad 23% w przypadku funduszy z Francji). Jest to sytuacja zrozumiała biorąc pod uwagę około dwudziestoletni okres funkcjonowania rynku kapitałowego i znacznie krótszy okres rozwoju rynku funduszy. Ten ostatni zaczął się dynamicznie rozwijać dopiero pod koniec lat dziewięćdziesiątych. Niemniej jednak mimo niewielkiego udziału w rynku europejskim aktywa funduszy wzrastają, zwiększa się ich udział w stosunku do PKB (wyjątkiem jest okres kryzysu finansowego), struktura rynku z punktu widzenia ich podziału na akcyjne, obligacji, rynku pieniężnego itd. odzwierciedla strukturę rynku europejskiego. Fakty te uzasadniają twierdzenie, że rynek funduszy zarejestrowanych w Polsce podąża w dobrym kierunku. Dodatkowego argumentu dostarcza porównanie z rynkiem funduszy z danych krajów socjalistycznych. W tym przypadku Polska jest zdecydowanym liderem, aktywa funduszy polskich w 2007 roku były około trzykrotnie większe niż węgierskich, czyli drugiego po Polsce kraju z największą wartością aktywów funduszy inwestycyjnych. Wydaje się, co można stwierdzić na podstawie wykresu 7, że pozycja Polski pod tym względem jest niezagrażona, bowiem w „najgorszym” roku 2008 aktywa funduszy zarejestrowanych w Polsce były o 50% większe niż węgierskich, a w kolejnym roku ta dysproporcja wzrosła.

Należy pamiętać, że rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce nie byłby możliwy bez dużej świadomości inwestycyjnej Polaków, ich dążeniu do aktywnego zarządzania własnymi oszczędnościami, coraz większym umiejętnościom w radzeniu sobie na rynku kapitałowym. Zainteresowane dużymi ofertami publicznymi (Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, Polska Grupa Energetyczna Spółka Akcyjna, Powszechny Zakład Ubezpieczeń Spółka Akcyjna itd.) zwiększa rzesze świadomych inwestorów indywidualnych również tych, którzy lokują

swoje kapitały w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. W konsekwencji można stwierdzić, że to właśnie zainteresowanie funduszami wymusza rozwój tego rynku, z pożytkiem dla całej gospodarki potrzebującej kapitału.

Literatura

1. Analizy Online (www.analizy.pl).
2. EFAMA (<http://www.efama.org>).
3. Gabryelczyk K., Fundusze inwestycyjne, w: Rynek papierów wartościowych strefy euro, pod red. Przybylskiej-Kapuścinskiej Oficyna Wolters Kluwer, Kraków 2007.
4. Gabryelczyk K., Fundusze inwestycyjne, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
5. Izba Zarządzająca Funduszami i Aktywami, <http://www.izfa.pl/>
6. Krupa K., Dylematy globalizacji i fundusze inwestycyjne, (<http://wiedzaiedukacja.eu/archives/3948>).
7. Mazurek J., Aspekty funkcjonowania funduszy w Wielkim Księstwie Luksemburga, (<http://www.moneymarket.pl/content/view/336/1/>).

Summary

The Polish market of the mutual funds in comparison with the European market. The mutual funds (FIO) have a huge influence on the level of the capital market development. That is why the authors tried to compare the FIO market in Poland to the markets in other European countries, especially taking into consideration the countries of old Eastern bloc. The funds from different classes of risk were analyzed and the changes in the amount of funds and in the size of assets were compared. The results show that the Polish mutual funds have small participation in the European market but at the same time they stand out when we compare them to the mutual funds of the old socialist countries.

Informacja o autorach

mgr Dorota Żebrowska-Suchodolska

e-mail: zdorota@o2.pl

dr Andrzej Karpio

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego

Wydział Zastosowań Informatyki i Matematyki

Katedra Ekonometrii i Statystyki

Zakład Inżynierii Finansowej

ul. Nowoursynowska 166

02-787 Warszawa