

Tomasz Miziołek

Uniwersytet Łódzki

CERTYFIKATY INWESTYCYJNE W PORTFELACH OTWARTYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH

1. Wstęp

Otwarte fundusze emerytalne (OFE) są jednym z największych inwestorów instytucjonalnych na polskim rynku finansowym – na koniec roku 2006 wartość aktywów netto tych podmiotów przekraczała 116 mld zł. Przeważającą część tych środków (ok. 60-70%) lokowana jest w dłużne papiery wartościowe (przede wszystkim emitowane przez skarb państwa), które mają za zadanie zapewnienie stabilnego wzrostu wartości jednostek rozrachunkowych OFE. Wypracowanie ponadprzeciętnych zysków dla uczestników funduszy emerytalnych jest natomiast zadaniem instrumentów finansowych o charakterze udziałowym, które przeciętnie stanowią ok. 25-35% aktywów OFE. Głównym składnikiem części udziałowej portfela inwestycyjnego funduszy emerytalnych (ponad 95%) są akcje spółek notowanych na GPW w Warszawie. W niewielkim stopniu OFE lokują swoje aktywa w inne papiery udziałowe – akcje narodowych funduszy inwestycyjnych, akcje spółek notowanych na rynkach zagranicznych oraz w certyfikaty zamkniętych funduszy inwestycyjnych.

Niniejszy artykuł ma na celu przeanalizowanie dotychczasowego zaangażowania otwartych funduszy emerytalnych w certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte (FIZ). Zaprezentuję w nim kwestie prawne określające warunki inwestowania w te instrumenty, zalety i wady tego rodzaju lokat dla uczestników funduszy oraz dane opisujące zaangażowanie OFE w certyfikaty inwestycyjne.

2. Regulacje prawne

Podstawowym aktem prawnym regulującym zasady działania otwartych funduszy emerytalnych w Polsce jest Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z dnia 28 sierpnia 1997 r.¹ Działalność lokacyjną funduszy określa rozdział 15 tejże ustawy, natomiast maksymalny poziom zaangażowania w poszczególne instrumenty finansowe jest opisany w rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 3 lutego 2004 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne².

Pierwotne zapisy wymienionych aktów prawnych stanowiły, iż fundusz inwestycyjny może lokować swoje aktywa w certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte lub fundusze inwestycyjne mieszane (art. 141, ust. 1, pkt 7 ustawy), przy czym lokaty te nie mogły przekroczyć 10% wartości aktywów funduszu, w tym lokaty w certyfikatach emitowanych przez same fundusze zamknięte nie mogły przekroczyć 5% wartości aktywów funduszu (art. 1, pkt 6 rozporządzenia). Od początku roku 2004, w wyniku wejścia w życie nowelizacji ustawy z 27 sierpnia 2003 r., katalog dostępnych funduszom emerytalnych lokat został poszerzony m.in. o certyfikaty inwestycyjne emitowane przez specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte³. Kolejna zmiana była konsekwencją wejścia w życie nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych, która m.in. uprościła strukturę rodzajową funduszy inwestycyjnych. W jej efekcie na rynku pozostały trzy rodzaje funduszy, w tym fundusze zamknięte, które przejęły cechy funduszy mieszanych i specjalistycznych zamkniętych. Od 25 sierpnia 2004 r. OFE mogą więc inwestować do 10% swoich aktywów w certyfikaty funduszy zamkniętych.

Obowiązujące prawo nakłada na fundusze emerytalne także inne ograniczenia dotyczące inwestowania w certyfikaty inwestycyjne. Certyfikaty wyemitowane przez jeden fundusz zamknięty nie mogą stanowić więcej niż 2% wartości aktywów funduszu emerytalnego (art. 142, ust. 2, pkt 3 ustawy), przy czym w przypad-

¹ Pierwotnie ustawa została opublikowana w Dzienniku Ustaw nr 139, poz. 934 z 1997 r. W wyniku wielokrotnych nowelizacji 1 lipca 2004 r. opublikowane zostało Obwieszczenie Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (DzU nr 159, poz. 1667). Obecnie obowiązujący tekst ustawy uwzględnia również zmiany ogłoszone w DzU 2005 nr 143, poz. 1202 i nr 183, poz. 1538, w DzU 2006 nr 104, poz. 708 i 711 i nr 157, poz. 1119 oraz w DzU 2007 nr 17, poz. 95 (stan na koniec lutego 2007 r.).

² Rozporządzenie to zostało opublikowane w DzU 2004 nr 32, poz. 276 i obowiązuje od 16 marca 2004 r. Do dzisiaj zostało ono dwukrotnie zmienione rozporządzeniami z 27 lipca 2004 r. (DzU nr 175, poz. 1814) oraz z 18 stycznia 2006 r. (DzU nr 13, poz. 91). Wcześniej obowiązywało analogiczne rozporządzenie Rady Ministrów z 12 maja 1998 r.

³ Specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte były szczególną odmianą funduszy zamkniętych, których obecność na polskim rynku finansowym umożliwiła nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych z 16 listopada 2000 r. Zakończyły one swoją działalność do połowy 2005 r. (zostały przekształcone w fundusze zamknięte), co było konsekwencją wejścia 1 lipca 2004 r. w życie nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych.

ku certyfikatów lub obligacji emitowanych przez fundusz sekurytyzacyjny limit ten ulega zwiększeniu do 5% (art. 142, ust. 2a). Lokaty OFE w certyfikaty inwestycyjne nie mogą stanowić więcej niż 35% jednej emisji (art. 4, ust. 1 rozporządzenia). Fundusz nie może ponadto nabywać certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusze zamknięte zarządzane przez TFI, którego akcjonariuszami są akcjonariusze PTE zarządzającego OFE lub podmioty z nimi związane (art. 5, ust. 5).

Z punktu widzenia niniejszego artykułu istotne znaczenie ma także art. 3 rozporządzenia, który stanowi, iż lokaty funduszy w instrumenty o charakterze udziałowym (akcje, prawa do akcji, obligacje zamienne na akcje, prawa poboru, akcje NFI, kwity depozytowe, certyfikaty inwestycyjne, jednostki uczestnictwa) mogą stanowić łącznie nie więcej niż 60% wartości aktywów funduszu. Biorąc pod uwagę fakt, iż w akcje, prawa do akcji, obligacje zamienne na akcje, prawa poboru i akcje NFI notowane na regulowanym rynku giełdowym OFE nie mogą zainwestować więcej niż 40% swoich aktywów, certyfikaty inwestycyjne stanowić mogą nawet połowę aktywów tej części udziałowej portfela inwestycyjnego OFE, która nie została ulokowana na regulowanym rynku giełdowym.

3. Zalety i wady inwestowania w certyfikaty inwestycyjne

Podstawową zaletą inwestowania przez otwarte fundusze emerytalne w certyfikaty funduszy zamkniętych jest możliwość poszerzenia katalogu dostępnych lokat i tym samym zdywersyfikowania portfela inwestycyjnego. Fundusze emerytalne mogą w ten pośredni sposób lokować swoje środki m.in. w wierzytelności (w tym w zbywalne wierzytelności wobec osób fizycznych – poprzez lokaty w certyfikaty funduszy sekurytyzacyjnych), udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością (lokaty w certyfikaty funduszy aktywów niepublicznych), waluty, instrumenty pochodne (w tym niewystandaryzowane instrumenty pochodne) oraz dopuszczone do obrotu na giełdach towarowych prawa majątkowe, których cena zależy od oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji. Przedmiotem ich pośrednich lokat mogą być też nieruchomości (w tym grunty, budynki i lokale) o uregulowanym stanie prawnym i niebędące przedmiotem zabezpieczenia lub egzekucji oraz statki morskie.

Choć wymienione rodzaje lokat charakteryzują się w większości podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym i ograniczoną płynnością, są równocześnie w stanie zapewnić atrakcyjne stopy zwrotu (często wyższe od instrumentów dłużnych), co może pozytywnie wpłynąć na wyniki inwestycyjne OFE. Co więcej, niektóre z nich (np. nieruchomości) pozwalają generować stabilne, zadowalające zyski, niezależnie od koniunktury panującej na rynkach finansowych, i to w długim horyzoncie czasowym, który jest przecież immanentną cechą inwestycji funduszy emerytalnych. Równie istotna jest dywersyfikacja ryzyka dzięki lokowaniu środków w różnorodne, często nieskorelowane ze sobą aktywa rynku finansowego lub niefinansowego.

Inwestowanie w certyfikaty inwestycyjne może jednak także rodzić obawę o brak wpływu na działania lokacyjne podejmowane przez zarządzającego funduszem zamkniętym, co potencjalnie może narazić uczestników OFE na podwyższone ryzyko inwestycyjne. Obawa ta może być zasadna jedynie w przypadku niewielkiego zaangażowania funduszu emerytalnego w walory funduszu zamkniętego. Przy większych inwestycjach (przekraczających 5% wszystkich wyemitowanych certyfikatów) uczestnicy FIZ (w tym także fundusze emerytalne) mogą utworzyć organ kontrolny w postaci rady inwestorów (ma ona m.in. prawo kontrolować proces osiągania celu inwestycyjnego funduszu i jego polityki inwestycyjnej oraz przestrzeganie ograniczeń inwestycyjnych – w tym celu członkowie rady mogą przeglądać księgi i dokumenty funduszu⁴) lub organ o uprawnieniach korporacyjnych – zgromadzenie inwestorów.

Innym istotnym argumentem świadczącym przeciw inwestycjom OFE w certyfikaty inwestycyjne jest niska płynność tego rodzaju lokat. Fundusze zamknięte mogą wykupywać certyfikaty inwestycyjne w trakcie swojej działalności, jednak w praktyce wykupy te przeprowadzane są zazwyczaj co kwartał, co może uniemożliwić szybkie zamknięcie pozycji w razie niekorzystnej koniunktury na rynku. W przypadku funduszy emitujących publiczne certyfikaty sposobem wyjścia z takiej inwestycji może być sprzedaż walorów na rynku giełdowym, jednak w takiej sytuacji poważną przeszkodą jest zwykle ich znikoma płynność (zwłaszcza biorąc pod uwagę ogromną skalę dokonywanych przez fundusze lokat). Ponadto część funduszy, które emitują niepubliczne certyfikaty inwestycyjne, w ogóle nie wykupuje swoich certyfikatów od inwestorów.

Choć inwestycje funduszy emerytalnych mają charakter długoterminowy, obowiązujące w Polsce prawo nakłada na organ nadzoru obowiązek publikowania w półrocznych odstępach (na koniec marca i września) wartości minimalnej wymaganej stopy zwrotu za okres ostatnich 36 miesięcy. Jeżeli fundusz emerytalny nie osiągnie wymaganej stopy zwrotu, to jest zmuszony do uzupełnienia powstałego niedoboru z własnych środków (w pierwszej kolejności z umorzenia jednostek rozrachunkowych zgromadzonych na rachunku rezerwowym, następnie z umorzenia jednostek zgromadzonych na rachunku części dodatkowej Funduszu Gwarancyjnego, a następnie ze środków własnych PTE, ewentualnie z pozostałych środków Funduszu Gwarancyjnego). Konieczność systematycznego wykazywania dobrych wyników inwestycyjnych zniechęca zarządzających aktywami OFE do niestandardowych inwestycji, które – choć w krótkim okresie charakteryzują się niską rentownością – w dłuższej perspektywie (co najmniej kilkuletniej) mogą zapewnić ponadprzeciętne zyski.

⁴ Jeżeli w skład rady inwestorów wchodzi uczestnicy posiadający łącznie co najmniej 50% ogólnej liczby certyfikatów FIZ, to jego statut może rozszerzyć te uprawnienia poprzez przyznanie wpływu na jego politykę inwestycyjną, w tym w szczególności prawo do sprzeciwu wobec przedstawianych projektów inwestycyjnych. Rada może ponadto postanowić o rozwiązaniu funduszu – za taką uchwałą muszą głosować uczestnicy reprezentujący łącznie 2/3 ogólnej liczby certyfikatów. Uprawnienia te mogą znaleźć zastosowanie zwłaszcza w przypadku funduszy zamkniętych tworzonych przez TFI na specjalne zamówienie funduszy emerytalnych (lub z myślą o nich), które obejmują wówczas wszystkie wyemitowane walory lub ich zdecydowaną większość.

Przykładem tego rodzaju inwestycji są fundusze *private equity/venture capital*, które bezpośrednio lub pośrednio (poprzez fundusz funduszy) są przedmiotem inwestycji funduszy emerytalnych w Europie. Tymczasem podejmowane dotychczas w Polsce próby zainteresowania funduszy emerytalnych zamkniętymi funduszami aktywów niepublicznych zakończyły się niepowodzeniem⁵.

Lokowanie środków w certyfikaty funduszy zamkniętych może również powodować problemy związane z małą częstotliwością wyceny tych papierów wartościowych (zgodnie z art. 131 ustawy o funduszach inwestycyjnych mogą być one wyceniane nawet co trzy miesiące⁶), co z punktu widzenia osób zarządzających portfelami OFE, które rozliczane są z osiągniętych wyników co miesiąc, jest trudne do zaakceptowania.

Wśród pozostałych barier inwestowania w certyfikaty inwestycyjne zarządzający wymieniają [1]:

- relatywnie niską wartość aktywów ulokowanych w funduszach zamkniętych w porównaniu z funduszami otwartymi⁷,
- niewielką przeciętną wartość aktywów funduszy zamkniętych⁸, co sprawia, że tego rodzaju inwestycje nie mogą stanowić dla OFE istotnej części portfela zarówno z punktu widzenia ich wpływu na rentowność, jak i dywersyfikacji ryzyka.

4. Inwestycje otwartych funduszy emerytalnych w certyfikaty inwestycyjne

Pierwsza inwestycja otwartego funduszu emerytalnego w certyfikaty inwestycyjne miała miejsce w grudniu 2003 r., kiedy to OFE Skarbiec-Emerytura nabył za 5 mln zł certyfikaty funduszu **Skarbiec-Profit Plus FIM**⁹. Kolejnych lokat dokonały w połowie 2004 r. fundusze ING Nationale-Nederlanden Polska, AIG, Poczty-

⁵ W końcu 2004 r. fundusz zamknięty o takim charakterze (Copernicus Private Equity) zamierzał uruchomić Copernicus Capital TFI, jednak mimo intensywnej promocji wśród zarządzających portfelami OFE, rezygnacji z pobierania opłaty za wydanie certyfikatów oraz przedłużenia okresu zapisów, żaden fundusz nie zdecydował się uczestniczyć w subskrypcji.

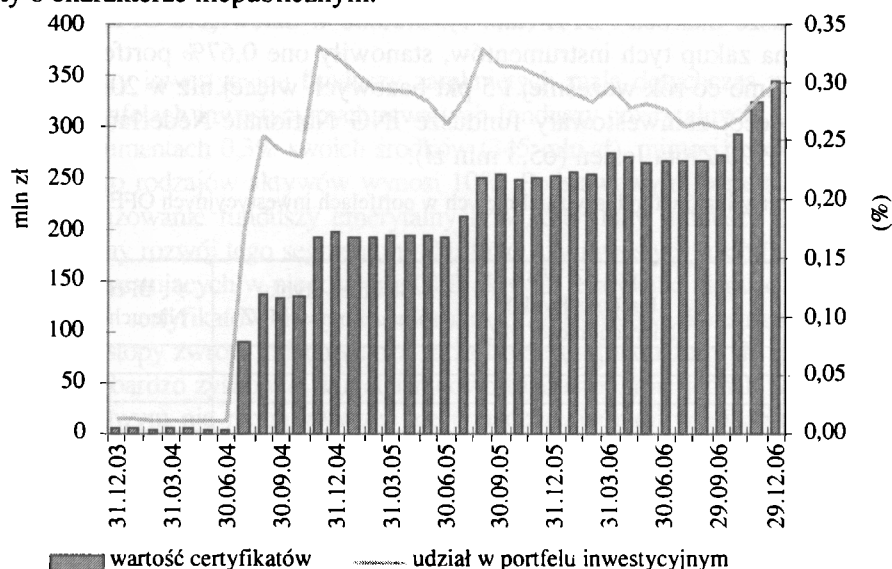
⁶ W praktyce większość funduszy emitujących niepubliczne certyfikaty oraz znaczna część funduszy emitujących publiczne certyfikaty inwestycyjne ustala wartość aktywów netto i wartość aktywów netto przypadającą na certyfikat inwestycyjny z taką właśnie częstotliwością.

⁷ Na koniec 2006 r. wartość aktywów netto funduszy zamkniętych wynosiła 9 mld zł, co stanowiło 9,1% aktywów wszystkich funduszy działających w Polsce.

⁸ Spośród 61 funduszy i subfunduszy zamkniętych działających w Polsce w końcu 2006 r. tylko jeden (BPH Bezpieczna Inwestycja 4) zarządzał aktywami przekraczającymi 500 mln zł, dalszych pięć zarządzało aktywami o wartości ponad 300 mln zł, a pozostałe zarządzały aktywami o wartości poniżej 300 mln zł.

⁹ Inwestycja Skarbcza-Emerytury w certyfikaty funduszu zamkniętego z własnej grupy kapitałowej miała przede wszystkim na celu umożliwienie zamknięcia subskrypcji (minimalna wartość emisji warunkująca powodzenie oferty wynosiła 50 mln zł, tymczasem fundusz zebrał od inwestorów 51,14 mln zł). Aby ukrócić podobne praktyki, ustawodawca wprowadził w 2004 r. do rozporządzenia dotyczącego limitów inwestycyjnych przepis zakazujący nabywania przez OFE certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusze zamknięte zarządzane przez TFI, którego akcjonariuszami są akcjonariusze PTE zarządzającego OFE lub podmioty z nimi związane (por. punkt 3).

lion, Credit Suisse Life & Pensions (obecnie Winterthur), Pekao i PZU Złota Jesień, które zainwestowały w ofercie pierwotnej w certyfikaty funduszu **Arka BZ WBK Funduszu Rynku Nieruchomości SFIZ** łącznie prawie 130 mln zł, co stanowiło ok. 38% całkowitej wartości emisji. W listopadzie tego samego roku w portfelach sześciu funduszy emerytalnych (AIG, Pocztylion, Pekao, Bankowy, Ergo Hestia i Generali) znalazły się certyfikaty kolejnego funduszu nieruchomości – **Skarbiec-Rynku Nieruchomości FIZ** – w sumie za blisko 60 mln zł (odpowiadało to ok. 68% wszystkich objętych podczas subskrypcji papierów). Po raz trzeci fundusze emerytalne zdecydowały się zainwestować w certyfikaty funduszu nieruchomości w połowie 2005 r. – cztery OFE (Credit Suisse Life & Pensions, PZU Złota Jesień, Bankowy i Ergo Hestia) ulokowały w walorach funduszu **BPH Sektora Nieruchomości FIZ** ok. 59 mln zł, czyli ok. 18% całej emisji. Mimo kilkudziesięciu emisji publicznych certyfikatów funduszy inwestycyjnych zamkniętych przeprowadzonych w latach 2004-2006 (głównie były to fundusze z ochroną kapitału), żaden inny fundusz nie znalazł uznania zarządzających portfelami OFE. Fundusze emerytalne nie zdecydowały się także ulokować swoich środków w certyfikaty o charakterze niepublicznym.



Rys. 1. Wartość inwestycji otwartych funduszy emerytalnych w certyfikaty inwestycyjne oraz ich udział w zagregowanym portfelu inwestycyjnym OFE

Źródło: opracowanie na podstawie danych KNF.

Całkowita wartość inwestycji w certyfikaty funduszy zamkniętych na koniec 2006 r. wyniosła 344,6 mln zł, co stanowiło zaledwie 0,30% zagregowanego portfela inwestycyjnego funduszy emerytalnych. W ujęciu nominalnym było to, jak dotychczas, maksymalne zaangażowanie funduszy w te instrumenty, natomiast najwyższy procentowy udział certyfikatów w lokatach OFE miał miejsce w listo-

padzie 2004 r. i sierpniu 2005 r. (czyli miesiącach, w których OFE dokonywały lokat w walory funduszy Skarbca i BPH) i wyniósł 0,33% (rys. 1). Warto zaznaczyć, iż przez prawie cały ten okres przyrost wartości inwestycji OFE w certyfikaty funduszy zamkniętych był skokowy i był efektem jedynie nowych emisji. Dopiero w ostatnim kwartale roku 2006 można było zaobserwować dynamiczny wzrost wartości tych aktywów (o 27,5%), co było rezultatem wzrostu cen certyfikatów funduszy nieruchomości na GPW w Warszawie.

Na koniec roku 2006 dziewięć funduszy emerytalnych posiadało w swoich portfelach certyfikaty trzech funduszy zamkniętych¹⁰. Najwięcej (53,4% – 183,9 mln zł) zainwestowano w papiery Arka BZ WBK Funduszu Rynku Nieruchomości (znajdowały się one w portfelach sześciu funduszy), prawie o połowę mniejszy udział miały walory Skarbca-Rynku Nieruchomości (27,8% – 95,8 mln zł) obecne również w aktywach sześciu OFE, natomiast najmniej środków ulokowano w certyfikaty funduszu BPH Sektora Nieruchomości (18,8% – 64,9 mln zł), na które postawili zarządzający czterech funduszy. Największy udział certyfikatów w portfelu inwestycyjnym miał miejsce w przypadku OFE Pocztylion (1,04%), który zainwestował w walory Arki i Skarbca, oraz w OFE Ergo Hestia (0,99%), który ulokował środki w fundusze Skarbca i BPH (tab. 1). Średnio w dziewięciu OFE, które zdecydowały się na zakup tych instrumentów, stanowiły one 0,67% portfela inwestycyjnego (tyle samo co rok wcześniej i 5 pkt bazowych więcej niż w 2004 r.). Wartościowo najwięcej zainwestowały fundusze ING Nationale-Nederlanden Polska (73,3 mln zł) i PZU Złota Jesień (65,3 mln zł).

Tabela 1. Udział certyfikatów funduszy zamkniętych w portfelach inwestycyjnych OFE – stan na koniec 2006 r.

OFE	Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ	Skarbiec-Rynku Nieruchomości FIZ	BPH Sektora Nieruchomości FIZ
AIG	0,37	0,24	
Bankowy		0,68	0,09
Ergo Hestia		0,29	0,70
Generali		0,38	
ING NN Polska	0,27		
Pekao	0,15	0,70	
Pocztylion	0,61	0,43	
PZU Złota Jesień	0,27		0,14
Winterthur	0,29		0,43

Źródło: opracowanie na podstawie informacji o rocznych strukturach aktywów OFE według stanu z 29 grudnia 2006 r.

Znikomy udział certyfikatów w portfelach inwestycyjnych OFE sprawia, iż ich wpływ na rentowność inwestycji funduszy emerytalnych jest praktycznie niezauważalny. Mimo bardzo korzystnej koniunktury na rynku certyfikatów funduszy nieruchomości w

¹⁰ Fundusz Skarbiec-Emerytura sprzedał certyfikaty funduszu Skarbiec-Profit Plus w styczniu 2005 r.

ostatnim kwartale 2006 r. oraz w styczniu 2007 r.¹¹ fundusze, które relatywnie największą część swoich aktywów ulokowały w tych walorach (tj. OFE Pocztylion i OFE Ergo Hestia), uzyskały w analizowanym okresie stopy zwrotu zbliżone (Pocztylion) lub niższe (Ergo Hestia) od średniej rynkowej¹². Warunkiem koniecznym do zwiększenia tego wpływu jest znacznie większe zaangażowanie OFE w certyfikaty inwestycyjne, które powinno być zbliżone do maksymalnego dopuszczalnego obecnie limitu (10% aktywów). Wskazane byłoby również zliberalizowanie niektórych przepisów prawnych odnośnie do inwestycji OFE w certyfikaty – np. podwyższenie limitu zaangażowania funduszu w certyfikaty jednego emitenta oraz limitu zaangażowania w papiery jednej emisji. Powinna jednak także ulec istotnemu zwiększeniu i zróżnicowaniu oferta kierowana do OFE ze strony TFI zarządzających funduszami zamkniętymi emitującymi zarówno publiczne, jak też niepubliczne certyfikaty inwestycyjne. Bez wyraźnego zwiększenia podaży certyfikatów, które mogłyby być atrakcyjne dla OFE, nie ma co liczyć na wzrost udziału tych instrumentów w portfelach funduszy emerytalnych, a tym samym – na odgrywanie przez nie ważnej roli w wypracowywaniu ponadprzeciętnych stóp zwrotu.

5. Podsumowanie

Certyfikaty inwestycyjne funduszy zamkniętych mają dotychczas marginalne znaczenie w portfelach inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych. OFE ulokowały w tych instrumentach 0,3% swoich środków (345 mln zł), mimo iż dopuszczalny limit lokat dla tego rodzajów aktywów wynosi 10%. Podstawowymi barierami ograniczającymi zaangażowanie funduszy emerytalnych w certyfikaty funduszy zamkniętych są niedostateczny rozwój tego segmentu rynku funduszy inwestycyjnych (niewielka liczba funduszy inwestujących w niedostępne OFE aktywa, relatywnie nieduże emisje), znikoma płynność certyfikatów na rynku wtórnym oraz ustawowa konstrukcja minimalnej wymaganej stopy zwrotu zniechęcająca zarządzających funduszami do inwestowania w potencjalnie bardzo zyskowne długoterminowo fundusze, które jednak w krótkim horyzoncie czasowym nie mogą wykazać się ponadprzeciętnymi wynikami (np. fundusze *private equity/venture capital*).

Literatura

- [1] Nawacki G., *Inwestycje w TFI nie dla funduszy emerytalnych*, „Puls Biznesu”, 31.01.2007.

¹¹ W okresie czterech miesięcy (wrzesień 2006 r.-styczeń 2007 r.) kurs certyfikatu funduszu Arki wzrósł o 58,5%, Skarbca – o 70,4%, a BPH – o 36,2%.

¹² Zmiana wartości jednostki rozrachunkowej OFE Pocztylion wyniosła w okresie 29.09.2006 r.-31.01.2007 r. 10,45%. OFE Ergo Hestia – 10,02%, podczas gdy średni wynik inwestycyjny 15 OFE wyniósł wówczas 10,44%.

INVESTMENT CERTIFICATES IN PORTFOLIOS OF OPEN PENSION FUNDS

Summary

According to “*Law of 28 August 1997 on organization and operation of pension funds*” open pension funds (OPFs) may invest in investment certificates issued by closed-end investment funds maximum 10 percent of their assets. At the end of 2006 only 9 OPFs (from 15 operating in Poland) invested in certificates issued by 3 real-estate funds (Arka, Skarbiec and BPH) together hardly 345 millions PLN (about 0,3% of aggregate investment portfolio of OPFs). The main barriers which impede engagement of OPFs in investment certificates are: relatively small value of closed-funds` assets, insignificant turnover of certificates on the Warsaw Stock Exchange and legislation (minimum required return).