

## SPIS TREŚCI

Wstęp .....	9
<b>Rozdział 1. Pojęcie i istota funduszu inwestycyjnego .....</b>	<b>13</b>
1.1. Definicja funduszu inwestycyjnego .....	13
1.2. Istota funduszu inwestycyjnego .....	15
1.3. Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych .....	16
1.4. Otoczenie funduszu inwestycyjnego .....	25
1.4.1. Organy zarządzania, nadzoru i kontroli .....	25
1.4.2. Podmioty obsługujące fundusz inwestycyjny .....	26
1.4.3. Uczestnicy funduszu inwestycyjnego .....	29
1.4.4. Rynek finansowy .....	30
1.5. Funkcje funduszy inwestycyjnych w gospodarce .....	32
1.6. Szanse i zagrożenia inwestowania w fundusze inwestycyjne .....	33
<b>Rozdział 2. Fundusze inwestycyjne w Polsce w latach 1992–1997 .....</b>	<b>37</b>
2.1. Podstawy prawne funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w latach 1992–1997 .....	37
2.2. Uwarunkowania makroekonomiczne w latach 1992–1997 .....	43
2.2.1. PKB oraz dochody Polaków .....	43
2.2.2. Koniunktura na rynku akcji oraz poziom rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie .....	45
2.2.3. Stopy procentowe i inflacja .....	47
2.3. Charakterystyka funduszy inwestycyjnych w pierwszych latach ich funkcjonowania .....	49
2.4. Lokaty w fundusze inwestycyjne na tle oszczędności gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w latach 1992–1997 .....	55
2.5. Czynniki psychologiczne dotyczące rynku finansowego .....	57
2.6. Podsumowanie .....	59
<b>Rozdział 3. Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 1998–2003 .....</b>	<b>61</b>
3.1. Uregulowania normatywne dotyczące funduszy inwestycyjnych w latach 1998–2003 .....	61

3.1.1. Zasadnicze rozwiązania prawne ustawy z 1997 r. o funduszach inwestycyjnych . . . . .	61
3.1.2. Rozwiązania prawne dotyczące opodatkowania lokat w funduszach inwestycyjnych . . . . .	76
3.2. Czynniki makroekonomiczne w latach 1998–2003 . . . . .	78
3.2.1. PKB oraz dochody obywateli . . . . .	78
3.2.2. Koniunktura na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz rozwój rynku giełdowego . . . . .	81
3.2.3. Inflacja oraz polityka NBP w zakresie stóp procentowych . . . . .	83
3.3. Zmiany na rynku funduszy inwestycyjnych w latach 1998–2003 . . . . .	85
3.4. Struktura oszczędności gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w latach 1998–2003 . . . . .	97
3.5. Podsumowanie . . . . .	101
<b>Rozdział 4. Rynek polskich funduszy inwestycyjnych w latach 2004–2009</b>	<b>103</b>
4.1. Podstawy prawne tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce od 2004 roku . . . . .	103
4.1.1. Fundusze inwestycyjne w świetle przepisów ustawy z 2004 r. o funduszach inwestycyjnych . . . . .	103
4.1.2. Nowelizacja ustawy w 2008 r. . . . .	113
4.2. Uwarunkowania makroekonomiczne rozwoju rynku krajowych funduszy inwestycyjnych . . . . .	114
4.2.1. PKB oraz dochody Polaków . . . . .	114
4.2.2. Koniunktura na rynku akcji oraz rozwój rynku giełdowego . . . . .	119
4.2.3. Stopy procentowe oraz inflacja . . . . .	121
4.3. Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w latach 2004–2009 . . . . .	122
4.3.1. Spółki zarządzające . . . . .	122
4.3.2. Liczba funduszy inwestycyjnych . . . . .	125
4.3.3. Aktywa funduszy inwestycyjnych . . . . .	130
4.3.4. Nowe konstrukcje i typy funduszy inwestycyjnych . . . . .	146
4.3.5. Uczestnicy funduszy oraz wartość aktywów <i>per capita</i> . . . . .	148
4.3.6. Produkty III-filara systemu emerytalnego w ramach funduszy inwestycyjnych . . . . .	150
4.4. Lokaty w funduszach inwestycyjnych na tle konkurencyjnych form lokowania kapitału . . . . .	154
4.4.1. Oszczędności gospodarstw domowych i przedsiębiorstw . . . . .	154
4.4.2. Produkty <i>bancassurance</i> . . . . .	164
4.4.3. Produkty strukturyzowane . . . . .	165
4.4.4. Usługi <i>asset management</i> . . . . .	170
4.5. Rozwinięte rynki funduszy inwestycyjnych a rynek funduszy polskich	172
4.6. Podsumowanie . . . . .	184

<b>Rozdział 5. Perspektywy rozwoju rynku polskich funduszy inwestycyjnych</b> .....	187
5.1. Prognozowane uwarunkowania makroekonomiczne .....	187
5.2. Perspektywa rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych na tle siły konkurencyjnej innych produktów finansowych oferowanych w Polsce .....	190
5.3. Rola produktów III-filara emerytalnego w procesie rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych .....	194
5.4. Implementacja <i>Markets in Financial Instruments Directive</i> a przyszłość rynku funduszy inwestycyjnych .....	194
5.5. Dostosowanie polskich uregulowań normatywnych w zakresie funduszy inwestycyjnych do rozwiązań dyrektywy UCITS IV .....	198
5.6. Perspektywa przystąpienia Polski do strefy euro a rynek funduszy inwestycyjnych .....	204
5.7. Podsumowanie .....	206
Zakończenie .....	209
Załączniki .....	212
Bibliografia .....	224

## WSTĘP

Fundusze inwestycyjne, istniejące w wielu krajach świata są podmiotami zajmującymi się zbiorowym lokowaniem kapitału uczestników. Poza innymi spełnianymi przez nie istotnymi funkcjami, fundusze są jednym z najważniejszych pośredników w procesach transmisji kapitału między podmiotami posiadającymi jego nadwyżki a jednostkami zgłaszającymi na niego popyt. Ostatnie trzy dekady przyniosły na globalnym rynku finansowym ogromny rozwój tego typu instytucji, zarówno pod względem ilościowym, jak również jakościowym. Obecnie w funduszach inwestycyjnych zgromadzone jest na całym świecie prawie 20 bln USD, dzięki czemu stanowią one jeden z najważniejszych segmentów globalnego rynku finansowego. Poza wielkim przyrostem stanu posiadania funduszy, w owych trzydziestu latach zaobserwować można było rozwój różnych form inwestycyjnych i konstrukcji funduszy, stosujących nierzadko zaawansowane strategie lokowania środków oraz opierających swoją działalność na bardzo różnych rodzajach aktywów.

Zmiany ustrojowe, które nastąpiły w Polsce na przełomie lat 80. i 90. XX w., umożliwiły powstanie rynku kapitałowego w naszym kraju, w tym również pojawienie się instytucji o charakterze zbiorowego lokowania środków. Mimo, iż pierwszy polski fundusz inwestycyjny został utworzony w 1992 r., to wydaje się, że o „zaistnieniu” w Polsce rynku funduszy inwestycyjnych możemy mówić bardziej od 1995 r., gdy pojawiły się konkurencyjne w stosunku do niego rozwiązania. Rynek polskich funduszy podlegał rozwojowi i dynamicznym przemianom, szczególnie intensywnym w ostatnich kilku latach. Zjawiska obserwowane na nim zachodziły w otoczeniu tworzącego się dopiero polskiego rynku kapitałowego oraz w bliskim „sąsiedztwie” rozwiniętych i zaawansowanych rynków finansowych innych państw, z którymi przyszło zarówno konkurować rynkowi polskiemu, jak również czerpać z nich wzorce. Wydaje się zatem, że analiza problematyki polskich funduszy inwestycyjnych jest interesującym wyzwaniem, szczególnie w kontekście drogi przebytej przez nie na polskim rynku kapitałowym, jak również w oglądzie ich aktualnego stanu zaawansowania oraz perspektyw dalszego rozwoju.

Głównym celem pracy jest ukazanie ewolucji, stanu obecnego i perspektyw rozwoju rynku polskich funduszy inwestycyjnych. Ewolucja ta spowodowana była zwłaszcza trzema grupami czynników, a mianowicie przyczynami natury prawnej, natury makroekonomicznej oraz natury mikroekonomicznej.

Skoncentrowano uwagę na najważniejszych zjawiskach, które obserwować można było na rynku polskich funduszy inwestycyjnych w ciągu kilkunastu lat jego istnienia. Zjawiska te dawały o sobie znać w zakresie różnych parametrów, głównie w liczbie firm zarządzających oraz w liczbie działających funduszy, jak również pod względem wartości kapitału zgromadzonego w funduszach inwestycyjnych. Analizie poddano także najważniejsze dostrzegalne trendy w zakresie zmian struktury rynku od strony ilościowej, wartościowej oraz przepływów kapitału. Starano się również zwracać uwagę na wszelkie innowacje produktowe, jakie pojawiały się na rynku w poszczególnych latach oraz rozważać związane z nimi, a godne odnotowania zjawiska ekonomiczne.

W książce poddano szerokiej analizie akty prawne stanowiące podstawę tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce, ponieważ w ciągu kilkunastu lat działania funduszy w Polsce podlegały one trzem różnym regulacjom normatywnym. Szczególnie istotne wydawało się wskazanie przyczyn i kierunków zmian tych regulacji oraz udzielenie odpowiedzi na pytanie o trafność przyjętych rozwiązań i ich implikacje dla rynku funduszy. Akty normatywne mogły być bowiem, zarówno katalizatorem rozwoju analizowanego rynku, ale również ten rozwój hamować. Analizując akty normatywne zwracano również uwagę na zakres wpływu prawodawstwa Unii Europejskiej na regulacje polskie. Specyficzną grupą uwarunkowań, która została dodatkowo uwzględniona przez autora w obszarze uwarunkowań prawnych, było opodatkowanie inwestycji w funduszach. Czynnikiem ten wywierał bowiem istotny wpływ na sytuację na rynku funduszy inwestycyjnych w ostatniej dekadzie.

W pracy przeanalizowano najistotniejsze, zdaniem autora, uwarunkowania makroekonomiczne, które miały wpływ na rozwój funduszy inwestycyjnych w Polsce. Przede wszystkim starano się w sposób ogólny „zarysować” koniunkturę gospodarczą w poszczególnych latach oraz ukazać zmiany w zakresie dochodów obywateli. Podjęto próbę oceny koniunktury na rynku akcji oraz poziomu rozwoju rynku giełdowego. Wiele uwagi w badaniach czynników makroekonomicznych poświęcono również analizie zjawisk w sferze stóp procentowych oraz inflacji. Równocześnie starano się wskazać zależności między zmianami w obszarze poszczególnych czynników makroekonomicznych a sytuacją na rynku funduszy inwestycyjnych, a zatem wykazać istnienie takich powiązań oraz przedstawić ich siłę i kierunki oddziaływania. Szczególnie przydatna okazała się w tym zakresie analiza war-

tości i kierunku przepływów kapitału w ramach poszczególnych segmentów funduszy inwestycyjnych w różnych okresach.

Badanie czynników mikroekonomicznych nakierowane zostało przede wszystkim na przeprowadzenie analizy wielkości oraz struktury oszczędności gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w ostatnich kilkunastu latach. Wyodrębniono produkty finansowe stanowiące konkurencję dla funduszy inwestycyjnych i poddano je szczegółowej analizie pod kątem rozwoju w poszczególnych latach. Oprócz przybliżenia elementów otoczenia konkurencyjnego funduszy, podjęto również próbę wskazania udziału funduszy w wartości oszczędności Polaków w ostatnich kilkunastu latach. W badaniach uwzględniono także innowacje produktowe, które niedawno pojawiły się polskim rynku finansowym, jak np. polisolokaty czy produkty strukturyzowane, które w większości opracowań nie są uwzględniane przy omawianiu struktury oszczędności.

Okres objęty analizą dotyczy lat 1992–2009, natomiast pozostałe rozważania prowadzone w pracy odzwierciedlają stan wiedzy autora z maja 2010 r. Główne rozważania zawarte w pracy zostały czasowo podzielone na trzy okresy, tj. lata 1992–1997, 1998–2003 oraz 2004–2009, które wyznaczały umownie przyjęte etapy rozwoju rynku krajowych funduszy inwestycyjnych. Taka periodyzacja podyktowana została zarówno wprowadzaniem kolejnych regulacji prawnych dotyczących funduszy, jak również faktycznymi zmianami, które na bazie tych rozstrzygnięć normatywnych dokonywały się na rynku funduszy od strony zarówno ilościowej, jak i wartościowej oraz produktowej.

Wydaje się, że praca posiada walory zarówno analityczno-informacyjne, jak i dydaktyczno-popularyzatorskie. Na ile jednak spełnia ona te cele – najlepiej będą to w stanie ocenić Czytelnicy.