

**Agnieszka Kurnatowska\***

**FUNKCJONOWANIE I ROZWÓJ RYNKU FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH  
W POLSCE W LATACH 2004–2007**

**Wstęp**

Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce dynamicznie rozwijał się od początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku. Fundusze inwestycyjne, dzięki dywersyfikacji inwestycji, ograniczaniu ryzyka oraz profesjonalnemu zarządzaniu, stwarzają podmiotom gospodarczym atrakcyjne możliwości inwestycyjne. Dzięki temu stały się jednym z głównych elementów rynku finansowego w Polsce.

Celem niniejszego artykułu jest analiza zarówno instytucjonalnych podstaw funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2004–2007, jak i tempa, dynamiki oraz kierunków rozwoju instytucji wspólnego inwestowania. Konstrukcja artykułu jest podporządkowana jego celowi.

Podstawę artykułu stanowiła zarówno literatura, przepisy prawne, jak i raporty Izby Zarządzającej Funduszami i Aktywami. Niniejsze opracowanie ma charakter opisowo-empiryczny.

Na podstawie przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że w miarę organizowania rynku finansowego w Polsce instytucje wspólnego inwestowania cieszyły się rosnącym zainteresowaniem ze strony inwestorów, a co za tym idzie dynamicznie się rozwijały. Świadczy o tym fakt, że w analizowanym okresie można zaobserwować wyraźną tendencję wzrostową ilości zarówno funduszy inwestycyjnych, jak i towarzystw funduszy inwestycyjnych. Ponadto w latach 2004–2007 znacznie wzrosła również wartość aktywów netto zgromadzonych przez fundusze inwestycyjne w Polsce.

Można zatem stwierdzić, że fundusze inwestycyjne stanowiły atrakcyjną formę inwestowania dla podmiotów gospodarczych.

## 1. Instytucjonalne podstawy funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce

Historia rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce sięga początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku<sup>1</sup>. Wtedy bowiem, równocześnie z utworzeniem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA rozpoczęto proces organizowania rynku finansowego<sup>2</sup>. W miarę jego rozwoju, dynamicznym przemianom ulegały również fundusze inwestycyjne. Pomimo, że w Polsce, w porównaniu do Stanów Zjednoczonych, w których narodziła się koncepcja funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, rynek ten nie jest w pełni dojrzały, fundusze inwestycyjne stają się coraz bardziej powszechną formą wspólnego inwestowania.

Prawne podstawy funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce tworzą następujące ustawy:

- Ustawa z dnia 22 marca 1991 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach inwestycyjnych (DzU nr 35, poz. 155 z późn. zm.),
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych (DzU nr 139, poz. 933 z późn. zm.),
- Ustawa z dnia 16 listopada 2000 roku o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych (DzU nr 14, poz. 1192 z późn. zm.),
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych (DzU nr 146, poz. 1546),
- Ustawa z dnia 4 września 2008 roku o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy – Prawo bankowe oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym (DzU nr 231, poz. 1546).

Liczne zmiany przepisów prawnych regulujących funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych w Polsce wynikały zarówno z dynamicznego

---

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

<sup>1</sup> Pierwszy fundusz inwestycyjny powstał w Polsce w lipcu 1992 roku. Był nim Pierwszy Polski Fundusz Powierniczy Pioneer, który został założony przez Pierwsze Polskie Towarzystwo Funduszy Powierniczych Pioneer.

<sup>2</sup> Por. m.in.: K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2008, s. 201; K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne, rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Kraków: Oficyna Ekonomiczna, Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych, 2006, s. 128.

rozwoju całego rynku finansowego, który nastąpił po 1989 roku w wyniku transformacji ustrojowej polskiej gospodarki, jak i z konieczności ujednoczenia i liberalizacji instytucjonalnych podstaw funkcjonowania funduszy inwestycyjnych po wstąpieniu Polski do Unii Europejskiej<sup>3</sup>.

Poniżej, w celu zaprezentowania jak rozwijał się rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce, porównane zostaną regulacje prawne dotyczące tychże instytucji.

Na mocy Ustawy z dnia 22 marca 1991 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach inwestycyjnych, na polskim rynku funkcjonował jeden rodzaj funduszy, mianowicie fundusze powiernicze. Miały one charakter otwartych funduszy, opartych na koncepcji funduszu kontraktowego i służyły do zbiorowego lokowania środków pieniężnych w papierach wartościowych<sup>4</sup>. Mogły inwestować zgromadzone środki pieniężne w papiery wartościowe. Należy jednak zaznaczyć, że co najmniej 90% zgromadzonych środków, fundusze powiernicze musiały lokować w papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu. Natomiast pozostałe 10% mogły lokować w inne walory<sup>5</sup>. Nie posiadały osobowości prawnej i w ustawodawstwie traktowane były jako tzw. „masa majątkowa”. Tego rodzaju fundusz mógł zostać utworzony jedynie przez towarzystwo funduszy powierniczych<sup>6</sup>. Na mocy Ustawy z dnia 22 marca 1991 roku, minimalna wysokość kapitału akcyjnego towarzystwa funduszy powierniczych uzależniona była od liczby zarządzanych funduszy. Jeśli towarzystwo zarządzało jednym funduszem powierniczym, minimalna wartość kapitału wynosiła 4 000 000 PLN. Natomiast w przypadku zarządzania więcej niż jednym funduszem powierniczym, konieczne było zwiększenie kapitału akcyjnego towarzystwa o 50% kwoty minimalnego kapitału akcyjnego dla jednego funduszu. Ustawa<sup>7</sup> regu-

---

<sup>3</sup> W. Dębski, *Fundusze inwestycyjne w Polsce po wstąpieniu do Unii Europejskiej*, w: *Rynki i instytucje finansowe*, Bank i Kredyt, nr 10, 2005, s. 27.

<sup>4</sup> Por. m.in.: K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, Kraków: Oficyna Ekonomiczna, Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych, op. cit., s. 129; Ustawa z dnia 22 marca 1991 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach inwestycyjnych (DzU nr 35, poz. 155 z późn. zm.), art. 89, ust. 1.

<sup>5</sup> Fundusze powiernicze mogły inwestować 10% zgromadzonych środków pieniężnych w walory, pod warunkiem, że możliwe było ustalenie ich ceny początkowej nie rzadziej niż było to niezbędne do ustalenia wartości netto aktywów funduszu.

<sup>6</sup> Ustawa z dnia 22 marca 1991 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach inwestycyjnych (DzU nr 35, poz. 155 z późn. zm.), art. 91, ust. 2.

<sup>7</sup> Ustawa z dnia 22 marca 1991 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach inwestycyjnych (DzU nr 35, poz. 155 z późn. zm.)

lowała również przedmiot działalności towarzystwa funduszy powierniczych. Towarzystwa były odpowiedzialne za lokowanie, we własnym imieniu oraz na wspólny rachunek uczestników funduszu, zgromadzonych środków pieniężnych.

Ważne zmiany w zakresie przepisów prawnych regulujących funkcjonowanie funduszy w Polsce wniosła Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych (DzU nr 139, poz. 933 z późn. zm.). Na mocy tej Ustawy wprowadzono nową nazwę tychże instytucji, mianowicie fundusze inwestycyjne.

Ponadto wyodrębnione zostały cztery rodzaje funduszy inwestycyjnych, mianowicie otwarte, specjalistyczne otwarte, zamknięte oraz mieszane. Fundusze inwestycyjne otwarte funkcjonowały na zasadach zbliżonych do funduszy powierniczych. Emitowały jednostki uczestnictwa. Były zobowiązane do wykupywania ich na każde żądanie uczestnika funduszu. Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte były wzorowane na funduszach otwartych. Różniły się jednak od nich możliwością określenia w statucie funduszu wymagań odnośnie uczestników funduszu. Nowością było również wprowadzenie możliwości ustalenia specjalnych warunków, na mocy których uczestnik funduszu mógł żądać od funduszu odkupienia jednostek uczestnictwa.

Fundusze inwestycyjne zamknięte, w odróżnieniu od funduszy inwestycyjnych otwartych oraz od specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych, emitowały certyfikaty inwestycyjne. Były to nowego rodzaju papiery wartościowe na rynku finansowym. Charakteryzowały się tym, że były niepodzielnymi papierami wartościowymi na okaziciela. Reprezentowały takie same dla każdego posiadacza prawa majątkowe. Były dopuszczone do publicznego obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA. Ponadto mogły być nabywane zarówno na rynku pierwotnym, jak i na rynku wtórnym. Ostatnim rodzajem funduszy inwestycyjnych, wyróżnionych na mocy Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych, były fundusze inwestycyjne mieszane. Łączyły one w sobie cechy zarówno funduszy otwartych, jak i zamkniętych. Mianowicie emitowały certyfikaty inwestycyjne (podobnie jak fundusze inwestycyjne zamknięte) oraz miały obowiązek wykupywania ich na żądanie uczestnika funduszu (podobnie jak w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych). Należy jednak zaznaczyć, że fundusze inwestycyjne mieszane musiały wykupywać certyfikaty inwestycyjne tak często, jak określał to ich statut, z zastrzeżeniem, że nie będzie to odbywało się rzadziej niż raz w roku.

Jedną z najważniejszych zmian wprowadzonych na mocy Ustawy<sup>8</sup> był fakt, że fundusz inwestycyjny zyskiwał osobowość prawną. Niosło to za sobą konieczność określenia minimalnej wartości kapitału funduszu. Na mocy Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych minimalna łączna wartość wpłat niezbędna do uruchomienia funduszu musiała wynosić 4 000 000 PLN. Ustawodawca określił również minimalną wartość aktywów netto, jaką fundusz powinien zapewnić. Wynosiła ona 2 500 000 PLN. W przypadku niespełnienia tego warunku fundusz inwestycyjny mógł zostać zamknięty<sup>9</sup>.

Podobnie jak w przypadku funduszy powierniczych, fundusz inwestycyjny mógł być utworzony jedynie przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Ustawodawca wprowadził jednak zmiany dotyczące minimalnej wartości kapitału towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Mianowicie w przypadku zarządzania jednym funduszem inwestycyjnym, minimalna wartość kapitału akcyjnego musiała wynieść 3 000 000 PLN. Natomiast w przypadku zarządzania więcej niż jednym funduszem, minimalna wartość kapitału akcyjnego musiała zostać zwiększona o 1 000 000 PLN na każdy kolejny fundusz zarządzany przez towarzystwo. Niezależnie od ilości zarządzanych funduszy, celem towarzystwa było tworzenie funduszy inwestycyjnych, zarządzanie nimi oraz reprezentowanie funduszy wobec osób trzecich.

Kolejne zmiany w instytucjonalnych podstawach funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce wniosła Ustawa z dnia 16 listopada 2000 roku o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych DzU nr 14, poz. 1192 z późn. zm.). Na mocy tej Ustawy fundusze inwestycyjne mogły lokować zgromadzone środki w papiery wartościowe, wierzytelności, jednostki uczestnictwa w innych funduszach, zarówno krajowych, jak i zagranicznych, udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, prawa pochodne od praw majątkowych, waluty, transakcje terminowe (jedynie pod warunkiem zbywalności) oraz w nieruchomości. Ponadto wprowadzony został nowy rodzaj funduszy, mianowicie specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte. Były to fundusze, których certyfikaty inwestycyjne nie musiały być wprowadzane do publicznego obrotu, w przeciwieństwie do funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Zmienione zostały również wymogi dotyczące minimalnej wielkości kapitału oraz

---

<sup>8</sup> Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych (DzU nr 139, poz. 933 z późn. zm.)

<sup>9</sup> Ibidem, art. 8.

wartości aktywów netto. Minimalna, łączna wartość wpłat niezbędna do uruchomienia funduszu została obniżona do poziomu 2 000 000 PLN. Minimalna wartość aktywów netto pozostała na poziomie 2 500 000 PLN. W sytuacji, gdy wartość netto aktywów funduszu spadła poniżej wymaganego poziomu, fundusz musiał podać taką informację do publicznej wiadomości, w sposób określony w statucie. Oprócz informacji o zmniejszeniu wartości netto aktywów, fundusz był zobowiązany do podania przyczyn zaistniałej sytuacji wraz ze wskazaniem zaplanowanych działań, mających na celu jej zwiększenie do wymaganego poziomu<sup>10</sup>. Ustawodawca nie zmienił przy tym wymagań dotyczących minimalnej wartości kapitału towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Wskazano jednak, że oprócz przedmiotu działalności towarzystwa, wskazanego w poprzedniej Ustawie, może ono również zarządzać zbiorczym portfelem papierów wartościowych.

Kolejna ustawa regulująca funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych w Polsce, mianowicie Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych (DzU nr 146, poz. 1546) weszła w życie po dwunastu latach funkcjonowania tychże instytucji na rynku. Konieczność uchwalenia nowej Ustawy wynikała przede wszystkim z wejścia w życie w 2002 roku dwóch dyrektyw unijnych, które w znaczący sposób wpłynęły na zmianę unijnych regulacji prawnych dotyczących funduszy inwestycyjnych. Ponadto stosowana do tej pory Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 1997 roku oraz przeobrażenia, które zaszły na rynku finansowym w Polsce, wywarły konieczność modyfikacji przepisów również w zakresie nieuregulowanym przez prawodawstwo unijne<sup>11</sup>.

Nowa ustawa wprowadziła szereg zmian do dotychczas stosowanych przepisów prawnych. Przede wszystkim wyróżniono zamiast pięciu, tylko trzy rodzaje funduszy inwestycyjnych, które można było utworzyć, mianowicie fundusze inwestycyjne otwarte, zamknięte i specjalistyczne otwarte. Ponadto, oprócz wskazanych w poprzedniej Ustawie, możliwości inwestycyjnych, fundusze mogły rozszerzyć zakres inwestycji o instrumenty rynku pieniężnego, depozyty bankowe o terminie wymagalności nie dłuższym niż jeden rok, tytuły uczestnictwa innych funduszy oraz

---

<sup>10</sup> Ustawa z dnia 16 listopada 2000 roku o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych (DzU nr 14, poz. 1192 z późn. zm.), art. 69 a.

<sup>11</sup> Por. m.in.: K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, Kraków: Oficyna Ekonomiczna, Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych, op.cit., s. 142; T. Miziołek, *Rząd przyjął projekt ustawy, „Nasz Rynek Kapitałowy”* 2004, nr 7, s. 96.

instrumenty pochodne, w tym produkty niewystandaryzowane. Należy zaznaczyć, że na mocy nowej Ustawy fundusze inwestycyjne otwarte zyskały możliwość udzielania pożyczek papierów wartościowych. Fundusze zamknięte natomiast zostały upoważnione do udzielania pożyczek środków pieniężnych, poręczeń oraz gwarancji. Obok wymienionych powyżej przykładów zmian w przepisach prawnych dotyczących funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych wprowadziła szereg zmian dotyczących towarzystw funduszy inwestycyjnych. Jako przedmiot działalności towarzystw wskazano, obok wymienionych w Ustawie z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych, zarządzanie cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie, doradztwo w zakresie dokonywania obrotu papierami wartościowymi, przedstawicielstwo zagranicznych funduszy inwestycyjnych oraz dystrybucję jednostek uczestnictwa funduszy utworzonych przez inne towarzystwa funduszy inwestycyjnych, zarówno krajowych, jak i zagranicznych<sup>12</sup>. Należy podkreślić, że towarzystwa funduszy inwestycyjnych zyskały również możliwość tworzenia specjalistycznych konstrukcji i typów funduszy inwestycyjnych<sup>13</sup>. W ramach nowych konstrukcji, towarzystwa mogły tworzyć fundusze inwestycyjne z różnymi kategoriami jednostek<sup>14</sup>. Mogły one mieć charakter funduszy inwestycyjnych otwartych, bądź specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych. Ich szczególną cechą jest możliwość zbywania jednostek uczestnictwa, które różnią się od siebie możliwością pobierania opłat manipulacyjnych, bądź też innych opłat, które obciążają aktywa funduszu. Ponadto towarzystwa mogły tworzyć tzw.: fundusze parasolowe. Są to fundusze z wydzielonymi subfunduszami. Oznacza to, że aktywa danego funduszu dzielą się na różnego rodzaju portfele inwestycyjne, zwana subfunduszami. Charakterystyczne jest to, że wydzielone w ramach jednego funduszu inwestycyjnego subfundusze mogą stosować odmienną politykę inwestycyjną, pomimo, że nie posiadają osobowości prawnej.

Kolejnymi konstrukcjami, jakie mogły tworzyć towarzystwa, były fundusze powiązane oraz fundusze podstawowe. Fundusze powiązane są to

---

<sup>12</sup> Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych (DzU nr 146, poz. 1546), art. 45, ust.2.

<sup>13</sup> K. Gabryeleczyk, *Fundusze inwestycyjne*, Kraków: Oficyna Ekonomiczna, Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych, op.cit., s. 144.

<sup>14</sup> Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych (DzU nr 146, poz. 1546), art. 158.

wyznaczone w statucie danego funduszu inwestycyjnego inne fundusze, które zostały utworzone przez to samo towarzystwo. Fundusze podstawowe natomiast zbywają jednostki uczestnictwa, bądź też emitują certyfikaty inwestycyjne jedynie dla funduszy powiązanych.

Wśród nowych typów funduszy inwestycyjnych należy wskazać fundusze aktywów niepublicznych, fundusze rynku pieniężnego, fundusze sekurytyzacyjne oraz fundusze portfelowe. Fundusze aktywów niepublicznych są to fundusze, których polityka inwestycyjna opiera się na lokowaniu większości zgromadzonych aktywów w walory inne niż dopuszczone do publicznego obrotu papiery wartościowe oraz instrumenty rynku pieniężnego<sup>15</sup>. Fundusze rynku pieniężnego charakteryzują się tym, że inwestycją zgromadzone środki jedynie w instrumenty rynku pieniężnego oraz krótkoterminowe depozyty bankowe, które mogą być wycofane przed upłynięciem terminu ich zapadalności. Fundusze sekurytyzacyjne natomiast są to fundusze inwestycyjne zamknięte, które dokonują emisji certyfikatów inwestycyjnych w celu zgromadzenia środków na nabycie wierzytelności lub praw do świadczeń z tytułu wierzytelności<sup>16</sup>. Fundusz portfelowy natomiast może być wyłącznie funduszem zamkniętym. Jego swoistą cechą jest to, że w sposób ciągły dokonuje emisji certyfikatów inwestycyjnych, które podlegają wprowadzeniu do publicznego obrotu, pod warunkiem, że lokując swoje aktywa, opiera się na składzie portfela uznawanego za indeks giełdowy, bądź też stanowi portfel o składzie określonym w swoim statucie<sup>17</sup>.

Warto podkreślić, że oprócz wskazanych powyżej zmian, Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych zmieniała również wymagania dotyczące wielkości kapitałów własnych towarzystw funduszy inwestycyjnych. Minimalna wartość kapitału początkowego towarzystwa powinna wynosić równowartość 125 000 EUR, wyrażoną w PLN. Zaznaczono jednak, że w momencie prowadzenia przez towarzystwo działalności rozszerzonej (innej niż podstawowa, wskazana w statu-

---

<sup>15</sup> K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, op.cit., s. 196.

<sup>16</sup> Ibidem, s. 196.

<sup>17</sup> Por. m.in.: K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, op.cit., s. 196-197; W. Pochmara, A. Zapala, *Prawa uczestnika funduszu inwestycyjnego i sposób ich realizacji*, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa 2003, s.27.

cie) minimalna wartość kapitału początkowego musi wynieść równoważność 730 000 EUR wyrażoną w PLN<sup>18</sup>.

Kolejna ustawa, regulująca działalność funduszy inwestycyjnych w Polsce, mianowicie Ustawa z dnia 4 września 2008 roku o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy – Prawo bankowe oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym (DzU nr 231, poz. 1546), wprowadziła nieliczne zmiany w zakresie funkcjonowania tychże instytucji. Jako przedmiot działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych wskazano nowe zadania. Mianowicie, oprócz tworzenia funduszy inwestycyjnych, towarzystwo zarządza portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa ilość instrumentów finansowych, prowadzi doradztwo inwestycyjne, pośredniczy w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych utworzonych przez inne towarzystwa lub tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych oraz pełni funkcję przedstawiciela funduszy zagranicznych<sup>19</sup>. Nowa ustawa nie wprowadziła zmian w zakresie rodzajów funduszy inwestycyjnych, minimalnych wartości kapitałów funduszy inwestycyjnych oraz towarzystw funduszy inwestycyjnych.

Należy podkreślić, że w miarę rozwoju zarówno polskiego, jak i zagranicznych rynków finansowych, prawne podstawy funkcjonowania zarówno funduszy inwestycyjnych, jak i towarzystw funduszy inwestycyjnych w Polsce, ulegały licznym przemianom. Stworzyło to solidne podstawy rozwoju oraz właściwego funkcjonowania instytucji wspólnego inwestowania w Polsce.

## **2. Organizacja funduszy inwestycyjnych w Polsce**

Sprawne funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych w Polsce jest uwarunkowane nie tylko przejrzystymi regulacjami prawnymi, ale również prawidłową działalnością podmiotów, które są zaangażowane w obsługę instytucji wspólnego inwestowania.

Jednym z najważniejszych podmiotów mających wpływ na funkcjonowanie funduszy, jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Jak już

---

<sup>18</sup> Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych (DzU nr 146, poz. 1546), art. 49.

<sup>19</sup> Ustawa z dnia 4 września 2008 roku o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy – Prawo bankowe oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym (DzU nr 231, poz. 1546), art. 17.

sygnalizowałam, fundusz inwestycyjny może być utworzony jedynie przez towarzystwo<sup>20</sup>. Do głównych zadań towarzystwa należy przede wszystkim zarządzanie funduszami, pośredniczenie w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy, reprezentowanie funduszy oraz zarządzanie zbiorczym portfelem papierów wartościowych.

Oprócz towarzystw funduszy inwestycyjnych, podmiotem, który jest bezpośrednio zaangażowany w funkcjonowanie funduszy, jest depozytariusz. Zajmuje się on zbywaniem i odkupywaniem tytułów uczestnictwa funduszy. Depozytariuszem może być bank krajowy, którego fundusze własne wynoszą nie mniej niż 100 000 000 PLN, oddział instytucji kredytowej posiadający siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, pod warunkiem, że fundusze przydzielone do dyspozycji tego oddziału wynoszą co najmniej 100 000 000 PLN, bądź też Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. Do głównych zadań instytucji pełniącej funkcję depozytariusza należy prowadzenie rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego, zapewnienie, aby zbywanie i odkupywanie jednostek uczestnictwa lub emitowanie, wydawanie i wykupywanie certyfikatów inwestycyjnych odbywało się zgodnie z przepisami prawa i statutem funduszu inwestycyjnego, zapewnienie, aby rozliczanie umów dotyczących aktywów funduszu inwestycyjnego następowało bez nieuzasadnionego opóźnienia oraz kontrolowanie terminowości rozliczania umów z uczestnikami funduszu, zapewnienie, aby wartość netto aktywów funduszu inwestycyjnego i wartość jednostki uczestnictwa była obliczana zgodnie z przepisami prawa i statutem funduszu inwestycyjnego, zapewnienie, aby dochody funduszu inwestycyjnego były wykorzystywane w sposób zgodny z przepisami prawa i ze statutem funduszu, wykonywanie poleceń funduszu inwestycyjnego, chyba że są sprzeczne z prawem lub statutem funduszu inwestycyjnego<sup>21</sup>.

W obsługę funduszy inwestycyjnych zaangażowany jest również dystrybutor. Zajmuje się on zbywaniem i odkupywaniem tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Zgodnie z regulacjami prawnymi fundusz zbywa i odkupuje tytuły uczestnictwa bezpośrednio lub za pośrednictwem towarzystwa zarządzającego tym funduszem inwestycyjnym lub podmiotu prowadzącego działalność maklerską<sup>22</sup>.

---

<sup>20</sup> Ibidem, art. 4.

<sup>21</sup> Ibidem, Dział IV.

<sup>22</sup> Ibidem, art. 153.

Właściwe funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych uwarunkowane jest również właściwą ewidencją inwestorów wraz z posiadanymi przez nich tytułami uczestnictwa. Taką rolę pełni podmiot prowadzący rejestr uczestników funduszy inwestycyjnych. W praktyce najczęściej funkcję taką pełnią agenci transferowi.

Oprócz wymienionych powyżej podmiotów, nad sprawnym funkcjonowaniem funduszy inwestycyjnych czuwają instytucje nadzoru. W Polsce instytucją prowadzącą nadzór nad funkcjonowaniem funduszy inwestycyjnych jest Komisja Nadzoru Finansowego<sup>23</sup>. Oprócz tej Komisji, instytucją, która dba o właściwe funkcjonowanie rynku funduszy inwestycyjnych jest Izba Zarządzająca Funduszami i Aktywami<sup>24</sup>. Została ona utworzona na mocy Ustawy z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych. Zajmuje się ona nie tylko określaniem zasad uczciwego obrotu, ale również m.in. zasad reklamy i prezentacji funduszy inwestycyjnych. Ponadto Izba Zarządzająca Funduszami i Aktywami czuwa nad przestrzeganiem ustalonych przez nią zasad przez fundusze inwestycyjne.

Odpowiednia organizacja oraz podstawy prawne zapewniają właściwe funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych w Polsce. Dzięki temu w krótkim czasie stały się istotnym elementem rynku finansowego.

### **3. Rozwój funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2004 -2007**

Rozwój funduszy inwestycyjnych w Polsce został zapoczątkowany w pierwszej fazie lat dziewięćdziesiątych. Lata 2004–2007 były kolejnym okresem, w którym można zaobserwować dynamiczny rozwój instytucji wspólnego inwestowania. Najczęściej wiązany jest on ze wzrastającą liczbą funduszy inwestycyjnych działających w Polsce, bądź też z wielkością zgromadzonego w instytucjach wspólnego inwestowania kapitału. Kapitał ten mierzony jest wartością aktywów netto.

W analizowanym okresie można zaobserwować wyraźną tendencję wzrostową ilości zarówno funduszy inwestycyjnych, jak i towarzystw funduszy inwestycyjnych. W 2005 roku liczba towarzystw funduszy in-

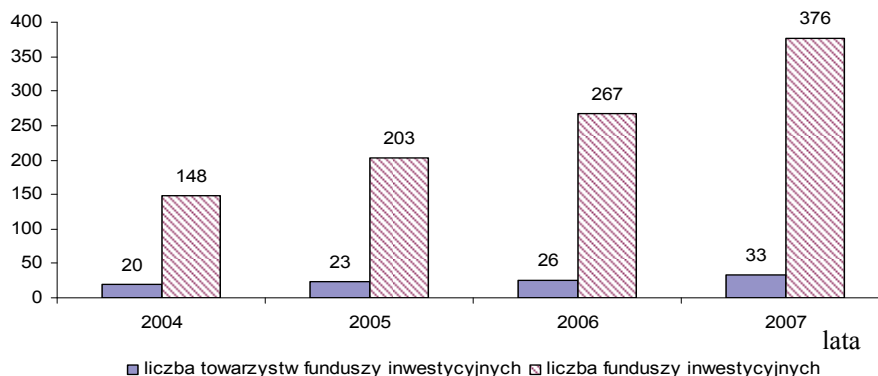
---

<sup>23</sup> Ustawa z dnia 25 lipca 2005 roku o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (DzU z 2005 r. nr 183, poz. 1537, z 2006 r. nr 1537, z 2006 r. nr 157, poz. 1119, nr 170, poz. 1217, z 2007 r. nr 50, poz. 331), art. 5.

<sup>24</sup> [www.izfa.pl](http://www.izfa.pl)

westycyjnych wzrosła o 3. Analogicznie do wzrostu liczby towarzystw wzrosła liczba funduszy inwestycyjnych.

### Wykres 1. Ilość funduszy inwestycyjnych oraz towarzystw funduszy inwestycyjnych Polsce w latach 2004–2007



Źródło: IZFA, Raporty z lat 2004–2007

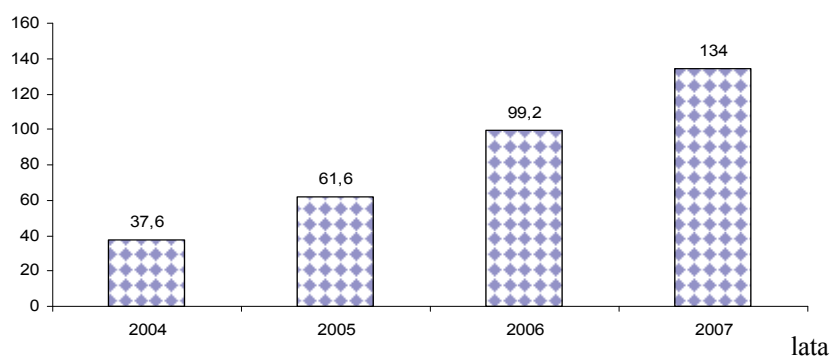
W 2005 roku było ich o 55 więcej niż w roku poprzednim. Kolejne lata charakteryzowały się również wyraźnymi wzrostami liczby obydwu grup podmiotów. W 2006 roku liczba towarzystw funduszy inwestycyjnych wzrosła również o 3, natomiast liczba funduszy o 64. Był to jeszcze większy wzrost niż w poprzednim roku. W 2007 znacznie wzrosła liczba towarzystw funduszy inwestycyjnych, bo aż o 7. Znaczący był również wzrost liczby samych funduszy inwestycyjnych w Polsce. Ich liczba wyniosła w 2007 roku aż 376, czyli o 109 więcej niż w roku poprzednim. Omówione powyżej wzrosty prezentuje wykres 1.

Na przestrzeni lat 2004–2007 można zaobserwować zatem dynamiczny wzrost zarówno funduszy, jak i towarzystw funduszy inwestycyjnych w Polsce. Należy zaznaczyć, że wynikał on nie tylko z dynamicznego rozwoju rynku finansowego w Polsce, ale również ze stale rosnącego zaufania inwestorów do idei wspólnego inwestowania. Potwierdzeniem tego jest stale rosnąca, na przestrzeni lat 2004–2007, wartość aktywów netto zgromadzonych przez fundusze inwestycyjne (por. wykres 2).

W latach 2004–2007 znacznie wzrosła wartość aktywów netto zgromadzonych przez fundusze inwestycyjne w Polsce. W 2005 roku WAN wzrosła w porównaniu z rokiem 2004 o 24 miliardy PLN, co stanowiło wzrost o 64%. W 2006 roku WAN wzrosła o 37,6 miliardów

PLN, czyli o 61%. Natomiast w 2007 roku WAN wzrosła o 34,8 miliardów PLN, co stanowiło wzrost o 35% w porównaniu z rokiem 2006.

**Wykres 2. Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych Polsce w latach 2004–2007 (w mld PLN)**



Źródło: IZFA, Raport z 2007 roku.

Jak już sygnalizowałam, w latach 2004–2007 w Polsce fundusze inwestycyjne dynamicznie się rozwijały. Wraz ze wzrostem zainteresowania społeczeństwa ideą wspólnego inwestowania na rynku zaczęły funkcjonować różnego rodzaju fundusze, specjalizujące się w odmiennych typach inwestycji.

**Tabela 1. Struktura aktywów netto funduszy inwestycyjnych Polsce w latach 2004–2007 wg rodzaju funduszy (w %)**

Wyszczególnienie rodzaj funduszy	2004	2005	2006	2007
dłużne	32,0	24,4	11,1	6,6
pieniężne i gotówkowe	13,7	13,1	7,6	6,2
stabilnego wzrostu	18,9	24,1	22,7	19,3
mieszane	16,3	18,7	30,7	31,6
akcyjne	13,6	12,0	21,3	31,4
pozostałe	5,5	7,7	6,6	4,9
Razem	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: IZFA, Raporty z lat 2005 i 2007.

Tabela 1 prezentuje udział poszczególnych rodzajów funduszy w wartości aktywów netto w Polsce w latach 2004–2007. Na podstawie zaprezentowanych danych można wnioskować, że w latach 2004–2007

zmieniała się wartość aktywów netto poszczególnych rodzajów funduszy. W latach 2004–2005 dominującą rolę wśród funduszy pod względem zgromadzonej WAN odgrywały fundusze dłużne oraz stabilnego wzrostu. Pierwsze z nich miały udział w rynku na poziomie 32% w 2004 roku oraz 24,4 w 2005 roku. Natomiast na drugi rodzaj funduszy przypadało odpowiednio 18,9% w 2004 roku oraz 24,1% wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych w Polsce w 2005 roku. W kolejnych latach udział obydwu rodzajów funduszy w rynku systematycznie malał. W 2006 roku fundusze dłużne posiadały 11,1%, natomiast w 2007 roku już tylko 6,6% udziału w całym rynku. Udział funduszy stabilnego wzrostu spadł w 2006 roku do poziomu 22,7%, a w 2007 roku do 19,3%. Najmniejszy udział w ogólnej wartości aktywów netto w Polsce miały fundusze pieniężne i gotówkowe. W 2004 roku ich udział w rynku wyniósł 13,7%, natomiast w 2007 roku 6,2%. W analizowanym wzrostową tendencją udziału w rynku charakteryzowały się fundusze mieszane oraz akcyjne. Udział funduszy mieszanych w rynku inwestycji wspólnego inwestowania wzrósł z poziomu 16,3% w 2004 roku do 31,6 w 2007 roku, natomiast funduszy akcyjnych z 13,6% w 2004 roku do 31,4% w roku 2007.

#### **4. Czynniki determinujące rozwój funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2004–2007**

Zarówno wzrost liczby funduszy inwestycyjnych oraz liczby towarzystw funduszy inwestycyjnych, jak i wzrost wartości aktywów netto zgromadzonych przez instytucje wspólnego inwestowania w Polsce, podyktowany był wieloma czynnikami. Przede wszystkim rozwojowi runku funduszy inwestycyjnych sprzyjała korzystna koniunktura na rynku krajowym, jak i na rynkach zagranicznych. Ponadto zaobserwowano znaczący wzrost wartości środków lokowanych przez inwestorów w instrumenty udziałowe. Dużą rolę odgrywał również spadek bezrobocia oraz wzrost zamożności polskiego społeczeństwa. Wraz ze wzrostem zamożności, społeczeństwo było bardziej skłonne do oszczędzania zgromadzonych środków. Jak już sygnalizowałam, w latach 2004–2007 znacznie wzrosło zaufanie społeczeństwa do instytucji wspólnego inwestowania. W związku z tym znaczną część swoich oszczędności Polacy lokowali w funduszach inwestycyjnych. Należy podkreślić, że do rozwoju instytucji wspólnego inwestowania w Polsce w latach 2004–2007 przyczyniła się również relatywnie niska atrakcyjność lokat bankowych. Przyczyn wzro-

stu zainteresowania inwestorów funduszami inwestycyjnymi można upatrywać również w relatywnie niskiej konkurencyjności skarbowych instrumentów dłużnych. Istotnym czynnikiem wpływającym na rozwój inwestycji wspólnego inwestowania w Polsce było również systematyczne otwieranie się banków na dystrybucje funduszy oraz oferowanie swoim dotychczasowym klientom tzw. produktów wiązanych, czyli lokat bankowych powiązanych z funduszami inwestycyjnymi<sup>25</sup>. Oprócz banków, na rynku pojawiły się również wyspecjalizowane instytucje zajmujące się dystrybucją tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych. Dzięki temu społeczeństwo zyskało większy dostęp do funduszy. Ponadto w minionych latach, dzięki zakrojonym na wysoką skalę kampaniom reklamowym, rosła świadomość oraz wiedza społeczeństwa na temat funduszy inwestycyjnych. Dzięki temu ludność była gotowa lokować swoje oszczędności w tego typu instytucjach. Czynnikiem zwiększającym atrakcyjność inwestycji za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych była również rosnąca oferta produktowa oferowana przez fundusze inwestycyjne.

### **Podsumowanie**

Można zatem stwierdzić, że fundusze inwestycyjne, od początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku, czyli od momentu pojawienia się na polskim rynku, dynamicznie rozwijały się. W miarę organizowania rynku finansowego w Polsce instytucje wspólnego inwestowania cieszyły się coraz większym zainteresowaniem ze strony inwestorów. Wynikało to nie tylko z interesującej oferty produktowej, ale również ze stworzenia uczestnikom funduszy inwestycyjnych, możliwości powierzenia swojego kapitału instytucjom, które zarządzały zgromadzonymi środkami w profesjonalny sposób. Ponadto fundusze inwestycyjne umożliwiają uczestnikom znaczną dywersyfikację inwestycji oraz zwiększają dostępność do produktów inwestycyjnych, które nie są powszechnie dostępne na rynkach finansowych (m.in.: inwestycje w zagraniczne spółki, nie notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA). Towarzyszą temu relatywnie niskie koszty. Należy również podkreślić, że powierze-

---

<sup>25</sup> Izba Zarządzająca Funduszami i Aktywami, *Raport 2005*, Warszawa 2006, s. 13.

nie środków funduszowi inwestycyjnemu wiąże się z dużym poziomem bezpieczeństwa oraz wysoką płynnością inwestycji<sup>26</sup>. Można zatem stwierdzić, że fundusze inwestycyjne stanowią atrakcyjną formę inwestowania.

Należy jednak podkreślić, że obecnie sytuacja na rynku instytucji wspólnego inwestowania uległa pogorszeniu. Główną przyczyną zachwiania koniunktury w tym segmencie rynku należy upatrywać w kryzysie, który w IV dekadzie 2007 roku dotknął światowy rynek finansowy. W wyniku nieustannie pogarszającej się sytuacji zwiększyła się niechęć inwestorów do ponoszenia ryzyka. Ponadto zdolności finansowe podmiotów gospodarczych uległy pogorszeniu. Skutki kryzysu finansowego uwidaczniają się przede wszystkim w spadku o około 50% wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych w Polsce.

## **Performing and development of investment funds in Poland in 2004–2007**

### **Summary**

Mutual funds, which are professionally managed types of collective investment schemes, have been developing ever since they emerged on capital market in Poland. During 2004–2007 Net Asset Value, which is the current market value of a fund's holdings, have grown. Also the number of closed–end funds and open – end funds have increased. During 2004–2007 funds have become one of the most popular methods of depositing capital, not only because of professional management, lower costs and risk, but because of capital liquidity as well. Mutual funds are modern and effective way of saving money.

---

<sup>26</sup> Należy jednak zaznaczyć, że jednostki uczestnictwa charakteryzują się wyższym stopniem płynności niż certyfikaty inwestycyjne.

## **Bibliografia**

Dębski W., *Fundusze inwestycyjne w Polsce po wstąpieniu do Unii Europejskiej*, w: *Rynki i instytucje finansowe*, „Bank i Kredyt” 2005, nr 10.

Gabryelczyk K., *Fundusze inwestycyjne*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2008.

Gabryelczyk K., *Fundusze inwestycyjne, rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Kraków: Oficyna Ekonomiczna, Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych 2006.

*Raport 2004*, Izba Zarządzająca Funduszami i Aktywami, Warszawa 2005.

*Raport 2005*, Izba Zarządzająca Funduszami i Aktywami, Warszawa 2006.

*Raport 2006*, Izba Zarządzająca Funduszami i Aktywami, Warszawa 2007.

*Raport 2007*, Izba Zarządzająca Funduszami i Aktywami, Warszawa 2008.

Ustawa z dnia 22 marca 1991 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach inwestycyjnych (DzU nr 35, poz. 155 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych (DzU nr 139, poz. 933 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 16 listopada 2000 roku o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych (DzU nr 14, poz. 1192 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych (DzU nr 146, poz. 1546).

Ustawa z dnia 4 września 2008 roku o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy – Prawo bankowe oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym (DzU nr 231, poz. 1546).