

Michał Mania
Andrzej Balcerzak
Wiktor Setlak
Kacper Korneluk
Bruno Pawłowicz
Kacper Korzeniowski

PAGA
LEADERS OF TOMORROW



Demokratyzacja Rynku Kapitałowego

ELTIF 2.0 jako furtka do zwrotów z inwestycji w Private Markets dla klientów
Mass Affluent oraz HNWI w Polsce

„Demokratyzacja Rynku Kapitałowego, ELTIF 2.0 jako furtka do zwrotów z inwestycji w Private Markets dla klientów Mass Affluent oraz HNWI”

ALRK XX

Polski rynek kapitałowy stoi obecnie w świetle transformacji gospodarczej, która może fundamentalnie zmienić krajobraz inwestycyjny oraz otworzyć nowe możliwości rozwoju dla rodzimych przedsiębiorstw. Po trzech dekadach imponującego wzrostu gospodarczego, który sprawił, że polski PKB przekroczył symboliczny bilion dolarów, napotykamy na strukturalne bariery finansowania, które hamują dalszy rozwój sektora MŚP i ograniczają dostęp polskich inwestorów do najbardziej dochodowych klas aktywów. Obecnie, problem poruszony w tym raporcie ma trzy wymiary:

- 1) **Przedsiębiorcy z sektora MŚP** borykają się z chronicznym niedofinansowaniem, gdzie ponad 70% firm finansuje się wyłącznie kredytami bankowymi, podczas gdy potrzeby rozwojowe wymagają długoterminowego kapitału udziałowego z możliwością wsparcia strategicznego,
- 2) **Fundusze *Private Capital* (*Private Equity* oraz *Private Debt*)**, pomimo rekordowych wyników w regionie CEE, gdzie Polska odpowiada za 44% wartości inwestycji w regionie, pozostają domeną wąskiego grona inwestorów instytucjonalnych,
- 3) **Segment klientów bankowych *Mass Affluent* oraz *HNWI***, który w ostatniej dekadzie zdecydowanie rośnie w siłę wraz z rozwojem polskiej gospodarki nie ma realnego, szerokiego dostępu do alternatywnych klas aktywów z segmentu *Private Markets*

Rozwiązaniem tej sytuacji w obecnym otoczeniu gospodarczym oraz legislacyjnym w Polsce może okazać się ELTIF 2.0 (*European Long-Term Investment Fund*), czyli zreformowana wersja produktu inwestycyjnego, który umożliwi inwestorom detalicznym dostęp do zwrotów z inwestycji *Private Markets* na warunkach porównywalnych z klientami instytucjonalnymi oraz w strukturze legislacyjnej, która legitymizuje istnienie takiego instrumentu oraz pozwala inwestorowi na zmniejszenie poziomu ryzyka.

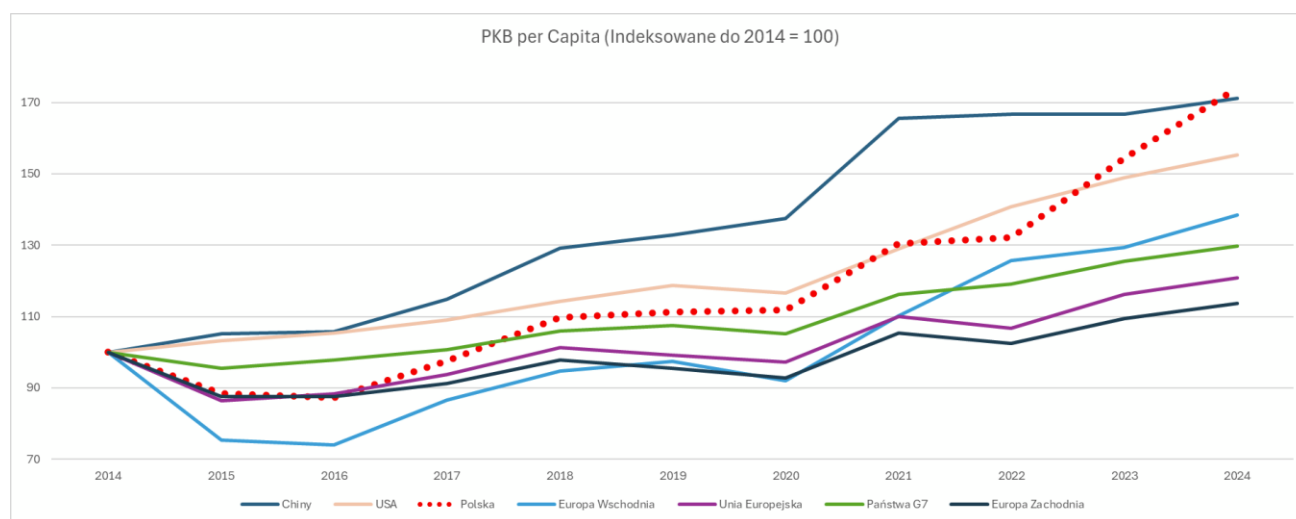
Brak takiego rozwiązania w polskiej ofercie banków oraz Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych świadczy o istnieniu krytycznej luki rynkowej. Podczas, gdy kraje takie jak Francja, Włochy bądź Luksemburg aktywnie rozwijają swoje produkty ELTIF, jednocześnie pozyskując ogromne środki na finansowanie działalności MŚP oraz dużych przedsiębiorstw, w Polsce nie zarejestrowano dotychczas ani jednego funduszu ELTIF, a polscy inwestorzy mogą jedynie pasywnie uczestniczyć w zagranicznych inicjatywach, bez możliwości wsparcia rodzimej gospodarki.

Ten raport przedstawia kompleksową analizę potencjału i barier wdrożenia ELTIF 2.0 w Polsce, w oparciu o badania rynkowe, wywiady z kluczowymi graczami sektora *Private Banking* oraz szczegółową analizę europejskich przypadków wdrożeń tego produktu. Dokumentujemy rosnące zapotrzebowanie na alternatywne produkty inwestycyjne wśród zamożnych Polaków, identyfikujemy mechanizmy umożliwiające skuteczną dystrybucję oraz proponujemy konkretną strukturę funduszu

dostosowaną do specyfiki polskiego rynku. Raport kończy się rekomendacjami dla PFR jako instytucji, która może pełnić inwestora kotwicznego w procesie demokratyzacji dostępu do *private markets*, przyczyniając się jednocześnie do profesjonalizacji krajowego sektora *wealth management* i wzmocnienia konkurencyjności polskich przedsiębiorstw.

Obecne położenie Polski na finansowej mapie Świata

Od 1989 roku Polska przeszła imponującą transformację gospodarczą, od gospodarki centralnie planowanej w okresie PRL do jednej z najszybciej rozwijających się gospodarek rynkowych w Europie. W latach 90. wzrost PKB był napędzany reformami strukturalnymi i integracją z Zachodem, a po dołączeniu do Unii Europejskiej w 2004 roku, Polska stała się beneficjentem funduszy unijnych oraz atrakcyjnym miejscem dla inwestycji zagranicznych. W efekcie od 1990 roku polski PKB wzrósł ponad ośmiokrotnie, a gospodarka wykazała się odpornością nawet w czasach kryzysów globalnych (Globalny Kryzys Finansowy 2008, pandemia COVID-19). Do 2025 roku wartość polskiego PKB przekroczyła 1 bilion dolarów (nominalnie), co symbolicznie wprowadziło Polskę do grona państw G20, potwierdzając jej status jako kluczowej gospodarki Europy Środkowo-Wschodniej i liczącego się gracza w globalnej gospodarce.

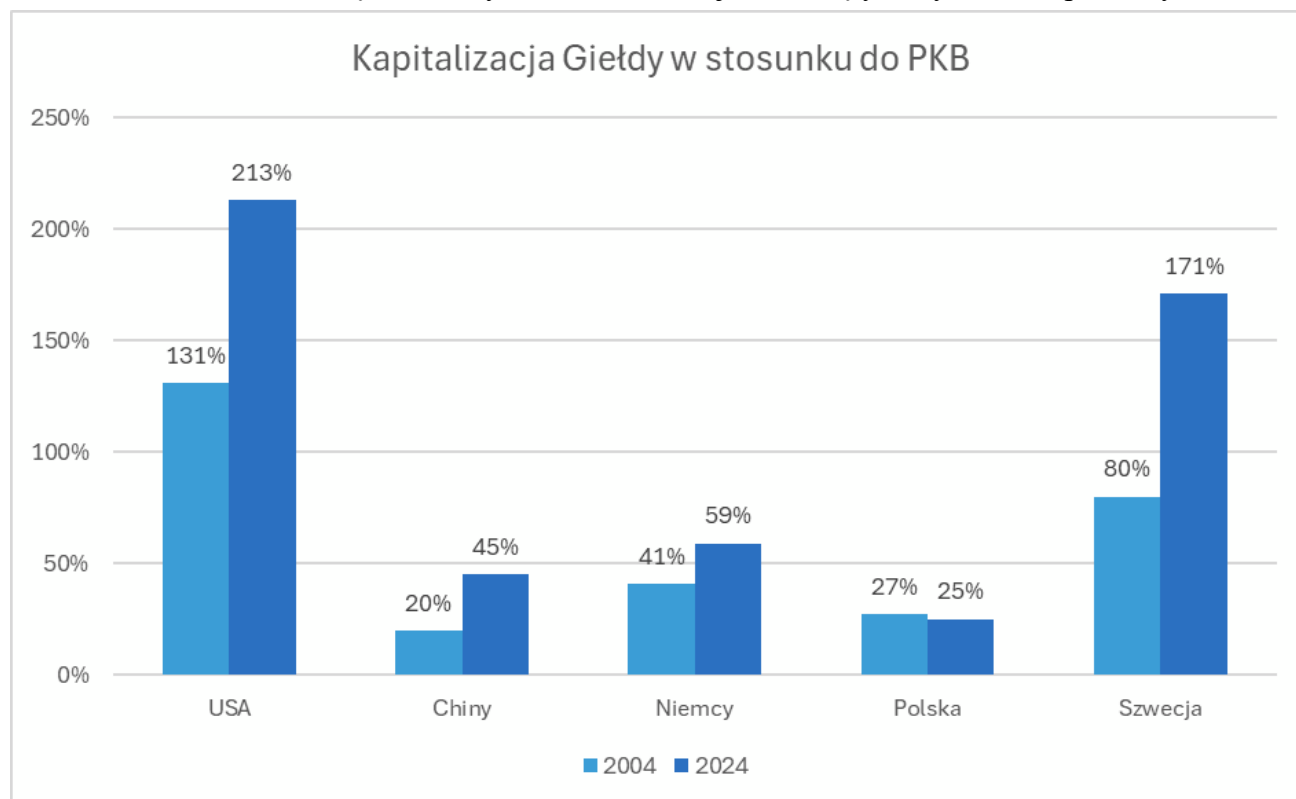


Wykres 1: Wzrost PKB per Capita w cenach nominalnych (indeksowane do 2014 = 100)

Charakterystyka polskiego rynku bankowości prywatnej i zarządzania majątkiem

Polski sektor bankowości i zarządzania majątkiem cechuje się konserwatywnym profilem inwestorów oraz dominacją tradycyjnych produktów finansowych. W strukturze finansowania gospodarki przeważają kredyty bankowe i depozyty, co świadczy o orientacji kredytowej systemu finansowego. Ponad 70% finansowania przedsiębiorstw w Polsce pochodzi z pożyczek bankowych, podczas gdy udział rynków kapitałowych jest relatywnie niewielki. Historycznie rynek kapitałowy rozwijał się wolniej, w latach 90. XX w. był słabo rozwinięty, co pozostawiło lukę w kulturze inwestycyjnej społeczeństwa. Dziedzictwo gospodarki centralnie planowanej oraz ograniczona początkowo świadomość finansowa spowodowały, że giełda postrzegana była jako ryzykowna i trudno dostępna dla przeciętnego obywatela.

Udział akcji i funduszy inwestycyjnych pozostaje niski na tle Europy Zachodniej. Dla porównania, w 2023 r. mniej niż 7% polskich gospodarstw domowych inwestowało bezpośrednio na giełdzie, podczas gdy w wielu krajach rozwiniętych odsetek ten jest kilkukrotnie wyższy. Warszawska Giełda Papierów Wartościowych (GPW), pomimo statusu największej w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, nadal odznacza się niższą kapitalizacją w relacji do gospodarki niż rynki zachodnie. Kapitalizacja spółek notowanych na GPW wynosi ok. 25% PKB Polski, podczas gdy średnia w UE przekracza 50% (dla porównania w Szwecji ~170%). Świadczy to o wciąż niewykorzystanym potencjale finansowym inwestorów detalicznych, których majątek prywatny w ostatnich latach stale rośnie, co odróżnia Polskę od zdecydowanie bardziej rozwiniętych rynków kapitałowych w UE.



Wykres 2: Kapitalizacja giełdy w stosunku do PKB nominalnego 2004 - 2024 (w %)

Na polskim rynku wyróżniają się trzy główne segmenty klientów zamożnych: klienci *affluent*, *HNWI* (ang. *High Net Worth Individuals*) oraz tzw. *HENRY* (ang. *High Earner, Not Rich Yet* – osoby o wysokich dochodach, które jeszcze nie zgromadziły dużego majątku). Choć populacja bardzo zamożnych inwestorów jest w Polsce stosunkowo niewielka, jej rola w rynku finansowym jest znacząca. Szacunki wskazują, że pod koniec 2024 r. w Polsce było ponad 70 tysięcy *HNWI* (osób dysponujących płynnymi aktywami powyżej 1 mln USD). Zarazem niemal połowa bogactwa tej grupy jest skupiona w rękach małego odsetka najzamożniejszych jej członków, co obrazuje wysoki stopień koncentracji kapitału. Inne dane (uwzględniające inne aktywa np. nieruchomości) podają, że liczba osób o majątku przekraczającym 1 mln USD może sięgać ponad 100 tysięcy, co wciąż stanowi ułamek populacji kraju. Z kolei segment *Mass Affluent* (zamożnych, ale nie kwalifikujących się do *HNWI*, ani do *HENRY*) obejmuje kilka procent społeczeństwa. Według analiz GlobalData, ok. 3,2% dorosłych Polaków zalicza się do grupy zamożnych, a kontrolują oni ponad 80% wszystkich płynnych aktywów

gospodarstw domowych. Z kolei grupa *HENRY*, czyli młodszych specjalistów i menedżerów o wysokich dochodach, jest coraz ważniejsza dla sektora *wealth management*, osoby te dopiero budują kapitał, ale już teraz poszukują nowoczesnych form inwestowania. Międzynarodowe badania pokazują, że młodzi zamożni inwestorzy przejawiają większą skłonność do aktywów o wyższym profilu ryzyka i alternatywnych, takich jak *Private Equity* bądź *Private Debt*: przykładowo aż 61% młodych *HNWI* inwestuje część portfela w aktywa wysokiego ryzyka, a 88% doradców zauważa znacznie wyższe zainteresowanie tych klientów inwestycjami w *Private Equity* i inwestycje alternatywne. To wskazuje, że na rynku polskim rośnie pokolenie dobrze zarabiających inwestorów, otwartych na dywersyfikację portfela oraz poszukujących wyższych stóp zwrotu.

Niedofinansowanie MŚP, a rola Private Capital w Polsce: Szanse i Ograniczenia.

W ostatnich latach polski rynek *Private Equity* przeszedł imponującą transformację, jednocześnie umacniając swoją pozycję jako największy w Europie Środkowo-Wschodniej (CEE). Tylko w 2024 roku Polska odpowiadała za ponad 44% całkowitej wartości inwestycji w *Private Equity* w CEE, z czego ponad 1,23 mld EUR zostało zainwestowane w 81 spółek. Podmioty takie jak Enterprise Investors, V4C, CVI, MCI, Capital, Griffin Capital Partners miały możliwość zainwestowania w kluczowe filary gospodarki w Polsce oraz wyjścia kapitałowe z inwestycji, które pozwoliły na osiągnięcie wysokich stóp zwrotu. Polski rynek *Private Equity* ewoluował od praktycznie zerowej bazy w latach 90-tych do obecnej, kluczowej pozycji w CEE. Jednocześnie, niska stopa inwestycji w Polsce (spadek udziału wartości nakładów inwestycyjnych w relacji do PKB z 20% do 17,7% w ciągu ostatniej dekady) w połączeniu z ograniczonym dostępem do finansowania bankowego dla wielu firm z sektora MŚP świadczy o wysokim niedofinansowaniu segmentu. Potrzeby firm z sektora Małych i Średnich Przedsiębiorstw wskazują jednak nie tylko na dodatkowe finansowanie działalności, ale i również dostarczenie wsparcia strategicznego oraz *know-how* w zakresie potencjalnego rozszerzenia operacji oraz rozwoju ekspansji zagranicznej. To właśnie fundusze *Private Equity*, za pośrednictwem bezpośrednich inwestycji umożliwiają przedsiębiorcom zarówno dostęp do alternatywnego finansowania, jak i dostarczają odpowiedni *know-how* oraz kompetencje dla przedsiębiorców, którzy planują inwestować w swój biznes oraz jego rozwój. Zarówno Fundusze *Private Equity*, jak i *Private Debt* umożliwiają przedsiębiorcom z sektora MŚP dostęp do długoterminowego kapitału na rozwój swojej działalności oraz transfer wiedzy i kompetencji w zakresie rozwoju, co w dalszej kolejności może prowadzić do znacznych *add-ons* w kontekście konsolidacji danego segmentu operacji spółki.

Inwestycje z zakresu *Private Capital* (zarówno *Private Equity*, jak i *Private Debt*) charakteryzują się jednak bardzo wysokim profilem ryzyka, jak i potencjalnym zwrotem. Jednakże, obecna grupa inwestorów, którzy mają dostęp w zwrotów z tego segmentu jest znacząco ograniczona zarówno w Polsce, jak i w Europie do inwestorów instytucjonalnych, którzy dysponują znacznymi nakładami na inwestycje rynek alternatywny. Dotychczasowe bariery dla pozostałych inwestorów w Polsce ograniczają się do wysokich progów kapitałowych, znaczących wymagań regulacyjnych dotyczących

statusu inwestora profesjonalnego oraz niskiej płynności i ograniczonej dostępności do takich aktywów. Obecny dostęp do zwrotów w inwestycje alternatywne w Polsce może jednak zostać odblokowany z pomocą rozwiązań, które są obecnie opracowywane w ostatnich latach w rejonie Unii Europejskiej oraz na poziomie krajów członkowskich.

Efektywność inwestycji Private Equity w Europie

W Polsce, według danych PSIK (Polski Związek Inwestorów Kapitałowych), dostęp do funduszy *Private Equity* mają niemal wyłącznie inwestorzy instytucjonalni i *family offices*. Indywidualni inwestorzy mogą uczestniczyć w PE głównie za pośrednictwem funduszy w strukturach *Fund-of-Funds*, struktur *Private Banking* lub poprzez nieliczne wehikuły inwestycyjne notowane publicznie. Przyszłość segmentu inwestorów *Private Equity* to większa demokratyzacja dostępu, czyli umożliwienie inwestowania także inwestorom detalicznym poprzez struktury z niższymi progami wejścia. Ten trend może wzmacniać rosnący popyt na alternatywne aktywa w obliczu niższych oczekiwanych zwrotów z rynków publicznych w nawiązaniu do potencjalnie spadających stóp procentowych.

Analizy przeprowadzone przez kluczowe organizacje branżowe, w tym Invest Europe oraz Polski Związek Inwestorów Kapitałowych (PSIK), a także przez czołowe firmy doradcze, takie jak Bain & Company, McKinsey & Company i EY, wskazują jednoznacznie, że *Private Equity* w Europie cechuje się w długim horyzoncie czasowym wyższymi stopami zwrotu niż inwestycje w akcje notowane na giełdach publicznych. Jednocześnie ta klasa aktywów oferuje bardziej stabilny i przewidywalny profil ryzyka i zwrotu niż rynki publiczne, co wynika z charakterystycznych mechanizmów wyceny, długoterminowego zaangażowania kapitału oraz aktywnego zarządzania spółkami portfelowymi.

Zgodnie z danymi zawartymi w raporcie Invest Europe Performance Benchmark 2024, europejski sektor *Private Equity* w perspektywie długoterminowej systematycznie przewyższał wyniki rynków publicznych. Strategie wykupu lewarowanego (*buyout*) osiągały w analizowanym okresie średnie roczne stopy zwrotu (IRR) w przedziale 12–14% netto, podczas gdy odpowiadające im indeksy *public equity* generowały 6–8% rocznie. Fundusze *Venture Capital* w analizowanym horyzoncie czasowym poprawiły swoje wyniki względem poprzednich dekad, choć nadal plasują się poniżej strategii *buyout*, z kolei fundusze *Growth Equity* uplasowały się pomiędzy wymienionymi kategoriami.

Istotnym wnioskiem raportu jest fakt, że przewaga *Private Equity* nad rynkami publicznymi nie wynika z przypadkowych okresów koniunktury, lecz ma charakter trwały. Analiza mPME (*public market equivalent*) wykazała, że w ciągu ostatnich lat *Private Equity* w Europie wygenerowało roczną premię rzędu 4–6 pkt proc. względem giełdowych benchmarków. Zjawisko to potwierdza odporność tej klasy aktywów na krótkoterminowe wahania rynkowe oraz zdolność do utrzymania stabilnych zwrotów niezależnie od cykli gospodarczych.

Z perspektywy globalnej, raport Global Private Equity Report 2025 przygotowany przez Bain & Company potwierdza, że *Private Equity* nadal utrzymuje pozycję atrakcyjnej klasy aktywów. W perspektywie dekady globalne fundusze *buyout* osiągały średni net IRR około 15%, podczas gdy fundusze *growth* generowały średnio około 13%. Jednocześnie raport sygnalizuje istotną dyspersję wyników – różnica między górnym a dolnym kwartylem IRR wśród analizowanych funduszy przekracza kilkanaście punktów procentowych. Najlepsze fundusze osiągnęły stopy zwrotu netto przekraczające 20%, natomiast najgorsze zaledwie przekraczały 5% IRR. Taki zakres rozpiętości wyników podkreśla kluczowe znaczenie selekcji zarządzających oraz wdrożenia adekwatnej strategii alokacyjnej i dywersyfikacji ekspozycji.

Historycznie *Private Equity* w Stanach Zjednoczonych generowało wyższe IRR niż fundusze europejskie (15–17% w długim horyzoncie), jednak według raportu Cambridge Associates Ex-US Developed Markets PE/VC Benchmark 2024 ta przewaga uległa wyraźnemu zniwelowaniu. Rynki rozwinięte poza USA, z Europą na czele, w ciągu ostatnich 15 lat wygenerowały IRR rzędu 11–13%, co wskazuje na rosnący poziom dojrzałości i merytoryczną specjalizację europejskich funduszy, zwłaszcza mid-market. W ramach Europejskiego obszaru *private equity* zwiększa się liczba wyspecjalizowanych funduszy sektorowych i geograficznych, co przekłada się na coraz węższe nisze inwestycyjne i wyższe kompetencje zarządzających.

Raport Invest Europe CEE Report 2024 identyfikuje Polskę jako największy rynek *private equity* w Europie Środkowo-Wschodniej, zarówno pod względem wolumenu transakcji, jak i wartości zrealizowanych inwestycji. Historyczne stopy zwrotu lokalnych funduszy uplasowały się na poziomie 10–12% netto, co jest zbliżone do średniej europejskiej. Najczęściej finansowane sektory to technologie, opieka zdrowotna oraz usługi konsumenckie. Wyjścia kapitałowe w Polsce realizowane były głównie poprzez sprzedaż strategicznym inwestorom oraz *secondary buyouts*, natomiast pierwotne oferty publiczne (IPO) pełniły marginalną rolę z uwagi na ograniczoną głębokość i płynność rynku publicznego.

W ostatnich latach rynek *private capital*, w tym *Private Equity*, był poddany próbie odporności na skutek zaostrzenia polityki monetarnej, wysokiej inflacji i spadków wycen spółek giełdowych. Raporty McKinsey Global Private Markets Report 2025 oraz EY State of PE in Europe 2024 wskazują, że liczba dużych debiutów giełdowych zmniejszyła się, co utrudniło dotychczasowe ścieżki wyjścia z inwestycji. Fundusze zamiast IPO częściej korzystały z *secondary buyouts* i sprzedaży do strategicznych nabywców, co pozwoliło utrzymać roczne IRR kohort funduszy z lat 2018–2020 na poziomie 11–13% netto. Takie wyniki potwierdzają zdolność *private equity* do dostosowania strategii wyjścia do zmiennych warunków rynkowych i podtrzymania atrakcyjności inwestycji.

Dyspersja wyników między poszczególnymi funduszami i strategiami stanowi kolejne wyzwanie dla inwestorów. Instytucjonalne podmioty, takie jak fundusze emerytalne, ubezpieczyciele czy fundusze funduszy (FoF), stosują polityki alokacyjne oparte na dywersyfikacji ekspozycji na wielu zarządzających. Z danych Invest Europe Private Equity Activity 2024 wynika, że fundusze emerytalne odpowiadają za około 33% globalnego fundraisingu, FoF za 15–18%, a towarzystwa ubezpieczeniowe

za 12–15%. Znaczącą rolę odgrywają także instytucje publiczne, zwłaszcza Europejski Fundusz Inwestycyjny, oraz banki rozwoju, pełniące funkcję inwestorów kotwiczących na wczesnych etapach *life cycle* funduszy.

Dla inwestorów indywidualnych (HNWI i ultra-HNWI) wejście w *private equity* pozostaje wyzwaniem ze względu na wysokie minimalne progi wejścia, tradycyjnie sięgające kilku–kilkunastu milionów euro. Niemniej rozwój nowych wehikułów inwestycyjnych, takich jak fundusze typu *evergreen*, *feeder funds* oraz ELTIF 2.0, przyczynił się do stopniowej demokratyzacji dostępu do tej klasy aktywów. Banki prywatne i *wealth managerzy* coraz częściej włączają *private equity* do oferty dla zamożnych klientów, oferując struktury z niższymi progami inwestycji i mechanizmami półpłynności, jak kwartalne okna likwidacyjne. W Polsce, zgodnie z danymi PSIK, fundamentalny dostęp do *private equity* mają niemal wyłącznie instytucje i *family offices*. Inwestorzy indywidualni mogą uczestniczyć pośrednio poprzez fundusze funduszy, struktury *private banking* lub notowane publicznie wehikuły ASI i FIZAN. Przyszłość rozwoju segmentu *private equity* wiąże się z dalszą demokratyzacją dostępu, implementacją produktów o niższych progach wejścia i zwiększeniem roli regulacyjnych ram UE, takich jak AIFMD i ELTIF 2.0, aby umożliwić inwestorom detalicznym uczestnictwo w zwrotach generowanych przez *private markets*.

Aktualny obraz dostępu do alternatywnych klas aktywów w Polsce

Alternatywne klasy aktywów to segment inwestycji wykraczający poza tradycyjny rynek kapitałowy, obligacji i instrumentów rynku pieniężnego. W ich skład wchodzi *Private Equity*, *Venture Capital*, *Private Debt*, fundusze nieruchomościowe, infrastrukturalne oraz nowoczesne formy finansowania społecznościowego (*Crowdfunding*). Dla inwestorów instytucjonalnych i zamożnych klientów bankowości prywatnej stanowią one naturalny sposób na dywersyfikację portfela i dostęp do premii za brak płynności, która w długim terminie może przekładać się na wyższe stopy zwrotu względem rynku publicznego.

Polski rynek kapitałowy charakteryzuje się jednak pewną strukturalną anomalią, podczas gdy gospodarka rozwinięta systematycznie otwiera dostęp do alternatywnych inwestycji dla szerszych grup inwestorów, polskie regulacje i praktyka rynkowa utrzymują bardzo konserwatywne podejście do alternatywnych produktów inwestycyjnych.

Dostępne obecnie instrumenty dzielą się na kilka kategorii z różnymi poziomami barier. Fundusze inwestycyjne otwarte (FIO) pozostają najbardziej dostępne, można je nabyć w bankach, domach maklerskich czy platformach internetowych z prawem do umorzenia jednostek zgodnie z prospektem emisyjnym danego podmiotu. Regulacje UCITS nakładają jednak wymagające limity na ekspozycję w aktywa niepubliczne, co faktycznie eliminuje je jako wehikuł inwestycyjny w segmencie *Private Equity*. Specjalistyczne fundusze otwarte (SFIO) oferują większą swobodę inwestycyjną, lecz ich rola w segmencie alternatyw pozostaje marginalna.

Prawdziwą alternatywą są fundusze zamknięte (FIZ), które emitują certyfikaty inwestycyjne bez możliwości codziennego umorzenia, ale z szerokim spektrum dozwolonych lokat. Fundusze aktywów

niepublicznych (FIZAN) mają jeszcze bardziej agresywne wymogi, minimum 80% aktywów musi być ulokowane w spółkach niepublicznych, instrumentach dłużnych czy obligacjach prywatnych. Obecnie, to właśnie FIZAN-y stanowią polski wehikuł inwestycyjny do *Private Equity*, choć ich struktura TFI generuje znacznie wyższe koszty operacyjne niż porównywalne produkty w Luksemburgu czy Irlandii.

Z kolei *crowdfunding* od listopada 2023 roku wymaga licencji KNF zgodnie z unijnym ECSPR, umożliwiając inwestycje rzędu kilku tysięcy złotych w spółki we wczesnym etapie rozwoju bądź projekty deweloperskie. Ograniczeniem pozostaje płynność, wyjście z inwestycji przed naturalnym zakończeniem projektu bywa praktycznie niemożliwe z uwagi na wymagania gotówkowe bądź płynnościowe spółek zainwestowanych.

ELTIF 2.0 jako produkt inwestycyjny, który może rozwiązać większość problemów

Przełomowe znaczenie może mieć nowa generacja Europejskich Długoterminowych Funduszy Inwestycyjnych. Po reformie z 2024 roku zniknęły minimalne progi inwestycji oraz ograniczenia udziału w portfelu detalisty. ELTIF-y mogą oferować strukturę półpłynną (np. wykupy kwartalne) przy jednoczesnym dostępie do *Private Markets*. W krajach takich jak Francja czy Włochy produkty te są już aktywnie dystrybuowane nawet poza segmentem *Mass Affluent*. Z kolei w Polsce te struktury pozostają w fazie badawczej, mimo że zagraniczni zarządzający rozpoczynają już kampanie marketingowe i stale notują popyt na takie instrumenty.

Strukturalne bariery jako hamulec rozwoju

Największym wyzwaniem pozostaje jednak trójkąt płynności, rentowności i dostępności. FIO zapewniają płynność, ale nie mogą głęboko inwestować w rynek prywatny. FIZ/FIZAN oferują ekspozycję, lecz certyfikaty są trudno zbywalne, często z możliwością umorzenia tylko przy likwidacji funduszu. Regulacje prospektowe podnoszą koszty emisji, a unijne przepisy PRIIPs eliminują z polskiego rynku popularne ETF-y amerykańskie.

Obecnie w Polsce można zlokalizować kilka przykładów dotychczas działających struktur funduszy, które pozwalają na częściową alokację kapitału w inwestycje alternatywne, tj. EQUES Akcji Sektora Prywatnego FIZ z certyfikatami notowanymi na GPW; Origin TFI First Private Equity FIZAN oraz CVI/Noble Fund Mezzanine FIZAN. Przykłady te pokazują, że rynek ma potencjał wzrostu, jednak pozostaje obecnie sfragmentaryzowany i niedostępny.

Polski inwestor ma dziś pewne możliwości ekspozycji na alternatywne aktywa, lecz są to rozwiązania w dużej mierze pośrednie. Najbardziej dostępne pozostają publiczne FIZ/FIZAN, crowdfunding oraz instrumenty giełdowe "*listed PE*", które jednak nie generują pełnej premii za brak płynności charakterystycznej dla inwestycji bezpośrednich. ELTIF 2.0 obecnie może być odnotowany jako jedyna realna szansa na legitymizowany dostęp do zwrotów z segmentu *Private Markets* dla szerszego grona inwestorów, może to być rozwiązanie, które stawia wszystkie zainteresowane strony przed strategicznym momentem decyzyjnym dotyczącym przyszłości polskiego rynku inwestycji.

Możliwości rozszerzenia dostępu dla inwestorów detalicznych

Europejskie Długoterminowe Fundusze Inwestycyjne (ELTIF) to ujednolicony na poziomie Unii Europejskiej typ alternatywnego funduszu inwestycyjnego, zaprojektowany w celu finansowania realnej gospodarki oraz projektów o długim horyzoncie inwestycyjnym. Ramy prawne dla ELTIF zostały ustanowione rozporządzeniem UE 2015/760 z 29 kwietnia 2015 r., jednak przez pierwsze lata obowiązywania formuła ta nie zdobyła dużej popularności. Ograniczenia pierwotnych przepisów, w szczególności wąski zakres dozwolonych inwestycji i rygorystyczne warunki dla inwestorów detalicznych sprawiły, że liczba utworzonych funduszy ELTIF była niewielka. W odpowiedzi na te bariery w 2023 r. przyjęto kompleksową nowelizację znaną jako ELTIF 2.0, która obowiązuje od stycznia 2024 r. Reforma ELTIF 2.0 znacząco zwiększyła elastyczność i atrakcyjność tego instrumentu zarówno dla zarządzających funduszami, jak i dla inwestorów.

Zreformowany ELTIF 2.0 zachowuje główną ideę oryginalnej konstrukcji, jest to fundusz długoterminowy, nastawiony na inwestycje w nie płynne aktywa takie jak przedsiębiorstwa prywatne, infrastruktura czy nieruchomości, ale jednocześnie usuwa wiele dotychczasowych ograniczeń. Przede wszystkim rozszerzono katalog aktywów kwalifikujących się do portfela ELTIF. Obecnie fundusz może inwestować nie tylko w infrastrukturę czy tradycyjne projekty typu *private equity*, lecz także w szerszą gamę przedsięwzięć: między innymi małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP) notowane na giełdzie (o kapitalizacji poniżej 1,5 mld euro), udziały lub akcje spółek niepublicznych, dług prywatny (np. pożyczki i obligacje korporacyjne emitowane przez firmy nienotowane), a nawet określone sekurytyzacje typu STS czy zielone obligacje. Z punktu widzenia dywersyfikacji dopuszczono również inwestowanie w udziały innych funduszy, ELTIF może lokować środki w jednostki innych alternatywnych funduszy pod warunkiem, że te fundusze także inwestują w aktywa długoterminowe. Co ważne, obniżono minimalny wymóg zaangażowania funduszu w aktywa nie płynne z 70% do 55% wartości portfela, co oznacza, że do 45% aktywów ELTIF może stanowić część płynna (np. notowane papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego lub gotówka). Dzięki temu zarządzający zyskują większą swobodę w zapewnianiu funduszowi bieżącej płynności i elastycznego zarządzania portfelem.

ELTIF jako pomost dla inwestorów detalicznych do inwestycji alternatywnych

Tradycyjnie udział inwestorów detalicznych w takich obszarach jak *private equity*, *venture capital*, infrastruktura czy prywatny dług był mocno ograniczony. Wysokie minimalne progi inwestycji, długi horyzont zamrożenia kapitału oraz wymogi statusu inwestora profesjonalnego sprawiły, że alternatywne klasy aktywów były domeną instytucji finansowych oraz najzamożniejszych klientów. Fundusz ELTIF został jednak zaprojektowany, by zlikwidować te bariery, umożliwiając szerokiemu gronu indywidualnych inwestorów dostęp do atrakcyjnych, choć nie płynnych aktywów, w sposób bezpieczny i nadzorowany.

Kluczowym elementem reformy ELTIF 2.0 było usunięcie ograniczeń wejścia dla inwestorów detalicznych. W poprzedniej wersji regulacji obowiązywała minimalna kwota inwestycji w ELTIF na poziomie 10 tys. euro, a inwestor posiadający portfel mniejszy niż 500 tys. euro nie mógł ulokować w ELTIF więcej niż 10% wartości swojego majątku finansowego. Te restrykcje praktycznie eliminowały z grona uczestników funduszy osoby o średnich oszczędnościach. Po reformie zarówno próg 10 000

EUR, jak i limit 10% portfela, zostały całkowicie zniesione. Takie poluzowanie zasad zdecydowanie zwiększa dostępność ELTIF dla *mass affluent* oraz dla szerszej grupy nieprofesjonalnych inwestorów zainteresowanych długoterminowymi inwestycjami.

Pod względem struktury i zasad działania fundusze ELTIF zostały dostosowane do potrzeb szerszego grona inwestorów także poprzez wprowadzenie mechanizmów płynności w trakcie życia funduszu. Klasyczny fundusz *private equity* ma charakter zamknięty, inwestuje kapitał na 8–12 lat, a inwestor odzyskuje środki dopiero przy likwidacji funduszu lub poprzez sprzedaż udziałów na rynku wtórnym. W wersji ELTIF 2.0 dopuszczono nowatorskie rozwiązanie: fundusze semi-otwarte z okresowymi oknami umorzeń. Oznacza to, że zarządzający ELTIF może przewidzieć, po upływie minimalnego okresu utrzymania inwestycji (np. 2–3 lata), regularne możliwości wyjścia dla uczestników, na przykład kwartalne lub półroczne umorzenia określonej części jednostek. Takie umorzenia są ograniczone, fundusz może odkupywać jednostki tylko do wysokości swojej płynnej części aktywów (maksymalnie 45% portfela może stanowić część płynna gotowa do spieniężenia). Jeśli zgłoszony popyt na wyjście przewyższa dostępne środki, stosowane są mechanizmy ochronne, np. proporcjonalna realizacja umorzeń (pro-rata) lub gates, ograniczenie realizacji zleceń do ustalonego limitu w danym okresie. Dodatkowo nowe przepisy wprowadziły koncepcję matching, czyli kojarzenia inwestorów wychodzących z funduszu z nowymi chętnymi, którzy chcieliby nabyć te udiały. Taka wewnętrzna „giełda” udziałów ELTIF pozwala zbywającym inwestorom znaleźć kupców bez zmuszania funduszu do sprzedaży aktywów, co chroni spójność długoterminowej strategii. Wszystkie te elementy sprawiają, że z punktu widzenia detalisty inwestycja w ELTIF staje się nieco bardziej elastyczna niż tradycyjny fundusz PE, istnieją określone scenariusze wyjścia awaryjnego przed finalnym terminem zapadalności. Oczywiście w dalszym ciągu jest to inwestycja z natury długoterminowa i niskopłynna, jednak świadomość istnienia procedur odkupu lub możliwości odsprzedaży udziałów zwiększa komfort psychiczny inwestorów indywidualnych.

Potencjalne skutki dla rynku kapitałowego oraz profesjonalizacja Wealth Management

Upowszechnienie funduszy typu ELTIF może stać się jednym z najważniejszych impulsów dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego i sektora MŚP, a równocześnie istotnym katalizatorem profesjonalizacji usług *Wealth Management* i *Private Banking*. Pojawienie się nowych źródeł kapitału długoterminowego otworzy przedsiębiorstwom, szczególnie nienotowanym na giełdzie, drogę do alternatywnych form finansowania. Do tej pory większość polskich firm, zwłaszcza z sektora MŚP, opierała się niemal wyłącznie na kredycie bankowym, a udział kapitału udziałowego w strukturze finansowania pozostawał marginalny. ELTIF może tę strukturę zrównoważyć, kierując oszczędności inwestorów indywidualnych do rodzimych firm, umożliwi im pozyskiwanie środków zarówno w formie inwestycji kapitałowych, jak i prywatnego długu. W praktyce oznacza to szybszy wzrost przedsiębiorstw, tworzenie nowych miejsc pracy i rozwój innowacyjnych technologii, dla których dostęp do finansowania wysokiego ryzyka jest często warunkiem dalszej ekspansji.

Dla rynku kapitałowego oznacza to wielowymiarowe korzyści. Po pierwsze, wzrośnie wolumen inwestycji w niepubliczne przedsięwzięcia, co uczyni polski rynek bardziej dojrzałym i zbliży go do

standardów zachodnich, gdzie *private equity* i *venture capital* odgrywają istotną rolę w finansowaniu gospodarki. Pojawienie się ELTIF w ofercie instytucji finansowych poszerzy wachlarz dostępnych produktów, obok tradycyjnych akcji, obligacji i funduszy publicznych pojawi się regulowany wehikuł inwestujący w spółki prywatne. Może to przyciągnąć nowych uczestników rynku, którzy dotąd stronili od giełdy z braku interesujących alternatyw. Po drugie, ELTIF-y pełnią rolę pomostu między rynkiem prywatnym a publicznym: inwestując w obiecujące spółki i towarzysząc im przez lata w rozwoju, przygotowują je do kolejnego etapu, jakim bywa debiut giełdowy czy pozyskanie inwestora strategicznego. W efekcie mogą zasilić przyszłą bazę spółek notowanych na GPW, ożywiając rynek *IPO* i wzmacniając fundamenty krajowego rynku kapitałowego.

Warto również podkreślić wymiar makroekonomiczny. Kapitał pozyskiwany przez ELTIF od inwestorów detalicznych w dużej mierze pozostanie w kraju, wspierając lokalne przedsiębiorstwa i generując zyski opodatkowane w Polsce, zamiast odpływać do zagranicznych wehikułów. W ten sposób ELTIF wpisuje się w strategię budowy silniejszego krajowego rynku kapitałowego, a jednocześnie wzmacnia odporność gospodarki na wahania zewnętrzne. Rosnący napływ kapitału wymusi dalszą profesjonalizację zarządzania aktywami, powstaną nowe fundusze, wzrośnie zapotrzebowanie na specjalistów w obszarze *private markets*, a same firmy, chcąc przyciągnąć finansowanie, będą podnosić standardy ładu korporacyjnego i raportowania.

Równie istotny będzie wpływ ELTIF na rozwój segmentu *Wealth Management* i *Private Banking*. Te obszary od dawna poszukują innowacyjnych rozwiązań, które pozwoliłyby zaoferować klientom zamożnym dostęp do alternatywnych klas aktywów, a jednocześnie wyróżnić się na tle konkurencji. Do tej pory bariery regulacyjne i brak odpowiednich produktów ograniczały możliwość proponowania inwestycji *private equity* klientom indywidualnym bez statusu profesjonalnego inwestora. ELTIF zasadniczo zmienia tę sytuację, stając się regulowanym i bezpiecznym wehikułem, który doradcy mogą rekomendować klientom w pełni zgodnie z prawem i z zachowaniem mechanizmów ochrony. *Private banker* może dziś zaproponować klientowi ulokowanie części portfela w funduszu inwestującym w polskie firmy technologiczne czy projekty infrastrukturalne, wzbogacając tradycyjną ofertę o element długoterminowy, generujący potencjalnie wyższe stopy zwrotu i obniżający korelację portfela z rynkiem publicznym.

Dla instytucji finansowych oznacza to nowe źródła przychodów, silniejsze relacje z klientami oraz konieczność rozwoju kompetencji doradców w obszarze alternatywnych inwestycji. Dystrybucja ELTIF sprzyja budowaniu długoterminowych relacji, klient powierzający bankowi środki na lata pozostaje w stałym kontakcie z doradcą i korzysta z innych usług instytucji. Jednocześnie partnerstwa z zagranicznymi podmiotami czy rozwój własnych zespołów inwestycyjnych przyczynią się do transferu *know-how* i podnoszenia jakości usług na całym rynku. W szerszej perspektywie ELTIF odpowiada na rosnący popyt zamożnych Polaków na bardziej wyrafinowane usługi finansowe i pozwala krajowym instytucjom dorównać globalnym standardom.

Podsumowując, ELTIF może stać się katalizatorem dojrzewania polskiego rynku finansowego mobilizując krajowy kapitał, wspierając rozwój przedsiębiorstw, ożywiając rynek *IPO* i równocześnie

profesjonalizując segment usług dla zamożnych klientów. W ten sposób łączy interesy inwestorów indywidualnych, przedsiębiorców i instytucji finansowych, stając się narzędziem długoterminowego, zrównoważonego rozwoju gospodarczego.

Perspektywy rynku Private Banking w Polsce

W trakcie badań nad perspektywami rozwiązania ELTIF 2.0 w Polsce, przeprowadziliśmy kilka spotkań z kluczowymi doradcami i graczami w zakresie *Private Banking* w Polsce, co pozwoliło nam na poznanie ich podejścia do rynku bankowości prywatnej oraz klientów *Mass Affluent*, *HNWI* i ich oczekiwań i popytu na alternatywne produkty inwestycyjne. Ich zdanie na ten temat pozwala nam na zapoznanie się z prawdziwym nastawieniem do potencjalnego inwestora. Można wskazać, że w nadchodzącej dekadzie polski rynek *Private Banking* wejdzie w fazę przyspieszonej transformacji. Liczba osób *HNWI* (z majątkiem płynnym powyżej 1 mln USD) ma się do 2030 r. potroić, co oznacza kilkaset tysięcy nowych klientów wymagających usług na poziomie międzynarodowych standardów. Równolegle w latach 2024–2030 w Polsce nastąpi 60–80 tys. procesów sukcesyjnych w firmach rodzinnych, co wprowadzi do obiegu nowe pokolenie sukcesorów. To młodsze pokolenie wyróżnia się większą otwartością na innowacje technologiczne, dywersyfikację portfela oraz korzystanie z usług więcej niż jednego banku (aż 76% sukcesorów współpracuje z kilkoma instytucjami, wobec mniej niż połowy w starszym pokoleniu).

Z perspektywy rozwoju ELTIF szczególnie istotne jest rosnące zainteresowanie inwestycjami alternatywnymi. Już obecnie nowi milionerzy w Polsce alokują ponad 30% swojego majątku w takie aktywa, z czego około 40% w nieruchomości, 17% w *private equity*, a pozostałą część w sztukę, złoto, czy inne inwestycje z pasji. Jednocześnie tradycyjna oferta *Private Banking* w Polsce wciąż opiera się głównie na produktach depozytowych i obligacyjnych (co w perspektywie spadających stóp procentowych oraz nadpłynności sektora bankowego stawia inwestorów przed wyborem nowych inwestycji). Ta sytuacja tworzy przestrzeń dla innowacyjnych instrumentów takich jak ELTIF 2.0, które mogą stać się kluczowym kanałem dystrybucji kapitału do sektora nieruchomości, funduszy *private equity* i innych klas aktywów alternatywnych. W połączeniu z trendem cyfryzacji (obecnie zaledwie 1/3 klientów *Private Banking* korzysta z usług mobilnych) oraz rosnącym znaczeniem personalizacji i doradztwa opartego na sztucznej inteligencji, perspektywy rozwoju rynku sprzyjają wprowadzaniu ELTIF jako narzędzia odpowiadającego na nowe potrzeby klientów zamożnych.

Poniżej przedstawiamy wyniki rozmów z kluczowymi bankami w Polsce, które stale rozwijają ofertę bankowości prywatnej oraz dzięki długiej historii działalności widzą zmieniające się trendy na rodzimym rynku.

Zarówno rozmowy, jak i nazwy klientów zostały zanonimizowane z uwagi na wymagania przedstawicieli banków. Obecnie przedstawiamy ogólne podejście danych podmiotów poniżej:

Bank I - Bank rozpoznaje rosnące zainteresowanie klientów zamożnych rozwiązaniami inwestycyjnymi w obszarze *private markets*. Są to inwestorzy świadomi, zazwyczaj z doświadczeniem na rynkach międzynarodowych, którzy posiadają bardzo dobre zrozumienie mechanizmów rynkowych

oraz własnych potrzeb inwestycyjnych. Bank widzi w tym obszarze istotny trend rynkowy i traktuje go jako element swojej strategii rozwoju, jednak z uwagi na bieżące uwarunkowania rynkowe proces wdrożenia odpowiednich rozwiązań został przesunięty w czasie. Konkretnie kierunki działań mają zostać doprecyzowane do końca roku.

Zagadnienie *private markets* pojawia się coraz częściej w dyskusjach branżowych oraz podczas spotkań z klientami, jednak rynek nie wypracował jeszcze jednoznacznych modeli operacyjnych. Równocześnie Bank obserwuje dynamiczny wzrost segmentu *Private Banking*, rośnie liczba klientów oraz aktywów w tym obszarze, a strukturalne zwiększenie liczby zamożnych Polaków potwierdzają także niezależne raporty rynkowe.

Bank II - Bank obserwuje rosnący popyt ze strony klientów *Private Banking* na rozwiązania inwestycyjne z obszaru *Private Markets*. Aktualna oferta obejmuje tradycyjne produkty bankowe - certyfikaty strukturyzowane, fundusze publiczne, obligacje skarbowe oraz produkty walutowe. W przeszłości Bank dystrybuował FIZ-y we współpracy z polskim podmiotem.

Obecnie największe zainteresowanie koncentruje się na *Private Debt*. Bank identyfikuje silne zapotrzebowanie w tym obszarze, choć wyzwaniem pozostaje płynność. Produkty kierowane są do klientów z dłuższym horyzontem inwestycyjnym, przy niskim udziale w portfelu (5-10%).

Bank podkreśla kluczową rolę edukacji klientów dla rozwoju rynku *Private Markets*. Nie miał dotąd styczności z ELTIF, natomiast pierwsze subskrypcje nowego projektu *Private Debt* planowane są na koniec października (współfinansowanie Bank + inny podmiot). Prowadzone są rozmowy o współpracy z funduszem *Private Debt*. Bank deklaruje konieczność rozwoju tego obszaru dla wyróżnienia się na rynku. Głównym zagrożeniem pozostaje płynność, wymagająca selektywnego i indywidualnego podejścia do każdego klienta.

Potencjał *fundraisingu* dla funduszy: około 1 mld PLN dla *Private Debt* w najbliższych latach. *Private Equity* pozostaje w fazie analiz - decyzje o rozwoju dopiero w horyzoncie 2-3 lat.

Bank III - Bank dostrzega rosnące zainteresowanie klientów *Private Banking* inwestycjami w *private markets*, choć lokalna oferta jest ograniczona płynnością. Strategicznie Bank koncentruje się na globalnych rozwiązaniach i doradztwie inwestycyjnym, a rynek publiczny pozostaje głównym obszarem działania.

Klienci oczekują szerszego dostępu do inwestycji alternatywnych, zwłaszcza infrastrukturalnych. Dotychczasowa oferta Banku opierała się głównie na produktach publicznych, m.in. dystrybuowanych w ramach *Private Banking* funduszach dłużnych. Bank zna możliwości struktury ELTIF i wskazuje jej perspektywy w obszarze infrastruktury. *Private Banking* traktuje jako doradztwo typu „*financial concierge*”, z naciskiem na budowanie długoterminowej relacji i komunikacji wartości usług. Wzrost zamożności w Polsce sprzyja rozwojowi *Private Banking*, lecz rynek wymaga większej edukacji klientów i budowy zaufania do inwestycji alternatywnych.

Propozycja struktury rozwiązania - ELTIF

Polish Premium Long-Term Investment Fund zostanie ustanowiony jako ELTIF 2.0 z siedzibą w Luksemburgu (ze względu na najlepsze warunki regulacyjne i szybkość autoryzacji), ze skupieniem na polski oraz regionalne rynki CEE. Fundusz będzie oferowany wyłącznie inwestorom profesjonalnym oraz wysokiej klasy inwestorom prywatnym (HNWI), co pozwoli na wykorzystanie wszystkich elastycznych rozwiązań ELTIF 2.0 przy jednoczesnym zachowaniu wysokich standardów ochrony inwestorów.

Kryteria dostępu i ograniczenia inwestorów

Struktura funduszu opiera się na restrykcyjnych kryteriach dostępu, które zapewniają selektywność i jakość bazy inwestorskiej. Minimalna wartość aktywów inwestora wynosi 500.000 PLN (z wyłączeniem nieruchomości mieszkalnej), co plasuje fundusz w segmencie *Mass Affluent*, *HENRY* oraz *ultra-high-net-worth*, podobnie jak szwajcarskie *private banking solutions* czy luksemburskie struktury *family office*. To kryterium w połączeniu z Mifid II gwarantuje dostęp tylko dla doświadczonych uczestników rynku. Minimalna wartość inwestycji została ustalona na poziomie 100.000 PLN, co stanowi kompromis między ekskluzywnością a możliwościami dywersyfikacji portfela dla inwestorów. Takie podejście jest zgodne z praktyką czołowych europejskich funduszy alternatywnych, gdzie minimalne inwestycje wahają się od €100.000 do €500.000, ale uwzględnia specyfikę polskiego rynku i siłę nabywczą lokalnych *HNWI* i sektora *Mass Affluent*.

Strategia inwestycyjna i alokacja aktywów

Fundusz będzie realizował agresywną strategię wzrostu poprzez minimalny 70% udział aktywów alternatywnych w portfelu, co znacznie przekracza wymagane przez ELTIF 2.0 minimum 55% „*eligible investment assets*”. Ta struktura alokacji naśladuje najlepsze praktyki skandynawskich funduszy państwowych oraz niemieckich *Spezialfonds*, koncentrując się na *private equity* w sektorze technologii i *fintech* (25% portfela), infrastrukturze energetycznej i telekomunikacyjnej w regionie CEE (20%), prywatnym dźugu korporacyjnym dla MŚP (15%) oraz *real assets* w postaci nieruchomości komercyjnych i logistycznych (10%). Pozostałe 30% będzie alokowane w płynne instrumenty *UCITS-eligible*, głównie obligacje korporacyjne i rządowe z minimalną oceną kredytową na poziomie BBB, zapewniając niezbędną płynność dla potrzeb zarządzania ryzykiem i ewentualnych umorzeń.

Mechanizm lewarowania i zarządzanie ryzykiem

Fundusz wykorzysta maksymalnie 50% lewarowania względem *NAV* (Net Assets Value), co jest dozwolone dla ELTIF kierowanych do inwestorów profesjonalnych, ale zostanie ograniczone statutowo do tego poziomu dla zachowania konserwatywnego profilu ryzyka. Struktura lewarowania będzie oparta na *credit facilities* z kluczowymi bankami europejskimi, z wielowalutowym *hedgingiem* zapewniającym ochronę przed ryzykiem kursowym PLN/EUR/USD. Podobnie jak w strukturach stosowanych przez norweskie *Norges Bank Investment Management*, dźug będzie wykorzystywany strategicznie dla *bridge financing* podczas akwizycji oraz jako *tactical asset allocation*.

Innowacyjny mechanizm płynności i exit strategy

Najważniejszym elementem struktury jest innowacyjny mechanizm płynności dostosowany do długoterminowego charakteru inwestycji. Po obowiązkowym 3-letnim *lock-up period*, inwestorzy otrzymają prawo do częściowego *exit-u* w wysokości maksymalnie 10% początkowej inwestycji rocznie. Ten mechanizm, inspirowany szwajcarskimi strukturami *private banking*, będzie realizowany poprzez kwartalny *matching mechanism* łączący żądania wyjścia z zapotrzebowaniem nowych inwestorów, a w przypadku braku *matchingu* - przez *controlled redemption* z płynnych aktywów funduszu.

Aspekty regulacyjne i compliance

Fundusz będzie podlegał *MiFID II product governance requirements*, z kompleksowym *target market assessment* oraz *ongoing suitability monitoring*. Wszystkie materiały marketingowe będą zawierały *clear written alerts* o długoterminowym i niepłynnym charakterze inwestycji, szczególnie dla funduszy o okresie życia przekraczającym 10 lat. *Cooling-off period* wyniesie standardowe 14 dni, a fundusz będzie klasyfikowany jako *Article 8* pod *SFDR* z uwzględnieniem kryteriów ESG w procesie inwestycyjnym, odpowiadając na rosnące zapotrzebowanie polskich HNWI na *sustainable investing*.

Dystrybucja i target market

Fundusz będzie dystrybuowany w Polsce poprzez współpracę z wiodącymi firmami *wealth management* oraz platformami bankowymi skupionymi na *Private* oraz *Commercial Banking*, z wykorzystaniem zwolnienia przed wprowadzeniem do obrotu dla inwestorów kwalifikowanych. Grupa docelowa obejmuje struktury *family offices*, przedsiębiorców MŚP, oraz segment *HENRY* i *Mass Affluent* (osoby bliżej nieokreślone z uwagi na szerokie spektrum zarobków niezależnie od branży bądź stanowiska).

Analiza strategiczna - SWOT

Mocne strony (*Strengths*)

Unikalny paneuropejski paszport: ELTIF to jedyna struktura alternatywnego funduszu dostępna dla inwestorów detalicznych w całej UE na jednolitych zasadach. Dzięki paszportowi zarządzający może dystrybuować fundusz transgranicznie bez tworzenia lokalnych produktów, co stanowi przewagę nad krajowymi funduszami zamkniętymi.

Demokratyzacja inwestycji: ELTIF umożliwia inwestorom indywidualnym dostęp do aktywów prywatnych (*private equity*, *venture capital*, infrastruktura, nieruchomości), dotąd zarezerwowanych dla instytucji. Oferuje potencjał wyższych stóp zwrotu, dywersyfikację i premie za płynność, pozwalając uczestniczyć w rozwoju nowych technologii czy projektów infrastrukturalnych.

Regulacje i ochrona inwestora: ELTIF podlega rygorystycznym wymogom UE (AIFMD, ELTIF), obejmującym limity koncentracji i dywersyfikacji, licencjonowanego zarządzającego, depozytariusza i obowiązek prospektu. Mechanizmy ochronne (np. okresy zamknięcia, *gating*) zapewniają większą przejrzystość i bezpieczeństwo niż typowe wehikuły niepubliczne.

Stabilny kapitał długoterminowy: Struktura funduszu (8-12 lat) gwarantuje trwałe źródło finansowania dla dużych projektów infrastrukturalnych, energetycznych czy deweloperskich. ELTIF wspiera cele UE (Green Deal, innowacje), a inwestorzy mogą korzystać z dodatkowych zachęt, np. ulg podatkowych.

Rosnące poparcie rynku: Reforma ELTIF 2.0 spotkała się z entuzjazmem branży. Globalne firmy (BlackRock, Amundi, Partners Group) pozyskały już miliardy euro, co potwierdza potencjał i przyciąga nowych uczestników. Prognozy zakładają wzrost aktywów z 5 mld EUR (2017) do ponad 35 mld EUR do 2028 r.

Słabości (*Weaknesses*)

Ograniczona płynność i długi horyzont: ELTIF pozostaje produktem o niskiej płynności - kapitał zamrożony jest na wiele lat, a wcześniejsze wyjście jest trudne i niepewne. Brak rozwiniętego rynku wtórnego utrudnia sprzedaż udziałów, co stanowi barierę dla inwestorów przyzwyczajonych do funduszy otwartych.

Złożoność i brak doświadczenia inwestorów: Alternatywne aktywa są mniej przejrzyste i rzadziej wyceniane niż instrumenty publiczne, a raportowanie jest ograniczone. Niska świadomość finansowa i brak doświadczenia z *private equity* czy *venture capital* zniechęcają inwestorów detalicznych, którzy w Europie angażują się w ten segment marginalnie.

Koszty i bariery wejścia: Fundusze alternatywne generują wysokie opłaty i wymagają specjalistycznego zarządzania. Choć formalny próg 10 tys. EUR zniesiono, wiele funduszy utrzymuje minima rzędu kilku tysięcy. Proces inwestycji jest też bardziej skomplikowany niż w przypadku ETF czy funduszy otwartych.

Krótką historią i brak benchmarków: ELTIF-y funkcjonują od 2016 r., co oznacza brak pełnych cykli inwestycyjnych i ograniczone track record. Brak wiarygodnych danych historycznych i punktów odniesienia utrudnia ocenę ryzyka i może odstraszać inwestorów indywidualnych.

Wyzwania operacyjne dla zarządzających: Konieczność stosowania mechanizmów płynnościowych i dodatkowych procedur podnosi koszty i obniża potencjalne zwroty. Surowe regulacje sprawiają, że na rynku dominują duże podmioty, a mniejsze firmy rzadziej podejmują się oferowania ELTIF-ów.

Szanse (*Opportunities*)

Demokratyzacja private markets i rosnący popyt: ELTIF wpisuje się w trend retailizacji alternatywnych aktywów. Zamożni inwestorzy poszukują dywersyfikacji i wyższych stóp zwrotu niż w obligacjach czy na giełdzie. Rozwój platform cyfrowych i regulacji (ELTIF 2.0, crowdfunding UE) ułatwia dostęp, a rosnąca edukacja finansowa stopniowo zwiększa alokację w aktywa niepubliczne. Uwolnienie ELTIF dla detalu może odblokować miliardy euro oszczędności, a rynek już wykazuje dynamiczny wzrost.

Impuls dla strategicznych sektorów: ELTIF może wspierać transformację energetyczną, cyfrową i społeczną, finansując OZE, infrastrukturę transportową czy projekty zdrowotne. Rosnący popyt na impact investing, ulgi podatkowe i udział instytucji publicznych czynią z funduszy atrakcyjne narzędzie realizacji polityk UE, łączące cele finansowe z pozytywnym wpływem społecznym.

Efekt skali i rozwój produktów: Wejście dużych podmiotów i wzrost aktywów do kilkudziesięciu miliardów euro obniży koszty i poszerzy ofertę. Pojawi się większa różnorodność strategii, niższe opłaty, klasy walutowe czy lepsze mechanizmy płynności. Rozwój rynku wtórnego dodatkowo poprawi atrakcyjność ELTIF.

Wsparcie regulacyjne i polityczne: Reforma ELTIF pokazuje determinację UE w budowie unii rynków kapitałowych. Wsparcie Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI) i Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego (EIF) jako inwestorów kotwicznych zwiększa wiarygodność funduszy. Możliwe są kolejne zachęty podatkowe i programy publiczno-prywatne, a zgodność z kryteriami ESG dodatkowo wzmacnia popyt.

Nowa grupa klientów - *mass affluent*: Zniesienie progów wejścia otwiera dostęp dla zamożnych inwestorów średniej wielkości. W Europie to miliony osób, w Polsce ponad 2,5 mln, które mogą przeznaczyć część kapitału na fundusze *private markets*. Dla banków i *asset managerów* to nowy, atrakcyjny segment klientów.

Zagrożenia (*Threats*)

Ryzyko rynkowe i cykliczność: ELTIF inwestuje w aktywa mocno zależne od koniunktury. Kryzysy, wzrost stóp czy recesja mogą drastycznie obniżyć wyceny i utrudnić finansowanie. Inwestorzy detaliczni mogą nie być przygotowani na długotrwałe spadki bez możliwości szybkiego wyjścia. Pierwszy poważny kryzys przetestuje odporność produktu - masowe żądania umorzeń, blokady płynności czy bankructwa spółek portfelowych mogłyby zaszkodzić reputacji całego rynku.

Konkurencja i presja ze strony innych produktów: ELTIF może kanibalizować tradycyjne fundusze, budząc opór lokalnych instytucji. Globalne firmy mogą zdominować segment, marginalizując mniejsze podmioty. Dodatkowo konkurencją są nowe formy inwestycji detalicznych, takie jak *REIT-y* bądź *Crowdfunding*.

Bariery regulacyjne i implementacyjne: Mimo unijnych ram, wdrożenie ELTIF różni się w poszczególnych krajach. Brak dostosowanych regulacji podatkowych i doświadczenia organów nadzoru może opóźniać rejestracje, jak pokazuje przykład Polski. Zmiany regulacyjne w reakcji na nadużycia lub ryzyka systemowe pozostają realnym zagrożeniem dla stabilności modelu.

Słaba dystrybucja i edukacja: Sieci sprzedaży i doradcy często nie mają wiedzy o *private markets*, a proces oferowania ELTIF jest złożony. Brak szkoleń i motywacji do sprzedaży może ograniczyć dostępność funduszy, a niedoinformowani klienci łatwo się zniechęcą (np. przez brak możliwości szybkiego umorzenia). Niedostosowanie kanałów dystrybucji może więc zahamować rozwój rynku.

Case Study - ELTIF 1.0

Wiosną 2023 roku Schroders Capital wprowadził na rynek jeden z pierwszych europejskich funduszy nowej generacji w formule ELTIF, Schroders Capital Private Equity ELTIF 2023. Był to produkt stworzony w ramach reżimu ELTIF 1.0, którego konstrukcja odpowiadała klasycznemu modelowi funduszu zamkniętego o wieloletnim horyzoncie inwestycyjnym. Strategia koncentrowała się na inwestycjach typu *buyout i growth* w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw w Europie.

Jednym z najważniejszych elementów tego funduszu była bariera wejścia. Minimalna inwestycja ustalona na poziomie 10 tys. euro stanowiła, jak na standardy *private equity*, niski próg. W praktyce oznaczało to, że po raz pierwszy segment *mass affluent* uzyskał dostęp do klasy aktywów, która przez dekady zarezerwowana była niemal wyłącznie dla inwestorów instytucjonalnych. Fundusz spotkał się z dużym zainteresowaniem rynku i został szybko w pełni zasubskrybowany.

Konstrukcja Schroders ELTIF 2023 zakładała dystrybucję paneuropejską. Dzięki rejestracji w Luksemburgu oraz wykorzystaniu mechanizmu paszportu AIFM produkt mógł być sprzedawany w wielu krajach europejskich, w tym również w Polsce i Niemczech. Umożliwiło to zgromadzenie jednej wspólnej puli kapitału, co zwiększyło korzyści skali i poprawiło efektywność zarządzania.

W zakresie alokacji aktywów Schroders zastosował strategię łączącą inwestycje bezpośrednie w spółki prywatne z inwestycjami pośrednimi, dokonywanymi przez własne fundusze *private equity*. Taki model pozwolił na szybkie wdrożenie kapitału i uzyskanie odpowiedniej dywersyfikacji, portfel funduszu obejmował kilkanaście zróżnicowanych spółek prywatnych działających w różnych sektorach i krajach.

Od strony regulacyjnej fundusz spełniał wszystkie wymagania charakterystyczne dla ELTIF 1.0. Oferowany był na podstawie prospektu emisyjnego, sporządzano KID (Key Information Document), a nadzór nad aktywami pełnił depozytariusz. Brak możliwości wcześniejszych umorzeń był zgodny z obowiązującymi przepisami, a przejrzysta struktura regulacyjna w połączeniu z renomą Schroders ułatwiły akceptację długiego horyzontu inwestycyjnego przez klientów.

Sukces Schroders Capital PE ELTIF 2023 potwierdził, że rynek oczekuje takich rozwiązań. Subskrypcja zakończyła się zgodnie z planem, a choć szczegółowe wyniki nie zostały publicznie ujawnione, samo powodzenie zbiórki zachęciło Schroders do rozwijania kolejnych strategii w ramach ELTIF, a także zainspirowało konkurencję. Podobne inicjatywy odniosły sukces w innych grupach zarządzających, przykładowo BlackRock zebrał około 500 mln euro w każdym z dwóch uruchomionych ELTIF-ów, a Eurazeo w krótkim czasie sprzedało ofertę opartą na aktywach nieruchomościowych. Te doświadczenia pokazały, że model ELTIF działa w praktyce, a kluczowym czynnikiem sukcesu będzie teraz utrzymanie dobrych wyników inwestycyjnych i pozytywnych doświadczeń inwestorów.

Potencjał i zagrożenia dla rynku polskiego

Polski rynek posiada szczególny potencjał dla tego typu produktów. Według danych z 2023 roku liczba osób o rocznych dochodach powyżej 120 tys. zł przekroczyła 2,5 mln, a grupa osiągająca powyżej 1 mln zł dochodu rocznie liczyła 73,5 tys. osób. Mimo szybkiego wzrostu zamożności, udział

inwestycji alternatywnych w portfelach tej grupy pozostaje marginalny i koncentruje się głównie na lokatach bankowych, nieruchomościach oraz funduszach dłużnych. W tym kontekście ELTIF mogłyby stać się atrakcyjnym uzupełnieniem, oferując zamożnym inwestorom dostęp do *private markets* w ramach regulowanego, paneuropejskiego wehikułu.

Korzyści płynące z wprowadzenia ELTIF w Polsce byłyby wielowymiarowe. Po pierwsze, niższe bariery wejścia, reżim ELTIF 2.0 nie narzuca minimalnej wpłaty, w przeciwieństwie do FIZ, gdzie próg zwykle wynosi około 40 tys. euro, czy ASI, gdzie minimalna wpłata dla osoby fizycznej sięga 60 tys. euro. Dzięki temu w produktach ELTIF mogłaby uczestniczyć również dobrze zarabiająca klasa średnia. Po drugie, dywersyfikacja geograficzna i sektorowa zmniejszałaby ryzyko koncentracji i ograniczała silny *home bias* polskich inwestorów. Po trzecie, obecność ELTIF-ów w ofercie banków i TFI mogłaby wzmocnić sektor *wealth management*, zatrzymać kapitał w kraju i podnieść kompetencje doradców finansowych. Po czwarte, polskie ELTIF-y mogłyby stać się nowym kanałem finansowania krajowej gospodarki, przyciągając kapitał z całej UE na projekty infrastrukturalne, energetyczne czy technologiczne. W tym kontekście istotną rolę mogłyby odegrać PFR jako inwestor kotwiczny, wzmacniający wiarygodność takich funduszy.

Jednocześnie istnieją istotne bariery. W Polsce brakuje precedensu, KNF nie zarejestrowała dotąd żadnego ELTIF, a dochody z inwestycji są opodatkowane standardowym 19% PIT, bez ulg podatkowych funkcjonujących w takich krajach jak Włochy czy Francja. Większość funduszy denominowana jest w euro, co generuje ryzyko walutowe i zderza się z preferencją polskich inwestorów do aktywów w PLN oraz inwestycji „namacalnych”. Dodatkowo, kanał dystrybucji w Polsce wymagałby przygotowania, doradcy bankowi rzadko mają doświadczenie w *private markets*, co oznacza konieczność szerokiej edukacji i kampanii informacyjnych. Kolejną przeszkodą są koszty wejścia na rynek, uruchomienie ELTIF wymaga licencji AIFM, zaplecza systemowego, specjalistycznych kadr i współpracy z depozytariuszem. Dla mniejszych TFI może to być bariera nie do pokonania, a pierwszy podmiot, który wejdzie w ten segment, będzie musiał wziąć na siebie ciężar edukacji całego rynku.

Wnioski i rekomendacje

ELTIF 2.0 usuwa wiele barier obecnych w pierwszej wersji regulacji i otwiera drogę do mobilizacji prywatnych oszczędności w kierunku długoterminowych inwestycji w realną gospodarkę. W przypadku Polski, z rosnącą grupą zamożnych inwestorów i ogromnymi potrzebami rozwojowymi, może to być brakujące ogniwo łączące kapitał prywatny z przedsiębiorczością, infrastrukturą i innowacjami.

Aby ten potencjał mógł się zrealizować, potrzebne są jednak działania instytucji publicznych oraz rynku. PFR mogłoby odegrać rolę katalizatora, pełniąc funkcję inwestora kotwicznego w pierwszym polskim ELTIF i obejmując 10–20% udziałów. Wsparcie regulacyjne, w tym dialog z KNF i Ministerstwem Finansów, mogłoby zaowocować stworzeniem *roadmapy* licencyjnej, a także wprowadzeniem ulg podatkowych dla inwestorów długoterminowych, np. w formie zwolnień z podatku po trzech lub pięciu latach. Kluczowe znaczenie miałyby również partnerstwo z bankowością

prywatną, obejmujące szkolenia doradców i pilotażowe programy dystrybucji, a także szeroka kampania edukacyjna skierowana do segmentu *affluent i HNWI*. Wreszcie, Polska powinna uczestniczyć w inicjatywach europejskich (np. ELTI, ALFI), by korzystać z doświadczeń innych rynków i tworzyć wspólne przedsięwzięcia z zagranicznymi TFI.

Podsumowując, ELTIF-y mogą stać się w Polsce kluczowym wehikułem inwestycyjnym, łączącym kapitał prywatny z długoterminowymi projektami gospodarczymi. Przy odpowiednim wsparciu regulacyjnym i instytucjonalnym Polska ma szansę w ciągu dwóch–trzech lat stać się aktywnym graczem na rynku ELTIF, a nie jedynie odbiorcą zagranicznych funduszy.

Źródła:

- 1) <https://www.strategyand.pwc.com/pl/pl/publikacje/2025/rynek-dlugu-prywatnego-private-debt-szansa-dla-polskich-firm-i-bankow.html>,
- 2) <https://xyz.pl/dzieje-sie/cee-rekordowy-wzrost-inwestycji-i-pozyskiwanego-kapitalu-polska-liderem-regionu-3656>,
- 3) “Rynek private equity w Polsce INWESTYCJE W PERSPEKTYWICZNE BRANŻE 2023” - DLA Piper,
- 4) “Investing in Europe: Private Equity Activity 2024” - Invest Europe,
- 5) <https://www.private-equity.com.pl/private-equity-w-polsce>,
- 6) <https://www.mergermarket.com/>
- 7) Bain & Company. (2025). *Global private equity report 2025*. Bain & Company. <https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/>
- 8) Cambridge Associates. (2024). *Ex-US developed markets private equity and venture capital index and selected benchmark statistics: As of June 30, 2024*. Cambridge Associates. <https://www.cambridgeassociates.com/private-investment-benchmarks/>
- 9) European Investment Fund (EIF). (2024). *EIF private equity mid-market survey 2024*. EIF Working Paper 2024/87. https://www.eif.org/news_centre/research/index.htm
- 10) EY. (2024). *Private equity pulse: State of private equity in Europe 2024*. EY Global. https://www.ey.com/en_gl/private-equity
- 11) Invest Europe. (2024). *Private equity activity report 2024*. Invest Europe. <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/>
- 12) Invest Europe. (2024). *Performance of European private equity benchmark study 2024*. Invest Europe. <https://www.investeurope.eu/research/benchmark/>
- 13) Invest Europe. (2024). *Central and Eastern Europe private equity statistics 2024*. Invest Europe. <https://www.investeurope.eu/research/>
- 14) McKinsey & Company. (2025). *Global private markets review 2025: Private markets rebound*. McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights>
- 15) PitchBook. (2025). *European private equity breakdown Q2 2025*. PitchBook Data, Inc. <https://pitchbook.com/news/reports>
- 16) PSIK – Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych. (2024). *Raporty i dane o rynku private equity i venture capital w Polsce*. PSIK. <https://psik.org.pl/pl/raporty>
- 17) BCG. (2024). *Global Wealth Report 2024: The GenAI Era Unfolds*. Boston Consulting Group. <https://www.bcg.com>
- 18) BCG. (2025). *Global Wealth Report 2025: Rethinking Rules for Growth*. Boston Consulting Group. <https://www.bcg.com>
- 19) Dechert. (2024). *ELTIF 2.0 RTS—EU Commission formally adopts RTS*. Dechert LLP. <https://www.dechert.com>
- 20) Enterprise Investors. (2025). *Enterprise Investors Fund IX closes at EUR 340 million*. Enterprise Investors. <https://www.ei.com.pl>

- 21) ESMA. (2023). *Final report – ELTIF RTS*. European Securities and Markets Authority. <https://www.esma.europa.eu>
- 22) European Commission / ESMA. (2024). *Opinion on ELTIF RTS; Delegated Regulation adopting RTS*. European Commission. <https://finance.ec.europa.eu>
- 23) Invest Europe. (2025). *Private Equity Activity 2024; CEE Activity 2024*. Invest Europe. <https://www.investeurope.eu>
- 24) KNF. (2025). *Informacja o stanie rynku emerytalnego w Polsce na koniec 2024 r.* Komisja Nadzoru Finansowego. <https://www.knf.gov.pl>
- 25) PFR. (2025). *PPK przekroczyły 40 mld zł aktywów*. Polski Fundusz Rozwoju. <https://www.pfr.pl>
- 26) PFR Ventures & Inovo VC. (2025). *Polish VC 2024 – EUR 493m*. PFR Ventures; Inovo VC. <https://pfrventures.pl>
- 27) PSIK. (2024/2025). *Dane i raporty PSIK (CEE PE Statistics)*. Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych. <https://psik.org.pl>
- 28) Analizy.pl. (2025). *Rok 2024 w branży TFI – najważniejsze dane; Saldo wpłat i wypłat – grudzień 2024*. Analizy Online. <https://www.analizy.pl>
- 29) Financial Times. (2024). *Warsaw stock market aims for revival after “lost” years*. FT Ltd. <https://www.ft.com>
- 30) World Bank. (2024/2025). *Market capitalization of listed companies (% of GDP) – Poland*. World Bank Open Data. <https://data.worldbank.org>
- 31) EY. (2024/2025). *ELTIF 2.0 – operacyjność i adopcja w wealth/retail*. EY Global. <https://www.ey.com>
- 32) Allen & Overy. (2023). *ELTIF 2.0 - A new dawn for long-term investment funds?* Client briefing. <https://www.allenoverly.com>
- 33) Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI). (2023). *ELTIF market update 2023*. Luxembourg: ALFI.
- 34) BlackRock. (2022). *BlackRock launches two ELTIF funds for retail investors*. Press release. <https://www.blackrock.com>
- 35) Eurazeo. (2022). *Eurazeo Real Estate ELTIF - Fundraising announcement*. Paris: Eurazeo.
- 36) European Commission. (2023). Regulation (EU) 2023/606 of the European Parliament and of the Council of 15 March 2023 amending Regulation (EU) 2015/760 as regards the requirements pertaining to European long-term investment funds. Official Journal of the European Union, L79, 1-19.
- 37) European Investment Fund. (2022). *EIF cornerstone commitments in European ELTIFs*. Luxembourg: EIF.
- 38) European Securities and Markets Authority (ESMA). (2023). *Guidelines on European long-term investment funds (ELTIFs)*. Paris: ESMA.
- 39) KPMG. (2023). *Rynek dóbr luksusowych w Polsce 2023*. Warszawa: KPMG Polska.
- 40) KPMG. (2023). *Zarobki Polaków i segment HNWI/Affluent 2023*. Warszawa: KPMG Polska.
- 41) PwC. (2023). *Alternative asset management 2023: The democratization of private markets*. PwC Global Report.
- 42) Schroders Capital. (2023). *Schroders Capital closes its Private Equity ELTIF 2023 fund*. Press release. <https://www.schroders.com>
- 43) White & Case. (2023). *ELTIF 2.0: A wider scope and new opportunities*. Client briefing. <https://www.whitecase.com>
- 44) Barański, M., Nadolny, M., & Setlak, W. (2025). *Polish capital market outlook: from skepticism to engagement*. zeb consulting / BankingHub. <https://www.bankinghub.eu/research-markets/polish-capital-market>