

Grzegorz Borowski*

HISTORIA INSTYTUCJI WSPÓLNEGO INWESTOWANIA

Wstęp

Ostatnie trzy dziesięciolecia to okres rosnącej popularności instytucji wspólnego inwestowania, które stały się w państwach wysoko rozwiniętych podstawowym sposobem lokowania nadwyżek finansowych przez oszczędzających. Liczba tych instytucji funkcjonujących na rynkach rozwiniętych już dawno przewyższyła liczbę spółek publicznych¹.

Powszechnie przyjęło się sądzić², iż historia instytucji wspólnego inwestowania rozpoczęła się w roku 1868, kiedy w Londynie powołany został *The Foreign and Colonial Government Trust*. W rzeczywistości, instytucje wspólnego inwestowania powstawały w Europie już wcześniej. W 1774 roku holenderski kupiec Abraham van Ketwich zgromadził od inwestorów środki, by powołać fundusz nazwany przez niego *Eendragt Maakt Magt*³. Bezpośrednią przyczyną założenia funduszu był krach na giełdzie w Amsterdamie i głęboka bessa lat 1772-1773. Zamierzaniem inicjatora funduszu było umożliwienie drobnym inwestorom dysponującym skromnymi środkami nabywania niedostępnych z uwagi na wysoki nominal papierów wartościowych oraz dywersyfikowania swoich inwestycji. Fundusz ten inwestował w Austrii, Niemczech, Holandii, Hiszpanii, Szwecji, Rosji, a także w koloniach w Ameryce Południowej i Centralnej⁴.

* Autor przygotowuje rozprawę doktorską w Katedrze Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej pod kierunkiem prof. dr hab. Wiesławy Przybylskiej-Kapuścińskiej.

¹ Według *2002 Mutual Fund Fact Book* na koniec 2002 roku w USA istniało około 8.000 funduszy inwestycyjnych inwestycyjnych, a około 2.800 spółek było notowanych na New York Stock Exchange.

² A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne i emerytalne*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1998, s. 13.

³ Jedność daje siłę.

⁴ K. Geert Rouwenhorst, *The Origins of Mutual Funds*, w: K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, Oxford University Press 2005, s. 249.

1. Geneza instytucji wspólnego inwestowania

Zanim jednak został utworzony podmiot charakteryzujący się cechami współczesnych instytucji wspólnego inwestowania, wykształciły się dwie instytucje, które można uznać za ich protoplastów. Były to renty dożywotnie (tontyny) oraz pożyczki kolonialne.

Pierwszą z nich można zdefiniować jako umowę, na mocy której inicjator (początkowo z reguły panujący, później także inne podmioty i osoby) zobowiązywał się w zamian za udostępnione przez dożywotnika środki pieniężne, do wypłacania mu albo wskazanej osobie trzeciej przez całe jej życie określonej sumy pieniężnej. Tego typu kontrakty były już znane w II wieku p.n.e., a szczyt ich popularności przypadł na średniowieczną Francję⁵, służyły bowiem do finansowania wojen prowadzonych przez panującego, a wypłaty były gwarantowane przez przyszłe dochody skarbu, w szczególności podatki.

Nazwa instytucji (tontyny) pochodzi od nazwiska neapolitańskiego bankiera Lorenzo Tontiego, który w 1652 roku zaproponował kardynałowi Julesowi Mazarinowi ten sposób finansowania wydatków budżetowych Ludwika XIV⁶.

Począwszy od średniowiecza pojawiały się także tontyny prywatne, które bazowały na gromadzeniu przez jedną osobę wpłat innych osób i corocznej wypłacie określonej z góry puli środków na rzecz dożywotników pozostających przy życiu. Ponieważ – odmiennie niż w przypadku tontyn państwowych – tontyny prywatne nie mogły korzystać z gwarancji, jaką daje fiskalny aparat państwa i generowane przez niego przychody, pojawiała konieczność zabezpieczenia przyszłych wypłat. Środki na te wypłaty były najczęściej uzyskiwane poprzez inwestowanie całości zebranej od dożywotników sumy pieniężnej w przedsięwzięcia gospodarcze albo w dłużne lub w udziałowe papiery wartościowe. Powstawał w ten sposób portfel papierów wartościowych, z którego dochody winny wystarczać na zaspokojenie corocznych płatności na rzecz dożywotników.

Tontyny przypominały instytucje wspólnego inwestowania tym, że w istocie rzeczy były wehikułem do wspólnego inwestowania w papiery wartościowe. Od funduszy inwestycyjnych w dzisiejszym rozumie-

⁵ K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, op. cit., s. 251.

⁶ M. Rubinstein, *Great Moments in Financial Economics*, Journal of Investment Management, 2003, Vol. 1, Nr 1, s. 56.

niu odróżniały je jednak dwie podstawowe cechy. Po pierwsze, udział w tontynie był przypisany do konkretnej osoby fizycznej i był niezbywalny. Po drugie, podstawowym motywem działania tontyn było uzyskiwanie corocznego dochodu w takiej wysokości, by możliwa była coroczna wypłata na rzecz dożywcotników⁷. Tontyny nie gwarantowały ani aktywnego zarządzania inwestycjami, ani ich dywersyfikowania.

Drugą z instytucji, które można uznać za pierwowzór funduszy inwestycyjnych były pożyczki kolonialne. Pożyczki te były papierami wartościowymi inkorporującymi prawa do wierzytelności wobec plantatorów w Zachodnich Indiach. Pionierem przekształcania prywatnych pożyczek w notowane papiery wartościowe była spółka Deutz & Co, będąca zarówno finansującym, jak i pośrednikiem na giełdzie towarowej w Amsterdamie. W 1753 roku wyemitowała obligacje na giełdzie amsterdamskiej, a uzyskane w ten sposób środki przeznaczyła na finansowanie zakupów ziemi przez plantatorów w Surinamie.

W zamian za pożyczki, plantatorzy byli zobowiązani do przesyłania do Deutz & Co wszelkich uzyskanych plonów, które były następnie sprzedawane na giełdzie towarowej. Dochody z tytułu sprzedaży plonów były rozdzielane pomiędzy plantatorów i posiadaczy obligacji, a same plantacje stanowiły ich zabezpieczenie. Pomiędzy 1753 a 1776 rokiem przeprowadzono ponad dwieście podobnych emisji na giełdzie w Amsterdamie⁸.

Pożyczki kolonialne charakteryzowały się kilkoma cechami zbliżającymi je do funduszy inwestycyjnych, ale przedmiot ich inwestycji (pożyczki dla plantatorów) nie miał charakteru papierów wartościowych. Ponadto, ich podstawowym zadaniem było – przy użyciu swojej renomy i bez angażowania własnych kapitałów – zdobywanie przez pośredników w handlu towarami kolonialnymi środków pieniężnych na zakładanie nowych plantacji i w konsekwencji zwiększanie skali prowadzonej działalności. Niezależnie od powyższego, pożyczki kolonialne dały początek instrumentom finansowym opartym na wierzytelnościach hipotecznych, bowiem zabezpieczeniem pożyczek udzielanych plantatorom były ich posiadłości ziemskie w koloniach.

Miejsce powstawania powyższych instrumentów nie było przypadkowe – giełda w Amsterdamie u schyłku osiemnastego wieku była

⁷ Dzięki tej cesze tontyny zbliżają się charakterem do współczesnych funduszy dystrybucyjnych tj. wypłacających uczestnikom całość uzyskanych dochodów.

⁸ K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, op. cit., s. 253.

najbardziej rozwiniętym i przejrzystym rynkiem papierów wartościowych na świecie. Zapewniała regularne notowania ponad stu spółkom, których ceny akcji i nowe ich oferty były podawane do publicznej wiadomości w cyklicznych publikacjach. Na powyższym rynku notowane były także obligacje emitowane przez Austrię, Niemcy, Holandię, Anglię, czy Rosję⁹. Nie można zapominać, że Holandia była kolebką współczesnych spółek akcyjnych – to tam w 1602 roku powstała Kampania Wschodnioindyjska, która łączyła aktywa licznych drobnych inwestorów dla prowadzenia działalności w zakresie wymiany handlowej z koloniami. Giełda w Amsterdamie rozpoczęła działalność jako giełda towarowa w roku 1530. Od 1602 roku dokonywany był na niej także obrót akcjami Kampanii Wschodnioindyjskiej. W ciągu następnych kilkudziesięciu lat, na giełdzie tej pojawiło się wiele nowych spółek, a także instrumenty dotychczas znane z giełdy towarowej: krótka sprzedaż, kontrakty *forward* i opcje¹⁰.

Rozwój giełdy w Amsterdamie nie odbywał się jednak bez wstrząsów, do których zaliczyć należy kryzys lat 1772-1773 spowodowany licznymi bankructwami angielskich banków notowanych w Amsterdamie, wywołanymi nadmierną ekspozycją kredytową na upadłą Angielską Kampanię Wschodnioindyjską.

2. Holenderskie fundusze inwestycyjne w XVIII wieku

W takim otoczeniu ekonomicznym w roku 1774 amsterdamski kupiec i pośrednik Abraham van Ketwich, odpowiadając na powstające wśród swoich klientów zainteresowanie podniesieniem bezpieczeństwa dokonywanych inwestycji, wystosował zaproszenie dla potencjalnych inwestorów, oferując im udział w organizowanym przez siebie funduszu nazwanym przez niego *Eendragt Maakt Magt*. Do dzisiejszych czasów zachował się dokument ofertowy¹¹, w którym wskazano, że inwestorzy będą otrzymywać coroczną wypłatę z funduszu, a ten będzie lokował

⁹ L. Neal, *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason*, Cambridge University Press, Cambridge 1990, s. 80.

¹⁰ E. Strongham, *The extralegal development of securities trading in seventeenth-century Amsterdam*, *The Quarterly Review of Economics and Finance* 2003, Nr 43, s. 330.

¹¹ Znajduje się w archiwach miejskich w Amsterdamie, za: K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, op. cit., s. 255.

środki pozyskane z emisji 2.000 akcji wyłącznie we wskazane papiery wartościowe, w tym w obligacje emitowane przez Rosję i Szwecję, obligacje emitowane przez banki, a także pożyczki kolonialne zabezpieczone posiadłościami w Zachodnich Indiach.

Inwestorzy, którzy objęli akcje funduszu, mogli dokonywać nieograniczonego obrotu nimi, a van Ketwich zobowiązał się do dostarczania im rocznego bilansu funduszu oraz zestawienia jego lokat, za co pobierał określone w dokumencie ofertowym wynagrodzenie.

Wyżej opisany fundusz posiadał podstawową cechę instytucji wspólnego inwestowania – zapewniał dywersyfikację lokat i w konsekwencji ograniczał ryzyko inwestorów. Ponadto, swym charakterem zbliżał się do współczesnych funduszy inwestycyjnych o charakterze zamkniętym.

Sukces funduszu założonego przez van Ketwicha szybko znalazł naśladowców. Już w dwa lata później, w 1776 roku z inicjatywy bankierów z Utrechtu powstał fundusz o nazwie *Voordelig en Voorsigtig*¹². Jego dokument ofertowy był oparty na ofercie van Ketwicha, aczkolwiek w porównaniu do poprzednika, zamierzał prowadzić bardziej liberalną politykę inwestycyjną. Ciekawostką jest także to, że dopuszczał również lokaty w akcje funduszu *Eendragt Maakt Magt*¹³.

W 1779 roku Abraham van Ketwich stworzył kolejny fundusz pod nazwą *Concordia Res Parvae Crescunt*¹⁴. Fundusz ten miał w zamiarze prowadzenie liberalnej polityki lokowania środków pozyskanych od inwestorów. Dokument ofertowy stanowił bowiem, iż fundusz będzie lokował w *solidne papiery wartościowe, których bieżący spadek wartości wynika ze spekulacji i które mogą być nabyte poniżej ich prawdziwej wartości*¹⁵.

Niestety, żadna z wymienionych powyżej instytucji nie spełniła pokładanych w niej przez inwestorów nadziei. Częściowo dlatego, że ich inwestycje zbyt silnie były związane z holenderskimi koloniami, które po

¹² Dochodowy i Roztropny.

¹³ K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, op. cit., s. 257.

¹⁴ Nazwa instytucji wywodzi się od pierwszej części maksymy rzymskiego historyka Caiusa Sallustiusa Crispusa *Concordia res parvae crescunt, discordia maximae dilabuntur* (W zgodzie nawet najmniejsze rzeczy wzrastają, w niezgodzie nawet największe upadają).

¹⁵ K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, op. cit., s. 258.

Rewolucji Francuskiej zostały w znacznej części przejęte przez inne państwa, wskutek czego fundusze traciły źródło środków pozwalające im na coroczne wypłaty dywidend¹⁶. *Eendragt Maakt Magt* został zamknięty po pięćdziesięciu latach działalności – po jego likwidacji wypłacono 561 guldenów na akcję, podczas gdy cena jej zakupu wyniosła 500 guldenów. *Concordia Res Parvae Crescunt* został zamknięty po stu czternastu latach nieprzerwanej działalności (w 1893 roku) i wypłacił inwestorom jedynie 87% pierwotnie zainwestowanej kwoty¹⁷.

Pomimo niespełnienia pokładanych przez inwestorów nadziei w pierwszych funduszach, instytucje te nadal rozwijały się w Holandii. Drugim ważnym etapem ich rozwoju były lata 1788-1804, kiedy powstało około trzydziestu instytucji operujących na rynku długu.

Oprócz Hiszpanii i Francji, Holandia była krajem najbardziej zaangażowanym w finansowanie rewolucji amerykańskiej. Pomiędzy 1782 a 1791 rokiem pozyskano celem finansowania wojny około 32.000.000 guldenów. Kwota ta powiększała wydatki wojenne podejmowane przez Kongres i poszczególne stany, co przy ograniczonych z powodu wojny domowej dochodach z podatku oraz wypłatach żołdu na rzecz walczących w formie gwarantowanych przez rząd certyfikatów powodowało postępującą deprecjację waluty amerykańskiej oraz spadek wartości amerykańskiego długu do poziomu 30-40 centów za jednego dolara.

Pierwszym z funduszy operujących na rynku amerykańskiego długu był fundusz założony w 1788 roku przez amsterdamskich bankierów Pietra Stadnitskiego oraz Hendrika van Vollenhoven. Dokument ofertowy zaoferowanego przez nich funduszu wskazywał na zamiar czerpania dochodów z tytułu różnicy pomiędzy skupowanymi wierzytelnościami wobec Kongresu oraz poszczególnych stanów, a faktycznie otrzymanymi płatnościami. Fundusz ten pozwalał indywidualnym, drobnym inwestorom na udział w zyskach z tytułu skupu długu. W latach 1788-1804 zaoferowano inwestorom akcje dalszych dwudziestu dziewięciu funduszy, których celem inwestycyjnym było skupowanie amerykańskich zobowiązań¹⁸.

¹⁶ M. Den Otter, *Anlagefonds – Geschichten, Institut für schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich*, <http://www.isb.unizh.ch>, s. 10.

¹⁷ K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, op. cit., s. 259.

¹⁸ Ibidem, s. 260.

3. Angielskie fundusze inwestycyjne w XIX wieku

W dziewiętnastym stuleciu w Wielkiej Brytanii jednocześnie występowało kilka czynników sprzyjających powstawaniu instytucji o charakterze zbliżonym do współczesnych funduszy inwestycyjnych. Warto o nich wspomnieć, bowiem czynniki te kształtują także wielkość i tempo rozwoju współczesnych rynków instytucji wspólnego inwestowania.

Wielka Brytania w dziewiętnastym wieku była mocarstwem o silnej gospodarce opartej na koloniach i rodzącym się przemyśle. Gospodarka pozwalała na bieżące finansowanie przemysłu oraz infrastruktury, w tym kolejowej, co pozwoliło na jej rozwój na miarę ówczesnej myśli technicznej. Z drugiej strony, istniała znacząca liczba osób należących do klasy średniej i wyższej, która finansowała swoje potrzeby konsumpcyjne z dochodów z odziedziczonego kapitału. Kapitał ten w głównej mierze inwestowany był w emitowane przez rząd dłużne papiery wartościowe, które były głównym przedmiotem obrotu na giełdzie w Londynie. Znaczący udział w obrotach tej giełdy miały też instrumenty dłużne emitowane przez obce rządy. Szacuje się, że w połowie XIX wieku w instrumenty notowane na giełdzie w Londynie ulokowana została trzecia część światowych oszczędności¹⁹.

Dodatkowo, w świetle ówczesnie obowiązującego prawa, istniały ograniczone możliwości lokowania oszczędności. Prowadzenie działalności gospodarczej w formie spółek wiązało się z koniecznością ponoszenia ryzyka gospodarczego wynikającego z braku ograniczenia odpowiedzialności udziałowców spółek kapitałowych. W powyższym ujęciu przełomowe były lata 1856 oraz 1862, kiedy przyjęto akty prawne liberalizujące zasady tworzenia i funkcjonowania spółek. Powołanie spółek nie wymagało już nadania jej statutu przez parlament, a najważniejszą zachętą do ich tworzenia było wprowadzenie zasady wyłączenia odpowiedzialności akcjonariuszy za zobowiązania spółki²⁰. To był znaczący impuls do wykorzystywania formy prawnej spółki kapitałowej do finansowania przedsięwzięć, które z uwagi na swój rozmiar lub ryzyko gospodarcze nie mogły być finansowane przez jedną osobę.

¹⁹ L. Neal, *The London Stock Exchange in the first age of globalization 1801-1914*, EHES Conference, Istanbul 2005, <http://www.ata.boun.edu.tr>, s. 3.

²⁰ E. Hutson, *The early managed fund industry: investment trusts in 19th century Britain*, *International Review of Financial Analysis* 2005, Nr 4 (14), s. 439-454.

Skutkiem stale spadającej rentowności rządowych instrumentów dłużnych w drugiej połowie dziewiętnastego wieku był spadek dochodów osób pokrywających swoje wydatki z dochodów płynących z ich oprocentowania. Osoby te poszukiwały sposobu utrzymania swoich dochodów na dotychczasowym poziomie, jednakże brak było innych atrakcyjnych możliwości alokacji oszczędności zapewniających jednocześnie stały dochód²¹.

Wykreowanie ram prawnych do tworzenia spółek kapitałowych, spowodowało, że na szerszą skalę możliwe było wykorzystywanie konstrukcji spółki akcyjnej do publicznego zbierania środków na prowadzenie działalności gospodarczej oraz na dokonywanie inwestycji.

Te dwa czynniki spowodowały, że w roku 1863 utworzono w Londynie dwie instytucje *the International Financial Society* oraz *the London Financial Association*. Publicznie zebrane środki przeznaczały one na zakup dłużnych instrumentów finansowych od spółek kolejowych, ale z uwagi na brak rozproszenia inwestycji nie mogą być one uznane za instytucje wspólnego inwestowania w dzisiejszym rozumieniu tego pojęcia.

Powszechnie przyjmuje się, choć nie bez wyjątków²², że pierwszą instytucją wspólnego inwestowania był założony w Londynie przez adwokata Philippa Rose, Samuela Lainga oraz Jamesa Thompsona Mackencie z inicjatywy lorda Westbury 19 marca 1868 roku *The Foreign and Colonial Government Trust*. Obiecywał on inwestorom o skromnych środkach *te same korzyści jak wielkim kapitalistom (...) poprzez rozłożenie inwestycji na większą liczbę akcji*²³. Bezpośrednią przyczyną powołania funduszu (trustu) był zamiar zachowania pełnej kontroli nad inwestycjami, co nie było możliwe na gruncie obowiązującego wówczas prawa regulującego powstawanie i działalność spółek akcyjnych *Companies Act*

²¹ Stopy zwrotu z obligacji rządowych Wielkiej Brytanii spadły z poziomu 4% rocznie w roku 1850 do niecałych 2% w roku 1890 – za: E. Hudson, op. cit., s. 445.

²² Por. N. Belfer, B. Weinberg, *Recent developments in the investment trust field*, Southern Economic Journal 1950, Vol 16, Nr 4, s. 448, którzy wskazują, że pierwszą instytucją tego typu był Société Générale de Belgique powołany w Brukseli w roku 1822; por. także: M. den Otter, op. cit., s. 36, który wskazuje na powstały w marcu 1849 roku w Szwajcarii *Omnium, Société Générale Gènevoise d'emploi de Fonds*.

²³ Za: *1997 Mutual Fund Fact Book*, Investment Company Institute, New York 1998, s. 16.

1862²⁴. Przedmiotem inwestycji tego funduszu były obligacje, głównie rządowe inne niż brytyjskie, a odpowiednie zróżnicowanie portfela zapewniało ograniczenie do 10% aktywów możliwości lokowania w jeden rodzaj instrumentu finansowego. Dywersyfikacja następowała w istocie rzeczy na dwóch poziomach. Po pierwsze, inwestor kupując akcje funduszu nabywał jednocześnie prawo do części jego portfela składającego się z licznych papierów wartościowych. Po drugie, fundusz, kupując emitowane przez rządy papiery wartościowe, charakteryzujące się z reguły niską płynnością i emitując wysoce płynne akcje, stawał się idealnym sposobem zapewnienia nawet znacznym inwestorom dywersyfikacji międzynarodowej.

W ciągu kolejnych dziesięciu lat utworzono w Londynie dziesięć dalszych funduszy inwestycyjnych. Najbardziej znanym z nich był *First Scottish American Investment Trust* założony w 1873 roku przez Roberta Fleminga, którego celem inwestycyjnym było lokowanie środków inwestorów w dłużne papiery wartościowe emitowane przez amerykańskie przedsiębiorstwa kolejowe. Ten fundusz winien być uznany za pierwowzór funduszy wyspecjalizowanych w inwestycjach w określone branże²⁵.

Pierwszy silny okres rozwoju instytucji wspólnego inwestowania przypadł na lata 1880-1890. W tym okresie powstało według różnych źródeł od 55 do blisko 100 takich instytucji²⁶. Czas *prosperity* zakończył się w roku 1890, wraz z załamaniem na londyńskiej giełdzie zwanym *kryzysem Barings*. Wskutek przewrotu politycznego w Afryce Południowej i niewypłacalności Argentyny, kraje te zaprzestały obsługi swego długu, co w odniesieniu do nadmiernie eksponowanego na powyższe rynki banku Barings Brothers spowodowało jego niewypłacalność²⁷. Barings został dofinansowany przez Bank Anglii, natomiast niewypłacalność emitentów instrumentów dłużnych kupowanych przez instytucje wspólnego inwestowania wpłynęła negatywnie na ich notowania oraz możliwości wypłacania corocznej dywidendy, co znacząco i na wiele lat obniżyło zaufanie do tych instytucji.

²⁴ M. den Otter, op. cit., s. 12.

²⁵ K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, op. cit., s. 262.

²⁶ Za E. Hudson, op. cit., s. 449.

²⁷ Ibidem.

4. Podstawowe cechy XIX-wiecznych instytucji wspólnego inwestowania

Fundusze powstałe w drugiej połowie XIX wieku adresowane były do *inwestorów, którzy wymagają zwrotu z powierzonego kapitału wyższego niż 4 procent, ale dla których praktycznie pewny dochód jest najwyższą koniecznością. Inwestycje, które można obecnie zakupić, dające 5 czy 6 procent rocznie, mają już inny charakter niż ten, jaki żądany jest przez osoby wymagające absolutnego bezpieczeństwa i wyższego zwrotu niż ten, który są w stanie samodzielnie osiągnąć*²⁸. Fundusze te były jednym ze sposobów bezprecedensowego w swej wielkości eksportu kapitału z Wielkiej Brytanii, Francji i Niemiec, jaki dokonał się w drugiej połowie dziewiętnastego wieku i w pierwszych trzynastu latach wieku dwudziestego. Różniły się one zasadniczo od współczesnych funduszy inwestycyjnych, mimo że podobnie jak ma to miejsce dzisiaj, podstawową zasadą ich działalności było minimalizowanie ryzyka dokonywanych inwestycji przez ich dywersyfikację.

Podstawową cechą różniącą dziewiętnastowieczne fundusze od dzisiejszych była względna niezmiennosc ich portfela inwestycyjnego. Fundusze te były zarządzane pasywnie, a ich planowane lokaty wraz z wielkościami inwestycji zazwyczaj wskazywane były w dokumentach ofertowych. Także w trakcie istnienia funduszu, zmiana instrumentów wchodzących w skład jego portfela możliwa była tylko w wyniku zaistnienia wyjątkowych okoliczności.

Po drugie, fundusze te z zasady wypłacały coroczną dywidendę w stałej wysokości. Wypłata dywidendy związana była ze wspomnianym powyżej faktem, iż akcjonariuszami funduszy były osoby, które traktowały je nie jako sposób oszczędzania, lecz jako sposób zapewnienia z posiadanego przez nie majątku strumienia bieżących dochodów służących pokrywaniu potrzeb konsumpcyjnych. Konieczność wypłacania okresowej dywidendy przy założeniu niepewności co do wypłacalności emitentów instrumentów wchodzących w skład portfela inwestycyjnego funduszu powodowała potrzebę posiadania przez fundusz relatywnie dużego zapasu nieulokowanych środków w gotówce.

Trzecią istotną cechą charakterystyczną dla funduszy inwestycyjnych tamtej epoki był określony okres, na jaki zostały utworzone oraz

²⁸ A. Scratchley, *On average investment trusts*, Shaw and Sons, London 1875, s. 6 za: E. Hudson, op. cit., s. 446.

sposób, w jaki odkupywały wyemitowane przez siebie akcje. Fundusze te tworzone były zazwyczaj na okres 20-30 lat. W trakcie ich istnienia systematycznie odkupywały część wyemitowanych akcji. Posiadaczy akcji do umorzenia wybierano w drodze losowania – było to konsekwencją faktu, iż akcje zazwyczaj sprzedawane były inwestorom poniżej ich wartości nominalnej, a odkupywane po wartości księgowej, co powodowało, że najwyższą stopę zwrotu z inwestycji w nie osiągnęli inwestorzy, których akcje odkupione zostały najwcześniej.

Czwartą cechą charakterystyczną dla XIX wiecznych funduszy było emitowanie przez nie różnych klas instrumentów finansowych. Fundusze te emitowały akcje zwykłe, akcje uprzywilejowane (w różny sposób – począwszy od wielkości przypadającej na nie dywidendy do wielkości środków, jakie przypadają na te akcje po likwidacji funduszu), akcje założycielskie, ale także instrumenty dłużne. To właśnie emisja instrumentów dłużnych, czyli finansowanie funduszy długiem jest cechą charakterystyczną różniącą je od współczesnych instytucji typu otwartego.

Wszystkie opisane powyżej przedsięwzięcia wspólnego inwestowania miały charakter instytucji zamkniętych – przeprowadzały jedną (lub kilka) emisji akcji, które następnie były przedmiotem obrotu. Pierwszym funduszem, który zbliżał się swoją charakterystyką do najpopularniejszych obecnie funduszy otwartych był utworzony w 1924 roku w Bostonie *the Massachusetts Investors Trust*, który w sposób ciągły sprzedawał nowym inwestorom oraz odkupywał od dotychczasowych akcje po cenie wynikającej z przypadającej na nie wartości aktywów znajdujących się w portfelu funduszu²⁹.

5. Cechy XX – wiecznych instytucji wspólnego inwestowania

Cechą charakterystyczną instytucji funkcjonujących do lat czterdziestych dwudziestego wieku była ich niska przejrzystość i prowadzenie działalności, której celem niekoniecznie był wzrost wartości inwestycji uczestników. Sprzyjał temu brak regulacji prawnych prowadzonej działalności oraz brak instrumentów prawnych przeznaczonych dla inwestorów służących kontroli zarządzających i dokonywanych przez nich transakcji.

Ten stan rzeczy prowadził do wykorzystywania instytucji wspólnego inwestowania dla celów niezgodnych z interesem inwestorów.

²⁹ K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, op. cit., s. 263.

Sztandarowym przykładem była struktura dwóch funduszy utworzonych przez Dillon, Read & Co w latach dwudziestych XX wieku – *the U.S. & Foreign Securities Corporation* i *the U.S. & International Securities Corporation*. Oba te fundusze emitowały zarówno akcje zwykłe (przeznaczone dla inwestorów), jak i akcje uprzywilejowane (przeznaczone dla zarządzających). Każdy z funduszy objął emisję akcji uprzywilejowanych drugiego i w ten sposób zarządzający kontrolował aktywa warte 80 mln dolarów przy inwestycji własnej 5 mln dolarów³⁰.

Oczywiście, zdarzały się także przypadki znacznie mniej finezyjnych sposobów działania na szkodę inwestorów – w przypadku *Continental Securities Corporation* grupa inwestorów przejęła kontrolę nad funduszem inwestując zaledwie 580.000 dolarów, wyłącznie w celu wyboru nowej rady dyrektorów, która ułatwiła kradzież papierów wartościowych wartych ponad 3 miliony dolarów³¹. Potencjalnie najgroźniejszym z punktu widzenia inwestorów było znane już wcześniej zjawisko emitowania przez fundusze inwestycyjne akcji założycielskich uprzywilejowanych co do podziału zysku. Przykładowo, struktura kapitałowa założonego w 1873 roku *the Railway Debenture Trust Company* składała się z 150.000 akcji o wartości nominalnej 20 funtów każda oraz z 200 akcji założycielskich o wartości 1 funt każda. Zgodnie z dokumentem ofertowym, fundusz ten mógł używać finansowania dłużnego przez emisję instrumentów dłużnych oraz zaciąganie pożyczek i kredytów do wartości pięciokrotności kapitału pozyskanego z emisji. Akcje założycielskie były uprzywilejowane w ten sposób, że dawały prawo do 10 procent całkowitego zysku funduszu, o ile jego stopa w ujęciu rocznym przekraczała 6 procent³². Stopy zwrotu z inwestycji w akcje założycielskie sięgały tysięcy procent rocznie, a rezultatem takiego uprzywilejowania było prowadzenie ekstremalnie ryzykownej polityki inwestycyjnej.

Opisane wypadki oraz załamanie na rynkach finansowych z października 1929 roku dały asumpt do poszukiwania rozwiązań, które zapewniłyby z jednej strony możliwość dalszego funkcjonowania instytucji wspólnego inwestowania i finansowania za ich pośrednictwem gospodarki, z drugiej zaś zapewniły podmiotom lokującym w tytuły uczestnictwa takich instytucji ochronę oraz środki prawne celem jej dochodze-

³⁰ W. J. Baumol, S. M. Goldfeld, L. A. Gordon, M. F. Koehn, *The Economics of Mutual Fund Markets: Competition versus Regulation*, Kluwer Academic Publishers, New York 1990, s. 50.

³¹ *Ibidem*, s. 51.

³² E. Hudson, *op. cit.*, s. 454.

nia, a same instytucje objęły nadzorem administracji publicznej prowadzonym pod kątem zgodności sposobu działania z przepisami prawa i z zasadą ochrony inwestorów.

Efektom tych poszukiwań były pionierskie regulacje prawne odnoszące się do sposobu oferowania instrumentów finansowych zawarte w *Securities Act 1933* oraz regulacje dotyczące zinstytucjonalizowanego obrotu tymi instrumentami znajdujące się w *Securities Exchange Act 1934*. Z punktu widzenia przyszłości instytucji wspólnego inwestowania kluczowe znaczenie miały dwie ustawy wydane w roku 1940. Pierwszą z nich była *Investment Company Act 1940* zawierający fundamentalne dla bezpieczeństwa inwestorów zasadę dostępu do odpowiednich informacji związanych z oferowanymi akcjami instytucji wspólnego inwestowania, zasadę codziennej wyceny aktywów instytucji w oparciu o ich wartość rynkową, możliwość żądania odkupienia akcji instytucji w każdym czasie i obowiązek dokonania takiego odkupienia w ciągu siedmiu dni. Wprowadziła także bezwzględny zakaz transakcji pomiędzy zarządzającymi a zarządzaną instytucją, wreszcie – powoływała statutowy organ: radę dyrektorów działającą niezależnie od zarządzających instytucją wspólnego inwestowania. Przełomem w zakresie kształtowania samej działalności instytucji było wprowadzenie limitów inwestycyjnych wymuszających dywersyfikowanie portfela inwestycyjnego i w konsekwencji mających na celu ograniczenie ryzyka podejmowanego przez inwestorów. Drugim z fundamentów rynku tych instytucji była ustawa o doradztwie inwestycyjnym *Investment Advisory Act 1940*, która swoim zakresem obejmowała pośrednictwo i doradztwo świadczone przez jakiegokolwiek podmioty, za wyjątkiem banków.

Wprowadzone w latach trzydziestych do amerykańskiego systemu prawnego ramy podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje wspólnego inwestowania mające na celu przede wszystkim ochronę inwestorów, wyprzedzały o całą epokę tendencje, które ujawniły się na innych rynkach począwszy od lat pięćdziesiątych dwudziestego wieku. Stopniowo, pojawiały się regulacje dotyczące samych rynków kapitałowych oraz – w dalszej kolejności – podmiotów na nich działających, w tym instytucji wspólnego inwestowania. Regulacje te pojawiły się w Belgii (1947), Niemczech (1949), Austrii (1958), Hiszpanii (1958), Luksemburgu (1959), Danii (1962) i Francji (1964). Jednak dopiero po ponad trzydziestu latach funkcjonowania powyższych rozwiązań prawnych amerykański rynek instytucji wspólnego inwestowania na powrót rozpoczął odzyskiwanie zaufania inwestorów.

Podsumowanie

Współczesne instytucje wspólnego inwestowania wykształciły się z instytucji, których celem było z jednej strony zapewnienie inwestorom bieżących strumieni dochodów na pokrywanie ich wydatków konsumpcyjnych, z drugiej zaś organizowanie ich założycielom źródeł finansowania ich przedsięwzięć (tontyny i pożyczki kolonialne).

Kolejnym etapem rozwoju instytucji wspólnego inwestowania było oferowanie drobnym inwestorom możliwości nabywania udziału w portfelu papierów wartościowych o ustalonym z góry i niezmiennym składzie w zamian za określone wynagrodzenie. Wartością dla inwestorów była możliwość korzystania ze zmian wartości znacznej liczby papierów wartościowych, których z uwagi na nominały przekraczające ich możliwości nabywcze, nie byłoby sami w stanie nabyć.

Te instytucje można z powodzeniem uznać za pośredników finansowych w ujęciu funkcjonalnym, zgodnie z którym pośrednicy finansowi winni realizować przynajmniej jedną z następujących funkcji ekonomicznych: (1) redukować ryzyko inwestycyjne poprzez dywersyfikację, (2) zapewniać niższe koszty pozyskiwania i przetwarzania informacji o podmiotach występujących na rynku, (3) profesjonalnie zarządzać portfelem aktywów, (4) zapewniać płynność, (5) oferować różnorodność produktów i (6) umożliwiać dokonywanie rozliczeń finansowych³³.

Bardziej użyteczne niż wyróżnianie poszczególnych kategorii instytucji jest jednak ujmowanie podmiotów działających na rynku finansowym z punktu widzenia funkcji, jakie spełniają. Po pierwsze, funkcje ekonomiczne podlegają mniejszym zmianom w czasie i nie różnią się zasadniczo pomiędzy poszczególnymi rynkami. Po drugie, forma instytucji (ich konstrukcja prawna i ekonomiczna) jest pochodną spełnianych przez instytucję funkcji, a także istniejącej na danym rynku konkurencji³⁴.

Biorąc pod uwagę funkcje, jakie pełniły historycznie i pełnią nadal instytucje wspólnego inwestowania, należy podkreślić, że ich głównym zadaniem jest pozyskiwanie środków pieniężnych od inwestorów z jednoczesnym powstawaniem wobec tych inwestorów zobowią-

³³ F. J. Fabozzi, F. Modigliani, *Capital Markets. Institutions and Instruments*, Prentice Hall, Upper Saddle River 2003, s. 69.

³⁴ D. B. Crane, K. A. Froot, S. P. Mason, A. F. Perold, R. C. Merton, Z. Bodie, E. R. Sirri, P. Tufano, *The Global Financial System. A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, Boston 1995, s. 4.

zań³⁵. Odgrywają one podstawową rolę w procesie przekształcania aktywów finansowych, które z różnych względów (płynność, nominal, dostępność) nie cieszą się szerokim zainteresowaniem, w aktywa finansowe (zobowiązania pośredników finansowych), które z uwagi na swoją konstrukcję wzbudzają większy popyt³⁶.

Wśród pośredników finansowych wyróżnia się instytucje, które w procesie przepływu kapitału od kapitałodawców do kapitałobiorców tworzą własne instrumenty finansowe albo zmieniają charakterystykę instrumentów już istniejących oraz instytucje, które takich instrumentów samodzielnie nie tworzą będąc wyłącznie dystrybutorami istniejących już instrumentów. Instytucje wspólnego inwestowania, które począwszy od holenderskich funduszy utworzonych w XVIII wieku tworzyły instrumenty finansowe umożliwiają transformowanie ryzyka, wielkości oraz terminów, na jakie wypożyczane są środki pieniężne³⁷.

Instytucje wspólnego inwestowania utworzone przez Van Ketwicha i innych w osiemnastym wieku umożliwiały drobnym inwestorom budowanie poprzez inwestycję w akcje instytucji portfeli dłużnych papierów wartościowych niemożliwych do zbudowania z uwagi na ich znaczne nominały. Instytucje te zapewniały transformowanie aktywów finansowych (dłużne papiery wartościowe) nabytych na rynku w aktywa, których charakterystyka (nominał, płynność, czas do wykupu) była atrakcyjniejsza dla inwestorów. Powyższa cecha jest cechą konstytutywną instytucji finansowych³⁸. Celem powołania tych podmiotów nie było aktywne zarządzanie utworzonym portfelem papierów wartościowych – w konsekwencji trudno także przypisać im korzyść dla inwestorów prowadzącą się do optymalizowania kosztów gromadzenia i przetwarzania informacji o remitentach i kosztów transakcji, ani umożliwienie dokonywania – w oparciu o wyemitowane przez nie tytuły uczestnictwa – rozliczeń.

Podobnymi cechami charakteryzowały się angielskie instytucje wspólnego inwestowania utworzone w dziewiętnastym wieku. Dodatkowo, na szerszą skalę zaczęły szukać możliwości inwestycyjnych w trakcie swego istnienia, co – przy pojawiających się już ograniczeniach inwestycyjnych – zmuszało je do poszukiwania bardziej dochodowych

³⁵ F. J. Fabozzi, F. Modigliani, op. cit., s. 19.

³⁶ Ibidem, s. 20.

³⁷ W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 20.

³⁸ Ibidem, s. 19.

sposobów lokowania środków inwestorów. Instytucje amerykańskie tworzone w XX wieku poprzez swoją charakterystykę są zbliżone do współczesnych instytucji zamkniętych.

Wraz z rozwojem rynków finansowych oraz wzrostem ich znaczenia, rozwijał się także rynek instytucji wspólnego inwestowania. Im większego znaczenia instytucje te nabierały w transformowaniu oszczędności w inwestycje, tym baczniejszą uwagę zaczęto przywiązywać do bezpieczeństwa powierzanych im środków. Im więcej podmiotów gromadziło swoje środki w instytucjach wspólnego inwestowania, tym większa była społeczna presja na zapewnienie instrumentów popartych aparatem państwa gwarantujących bezpieczeństwo powierzonych oszczędności. Naturalną konsekwencją powyższego było zainteresowanie państwa jako prawodawcy tym, by instytucje te działały w sposób transparentny i podlegały nadzorowi organów państwa. Wejście na rynek i prowadzenie na nim działalności przez instytucje wspólnego inwestowania charakteryzuje się znacznym stopniem formalizacji i koniecznością spełnienia licznych wymagań wynikających z przepisów prawa. Dotyczy to zarówno zezwoleń na podejmowanie działalności, jak i nadzoru następczego w trakcie jej prowadzenia. Istnienie tych barier powoduje, że nie istnieje pełna konkurencja, jednakże rynek ten zapewnia poziom bezpieczeństwa dla jego uczestników, nieosiągalny dla nich, w przypadku lokowania oszczędności w inny sposób.

History of investment funds

Summary

Investment funds are an important player on the financial markets for over twenty years. It is hardly known that the institution of collective investment in securities may be derived from the Middle Ages' institution of contracts of survival. There were two main types of those contracts: life annuities and tontines. Life annuity was the contract whereby the borrower paid interest to the lender for the remainder of the lender's life. A tontine was the contract between the borrower and the group of individuals that obliged the borrower to pay an annuity which was divided among the surviving members. After the death of the members the payment was increased.

First collective investment scheme was established in 1774 by Abraham Van Ketwich who invited subscribers to a fund that would invest in debt instruments issued by foreign governments as well as in plantation loans. During the 1780's and 1790's more than thirty new funds emerged with similar investment objective: speculation on the credit of the United States. All those funds were successfully placed in the Amsterdam market – the most developed financial market in eighteenth century.

During the eighteenth century Britain became the world's superpower and creditor. In consequence of home industry development, British funds looked for investment opportunities overseas allocating investor's money in the U. S. railroad industry.

Investment (or so-called 'mutual') funds became popular in the U.S. in 1920's. The growing inflow of assets was not supported by means of investor protection. In result of the fraudulent activities of some funds and the Great Depression causing many funds go bankrupt, the fund was suffering from deep lack of reliability.

The first worldwide investor protection and transparency regulations were introduced in 1930's making the first step for building the foundations of funds' popularity that started in 1970's.

Bibliografia

1997 Mutual Fund Fact Book, Investment Company Institute, New York 1998.

2002 Mutual Fund Fact Book, Investment Company Institute, New York 2003.

Baumol W. J., Goldfeld S. M., Gordon L. A., Koehn M. F., *The Economics of Mutual Fund Markets: Competition versus Regulation*, Kluwer Academic Publishers, New York 1990.

Belfer N., Weinberg R., *Recent developments in the investment trust field*, Southern Economic Journal, Nr 4/1950.

Chróścicki A., *Fundusze inwestycyjne i emerytalne*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1998.

Crane D. B., Froot K. A., Mason S. P., Perold A. F., Merton R. C., Bodie Z., Sirri E. R., Tufano P., *The Global Financial System. A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, Boston 1995.

Den Otter M., *Anlagefonds – Geschichten*, Institut für schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich, <http://www.isb.unizh.ch>, 2001.

Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

Geert Rouwenhorst K., *The Origins of Mutual Funds*, w: K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, *The Origins of Value, The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*, Oxford University Press 2005.

Fabozzi F. J., Modigliani F., *Capital Markets. Institutions and Instruments*, Prentice Hall, Upper Saddle River 2003.

Hutson E., *The early managed fund industry: investment trusts in 19th century Britain*, International Review of Financial Analysis, Nr 4 (14)/2005.

Neal L., *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason*, Cambridge University Press, Cambridge 1990.

Neal L., *The London Stock Exchange in the first age of globalization 1801-1914*, EHES Conference, Istanbul 2005, <http://www.ata.boun.edu.tr>, 2005.

Rubinstein M., *Great Moments in Financial Economics*, Journal of Investment Management, Nr 1/2003.

Scratchley A., *On average investment trusts*, Shaw and Sons, Londyn 1875.

Strongham E., *The extralegal development of securities trading in seventeenth-century Amsterdam*, The Quarterly Review of Economics and Finance, Nr 43/2003.