

WOJCIECH KRAWIEC

*Znaczenie dyrektywy UCITS IV dla polskiego
ryнку funduszy inwestycyjnych*

The significance of the UCITS IV Directive for the Polish investment funds market

Wprowadzenie

W ostatnich latach europejski rynek funduszy inwestycyjnych, funkcjonujący pod rządami dyrektyw UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities* – UCITS), był jednym z najdynamiczniej rozwijających się segmentów europejskiego rynku finansowego. Dzięki implementacji przepisów dyrektyw UCITS I–III europejskie fundusze inwestycyjne stały się marką rozpoznawalną nie tylko w Europie, ale także na całym świecie. Tylko w latach 2004–2010 liczba funduszy UCITS w Europie zwiększyła się prawie o 6 tys., a wartość aktywów zarządzanych przez europejskie fundusze inwestycyjne wzrosła o blisko 2,3 biliona euro¹. Wśród krajów spoza Europy fundusze UCITS dystrybuowane były w Ameryce Południowej, Afryce, na Bliskim Wschodzie oraz w rejonie Azji i Pacyfiku².

Z czasem okazało się jednak, że obowiązująca dyrektywa – mimo swoich zalet – przyczyniła się do znacznego rozdrobnienia europejskiego rynku funduszy, co wpłynęło na zmniejszenie jego konkurencyjności i efektywności. Na koniec 2008 r. na rynku europejskim zarejestrowanych było ponad 37 tys. funduszy UCITS o średniej wartości aktywów netto wynoszącej zaledwie 121,5 mln euro, gdy w tym

¹ *2011 Investment Company Factbook*, Investment Company Institute, 2011, s. 188.

² *Cross-border distribution of UCITS*, CACEIS Investor Services, November 2008, http://www.caceis.com/fileadmin/pdf/reference_papers_en/cross-border-distribution-ucits.pdf (25.10.2009), s. 21.

samym czasie na rynku amerykańskim zarejestrowanych było ponad 8 tys. funduszy o średniej wartości aktywów wynoszącej aż 860 mln euro³.

W związku z powyższym już w 2004 r. rozpoczęto długotrwały proces zmian ram prawnych UCITS, mający przyczynić się do lepszej konsolidacji, jak i poprawy efektywności tego sektora. Ostatecznym efektem tych przedsięwzięć było przyjęcie przez Radę Europy Dyrektywy w sprawie koordynacji ustaw, rozporządzeń i przepisów administracyjnych dotyczących przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe, zwanej Dyrektywą UCITS IV⁴.

Wymieniona dyrektywa powinna wejść w życie z dniem 1 lipca 2011 r., a w odniesieniu do niektórych obowiązków związanych z przejrzystością informacyjną funduszy – z dniem 1 lipca 2012 r.⁵ Prawdopodobnie w Polsce dyrektywa ta wejdzie w życie z dużym opóźnieniem, bowiem Ministerstwo Finansów nie opublikowało jeszcze projektu nowelizacji ustawy o funduszach inwestycyjnych, zawierającego zmiany zawarte w dyrektywie. Jedynym krajem, który do tej pory wdrożył przepisy dyrektywy UCITS IV, jest Luksemburg, gdzie przepisy dyrektywy weszły w życie z dniem 1 stycznia 2011 r. Natomiast Francja, Niemcy, Włochy, Irlandia, Hiszpania oraz Wielka Brytania rozpoczęły pracę nad implementacją przepisów dyrektywy w I połowie 2011 r.⁶

Wśród kluczowych zmian przyjętych w znowelizowanej dyrektywie UCITS znalazły się:

- 1) wprowadzenie paszportu spółki zarządzającej;
- 2) uproszczenie procedury powiadamiania funduszy w obrocie transgranicznym;
- 3) umożliwienie połączeń pomiędzy funduszami UCITS na terenie Unii Europejskiej;
- 4) dopuszczenie możliwości tworzenia modeli funduszy podstawowych i powiązanych – tzw. funduszy *master/feeder*;
- 5) zastąpienie uproszczonego prospektu emisyjnego przez tzw. kluczowe informacje dla inwestorów.

Celem niniejszego artykułu jest próba oceny potencjalnego znaczenia dyrektywy UCITS IV dla polskiego rynku funduszy inwestycyjnych, w tym wskazanie ewentualnych szans i zagrożeń dla tego rynku. W celu dokonania tejże oceny przedstawiona zostanie ogólna charakterystyka polskiego rynku funduszy inwestycyjnych, bowiem obecny stan rozwoju polskiego rynku funduszy inwestycyjnych może mieć wpływ na jego kształt po wdrożeniu przedmiotowej dyrektywy.

³ *UCITS IV Being well prepared for the changes*, CACEIS Investor Services, October 2009, http://www.caceis.com/fileadmin/pdf/reference_presentations_en/ucits4_EN.pdf (25.10.2009), s. 7.

⁴ Dyrektywa 2009/65/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS).

⁵ G. Borowski, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, CeDeWu, Warszawa 2011, s. 324.

⁶ http://www.rbcdexia.com/documents/EN/UCITSIV/UCITS_IV_map.pdf (30.04.2011).

1. Charakterystyka polskiego rynku funduszy inwestycyjnych

Polski rynek funduszy inwestycyjnych charakteryzuje się znacznym rozdrobnieniem, co niewątpliwie wpływa na poziom jego efektywności i konkurencyjności. Na koniec 2010 r. liczba wszystkich zarejestrowanych w Polsce funduszy inwestycyjnych (subfunduszy) wynosiła 578, w tym 230 stanowiły fundusze otwarte, 132 – specjalistyczne fundusze otwarte oraz 216 – fundusze zamknięte.

Łączna liczba polskich funduszy zharmonizowanych wyniosła 230, a zarządzały one aktywami o wartości przekraczającej 76 mld zł, co stanowiło 66% wartości aktywów ogółem wszystkich polskich funduszy inwestycyjnych. Średnia wartość aktywów tych funduszy wynosiła 333 mln zł, czyli około 84 mln euro. W tym samym czasie średnia wartość aktywów europejskich funduszy UCITS kształtowała się w granicach 168 mln euro, zaś amerykańskich – w granicach 1,2 mld euro⁷. Tym samym przeciętny polski fundusz inwestycyjny zarządzał aktywami 2 razy mniejszymi niż przeciętny fundusz europejski oraz prawie 14-krotnie mniejszymi niż przeciętny fundusz amerykański, a koszty stałe funduszu rozkładały się na mniejsze aktywa, w konsekwencji wpływając na obniżenie stóp zwrotu.

Tabela 1. Udział poszczególnych funduszy inwestycyjnych otwartych mierzony wartością aktywów netto na koniec 2010 r.

Typ funduszu	Specjalizacja geograficzna inwestycji							
	Krajowe	Azja i Pacyfik	Kraje Eurolandu	Europejskie	Globalne	Północna Ameryka	Inne	Razem
Absolutnego zwrotu	0,17%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,17%
Dłużne	14,20%	0,00%	0,29%	0,22%	0,17%	1,60%	0,00%	16,47%
Surowcowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,25%	0,00%	0,00%	0,25%
Akcji	22,89%	0,08%	1,30%	2,59%	0,26%	0,42%	6,99%	34,53%
Mieszane i stabilnego wzrostu	33,80%	0,00%	0,00%	0,51%	0,68%	0,21%	0,03%	35,24%
Gotówkowe i rynku pieniężnego	13,34%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	13,34%
Razem	84,41%	0,08%	1,59%	3,32%	1,35%	2,22%	7,02%	100%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IZFA.

⁷ *Raport o aktywach 30.04.2011.xls*, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, 2011; *2011 Investment Company Factbook*, Investment Company Institute, 2011, s. 187–188.

Spośród 230 polskich funduszy otwartych aż 163 nabywało aktywa na krajowym rynku finansowym. Wartość aktywów tych funduszy przekroczyła 64 mld zł, co stanowiło ponad 84% wartości aktywów wszystkich funduszy otwartych. 10 funduszy charakteryzowało się polityką o nieokreślonym horyzoncie geograficznym z udziałem na poziomie 7%. Liczne były też fundusze lokujące w krajach europejskich (łącznie 47 funduszy). Jednakże ich udział w aktywach ogółem stanowił niecałe 5%.

Z punktu widzenia prowadzonej polityki inwestycyjnej na koniec 2010 r. na polskim rynku przeważały fundusze mieszane i stabilnego wzrostu inwestujące na rynku krajowym. Ich udział mierzony wartością aktywów netto wynosił 33,80%. Na miejscu drugim plasowały się krajowe fundusze akcji z udziałem 22,89%, zaś kolejne miejsca zajęły fundusze dłużne (14,20%) oraz gotówkowe i rynku pieniężnego (13,34%).

Wartość aktywów wszystkich krajowych funduszy inwestycyjnych przekroczyła na koniec 2010 r. 116 mld zł. Podobnie jak fundusze otwarte, również specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte oraz fundusze zamknięte lokowały znaczną część swoich aktywów na rynku polskim. Pierwsze z nich ulokowały aż 77% swoich aktywów na rynku krajowym, drugie zaś – 53%. W tym samym czasie wartość aktywów zagranicznych funduszy notyfikowanych w Polsce stanowiła 3,9 mld zł⁸.

Na koniec 2010 r. na polskim rynku funduszy inwestycyjnych zarejestrowanych było 50 towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI). Ponadto 23 spółki zarządzające oferowały jednostki uczestnictwa notyfikowanych w Polsce funduszy zagranicznych. Trzy z nich: KBC Asset Management SA, Union Investment Luxembourg SA oraz Allianz Global Investors Fund Luxembourg SA posiadały również TFI zarejestrowane w Polsce.

Według PricewaterhouseCoopers na koniec 2008 r. spośród 30 największych firm *asset management* sprzedających fundusze w Europie aż 37 proc. (11 podmiotów) miało spółki zarządzające aktywami w pięciu i więcej krajach; 53 procent (16 grup) miało od dwóch do czterech centrów zarządzania.

Na przykład fundusze Pioneer Investments, do którego należy największe polskie TFI – Pioneer Pekao TFI, zarządzane są z ośmiu krajów UE. Po kilka spółek zarządzających mają KBC, Legg Mason, Aviva Investors, DWS, Union Investment, Allianz, a także Axa i ING⁹.

2. Szanse i zagrożenia dla polskiego rynku funduszy inwestycyjnych

Jednym z najbardziej kontrowersyjnych rozwiązań nowej dyrektywy było wprowadzenie paszportu spółki zarządzającej, tzw. *Management Company Passport* (MCP). Na jego podstawie firma posiadająca zgodę w jednym kraju Unii Europejskiej będzie mogła zarządzać funduszami zarejestrowanymi w innych krajach UE. Przykładowo

⁸ Aktywa zagranicznych funduszy inwestycyjnych (grudzień 2010), AnalizyOnline, 1 luty 2011 r.

⁹ <http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/sekcja-finanse/wolny-rynek-straszy-tfi,3387,3> (30.04.2011).

polskie TFI posiadające MCP będzie mogło zarządzać swoimi funduszami zarejestrowanymi w innych krajach bez konieczności posiadania w nich swoich lokalnych oddziałów.

Omawiane rozwiązanie nie pojawiło się w pierwszych wersjach dyrektywy, jednakże w wersji ostatecznej zostało zaakceptowane mimo sprzeciwu niektórych krajów. Wśród krajów, które wyraziły sprzeciw wobec tego rozwiązania, znalazły się Irlandia, Luxemburg, Polska, Słowacja oraz Słowenia. W przypadku Polski, Słowacji czy Słowenii sprzeciw ten podyktowany był obawami przed odpływem części spółek zarządzających do krajów o lepiej rozbudowanych strukturach. Natomiast w przypadku Irlandii i Luxemburga obawiano się utraty pozycji liderów na europejskim rynku funduszy.

Dla polskiego rynku funduszy inwestycyjnych przyjęte rozwiązanie może mieć bardzo znaczący wpływ, w szczególności w połączeniu z innymi rozwiązaniami przyjętymi w dyrektywie UCITS IV. Jak już wspomniano wcześniej, na polskim rynku funkcjonują TFI (spółki zarządzające), które mają swoje siedziby także w innych krajach. Istnieją więc uzasadnione obawy, iż grupy kapitałowe, które są właścicielami tych TFI, zdecydują się na konsolidację swojej działalności w jednym wybranym państwie UE.

Obaw tych nie ukrywają również obecni zarządzający polskimi TFI. Według Krzysztofa Lewandowskiego, prezesa Pioneer Pekao TFI, najprawdopodobniej na konsolidacji rynku skorzystają państwa, które tradycyjnie uznawane są za przyjazne dla funkcjonowania funduszy, czyli Luksemburg i Irlandia, podczas gdy podmioty wywodzące się z dużych, lokalnych rynków, takich jak Wielka Brytania, Francja czy Niemcy, mogą decydować się na konsolidację biznesu w swoich krajach.

W przypadku Polski najprawdopodobniej będziemy mieli do czynienia z przesuwaniem zarządzania poza nasze granice. Podobnie możliwość fuzji transgranicznych powodować będzie, że fundusze zarządzane obecnie przez krajowe TFI i inwestujące poza granicami kraju będą łączone z odpowiednimi funduszami zagranicznymi. W efekcie znaczenie lokalnych TFI będzie marginalizowane, a ich możliwości wspierania polskiej gospodarki, np. udział w prywatyzacjach, będą coraz mniejsze¹⁰.

Przedstawione obawy zdają się potwierdzać także wyniki badań przeprowadzonych w 2009 r. przez KPMG oraz RBC Dexia Investor Services wśród 52 europejskich instytucji finansowych. Aż 49% respondentów za główną determinantę lokalizacji spółki zarządzającej uważa sprzyjający system podatkowy, 44% – otoczenie regulacyjne, zaś 38% – dotychczasowe miejsce lokalizacji głównej siedziby grupy. Czynniki, który mógłby przemawiać za Polską, a więc koszty operacyjne, jako główną determinantę wskazuje zaledwie 24%¹¹.

¹⁰ <http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/sekcja-finanse/wolny-rynek-straszy-tfi,3387,3> (30.04.2011).

¹¹ *UCITS IV Which business model for tomorrow*, RBC DEXIA Investor Services, <http://www.rbcdexia.com/documents/EN/Misc/UCITS%20IV%20report.pdf> Which business model for tomorrow, s. 15 (30.04.2011).

Nowe regulacje prawne prawdopodobnie w większym stopniu dotkną dużych TFI, których właścicielami są międzynarodowe grupy kapitałowe chcące konsolidować swoją działalność w celu uzyskania efektu skali. Dla mniejszych podmiotów, specjalizujących się w zarządzaniu funduszami „niszowymi” – często o konstrukcji zamkniętej – wprowadzanie omawianych przepisów może nie mieć tak istotnego znaczenia.

Ponadto z danych zawartych w tabeli 1 wynika, iż ponad 84% wartości aktywów funduszy inwestycyjnych otwartych oraz 78% wartości aktywów wszystkich polskich funduszy inwestycyjnych jest lokowanych na polskim rynku. Potwierdza to fakt, iż uczestnicy polskich funduszy inwestycyjnych wolą inwestować na polskim rynku. Wynika to prawdopodobnie z poziomu wiedzy inwestorów o zasadach działania funduszy inwestycyjnych. Na rynku funduszy często występuje zjawisko przywiązania inwestorów do rynku lokalnego (*home bias*)¹². Czy w związku z tym zarządzający polskimi funduszami powinni obawiać się przenoszenia zarządzania funduszami poza granice Polski? Kto lepiej niż oni będzie poruszał się na polskim rynku finansowym? Czy zarządzający z innych krajów lepiej będą się orientować w lokalnych uwarunkowaniach? Prawdopodobnie – nie. Można się nawet spodziewać sytuacji, kiedy to zagraniczni zarządzający funduszami „rynku polskiego” zdecydują się skorzystać z usług polskich firm *asset management*. Jest to szansa dla niezależnych zarządzających, którzy mogliby zaoferować im swoje usługi, sprzedając jednostki w specjalnie stworzonych np. funduszach luksemburskich. Wspomniane obawy mogą jednak dotyczyć funduszy lokujących aktywa na rynkach zagranicznych.

Z punktu widzenia inwestorów centralizacja zarządzania funduszami poza granicami Polski może przynieść pozytywne skutki w postaci obniżenia wnoszonych przez nich opłat, ale uwarunkowane to będzie od przyjętych rozwiązań podatkowych.

Wprowadzenie paszportu spółki zarządzającej może również przyczynić się do częstszego rejestrowania towarzystwa bądź funduszy poza granicami Polski. Nie jest tajemnicą, iż proces rejestracji w Polsce zarówno towarzystwa, jak i funduszu przebiega dość długo. Często trwa to nawet kilka miesięcy. Jeżeli więc pod rządami innych jurysdykcji zarejestrowanie towarzystwa lub funduszu będzie możliwe do osiągnięcia w krótszym czasie, wówczas niewykluczone jest, że krajowe TFI będą chętnie korzystać z tego rozwiązania. Równocześnie nowa usprawniona procedura notyfikacyjna pozwoli praktycznie „od ręki” rozpocząć dystrybucję takiego funduszu na rynku krajowym¹³.

Wpływ na rejestrację funduszy poza granicami Polski mogą też mieć liczne obowiązki sprawozdawcze nakładane przez Komisję Nadzoru Finansowego. Na przykład w całym 2008 r. Komisja Nadzoru Finansowego przeanalizowała 2115 okresowych i bieżących raportów polskich TFI, 11 973 raportów funduszy i 3327 raportów od

¹² G. Borowski, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, CeDeWu, Warszawa 2011, s. 328.

¹³ J. Kuciński, *Rynek polskich funduszy inwestycyjnych*, Dom Wydawniczy Elipsa, Warszawa 2010, s. 203–204.

depozytariuszy¹⁴. W przyszłości może to mieć kluczowe znaczenie dla naszego rynku i zachodzących na nim procesów konsolidacyjnych.

Dyrektywa UCITS IV wprowadza również w życie możliwość transgranicznego łączenia funduszy oraz dopuszcza możliwość tworzenia modeli funduszy podstawowych i powiązanych – tzw. funduszy *master/feeder*. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych (spółki zarządzające) funkcjonujące jednocześnie na wielu rynkach europejskich mogą podjąć decyzję o połączeniu funduszy o tym samym profilu inwestycyjnym, funkcjonujących w różnych krajach. Tylko na przykładzie rynku polskiego można zauważyć, iż duża część polskich towarzystw zarządza jednocześnie dwoma lub więcej funduszami o podobnym bądź tym samym profilu inwestycyjnym. Do tego dochodzą jeszcze zagraniczne fundusze inwestycyjne notyfikowane na terenie Polski, a zarządzane przez spółki, które posiadają TFI w Polsce. Niewątpliwie, należy także spodziewać się łączenia funduszy zarządzanych przez różne TFI. Być może dojdzie do sytuacji, gdy poszczególne TFI zaczną specjalizować się w określonych formach inwestycji, co powinno sprzyjać łączeniu funduszy bądź tworzeniu funduszy typu *master/feeder*.

Nie można wykluczyć, iż właśnie fundusze typu *master/feeder* będą często wykorzystywanym narzędziem dystrybucji tytułów uczestnictwa w innych krajach. Towarzystwa, które nie będą chciały łączyć zarządzanych przez siebie funduszy z funduszami z innych krajów, aby nie tracić swoich dotychczasowych inwestorów, prawdopodobnie podejmą próbę przekształcenia istniejących funduszy w fundusze powiązane nabywające tytuły uczestnictwa wybranego funduszu podstawowego. W ten sposób zatrzymają swoich klientów, a jednocześnie obniżą koszty zarządzania funduszem.

Argumentem istotnie przemawiającym za łączeniem polskich funduszy inwestycyjnych na pewno będzie niska średnia wartość ich aktywów, a jednocześnie wyższe opłaty pobierane przez fundusze od inwestorów, co negatywnie wpływa na uzyskiwane stopy zwrotu. Warto podkreślić, iż aby tylko uzyskać średni poziom aktywów funduszy z rynku europejskiego połączeniu musiałby poddać się co drugi polski fundusz.

Jak na razie najczęściej podnoszonym problemem w odniesieniu do paszportu spółki zarządzającej oraz transgranicznego łączenia funduszy jest kwestia opodatkowania tych procesów. Z badania przeprowadzonego przez Europejskie Stowarzyszenie Funduszy Inwestycyjnych wynika, że dyrektywa UCITS IV wprowadza znaczące utrudnienia podatkowe, które mogą przeszkodzić w osiągnięciu celu dyrektywy. Może się więc okazać, iż obawy zarządzających polskimi funduszami nie spełnią się do czasu, gdy nie zostaną usunięte wszelkie bariery podatkowe.

Znaczącą zmianą dla wszystkich rynków funduszy inwestycyjnych powinno być także uproszczenie procedury powiadamiania (notyfikacji) funduszy w obrocie transgranicznym i jej skrócenie do maks. 10 dni, podczas gdy obecnie trwa to od

¹⁴ R. Mroczkowski, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Wydawnictwo Lex, Warszawa 2011, s. 240.

dwóch do kilku miesięcy. Zmiana ta powinna wpłynąć na polskiego ustawodawcę, jak KNF w celu przyspieszenia prac nad nowelizacją ustawy, jak i nad poprawieniem skuteczności działań związanych z rejestracją funduszy w Polsce. W przypadku przedłużających się procedur związanych z uzyskaniem zezwolenia u rodzimego regulatora można spodziewać się, co zostało już wcześniej wspomniane, iż polskie fundusze rejestrowane będą w krajach o bardziej elastycznych przepisach, a następnie poprzez procedurę notyfikacji dystrybuowane będą na terytorium Polski.

W związku z uproszczeniem procedur notyfikacji nie można wykluczyć także wzrostu liczby notyfikacji funduszy zagranicznych na polskim rynku. Jednakże pocieszające dla polskich funduszy jest to, iż dotychczasowa oferta funduszy zagranicznych – jak na razie – nie spotkała się z dużym zainteresowaniem ze strony polskich inwestorów, o czym świadczy niski udział tych funduszy w polskim rynku.

Zastąpienie uproszczonego prospektu emisyjnego przez kluczowe informacje dla inwestorów powinno przyczynić się do obniżenia kosztów działalności funduszy, a także ułatwić ich porównywanie. Obecnie fundusze inwestycyjne zobligowane są dostarczać swoim klientom m.in. uproszczony prospekt emisyjny składający się najczęściej z kilkudziesięciu stron. Po wprowadzeniu proponowanych zmian nowy dokument powinien mieścić się nawet na dwóch stronach formatu A4, a jednocześnie powinien być napisany w miarę przejrzystym, zrozumiałym językiem. W przypadku funduszy polskich mniejsze znaczenie będzie miała rezygnacja z obowiązku tłumaczenia wszystkich dokumentów notyfikacyjnych na język urzędowy kraju, w którym fundusze mają być dystrybuowane. Wynika to z faktu, iż polskie towarzystwa nie są w dużym stopniu obecne na innych rynkach.

Zakończenie

Dyrektywa UCITS IV znacząco wpłynie na kształt europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych. Jednakże na chwilę obecną jest za wcześnie, aby jednoznacznie ocenić wpływ proponowanych zmian dla poszczególnych rynków. Niewątpliwie duże znaczenie w tym obszarze odegra obecny stan rozwoju poszczególnych, narodowych rynków funduszy inwestycyjnych.

W przypadku Polski głównym zagrożeniem, jakie niesie ze sobą dyrektywa UCITS IV, będzie prawdopodobne przeniesienie zarządzania funduszami do innych krajów i tym samym marginalizacja naszego rynku. Poza przeniesieniem zarządzania może także dojść do połączenia funduszy polskich z funduszami zarejestrowanymi w innych krajach. W największym stopniu dotknie to funduszy zarządzanych przez TFI należące do międzynarodowych grup kapitałowych. Na terenie Polski zostaną prawdopodobnie tylko ich działy sprzedaży. Obawy te podzielają zarządzający największymi towarzystwami zarejestrowanymi na terenie Polski, a także wyniki przeprowadzanych w Europie badań.

W mniejszym stopniu procesy konsolidacyjne mogą dotknąć mniejszych towarzystw, specjalizujących się w zarządzaniu funduszami niszowymi. I właśnie specjalizacja może być receptą dla wielu polskich towarzystw na utrzymanie się na rynku. Ponadto istnieje szansa, iż zagraniczne podmioty zechcą korzystać z usług polskich firm *asset management* jako tych, które lepiej orientują się w polskich warunkowaniach. Niewykluczone, iż instytucje zagraniczne zatrzymają w Polsce tylko określone usługi związane z prowadzeniem funduszy.

Poważną kartą przetargową dla zarządzających polskimi funduszami inwestycyjnymi są ich klienci, którzy w zdecydowanej większości wybierają fundusze inwestujące na polskim rynku i jednocześnie preferują fundusze zarejestrowane w Polsce. Ten stan może mieć wpływ na ewentualne decyzje właścicieli polskich TFI.

Wejście w życie przepisów dyrektywy UCITS IV przyczyni się także do wzrostu konkurencyjności w tym segmencie rynku poprzez łatwiejsze i szybsze notyfikowanie funduszy oraz zmniejszanie kosztów ich działania, co powinno wymusić obniżkę opłat uczestnictwa w funduszach krajowych. Oprócz korzyści dla inwestorów uproszczenie procedury notyfikacji funduszy powinno ucieszyć także polskie TFI, które od dawna oczekują przyspieszenia procedur rejestracyjnych w KNF i w przypadku braku reakcji ze strony KNF podejmować będą próby rejestracji funduszy poza granicami Polski.

The significance of the UCITS IV Directive for the Polish investment funds market

The UCITS Directive set up a legal framework for the functioning and developing the European investment funds market for a long time. With time, it became evident that the regulations included in UCITS's directive contributed to the considerable fragmentation of the European investment funds market, which influenced the reduction of its competitiveness and effectiveness. For that reason in 2004 a considerable effort was put to change the legal framework. As a result, the new directive called UCITS IV was amended and accepted in 2009.

In the present paper the attempt was made to characterize and assess the potential importance of the UCITS IV Directive for the Polish investment funds market, including the indication of possible opportunities and threats to this market. In order to effect this evaluation an overall description of the Polish investment funds market will be described, because the current state of the development of the market can affect its shape after implementing the directive.