

Aneta Kosztowniak

Uniwersytet Technologiczno-Humanistyczny w Radomiu
Departament Statystyki, NBP

Odmienność modelu inwestycyjnego krajowych przedsiębiorstw niefinansowych na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce wobec modelu dominującego w Irlandii i Luksemburgu¹

Streszczenie

Celem badań jest diagnoza ewolucji inwestycyjnej krajowych przedsiębiorstw niefinansowych na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2010–2018 oraz wskazanie różnic i podobieństw wobec rynków w Irlandii i Luksemburgu. Postawiono następującą **hipotezę badawczą**: *Nasilenie ekspansji krajowych przedsiębiorstw niefinansowych na rynku zamkniętych funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2010–2018 wynika z realizacji modelu biznesowego eksponującego poszerzenie dotychczasowej działalności statutowej o nowe branże, o nowe typy funduszy i instrumenty finansowe w ramach działalności inwestycyjno-lokacyjnej, jak i o współpracę z inwestorami zagranicznymi w ramach grup kapitałowych.*

Słowa kluczowe: fundusze inwestycyjne, przedsiębiorstwa niefinansowe, Polska, Irlandia, Luksemburg
Kody klasyfikacji JEL: C50, C52, F41, F43, O11

¹ Wnioski wyrażone w artykule prezentują własne poglądy autora. Artykuł wykonany został w ramach projektu: Aneta Kosztowniak (Kierownik), The closed-end investment fund market in Poland and selected European countries, including the impact of this market on capital flow in the form of FDI (Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce i wybranych krajach obszaru Europy, z uwzględnieniem oddziaływania tego rynku na przepływ kapitału w formie ZIB), NBP, Nr RPBE 2019–2020.

1. Wprowadzenie

Już od blisko dekady rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce wykazuje hossę. W latach 2010–2018 liczba towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI) wzrosła z 50 do 63, zaś liczba funduszy inwestycyjnych (FI) wzrosła z 404 do 750 oraz subfunduszy z 295 do 556. W okresie tym aktywa netto FI ogółem wykazały wzrost blisko 2,5-krotny ze 121,0 mld PLN (30,6 mld EUR) do 291,1 mld PLN (67,7 mld EUR), przy 1,5-krotnym wzroście funduszy otwartych z 96,1 mld PLN do 151,8 mld PLN oraz ponad 5,5-krotnym funduszy zamkniętych z 24,9 mld PLN do rekordowo wysokiego poziomu 139,2 mld PLN [NBP 2].

Tak znaczący wzrost aktywów netto na rynku funduszy zamkniętych był spowodowany ekspansją zakupu certyfikatów inwestycyjnych głównie przez inwestorów zagranicznych oraz przedsiębiorstwa krajowe (niefinansowe)². Co więcej, o ile aktywa netto w posiadaniu tych inwestorów rosły głównie na rynku funduszy zamkniętych, o tyle ich poziom na rynku funduszy otwartych był dość stały.

Wartość jednostek uczestnictwa na rynku funduszy otwartych (FIO i SFIO) w latach 2010–2018 wzrosła zaledwie z 0,5 mld do 0,8 mld PLN w posiadaniu inwestorów zagranicznych oraz oscylowała wokół 7,0 mld PLN w przypadku krajowych przedsiębiorstw niefinansowych. Natomiast wartość certyfikatów inwestycyjnych na rynku funduszy zamkniętych rosła odpowiednio: z 5,2 mld do 61,1 mld PLN w posiadaniu inwestorów zagranicznych (blisko 12-krotny wzrost) oraz z 7,2 mld PLN do 31,2 mld PLN w posiadaniu krajowych przedsiębiorstw niefinansowych (ponad 4-krotnie).

W badanych latach w efekcie zachodzących zmian w polityce inwestycyjnej (modelu biznesowym) przedsiębiorstw średni udział aktywów w funduszach otwartych inwestorów zagranicznych wyniósł poniżej 1,0% oraz 5,6% ze strony krajowych przedsiębiorstw niefinansowych, natomiast udział w funduszach zamkniętych odpowiednio 31,0 i 39,8%. Tym samym dane z ostatniej dekady świadczą, iż polskie przedsiębiorstwa niefinansowe wyraźnie preferowały ekspansję inwestycyjną na rynku funduszy zamkniętych.

Celem badań jest diagnoza ewolucji inwestycyjnej krajowych przedsiębiorstw niefinansowych na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2010–2018 oraz wskazanie różnic i podobieństw w porównaniu do rynków w Irlandii i Luksemburgu.

Postawiono następującą **hipotezę badawczą**: *Nasilenie ekspansji krajowych przedsiębiorstw niefinansowych na rynku zamkniętych funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2010–2018 wynika z realizacji modelu biznesowego eksponującego poszerzenie dotychczasowej działalności statutowej o nowe branże, o nowe typy funduszy i instrumenty finansowe w ramach działalności inwestycyjno-lokacyjnej, jak i o współpracę z inwestorami zagranicznymi w ramach grup kapitałowych.*

² Przedsiębiorstwa obejmują jednostki, których główną działalnością jest produkcja i obrót dobrami lub świadczenie usług niefinansowych.

Wśród pytań ważnych dla realizacji celu artykułu oraz weryfikacji hipotezy postawiono następujące:

1. Jak zmieniały się preferencje inwestycyjne przedsiębiorstw w Polsce w zakresie wyboru rodzaju funduszy w latach 2010–2018?
2. Czy występowały różnice pomiędzy typami wybieranych funduszy przedsiębiorstw w Polsce oraz w innych krajach Europy, w tym z wiodących rynków funduszy inwestycyjnych, jak np. Irlandia czy Luksemburg?
3. Czy występowały różnice lub podobieństwa w strategiach inwestycyjnych w zakresie wyboru instrumentów finansowych w ramach funduszy pomiędzy przedsiębiorstwami w Polsce oraz Irlandii i Luksemburgu?
4. Jakie są przyczyny ewolucji strategii inwestycyjnej przedsiębiorstw w Polsce?
5. Czy można stwierdzić, iż polskie przedsiębiorstwa niefinansowe funkcjonują na podstawie specyficznego modelu biznesowego na rynku FI, tj. odmiennego np. od modelu przedsiębiorstw irlandzkiego czy luksemburskiego?

Okres analizy obejmuje lata 2010–2018; niemniej jednak ze względu na niedostępność niektórych danych statystycznych występują również analizy dla lat 2013–2018. Tym samym podjęto próbę oceny okresu ostatniej dekady i względnej stabilizacji sytuacji na rynku funduszy inwestycyjnych, po kryzysie finansowym 2007/2008. Wybór okresu analizy uzależniony jest również od dostępności danych publikowanych przez Narodowy Bank Polski (NBP) [NBP, 2019]³, European Fund and Asset Management Association (EFAMA) oraz Centralny Bank Irlandii (Central Bank of Ireland) i Centralny Bank Luksemburga (Banque Centrale Du Luxembourg). Obszar badawczy dotyczy trzech krajów, tj. Polski oraz Irlandii i Luksemburga – liderów w ekspansji FI na terenie Europy.

2. Rodzaje funduszy inwestycyjnych oraz zmiany przepisów prawnych na polskim rynku finansowym

Fundusz inwestycyjny (FI) jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze publicznego, a w przypadkach określonych w ustawie również niepublicznego, proponowania nabycia jednostek uczestnictwa (w funduszach otwartych) albo certyfikatów inwestycyjnych (w funduszach

³ Publikowane przez Narodowy Bank Polski zestawienia statystyczne o FI są opracowywane na podstawie danych sprawozdawczych przekazywanych do NBP zgodnie z przepisami rozporządzenia Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 21 września 2017 r. w sprawie sposobu, szczegółowego zakresu i terminów przekazywania do Narodowego Banku Polskiego danych niezbędnych do ustalania polityki pieniężnej, okresowych ocen sytuacji pieniężnej państwa oraz analiz ryzyka systemowego (Dz.U. z 2017 r. poz. 1803 z późn. zm.), zwanego dalej rozporządzeniem Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 21 września 2017 r. Prezentowana statystyka funduszy inwestycyjnych jest zgodna z metodyką Europejskiego Banku Centralnego (EBC), w szczególności z przepisami rozporządzenia (UE) Nr 1073/2013 EBC z dnia 18 października 2013 r., dotyczącego danych statystycznych w zakresie aktywów i zobowiązań funduszy inwestycyjnych, oraz z wytycznymi EBC skierowanymi do krajowych banków centralnych.

zamkniętych), w określone w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe. FI prowadzi działalność ze szczególnym uwzględnieniem interesu uczestników, przestrzegając zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego określonych w ustawie z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi [Dz.U. 2018 poz. 1355, z późn. zm., art. 3.1.–3.3.].

Bezpieczeństwo środków zgromadzonych w FI jest niezależne od sytuacji finansowej towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI) oraz podmiotów pełniących funkcję depozytariuszy. Towarzystwa i zarządzane przez nie fundusze posiadają odrębną osobowość prawną, a aktywa funduszy są oddzielone od majątku TFI. Środki zgromadzone w funduszach nie są zaliczane do masy upadłościowej depozytariuszy, dlatego posiadacze tytułów uczestnictwa nie ponoszą także konsekwencji ewentualnej upadłości tych instytucji. Towarzystwa oraz depozytariusze odpowiadają za funkcjonowanie FI i za ewentualne szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem swoich obowiązków [NBP, 2018, s. 114; Kropiwnicki, 2009]⁴.

FI są jednym z podstawowych segmentów rynku finansowego [Levine, 1997, s. 691]. Ich liczne zalety, wielość rodzajów i szeroka dostępność sprawiają, że fundusze zajmują ważne miejsce wśród różnych form alokowania oszczędności i wolnych środków obrotowych, pełniąc na rynku kapitałowym funkcje pośredników finansowych, emitentów lub inwestorów instytucjonalnych. FI reprezentują zarówno podaż, jak i popyt na kapitał pieniężny, urzeczywistniając przy tym cel swojej działalności – osiągnięcie korzyści finansowych w ramach wspólnego inwestowania [Perez, 2012, s. 15; Gabryelczyk, 2009].

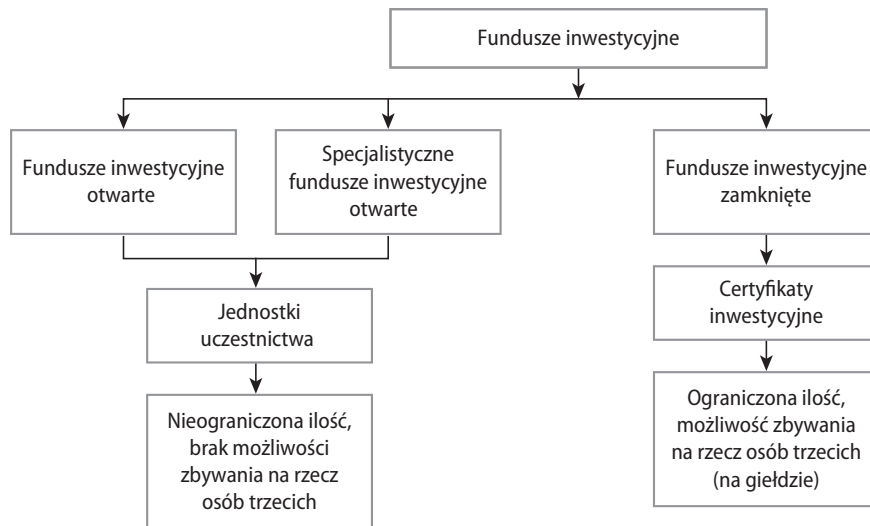
W klasyfikacji FI dominują dwa kryteria. **Kryteria prawne** pozwalają scharakteryzować fundusze pod względem konsekwencji prawnych, z jakimi może się spotkać inwestor. **Kryteria ekonomiczne** wskazują kształt uprawnień i obowiązków uczestników funduszy w zależności od ekonomicznych zasad ich polityki inwestycyjnej, które są uregulowane w statutach TFI i regulaminach funduszy.

Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych z 2004 r. wyróżniano trzy typy FI, tj. fundusze inwestycyjne otwarte (FIO), specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (SFIO) oraz fundusze inwestycyjne zamknięte (FIZ) (rysunek 1).

FIO są niewątpliwie najważniejszą formą organizacyjną funduszy w Polsce. Ich oferta jest kierowana do najszerzej grupy inwestorów, którzy mogą nabyć emitowane przez nie jednostki uczestnictwa, mając jednocześnie gwarancję ich odkupienia na każde żądanie. Oczywiście fundusz nie może zagwarantować ceny, według której nastąpi umorzenie jednostek uczestnictwa. Może to być cena wyższa od ceny zakupu, ale równocześnie może to być cena niższa, co oznacza stratę dla inwestora.

⁴ Zgodnie z art. 64 ust. 1 i 3 ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi TFI odpowiada wobec uczestników FI za – co do zasady – wszelkie szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem swoich obowiązków w zakresie zarządzania funduszem i jego reprezentacji. Powierzenie przez TFI wykonywania niektórych obowiązków osobie trzeciej nie ogranicza odpowiedzialności towarzystwa. W myśl art. 75 ust. 1 tej ustawy również depozytariusz odpowiada za szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonywaniem obowiązków.

Rysunek 1. Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych ze względu na kryterium prawne



Źródło: [Dawidowicz, 2012].

SFIO są szczególną formą funduszy otwartych. Ich statuty mogą ograniczać krąg uczestników (np. programów emerytalnych) oraz wprowadzać dodatkowe warunki, w jakich uczestnik może żądać odkupienia jednostek uczestnictwa. Chodzi tu zwłaszcza o termin, w którym może to nastąpić [Banasik, 2013, s. 102].

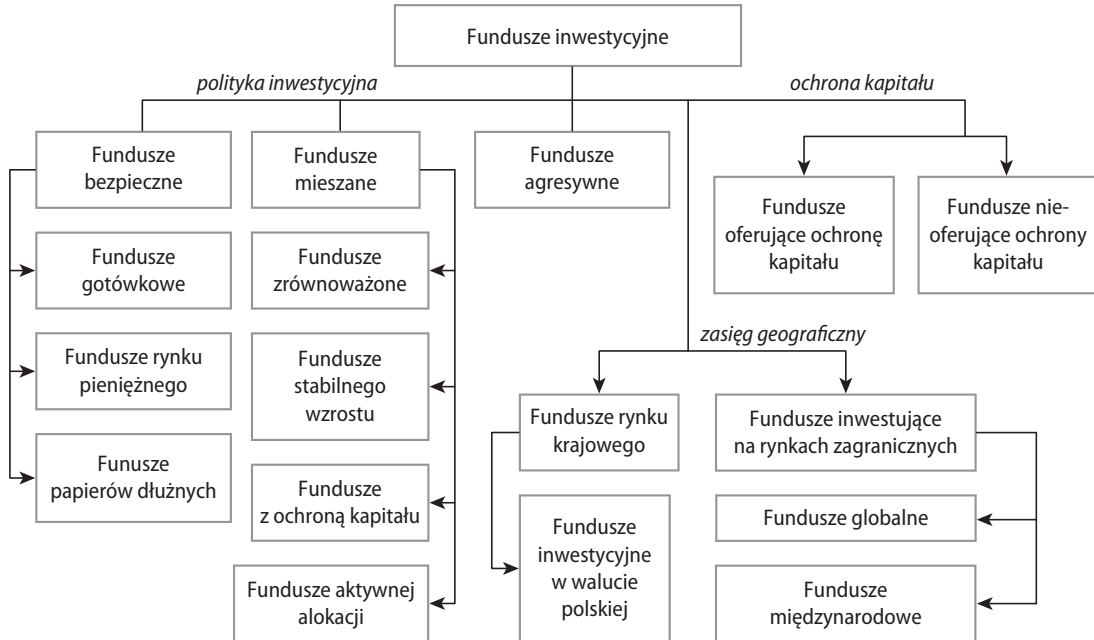
FIZ emituje certyfikaty inwestycyjne, które są udziałowymi papierami wartościowymi. Emisja certyfikatów może być przeprowadzona w drodze oferty niepublicznej lub publicznej. Nabywca certyfikatów inwestycyjnych na rynku pierwotnym może je odsprzedać do wykupu w ustalonym przez fundusz terminie lub zdeponować na rachunku papierów wartościowych. FIZ może inwestować w szeroką grupę aktywów:

- papiery wartościowe,
- udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością,
- instrumenty rynku pieniężnego,
- tytuły uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych,
- finansowe i towarowe instrumenty pochodne,
- własność lub współwłasność nieruchomości i statków morskich oraz użytkowanie wieczyste,
- wierzytelności,
- waluty i depozyty bankowe.

FIZ może sfinansować część inwestycji, zaciągając pożyczki i kredyty do wartości 75% aktywów netto [Mazurek, 2014, s. 51].

Stosując kryterium ekonomiczne, można podzielić fundusze ze względu na: rodzaj prowadzonej polityki inwestycyjnej, geograficzny zasięg prowadzonej działalności oraz gwarancję ochrony kapitału (rysunek 2).

Rysunek 2. Podział funduszy inwestycyjnych ze względu na kryterium ekonomiczne



Źródło: [Jawdosiuik, Rożko, 2005].

Inwestorzy akceptujący wyższe (niższe) ryzyko mogą też liczyć na wyższą (niższą) stopę zwrotu z ich inwestycji. Stąd inwestorzy akceptujący wyższe ryzyko inwestycyjne dokonują wyboru FI stosujących bardziej ryzykowne strategie inwestycyjne.

Z punktu widzenia rodzaju prowadzonej polityki inwestycyjnej FI⁵ można podzielić na: fundusze bezpieczne, fundusze mieszane (hybrydowe) oraz fundusze agresywne.

Do funduszy bezpiecznych można zaliczyć: fundusze gotówkowe i rynku pieniężnego oraz fundusze papierów dłużnych (obligacji). Te pierwsze lokują posiadane środki głównie w krótkoterminowe instrumenty dłużne: bony skarbowe i pieniężne, bankowe papiery wartościowe (certyfikaty depozytowe, bony oszczędnościowe, itp.), lokaty bankowe oraz inne instrumenty rynku pieniężnego. Z kolei te drugie lokują swoje środki w różnego typu instrumenty obligacyjne, tj. w obligacje skarbowe, obligacje komunalne oraz obligacje przedsiębiorstw (papiery komercyjne). Należy stwierdzić, że jakkolwiek ryzyko straty w obydwu typach funduszy jest dość niskie, to jednak opinię najbezpieczniejszych funduszy mają fundusze gotówkowe i fundusze rynku pieniężnego, o czym decyduje głównie jakość instrumentów, w które inwestują (dług państwowy), jak również ich wysoka płynność [Dawidowicz, 2012].

⁵ W zakresie celu inwestycyjnego precyzowane są zasady, którymi zamierza kierować się fundusz, w szczególności typy i rodzaje papierów wartościowych i innych praw majątkowych będących przedmiotem lokat, kryteria doboru lokat, zasady dywersyfikacji lokat i inne ograniczenia inwestycyjne, a także dopuszczalna wysokość kredytów i pożyczek.

Fundusze mieszane (hybrydowe) to: fundusze zrównoważone, fundusze stabilnego wzrostu, fundusze z ochroną kapitału oraz fundusze aktywnej alokacji. W portfelach funduszy zrównoważonych przeważają akcje, które stanowią od 40 do 60% wartości ich portfela. Pozostałą część zajmują instrumenty finansowe charakteryzujące się niższym ryzykiem, zwłaszcza obligacje państwowe, komunalne oraz obligacje dużych przedsiębiorstw. Taki skład portfela sprawia, że chociaż ceny jednostek uczestnictwa w tych funduszach rosną wolniej w okresach hossy niż ceny jednostek uczestnictwa w funduszach akcyjnych, to jednak w okresach załamania koniunktury giełdowej ceny te zachowują się bardziej stabilnie niż ceny jednostek uczestnictwa funduszy lokujących swe środki wyłącznie w akcjach. Ta względna odporność funduszy zrównoważonych na zmiany koniunktury giełdowej sprawia, że fundusze te należą do najchętniej wybieranych przez inwestorów.

Jeszcze bardziej ostrożną politykę inwestycyjną prowadzą fundusze stabilnego wzrostu. W ich portfelach przeważają instrumenty charakteryzujące się niskim ryzykiem inwestycyjnym, tj. głównie obligacje skarbowe, natomiast udział akcji z reguły nie może przekroczyć 40%. Jednostki uczestnictwa w tych funduszach są nabywane najchętniej przez inwestorów unikających ryzyka.

Głównym celem inwestycyjnym funduszy z ochroną kapitału jest, jak sama nazwa wskazuje, niedopuszczenie do tego, aby wartość jednostki uczestnictwa spadła poniżej pewnego poziomu, określonego np. w prospekcie emisyjnym funduszu. Poza tym fundusz dąży oczywiście do osiągnięcia jak najwyższego przychodu ze swoich aktywów. Inwestor, nabywając takie jednostki, ma wówczas świadomość, że ewentualna strata, jaką może ponieść, nie przekroczy określonego procentu wartości kapitału. Aby zrealizować swój cel, fundusz nabywa zarówno instrumenty cechujące się wyższym ryzykiem (akcje), obligacje, jak i różnego typu instrumenty pochodne, zabezpieczające go zwłaszcza przed spadkami kursów akcji oraz obligacji.

Jeszcze inny profil inwestycyjny prezentują fundusze aktywnej alokacji. Mogą one zmieniać udział akcji oraz obligacji w ich portfelu w zależności od stanu koniunktury giełdowej. W okresie hossy na giełdzie udział akcji w ich portfelach może wynosić nawet 100%, natomiast w okresach spadków na rynkach akcji dominującym aktywem mogą stać się obligacje lub inne instrumenty finansowe o podobnym ryzyku, a także instrumenty zabezpieczające przed ryzykiem.

Fundusze agresywne lokują do 100% aktywów w akcje, przy agresywnej polityce inwestycyjnej. Uważane są za najbardziej ryzykowne i podatne na wahania koniunktury rynkowej. Ryzyko jest wysokie z powodu możliwych znacznych wahań wartości jednostki lub certyfikatu. Przynoszą ponadprzeciętne wyniki w czasie hossy (wzrostu kursów giełdowych), generując zazwyczaj znaczne straty w czasie załamania rynku. Zagrożenie to spada wraz z przedłużeniem horyzontu czasowego inwestycji. Z reguły w długim horyzoncie czasu (kilkanaście lat) są bardziej opłacalne od innych typów funduszy [Jawdosiuk, Rożko, 2005, s. 17].

FI działają na różnych obszarach geograficznych. Z tego względu można wyróżnić: fundusze rynku krajowego oraz fundusze inwestujące na rynkach zagranicznych. Inwestycje polskich funduszy rynku krajowego dotyczą instrumentów finansowych emitowanych przez

podmioty krajowe, zarówno Skarb Państwa, jak i przedsiębiorstwa prywatne. Jednostki uczestnictwa w tego typu funduszach nominowane są w walucie polskiej; w polskiej walucie następuje również ich umorzenie. Inwestorzy nie ponoszą zatem ryzyka kursowego z tytułu operacji podejmowanych z tego typu funduszami.

Inaczej sytuacja wygląda w odniesieniu do funduszy działających na rynkach zagranicznych. Fundusze te lokują swoje środki w instrumenty finansowe emitowane przez podmioty zagraniczne, przez co ich klienci krajowi muszą liczyć się z ryzykiem straty nie tylko w przypadku niekorzystnych tendencji na rynkach papierów wartościowych, lecz także w przypadku niekorzystnych zmian kursów walutowych. Można wyróżnić dwa podstawowe rodzaje tych funduszy: fundusze globalne i fundusze międzynarodowe. Te pierwsze lokują swoje kapitały zarówno na rynku krajowym, jak i na rynkach zagranicznych, natomiast te drugie – wyłącznie na rynkach zagranicznych, przy czym mogą wybierać określoną specjalizację regionalną (fundusze spółek europejskich, amerykańskich, fundusze akcji rynków wschodzących itp.).

Trzecim typem FI, wyróżnionym według kryterium ekonomicznego, są fundusze oferujące ochronę kapitału inwestora lub nieoferujące takiej ochrony. Fundusze niegwarantujące ochrony kapitału oferują z reguły wyższe stopy zwrotu. Dzieje się to jednak kosztem wyższego ryzyka inwestycyjnego. Wśród funduszy gwarantujących ochronę kapitału można wyróżnić takie, które w przypadku negatywnych tendencji na rynkach finansowych oferują pełną jego ochronę, i fundusze, które gwarantują wypłatę przynajmniej sumy zbliżonej do zainwestowanego kapitału. W obydwu przypadkach chodzi o zwrot kapitału po potrąceniu prowizji z tytułu zarządzania tym kapitałem. Te dwa ostatnie typy funduszy są poszukiwane przede wszystkim przez osoby unikające ryzyka, dla których mniej istotny jest zysk z realizowanych inwestycji, a bardziej istotne utrzymanie wartości posiadanego kapitału [Banasik, 2013, s. 102–106].

Wraz z nowelizacją ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi do polskiego systemu prawnego została wprowadzona instytucja alternatywnej spółki inwestycyjnej (ASI⁶). W dniu 4 czerwca 2016 r. weszła bowiem w życie ustawa z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw [Dz.U. 2016, poz. 615; dalej: ustawa zmieniająca].

Podstawowym celem tej ustawy było wdrożenie do polskiego porządku prawnego celów wyznaczonych przez Dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dyrektywa ZAFI) [Dyrektywa 2011/61/UE], a tym samym realizacja w ramach prawa krajowego celów wyznaczonych przez prawodawcę unijnego⁷.

⁶ Wykaz najważniejszych aktów prawnych oraz dokumentów odnoszących się do sposobu wykonywania działalności przez ASI oraz zarządzających ASI można znaleźć w publikacji M. Walendy [2019, s. 45–47].

⁷ Szczegółowe informacje na temat wprowadzenia instytucji ASI do polskiego systemu prawnego na skutek implementacji Dyrektywy ZAFI zostały zawarte w uzasadnieniu do Rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw, Druk sejmowy nr 69 z dnia 1.12.2015 r.

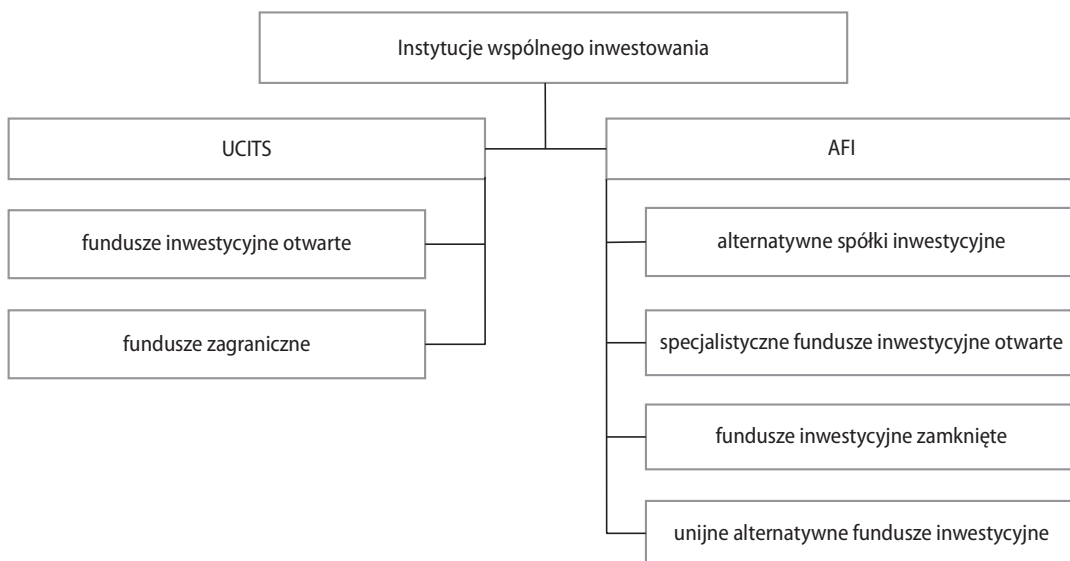
Ustawa zmieniająca dokonała istotnych zmian w ustawie z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych [Dz.U. 2004 nr 146, poz. 1546 z późn. zm.], w tym wprowadziła do polskiego prawa instytucję alternatywnego funduszu inwestycyjnego (AFI), przez którą rozumie się instytucję wspólnego inwestowania, której przedmiotem działalności (w tym w ramach subfunduszu) jest zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów, zgodnie z określoną polityką inwestycyjną, niebędącą FIO.

Regulacje zawarte w ustawie zmieniającej służą także stosowaniu unijnych rozporządzeń regulujących zasady funkcjonowania kwalifikowanych rodzajów FI:

- Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 345/2013 z dnia 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy venture capital [Rozporządzenie nr 345/2013, s. 1],
- Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/760 z dnia 29 kwietnia 2015 r. w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych [Rozporządzenie nr 2015/760, s. 98],
- Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 346/2013 z dnia 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej [Rozporządzenie nr 346/2013, s. 18].

Konsekwencją wprowadzenia powyższych regulacji jest zamknięcie katalogu form prawnych prowadzenia działalności instytucji wspólnego inwestowania, które zgodnie z założeniami Dyrektywy ZAFI będą zaliczane do jednej z dwóch kategorii instytucji wspólnego inwestowania, tj. UCITS (czyli FIO, fundusz zagraniczny) albo AFI (czyli SFIO, FIZ, ASI i unijny AFI) – rysunek 3.

Rysunek 3. Podział instytucji zbiorowego inwestowania z uwzględnieniem Dyrektywy ZAFI



Na rynku krajowym funkcjonują następujące grupy podmiotów, które należy zakwalifikować do instytucji wspólnego inwestowania:

- 1) FIO, SFIO i FIZ – fundusze inwestycyjne w rozumieniu ustawy o funduszach;
- 2) spółki handlowe, których działalność jest tożsama z działalnością AFI w rozumieniu Dyrektywy ZAFI – podmioty wykonujące działalność jako ASI w rozumieniu ustawy o funduszach;
- 3) fundusze zagraniczne – fundusze inwestycyjne typu UCITS (fundusze inwestycyjne lub spółki inwestycyjne), które uzyskały zezwolenie właściwego organu nadzoru w państwie członkowskim UE na prowadzenie działalności zgodnie z prawem wspólnotowym regulującym zasady zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe (Dyrektywa UCITS);
- 4) unijne AFI – alternatywne fundusze inwestycyjne, które zostały nowo zarejestrowane przez właściwy organ nadzoru w państwie członkowskim UE, uzyskały stosowne zezwolenie na prowadzenie działalności jako AFI wydane przez organ nadzoru w państwie członkowskim UE lub – w przypadku braku wymogu uzyskania zezwolenia lub rejestracji w danym państwie członkowskim UE – prowadzące już wcześniej działalność, mające siedzibę na terytorium państwa członkowskiego UE.

Ponadto przepisy prawa wspólnotowego nakładają wymóg posiadania przez instytucję zbiorowego inwestowania podmiotu nią zarządzającego. Realizując cele prawa unijnego, przepisy ustawy zmieniającej nie wykreowały nowych form prawnych prowadzenia działalności zarządzających instytucją wspólnego inwestowania, ale objęły pod względem podmiotowym zidentyfikowane na rynku krajowym formy prowadzenia działalności objętej regulacjami Dyrektywy ZAFI oraz Dyrektywy UCITS.

Obecnie w Polsce funkcjonuje pięć grup podmiotów, które należy zakwalifikować do zarządzających instytucją zbiorowego inwestowania [Walenda, 2019, s. 9–10]:

- 1) towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI) – zarządzające FIO, SFIO i FIZ;
- 2) spółki handlowe, które wykonują działalność jako zarządzający ASI w rozumieniu ustawy o funduszach;
- 3) spółki zarządzające – podmioty lub spółki z siedzibą w państwie członkowskim UE, które uzyskały zezwolenie właściwego organu nadzoru nad rynkiem finansowym w państwie członkowskim na wykonywanie działalności w zakresie zarządzania funduszami typu UCITS; na mocy art. 4 ust. 1a ustawy o funduszach TFI w drodze umowy zawartej w formie pisemnej może przekazać spółce zarządzającej prowadzącej działalność na terytorium RP zarządzanie FIO i prowadzenie jego spraw;
- 4) zarządzający z UE – podmioty posiadające osobowość prawną, mające siedzibę na terytorium państwa członkowskiego UE, które uzyskały zezwolenie właściwego organu nadzoru nad rynkiem finansowym w państwie członkowskim na wykonywanie działalności w zakresie zarządzania AFI; na mocy art. 4 ust. 1b ustawy o funduszach TFI w drodze umowy zawartej w formie pisemnej może przekazać zarządzającemu z UE, prowadzącemu działalność na terytorium RP, zarządzanie SFIO lub FIZ i prowadzenie jego spraw;

- 5) zarządzający z państwa trzeciego – spółki z siedzibą w państwie trzecim, innym niż państwo członkowskie UE lub państwo należące do Europejskiego Obszaru Gospodarczego, posiadające formę prawną równoważną spółce z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółce akcyjnej, wykonujące działalność zarządzającego ASI wyłącznie na terenie RP w stosunku do ASI, która jest funduszem kapitałowym prowadzącym działalność w formie spółki komandytowej albo spółki komandytowo-akcyjnej, któremu Krajowy Fundusz Kapitałowy udzielił wsparcia finansowego zgodnie z przepisami ustawy z dnia 4 marca 2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym [Dz.U. 2016, poz. 901].

3. Znaczenie funduszy inwestycyjnych na rynku finansowym i w gospodarce

FI pełnią na rynku finansowym potrójną funkcję: pośrednika finansowego, inwestora instytucjonalnego i emitenta. Będąc pośrednikiem finansowym, FI kojarzą uczestników rynku finansowego, którzy kształtują popyt i podaż na środki pieniężne.

Występując w roli **kapitałobiorców**, FI poszukują kapitału w celu realizowania przedmiotu swojej działalności, czyli uzyskiwania korzyści finansowych z inwestycji na rynku finansowym. Otrzymują go przez zbywanie tytułów uczestnictwa lub emitowanie certyfikatów inwestycyjnych, oferowanych inwestorom głównie na rynku kapitałowym. W tej sytuacji instytucje wspólnego inwestowania są emitentami. FI, występując w roli **kapitałodawców**, dokonują alokacji środków pieniężnych otrzymanych od uczestników w instrumenty dostępne na rynku finansowym, a oferowane przez szeroko pojęte przedsiębiorstwa lub państwo. W tym wypadku odgrywają rolę inwestorów instytucjonalnych.

FI przez podaż jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych wzbogacają gamę oferowanych instrumentów finansowych, a przyciągając potencjalnych inwestorów, stymulują wzrost aktywności na tym rynku. Wzrost napływu kapitału na rynku zwiększa możliwości finansowania krótko- i długoterminowego (przedsiębiorstw i samorządów terytorialnych) zarówno w skali mikro, jak i makro (długu publicznego czy budżetu państwa) (zob. [Perez, 2012, s. 62–63]).

Tym samym w literaturze ekonomicznej podkreśla się, iż FI mogą wpływać na wzrost gospodarczy poprzez mobilizowanie oszczędności oraz poprzez rolę na rynku kapitałowym – wspierającą rozwój systemu finansowego.

W zakresie **mobilizowania oszczędności** FI, podobnie jak fundusze emerytalne, inwestują oszczędności swoich członków i przyczyniają się tym samym do rozwoju gospodarki i zwiększenia zatrudnienia [Przybylska-Kapuścińska, Gabryelczyk, 2004]. Część oszczędności gromadzona w funduszach lokowana jest w akcje przedsiębiorstw notowanych na giełdzie papierów wartościowych lub prywatyzowanych za jej pośrednictwem (pierwsza oferta publiczna). Dopływ tego kapitału umożliwia podmiotom gospodarczym zwiększenie inwestycji, szybszy rozwój i modernizację, zwiększenie zatrudnienia, wzrost wydajności pracy

i wynagrodzeń. W efekcie umiejętna transformacja oszczędności w długoterminowy kapitał inwestycyjny na rynku kapitałowym powinna przyczynić się do poprawy koniunktury w gospodarce. Ponadto FI sprzyjają również kumulacji oszczędności, co zapobiega wzrostowi inflacji.

W zakresie wpływu FI na rozwój systemu finansowego należy podkreślić, że fundusze te, podobnie jak emerytalne, gromadzą znaczne zasoby środków finansowych i dlatego są jednymi z największych inwestorów instytucjonalnych, angażujących oszczędności swoich członków w zróżnicowany zestaw prawnie zdefiniowanych instrumentów finansowych. Efektem oddziaływania wspomnianych instytucji finansowych na rynek kapitałowy jest dostarczanie za pośrednictwem tego rynku środków pieniężnych na inwestycje w duże projekty, które w przeciwnym razie byłyby trudne do sfinansowania.

Zakłada się, że obecność funduszy, zarówno inwestycyjnych, jak i emerytalnych, na rynku kapitałowym oddziałuje na sposób funkcjonowania systemu finansowego kraju. Skoro fundusze są w stanie angażować ogromne środki na finansowanie licznych inwestycji, wiele przedsiębiorstw będzie postrzegać te instytucje jako alternatywne w stosunku do banków źródło dostarczające potrzebnego kapitału. Kapitał ten dostarczany jest w wyniku zakupu akcji tych przedsiębiorstw i emitowanych przez nie obligacji lub innych papierów dłużnych. Innymi słowy, w gospodarce dodatkowa część środków finansowych krążyć będzie z pominięciem typowych pośredników finansowych, gdyż gromadzone oszczędności przepływać będą bezpośrednio z funduszy do inwestorów. Taki stan rzeczy może pobudzać wzrost inwestycji w gospodarce, a w efekcie wzrost PKB [Banasik, 2013, s. 107–108].

Badania empiryczne dotyczące wpływu FI na gospodarkę prowadzili m.in. M.A. Ferreira, A. Keswani, A.F. Miguel i S.B. Ramos [2011]. Dotyczyło ono 16 316 wyselekcjonowanych FI, prowadzących działalność na terenie 27 krajów w latach 1997–2007. Celem badania była weryfikacja: czy czynniki umownie nazwane krajowymi, takie jak rozwój gospodarczy, rozwój rynku finansowego, instytucje nadzorcze i obowiązujące regulacje prawne oraz struktura rynku funduszy inwestycyjnych, wywierają pozytywny wpływ na działalność instytucji wspólnego inwestowania. Wyniki badania zaprzeczyły tezie, że istnieje pozytywna zależność między poziomem rozwoju gospodarczego danego kraju a działalnością FI. Badania udowodniły natomiast, że istnieje silny, pozytywny związek między wynikami FI a poziomem rozwoju krajowego rynku finansowego. Większa płynność na krajowym rynku kapitałowym pobudza inwestycje funduszy, co może pośrednio przyczyniać się do rozwoju gospodarczego.

Niektóre z badań koncentrują się wyłącznie na amerykańskim rynku FI. Jednym z nich było badanie przeprowadzone przez D.E. Diaconasu [2011, s. 242], dotyczące oceny wpływu koniunktury gospodarczej na mobilność kapitału w FI. Wyniki potwierdziły istnienie pozytywnej, aczkolwiek słabej korelacji między aktywami netto globalnych amerykańskich FI a kształtowaniem się wielkości PKB w Stanach Zjednoczonych. Według autorki, jest to spowodowane kilkoma czynnikami, takimi jak: rosnące oczekiwania właścicieli kapitału na wzrost dywersyfikacji portfela aktywów, zewnętrzne warunki rynkowe, tj. wyższa stopa procentowa na rynkach wschodzących, czy większy dostęp do informacji, jaki mają globalne FI,

dodatkowo po niższym koszcie. Ponadto, Diaconasu dowodzi, że również sama koniunktura gospodarcza w USA w latach 2002–2004 i związane z nią wysokie ceny akcji na rynku kapitałowym mogły być przyczyną przenoszenia kapitału przez globalne FI na bardziej atrakcyjne cenowo zagraniczne rynki kapitałowe.

W Polsce badanie związku między rozwojem rynku FI a wzrostem gospodarczym prowadziła m.in. K. Gabryelczyk [2008, s. 229]. Autorka wykonała badania na grupie FI akcyjnych i hybrydowych prowadzących działalność w latach 1998–2006. Jako miary rozwoju rynku FI przyjęto wartość aktywów netto (WAN) oraz wartość kapitału napływającego do FI. Wartości kwartalne PKB wykorzystano jako miernik wzrostu gospodarczego. Badanie wspomnianej zależności wykonano za pomocą korelacji rang Spearmana. Wyniki potwierdziły, iż:

- występuje jedynie pozytywna zależność między napływem kapitału a PKB; napływ kapitału pozwala na określenie kierunku zmian koniunktury gospodarczej, lecz tylko w krótkim okresie i z umiarkowaną siłą;
- napływ kapitału do polskich FI nie jest wciąż skorelowany ze wzrostem gospodarczym w takim stopniu, jaki ma miejsce w gospodarkach rozwiniętych; jako przyczynę takiego stanu wskazano dużą zmienność polskiego rynku kapitałowego w czasie dekoniunktury, co implikuje znaczny odpływ kapitału i zmniejszenie się wartości aktywów netto polskich FI.

4. Udział krajowych przedsiębiorstw niefinansowych w polskim rynku funduszy inwestycyjnych

O ile jeszcze w czerwcu w 2010 r. krajowe przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce blisko równomiernie rozkładały swoje inwestycje pomiędzy fundusze otwarte (4,4 mld PLN) oraz fundusze zamknięte (4,5 mld PLN, czyli ok. 1,1 mld EUR), to już w kolejnych okresach miała miejsce nieprzerwana ekspansja popytu na certyfikaty inwestycyjne funduszy zamkniętych (por. rysunek 4).

W analizowanych latach 2010–2018 maksymalny napływ kapitału do funduszy zamkniętych przypadł na marzec 2016 r., kiedy wartość certyfikatów inwestycyjnych osiągnęła rekordową wielkość 48,1 mld PLN (11,2 mld EUR)⁸. Niemniej jednak na koniec grudnia 2018 r. kapitał ulokowany przez krajowe przedsiębiorstwa niefinansowe w fundusze zamknięte wyniósł 26,8 mld PLN (6,2 mld EUR), przewyższając ponad 13-krotnie kapitał w funduszach otwartych wynoszący blisko 2,0 mld PLN (0,5 mld EUR).

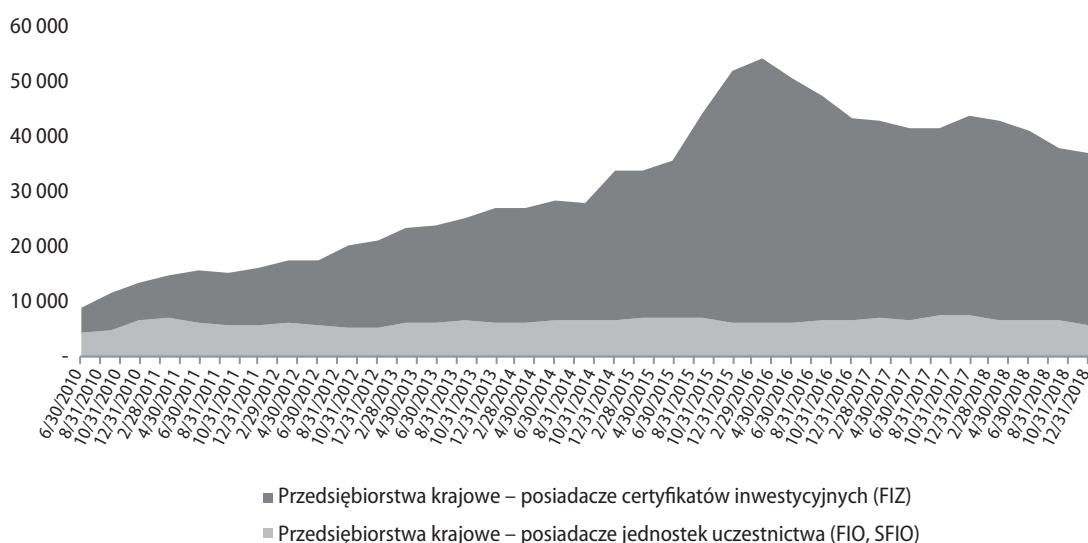
Decyzje dotyczące wzrostu zainteresowania FIZ w porównaniu do FIO wiązały się z większą swobodą kształtowania strategii inwestowania i zarządzania. FIZ mają bowiem możliwość tworzenia zróżnicowanych strategii inwestycyjnych, pozwalających im efektywnie

⁸ Rosnącemu popytowi na inwestycje w fundusze zamknięte odpowiadała rosnąca liczba funduszy zamkniętych z 288 w grudniu 2010 r. do 784 we wrześniu 2016 r., spadając stopniowo w kolejnych latach do 654 funduszy w grudniu 2018 r. [NBP 1].

wykorzystać środki finansowe. W rezultacie daje to potencjał do osiągnięcia wyższych dochodów niż w przypadku funduszy otwartych. Oznacza to, iż preferencje inwestycyjne krajowych przedsiębiorstw niefinansowych w wyborze funduszy zamkniętych, wobec stabilnego poziomu inwestycyjnego w funduszach otwartych (nieprzekraczających 5,0 mld PLN), związane były z wybieranym modelem inwestycyjnym (biznesowym).

Modelem inwestycyjnym, który stwarzał szansę alternatywnego inwestowania w zarządzanych zamkniętych funduszach inwestycyjnych, wobec bezpośredniego lecz rozproszonego inwestowania na rynku kapitałowym. Model ten zapewniał ekspansję więzi inwestycyjnych pomiędzy podmiotami inwestującymi w konkretne fundusze zamknięte i bezpośrednią kontrolę nad nimi. Wybór inwestycji w te fundusze mógł być również częścią strategii asekuuracyjnej, przyjmowanej w celu uniknięcia większego ryzyka finansowego, towarzyszącego pojedynczym transakcjom bezpośrednio na rynku kapitałowym (rysunek 4).

Rysunek 4. Wartość jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych posiadanych przez krajowe przedsiębiorstwa niefinansowe na rynku FI w Polsce w latach 2010–2018 (w mln PLN)



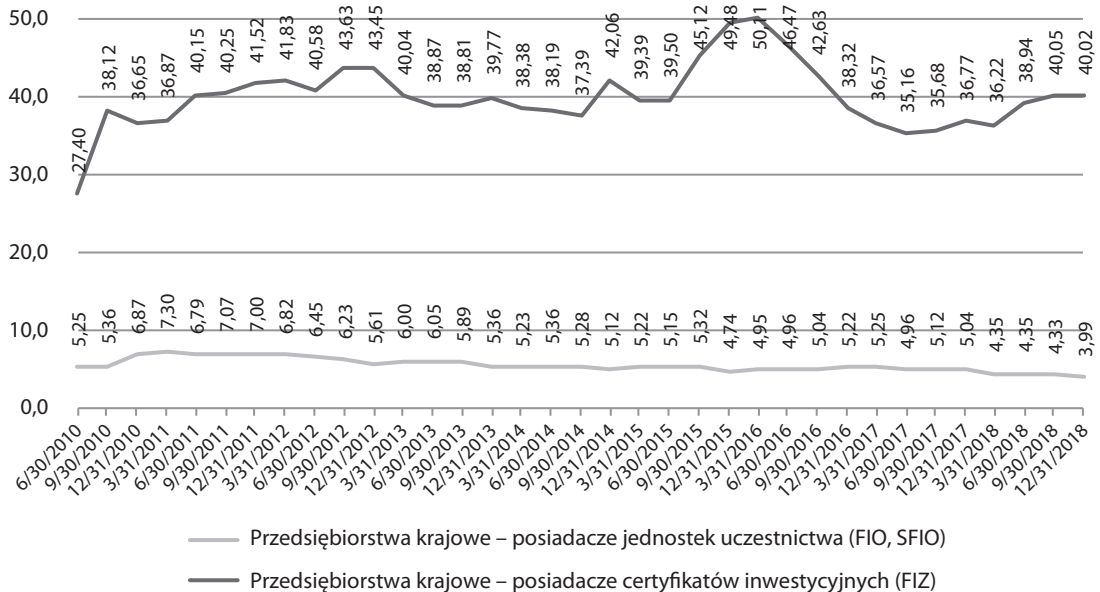
Źródło: opracowanie własne na podstawie [NBP 2].

W latach 2010–2018 udział krajowych przedsiębiorstw niefinansowych w rynku FI wyniósł w zakresie funduszy otwartych średnio 5,56% oraz funduszy zamkniętych 39,83%. Najwyższy udział 7,30% w rynku funduszy otwartych w marcu 2011 r. spadł do 3,99% w grudniu 2018 r. Z kolei na rynku funduszy zamkniętych udział ten z 27,40% w czerwcu 2010 r. wzrósł do 50,11% w marcu 2016 r., spadając do 40,02% w grudniu 2018 r.

Udziały te wskazują, że krajowe przedsiębiorstwa niefinansowe były istotnym inwestorem na rynku funduszy zamkniętych, obok gospodarstw domowych, firm ubezpieczeniowych czy innych pośredników finansowych. Jedną z istotnych przesłanek wyboru FIZ był również fakt, iż fundusze te mogą wypłacać uczestnikom dochody bez wykupu certyfikatów

inwestycyjnych. Taka decyzja może być podjęta w szczególności w funduszach aktywów niepublicznych, które zrealizowały dochodową inwestycję (rysunek 5).

Rysunek 5. Udział krajowych przedsiębiorstw niefinansowych w posiadaniu jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych w rynku funduszy otwartych i zamkniętych w Polsce w latach 2010–2018 (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie [NBP 2].

Średni udział poszczególnych grup inwestorów w rynku funduszy zamkniętych w latach 2010–2018 wyniósł:

- 39,83% dla krajowych przedsiębiorstw niefinansowych,
- 37,33% dla gospodarstw domowych i instytucji niekomercyjnych,
- 12,5% dla instytucji ubezpieczeniowych, reasekuracji i funduszy emerytalnych,
- 7,25% dla funduszy inwestycyjnych, pozostałych instytucji pośrednictwa finansowego,
- 3,27% dla innych podmiotów,
- 31,0% dla inwestorów zagranicznych.

Tym samym na koniec grudnia 2018 r. na rynku funduszy zamkniętych ok. 70% łącznego udziału należało do krajowych przedsiębiorstw niefinansowych oraz inwestorów zagranicznych. Oznacza to wzajemne przenikanie powiązań kapitałowych i wyborów inwestycyjnych, pomiędzy *stricte* podmiotami zagranicznymi a podmiotami z mniejszościowym kapitałem zagranicznym, klasyfikowanymi do grupy podmiotów krajowych.

5. Różnice pomiędzy wybranymi europejskimi rynkami funduszy inwestycyjnych

W Europie wśród liderów rynku FI należy wymienić rynki w Luksemburgu, Irlandii, Wielkiej Brytanii, Francji i w Szwajcarii. Rynki te kumulują kapitał inwestycyjny z całej Europy oraz znaczące wielkości z reszty świata. Charakteryzują się one dojrzałością rozwoju infrastruktury prawno-instytucjonalnej (pierwsze fundusze zaczęły funkcjonować już w drugiej połowie XVIII w.), dywersyfikacją typów funduszy oraz różnorodnością oferowanych instrumentów finansowych.

Przesłankami wyboru do analizy porównawczej rynku FI w Polsce rynków FI działających w Luksemburgu i Irlandii były liczne ich przewagi (o charakterze prawnym, instytucjonalnym, podatkowym, instrumentalnym itd.), decydujące, iż te dwa rozwinięte rynki są liderami w Europie. Tym samym rynki te mogą stanowić wzorzec dla polskiego rynku FI w dalszym jego rozwoju. Ponadto wiele firm zarówno polskich, jak i z udziałem kapitału zagranicznego działających w Polsce ma swoje siedziby w Luksemburgu i Irlandii.

Według danych European Fund and Asset Management Association (EFAMA) w latach 2010–2017⁹, chociaż wartość aktywów netto polskiego rynku FI była kilkudziesięciokrotnie niższa niż luksemburskiego czy irlandzkiego, to dynamika wzrostowa była porównywalna. Stan aktywów netto funduszy inwestycyjnych w Polsce wzrósł z 28,8 mln EUR do 66,8 mln EUR (2,3-krotnie), w Irlandii wzrósł z 963,3 mln EUR do 2396,1 mln EUR (2,5-krotnie) oraz w Luksemburgu z 2199,0 mln EUR do 4159,6 mln EUR (1,9-krotnie). Ponadto, o ile w 2010 r. wartość aktywów netto luksemburskiego rynku funduszy inwestycyjnych przewyższała 76,3-krotnie aktywa rynku polskiego, to skala ta spadła do 62,3-krotności w 2017 r.

Warto zauważyć, iż w strukturze większości rynków FI znaczący udział mają inwestycje w tzw. przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania (ang. *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*, UCITS). Wartość aktywów netto w ramach UCIT wynosiła w Polsce 19,2 mln EUR w 2010 r., a w 2017 r. rosła do 25,8 mln EUR (1,3-krotnie) oraz odpowiednio w: Irlandii z 758,5 mln EUR do 1830,5 mln EUR (2,4-krotnie) oraz w Luksemburgu z 1880,6 mln EUR do 3486,4 mln EUR (1,9-krotnie). Udział UCITS w aktywach netto całego rynku funduszy inwestycyjnych wynosił w latach 2010 i 2017 odpowiednio: w Polsce 67%, spadając do 39%, w Irlandii 79%, spadając do 76% i w Luksemburgu 86%, spadając do 84% (tabela 1).

Spadający udział UCIT w rynku ogółem FI był spowodowany m.in. rozpoczęciem działalności przez alternatywne fundusze inwestycyjne (AFI)¹⁰. Według krajów raportujących do European Fund and Asset Management Association (EFAMA)¹¹ w latach 2015–2017 stan

⁹ Za 2018 r. na 10.08.2019 r. nie były dostępne dane statystyczne.

¹⁰ AFI zaczęły funkcjonować na większości rynków na przełomie 2014 r. jako jedna z form prawnych funduszy inwestycyjnych obok UCITS.

¹¹ EFAMA jest europejską pozarządową organizacją skupiającą instytucje związane z rynkiem funduszy inwestycyjnych. Członkami EFAMA są organizacje narodowe z krajów europejskich oraz Członkowie korporacyjni.

wartości netto aktywów FI działających w formie AFI wzrastał, wynosząc odpowiednio: dla Polski 37,4; 37,6 i 40,9 mln EUR, dla Irlandii 451,9; 505,8 i 565,6 mln EUR oraz dla Luksemburga 559,3; 584,9 i 673,2 mln EUR [EFAMA, 2015–2017].

Tabela 1. Aktywa funduszy inwestycyjnych netto, z uwzględnieniem podmiotów zbiorowego inwestowania UCITS w Polsce, Irlandii oraz Luksemburgu w latach 2010–2017 (w mln EUR, na koniec roku)

Lata	Polska		Irlandia		Luksemburg	
	Aktywa ogółem	UCITS	Aktywa ogółem	UCITS	Aktywa ogółem	UCITS
2010	28,8	19,2	963,3	758,5	2 199,0	1 880,6
2011	25,9	14,5	1 055,3	820,0	2 096,5	1 760,2
2012	35,8	19,8	1 227,4	967,6	2 383,8	2 002,4
2013	45,5	20,3	1 343,9	1 044,1	2 615,4	2 197,6
2014	48,9	21,7	1 661,2	1 274,5	3 094,9	2 642,5
2015	59,1	21,8	1 898,8	1 446,9	3 506,2	2 946,7
2016	58,7	21,1	2 084,7	1 578,9	3 701,1	3 116,1
2017	66,8	25,8	2 396,1	1 830,5	4 159,6	3 486,4

Źródło opracowanie własne na podstawie [EFAMA, 2015–2017].

Wzrost znaczenia AFI w dystrybucji FI w Polsce i innych krajach potwierdza rosnąca **wartość sprzedaży netto** oraz ich udział w sprzedaży ogółem funduszy. W latach 2016–2017 wartość sprzedaży netto alternatywnych funduszy inwestycyjnych (AIF) z siedzibą w kraju rosła odpowiednio: z 0,3 do 1,3 mln EUR w Polsce, z 22,6 do 56,0 mln EUR w Irlandii oraz z 25,8 do 27,4 mln EUR w Luksemburgu. W efekcie w 2017 r. udział sprzedaży netto AIF w sprzedaży netto ogółem FI osiągnął: 39,4% w Polsce, 18,8% w Irlandii oraz 8,9% w Luksemburgu. Ponadto w przypadku brytyjskich AIF udział ten wyniósł 14,1%, w przypadku szwajcarskich – 14,9%, finlandzkich – 40,0%, duńskich – 44,2%, osiągając udział aż 77,6% w niemieckich AIF [EFAMA, 2017, s. 63].

6. Struktura rynków FI w Polsce, Irlandii oraz Luksemburgu

Decyzje inwestycyjne w zakresie wyboru typu FI różnią się istotnie pomiędzy rynkami Polski oraz Irlandii i Luksemburga. Wniosek ten wynika z analizy struktury rynków tych FI za lata 2013–2018¹².

Siedziba EFAMA mieści się w Brukseli. Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA) współpracuje z EFAMA, przekazując dane statystyczne dotyczące rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce.

¹² Okres 2013–2018 został wybrany ze względu na możliwość porównania funduszy ujmowanych wcześniej według różnych podziałów.

W Polsce większościowy udział w rynku FI wynoszący średnio:

- 52,5% należał do funduszy pozostałych, utrzymujących trend wzrostowy z 42,7% w 2013 r. do 54,6% w 2018 r. (11,9 p.p.)
- 30,0% należał do funduszy dłużnych, wykazujących nieznaczny trend spadkowy z 33,4% do 31,7% (o 1,7 p.p.).

Warto dodać, iż w grupie pozostałych funduszy znajdują się głównie: fundusze inwestycyjne zamknięte aktywów niepublicznych, niestandardyzowane sekurytyzacyjne FIZ, nieruchomości¹³ i innych. Fundusze pozostałe otwierają głównie podmioty sektora finansowego np. bankowego (PKO TFI S. A), ubezpieczeniowego (Aviva Investors Poland TFI S.A.) czy zarządzania aktywami (SKARBIEC TFI S.A., Investors TFI S.A.), ale także coraz częściej podmioty sektora niefinansowego, np.:

- z branży budowlanej (Skanska TFI S.A.),
- działalności związanych z obsługą nieruchomości (Mebis TFI SA),
- handlu hurtowego i detalicznego (Saturn TFI S.A.),
- branży energetycznej (TFI Energia S.A.).

Z kolei fundusze dłużne inwestujące w dłużne papiery wartościowe, w tym głównie krajowe obligacje skarbowe, wybierane są przez wszystkich uczestników rynku¹⁴. Niemniej jednak w ostatnich latach rósł zakup dłużnych papierów wartościowych przez banki. Ponadto fundusze dłużne w przeciwieństwie do funduszy pozostałych są domeną zainteresowania FIO, inwestujących w instrumenty o ograniczonym ryzyku.

Inne fundusze cieszą się zdecydowanie mniejszym zainteresowaniem. Tak np. udział funduszy akcji w rynku FI wynosił średnio 14%, wykazując w badanym okresie spadek (z 18,2 do 11,2%), podobnie jak funduszy mieszanych (z 5,8 do 2,6%) (rysunek 6).

W Irlandii w odróżnieniu od Polski rynek FI jest bardziej zdywersyfikowany. Choć można również wskazać dwa filary funduszy o największym udziale, tj. funduszy dłużnych i akcji. W latach 2013–2018 średni udział funduszy dłużnych w rynku wynosił 34,2%, wykazując w analizowanych latach tendencję spadkową (z 39,5 do 30,1%) oraz 33,7-procentowy udział funduszy akcji z tendencją wzrostu (z 33,1 do 34,2%). Udział funduszy pozostałych, w tym nieruchomości, hedgingowych i innych wynosił średnio 20,3%, utrzymując wzrost w badanych latach (z 15,8 do 24,3%). Dość stabilną pozycję utrzymywał fundusz mieszany z udziałem w rynku średnio 11,9%, wykazując nieznaczny spadek (z 11,6 do 11,4%) (rysunek 7).

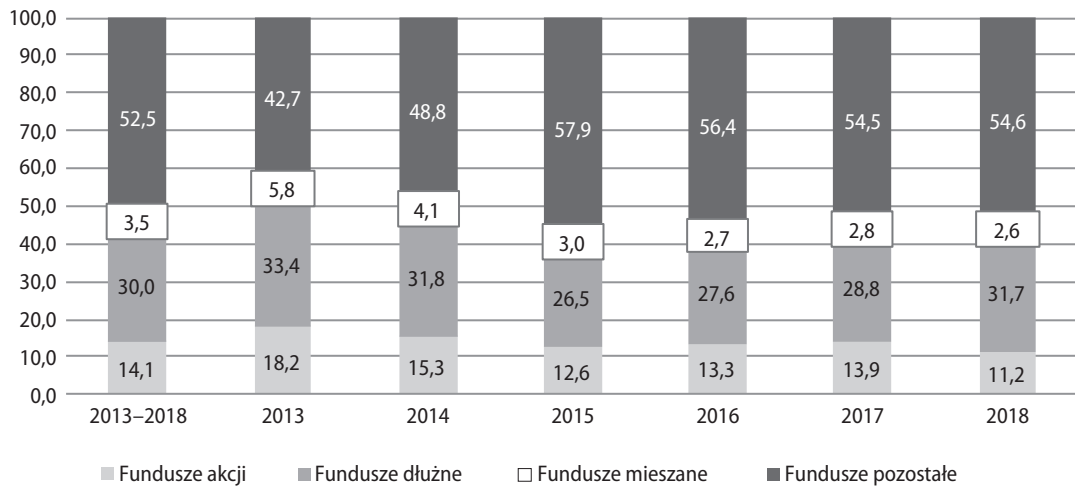
Podobnie jak w Irlandii, również w Luksemburgu w strukturze rynku FI (relatywnie zróżnicowanym) w latach 2013–2018 największy średnio udział miały: fundusze dłużne – 35,2%, z tendencją spadkową (z 39,2 do 31,7%), oraz fundusze akcji – 31,9%, z niską, ale rosnącą tendencją udziału (z 31,2 do 32,9%). Udział funduszy mieszanych wynosił średnio

¹³ Wiele struktur nieruchomościowych bazuje na spółkach luksemburdzkich, posiadających większościowe udziały np. w polskich spółkach inwestujących w nieruchomości.

¹⁴ W fundusze dłużne inwestują monetarne instytucje finansowe, instytucje rządowe i samorządowe, fundusze inwestycyjne i inne pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego, instytucje ubezpieczeniowe, reasekuracji i fundusze emerytalne, przedsiębiorstwa oraz gospodarstwa domowe i instytucje niekomercyjne, działające na rzecz gospodarstw domowych, inwestorów finansowych i niefinansowych.

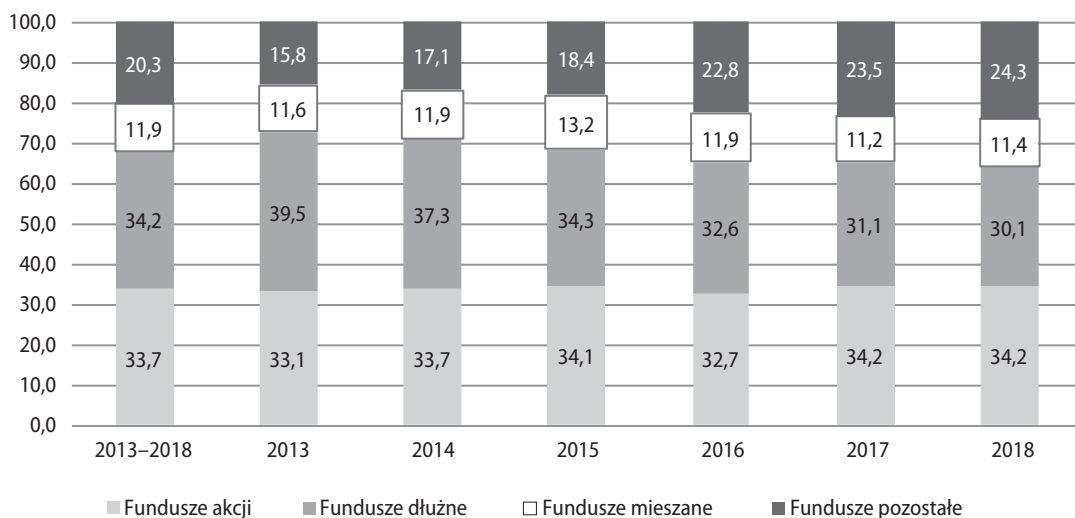
23,3%, przy ich rosnącym udziale (z 23,0 do 24,5%), podobnie jak średni udział na poziomie 9,5% funduszy pozostałych (z 5,6 do 10,9%). Oznacza to więc, iż powoli słabło zainteresowanie funduszami dłużnymi na rzecz pozostałych typów funduszy, zyskujących na swej atrakcyjności (rysunek 8).

Rysunek 6. Struktura stanu aktywów netto FI według kryterium polityki inwestycyjnej funduszu w Polsce w latach 2013–2018 (stan na koniec okresu, w %)



Wyjaśnienia: Dane za lata 2013–2017 obejmują stany na koniec roku, dane za 2018 r. dotyczą stanu na wrzesień 2018 r.
Źródło: opracowanie własne na podstawie [NBP 2].

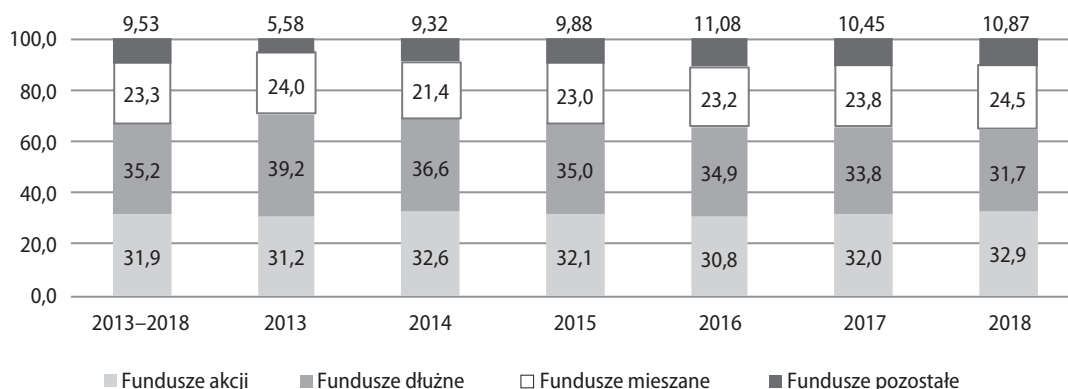
Rysunek 7. Struktura stanu aktywów funduszy inwestycyjnych według kryterium polityki inwestycyjnej funduszu w Irlandii w latach 2013–2018 (stan na koniec okresu, w %)



Wyjaśnienia: Fundusze pozostałe obejmują m.in. fundusze nieruchomości, hedgingowe oraz inne.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Central Bank].

Rysunek 8. Struktura stanu aktywów FI według kryterium polityki inwestycyjnej funduszu w Luksemburgu w latach 2013–2018 (stan na koniec okresu, w %)



Wyjaśnienia: Stan aktywów funduszy dotyczy niepieniężnych funduszy inwestycyjnych. Pozostałe fundusze obejmują m.in. fundusze nieruchomości, hedgingowe oraz inne.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Banque Centrale].

Podsumowując „różnice” pomiędzy rynkami, należy powiedzieć, że z przedstawionej analizy (rysunki 6–8) wynika, iż w Polsce dominuje rynek funduszy pozostałych i funduszy dłużnych papierów wartościowych, w odróżnieniu od Irlandii i Luksemburga, w których największym zainteresowaniem cieszą się fundusze dłużne i akcji. W Polsce występuje dwufilarowa struktura rynku z kluczowym (większościowym) udziałem funduszy pozostałych. Natomiast rynki funduszy inwestycyjnych w Irlandii i Luksemburgu są bardziej zdywersyfikowane. Chociaż wybijają się również na nich dwa filary (wspomnianych funduszy dłużnych i akcji), to jednak udziały funduszy pozostałych i mieszanych wynoszą ponad 10%. W Irlandii i Luksemburgu zbieżnie malał udział funduszy dłużnych (podobnie i w Polsce), a rósł udział funduszy akcji.

Wśród podobieństw pomiędzy analizowanymi krajami należy wskazać wzrost udziału tzw. funduszy pozostałych. W 2018 r. wobec 2013 r. doszło do wzrostu udziału funduszy pozostałych w rynku FI: o 11,9 p.p. w Polsce, o 8,5 p.p. w Irlandii oraz o 5,3 p.p. w Luksemburgu.

7. Strategie inwestycyjne przedsiębiorstw niefinansowych a strategie biznesowe

W Polsce w latach 2015–2018 polityka alokacja FIZ (w tym przez przedsiębiorstw niefinansowych mających na nim znaczący, 40-procentowy udział), koncentrowała się na nabywaniu akcji i innych udziałów kapitałowych (38,9%) oraz dłużnych papierów wartościowych (30,7%), przy mniejszym znaczeniu nabywania rzeczowych aktywów trwałych i pozostałych aktywów (15,4%). Niemniej jednak udział tych instrumentów, chociaż wykazywał wahania w poszczególnych latach, pozostawał względnie stabilny.

Oznacza to, iż przedsiębiorstwa niefinansowe wykorzystują w swoich strategiach biznesowych fundusze zamknięte (alternatywnie wobec rynku kapitałowego) do nabywania przez te fundusze papierów wartościowych, w tym ich większych pakietów, dających tzw. prawo głosu i często realny wpływ na zarządzenie przedsiębiorstwami je emitującymi. Przez „kanał FIZ” może więc dochodzić do współtworzenia nowych przedsiębiorstw (wydzielonych lub odrębnych jednostek organizacyjnych) o szerszym zakresie działalności niż dotychczas statutowa. Na przykład przy głównej działalności przemysłowej przedsiębiorca-inwestor funduszu nabywa certyfikaty w przedsiębiorstwach z branży usługowej (nowoczesnych usług biznesowych, hotelarskiej), górniczej czy farmaceutycznej.

Wśród przykładów TFI zarządzających funduszami o zróżnicowanym zakresie są np. KGHM Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. oraz Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych BDM S.A.

KGHM Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. zarządza pięcioma funduszami; są to [NBP 3]:

- KGHM I Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych (kategoria funduszu – pozostały),
- KGHM IV, VI oraz VII Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych (kategoria funduszu – nieruchomości),
- KGHM V Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych (kategoria funduszu – akcyjny).

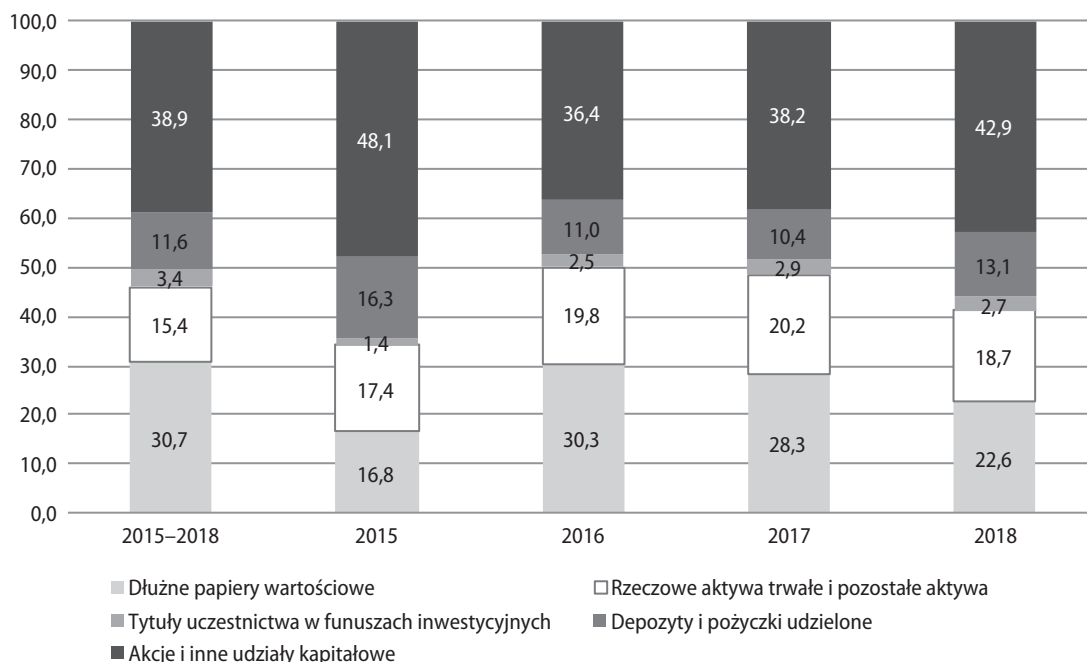
Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych BDM S.A. zarządza pięcioma funduszami; są to:

- Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych Deweloperski Nieruchomości Komercyjnych SATUS (kategoria funduszu – nieruchomości),
- Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych Venture Capital SATUS (kategoria funduszu – pozostały),
- Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Prospecta (kategoria funduszu – pozostały),
- Fundusz Inwestycyjny Zamknięty BDM Obligo (kategoria funduszu – dłużnych papierów wartościowych),
- Pragma 1 Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny (kategoria funduszu – pozostały).

W badanych latach 2015–2018¹⁵ udział alokacji w akcje i inne udziały kapitałowe, wynoszący średnio ok. 40%, był bilansowany łącznym udziałem dłużnych papierów wartościowych oraz rzeczowych aktywów trwałych i pozostałych aktywów. Świadczy to o rozważnej polityce inwestycyjnej w długim horyzoncie czasowym. Pozostałe instrumenty finansowe, jak np. depozyty i pożyczki udzielone (11,6%), miały mniejsze znaczenie i były utrzymywane w celu podtrzymania „płynności finansowej” w funduszu. Niski udział tytułów uczestnictwa w FI (3,4%) świadczy o tym, że fundusze zamknięte nie inwestują w innych funduszach, preferując autonomiczny charakter własnej gospodarki finansowej (rysunek 9).

¹⁵ Statystyki za wcześniejsze lata publikowane przez NBP obejmują łącznie fundusze otwarte i zamknięte.

Rysunek 9. Struktura stanu aktywów FIZ w Polsce w latach 2015–2018 (w %)



Wyjaśnienia: W latach 2015–2018 udział przedsiębiorstw niefinansowych w rynku funduszy zamkniętych wynosił średnio ok. 40%.

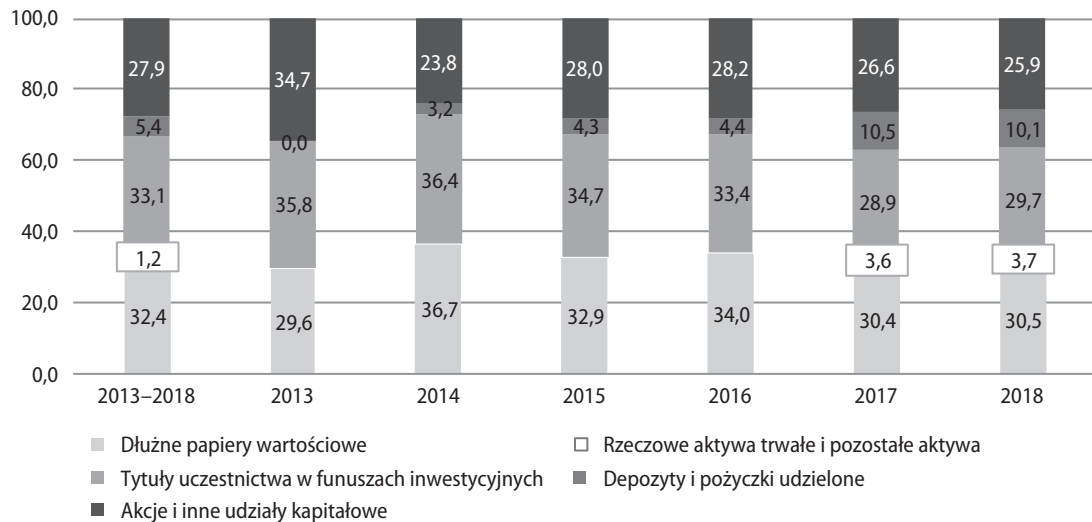
Źródło: opracowanie na podstawie danych liczbowych do wykresów przedstawionych w raportach [NBP 4].

W przypadku Irlandii polityka inwestycyjna w ramach funduszy ogółem (otwartych i zamkniętych) ze strony przedsiębiorstw niefinansowych koncentrowała się na trzech rodzajach instrumentów finansowych. Ich udział wynosił blisko 30%, tj. dla tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych (33,1%), dłużnych papierów wartościowych (32,4%) oraz akcji i innych udziałów kapitałowych (27,9%). W latach 2017–2018 w wyniku nieznacznego obniżenia tych trzech instrumentów doszło do wzrostu znaczenia depozytów i pożyczek udzielonych (10,5 i 10,1%) oraz rzeczowych aktywów trwałych i pozostałych aktywów (3,6 i 3,7%). Tym samym, inwestorzy funduszy inwestycyjnych poszerzyli pakiet alokacji instrumentów finansowych. Świadczy to również o bardziej zaawansowanym etapie rozwoju tych rynków oraz o polityce inwestycyjno-lokacyjnej przedsiębiorstw korzystających z szerokiego pakietu instrumentów finansowych (rysunek 10).

Najbardziej zdywersyfikowaną strukturę alokacyjną spośród analizowanych krajów wykazywały fundusze w Luksemburgu. Mimo że najwyższy średni udział w latach 2013–2018 dotyczył inwestycji w dłużne papiery wartościowe (29,9%) oraz akcje i inne udziały kapitałowe (26,5%), to luksemburskie fundusze chętnie inwestowały również w tytuły uczestnictwa (18,3%), depozyty i pożyczki udzielone (13,8%), a także rzeczowe aktywa trwałe i pozostałe aktywa (11,5%). Udziały tych instrumentów były względnie stabilne, wykazując odchylenia rzędu około +/- 2,0 p.p. Taka polityka inwestycyjna świadczy o zaawansowanym rozwoju

rynku, wykorzystującym zróżnicowane instrumenty finansowe zarówno rynku kapitałowego, jak i rynku międzybankowego. Oznacza to jednocześnie realizację celów inwestycyjnych o charakterze finansowym, ale i pozafinansowym (materialnym), czyli tzw. strategiczny kompleksowy model biznesowy wspierający rozwój przedsiębiorczości w długim okresie (rysunek 11).

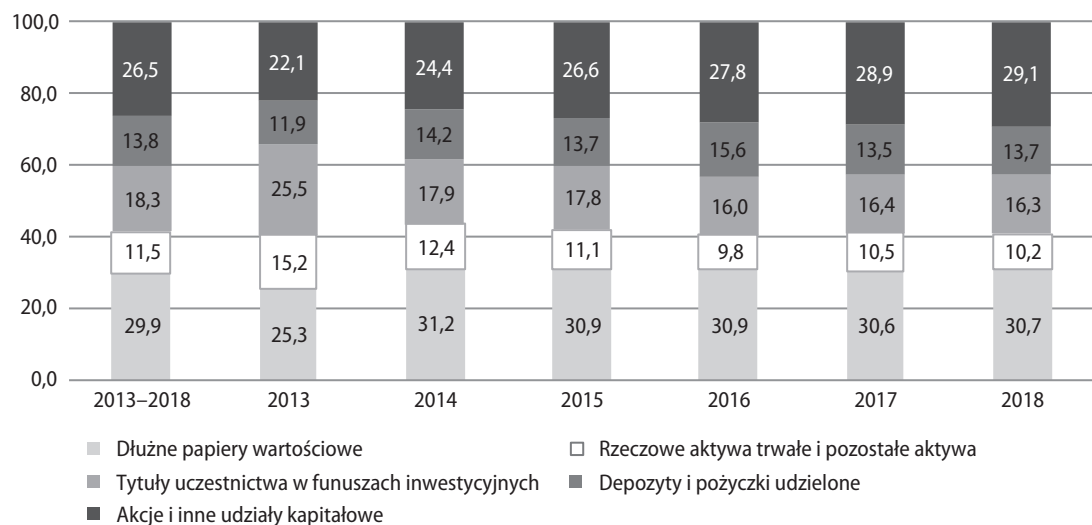
Rysunek 10. Struktura stanu aktywów FI przedsiębiorstw niefinansowych w Irlandii w latach 2013–2018 (w %)



Wyjaśnienia: Dane za lata 2015–2017 obejmują stany na koniec roku oraz za 2018 r. na wrzesień 2018 r. wyliczono dla funduszy ogółem dla przedsiębiorstw niefinansowych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Central Bank].

Rysunek 11. Struktura stanu aktywów FI przedsiębiorstw niefinansowych w Luksemburgu w latach 2013–2018 (w %)



Wyjaśnienie: Dla lat 2013–2017 dane na koniec roku oraz za 2018 r. na wrzesień 2018 r. wyliczono dla funduszy ogółem dla przedsiębiorstw niefinansowych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Banque Centrale].

8. Podsumowanie

Analiza rynku FI w Polsce w latach 2010–2018, ze szczególnym uwzględnieniem przedsiębiorstw niefinansowych, pozwoliła na sformułowanie poniższych wniosków.

W badanych latach przedsiębiorstwa niefinansowe wyraźnie zmieniły swoje preferencje inwestycyjne. Doszło do wzrostu zainteresowania rynkiem funduszy zamkniętych w porównaniu do rynku funduszy otwartych. W efekcie wartość ulokowanego kapitału w FIZ przewyższała ponad 13-krotnie kapitał ulokowany w FIO i SFIO. Okres najsilniejszego wzrostu zakupu certyfikatów inwestycyjnych przypadła na lata 2014–2016.

Występowały różnice pomiędzy typami wybieranych FI. W Polsce w strukturze stanu aktywów netto FI w latach 2013–2018 dwoma głównymi filarami były fundusze pozostałe i dłużne. Z kolei w Irlandii i Luksemburgu wybór ten był bardziej zdywersyfikowany.

Wśród instrumentów finansowych w Polsce przedsiębiorstwa niefinansowe preferowały akcje oraz dłużne papiery wartościowe. W Irlandii i Luksemburgu przedsiębiorstwa te preferowały trzy główne instrumenty, tj. dłużne papiery wartościowe, akcje oraz tytuły uczestnictwa. Niemniej jednak alokacja funduszy w instrumenty finansowe na rynku w Luksemburgu (najbardziej rozwiniętym) wykazywała bardziej zdywersyfikowane portfele niż w Irlandii. Natomiast wśród podobieństw – pomiędzy rynkami należy wymienić rosnący udział funduszy pozostałych.

Wśród przyczyn ewolucji strategii inwestycyjnej (modeli biznesowych) przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce należy wymienić w zakresie ekspansji udziału na rynku FIZ:

- wzrost zainteresowania lokowaniem kapitałów w specjalnie tworzone TFI lub FI – w nowe podmioty (wydzielone jednostki organizacyjne, spółki celowe itd.) lub inne dodatkowe branże; dzięki takiej działalności może być poszerzana działalność statutowa inwestora, a przy większościowym akcjonariacie (w tym nowym podmiocie) dając prawo głosu w zarządzaniu nim i podejmowaniu decyzji strategicznych;
- chęć zawężenia liczby (kategorii) inwestorów, którzy będą mieli prawo do nabycia certyfikatów inwestycyjnych, czyli dywidendy;
- chęć dywersyfikacji portfela inwestycyjnego pomiędzy segmentami rynku finansowego oraz obniżania ryzyka inwestycyjnego;
- prowadzenie działalności inwestycyjnej i transakcji wewnątrz grup kapitałowych, w tym transferów o charakterze udziałowym (przejmowanie i sprzedaż udziałów, w tym w ramach procesów fuzji i przejęć, lokowanie środków z wypłat dywidend, różnego typu przesuwanie funduszy w ramach tzw. przedsiębiorstw specjalnego przeznaczenia – wehikułów finansowych kierujących się optymalizacją podatkową pomiędzy rynkami w skali gospodarki światowej).

Z innych przyczyn ewolucji strategii inwestycyjnej należy wymienić:

- chęć inwestowania w AFI (FIZ) i UCITS umożliwiającą realizację bardziej elastycznej polityki inwestycyjnej w zakresie instrumentów inwestycyjnych i alokacji na różnych międzynarodowych rynkach oraz w pozostałe fundusze (tj. nieruchomości czy hedgingowe);
- tworzenie własnych TFI szczególnie przez duże przedsiębiorstwa niefinansowe, jak np. KGHM czy Polska Grupa Energetyczna, chcące utrzymać kontrolę nad całą działalnością (typem funduszy/subfunduszy, instrumentów finansowych, miejscem lokalizacji inwestycji itd.).

Z jednej strony, porównując rynek polskich FI z rynkami już rozwiniętymi, należy zauważyć, że w Polsce widoczny jest trend typowy dla wczesnych etapów jego rozwoju. Bowiern wzrost aktywów rynku FI, liczby TFI i rodzajów/typów funduszy/subfunduszy czy wzrost portfela instrumentów finansowych wykorzystywanych przez te fundusze – potwierdza jego etapowy rozwój. Jednak z drugiej strony, w badanych latach zauważalny był nowy i to dość znaczący trend wzrostowy na rynku FIZ. Przedsiębiorstwa krajowe preferowały rynek FIZ, posiadając 40% tego rynku w odróżnieniu od 6% udziału na rynku FIO i SFIO. Ten zwrot inwestycyjny i skoncentrowanie na jednym z funduszy potwierdza odmienność strategii inwestycyjnych i stanowi o specyfice polskiego rynku FI.

Reasumując: wyniki analizy empirycznej ewolucji rynku FI w Polsce w latach 2010–2018 pozwoliły pozytywnie zweryfikować postawioną hipotezę badawczą. Prawdziwe jest zatem stwierdzenie: *Nasilenie ekspansji krajowych przedsiębiorstw niefinansowych na rynku FIZ w Polsce w latach 2010–2018 wynika z realizacji modelu biznesowego ekspansyjnego poszerzania dotychczasowej działalności statutowej o nowe branże, o nowe typy funduszy i instrumenty finansowe w ramach działalności inwestycyjno-lokacyjnej, jak i o współpracę z inwestorami zagranicznymi w ramach grup kapitałowych.*

Bibliografia

Akty prawne

1. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010, Dz. Urz. UE L 174 z 01.07.2011.
2. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 345/2013 z dnia 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy venture capital, Dz. Urz. UE L 115 z 25.04.2013, s. 1.
3. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 346/2013 z dnia 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej, Dz. Urz. UE L 115 z 25.04.2013, s. 18.
4. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/760 z dnia 29 kwietnia 2015 r. w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych, Dz. Urz. UE L 123 z 19.05.2015, s. 98.

5. Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw, Druk sejmowy nr 69 z dnia 1.12.2015 r.
6. Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. z 2004 r. nr 146, poz. 1546 z późn. zm.
7. Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, Dz.U. z 2018 r., poz. 1355, z późn. zm., art. 3.1.–3.3.
8. Ustawa z dnia 4 marca 2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym, Dz.U. z 2016 r., poz. 901.
9. Ustawa z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. z 2016 r., poz. 615.

Wydawnictwa zwarte i artykuły prasowe

1. Banasik T. [2013], *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy systemu finansowego w Polsce*, w: *Pośrednictwo finansowe a rozwój gospodarczy*, red. T. Banasik, A. Kosztowniak, M. Sobol, CeDeWu, Warszawa.
2. Dawidowicz D. [2012], *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, metody, oceny, analiza z uwzględnieniem światowego kryzysu finansowego*, wyd. II zm., CeDeWu, Warszawa.
3. Diaconasu D.E. [2011], *The Role of Mutual Funds in U.S. Economy*, *The Annals of The „Stefan cel Mare”*, nr 2(14), s. 242.
4. European Fund and Asset Management Association (EFAMA) [2015–2017], *Annual Report*, Bruxelles, s. 74, 77, 62–63.
5. Ferreira M.A., Keswani A., Miguel A.F., Ramos S.B. [2011], *The Determinants of Mutual Funds Performance: A Cross-Country Study*, „Swiss Finance Institute Research Paper Series”, nr 31.
6. Gabryelczyk K. [2008], *Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce a wzrost gospodarczy*, w: *Polityka wzrostu gospodarczego w Polsce i w Unii Europejskiej*, red. J. Bednarczyk, S. Bukowski, W. Przybylska-Kapuścińska, CeDeWu, Warszawa.
7. Gabryelczyk K. [2009], *Fundusze inwestycyjne*, w: *Pośrednictwo finansowe w Polsce*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, CeDeWu, Warszawa.
8. Jawdosiuk B., Rożko K. [2005], *Jak wybrać fundusz inwestycyjny*, FERK, Warszawa.
9. Kropiwnicki J. [2009], *Fundusze inwestycyjne: prawna ochrona interesu uczestników*, Lexis-Nexis, Warszawa.
10. Levine R. [1997], *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, „Journal of Economic Literature”, nr 2, s. 691.
11. Mazurek J. [2014], *Fundusze inwestycyjne*, „Kurier Finansowy”, 1(35), s. 51.
12. NBP [2018], *Raport o stabilności systemu finansowego*, czerwiec.
13. NBP [2019], *Statystyka funduszy inwestycyjnych – nota metodyczna*, Warszawa.
14. Perez K. [2012], *Fundusze inwestycyjne*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa.
15. Przybylska-Kapuścińska W., Gabryelczyk K. [2004], *Czynniki determinujące decyzje inwestorów indywidualnych o wyborze funduszy inwestycyjnych jako formy alokacji kapitału*, w: *Indywidualni inwestorzy na rynku finansowym*, red. D. Dziawgo, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń.
16. Walenda M. [2019], *Alternatywne spółki inwestycyjne jako nowy rodzaj wehikułów inwestycyjnych w Polsce*, KNF, Warszawa.

Materiały internetowe

1. Banque Centrale Du Luxembourg, *Investment funds, Non Monetary Funds Balance Sheet – by Investment Policy*, http://www.bcl.lu/en/statistics/series_statistiques_luxembourg/13_investment_funds/index.html, dostęp 10.08.2019.
2. Central Bank of Ireland, *Investment Funds*, <https://www.centralbank.ie/statistics/data-and-analysis/other-financial-sector-statistics/investment-funds>, dostęp 10.08.2019.
3. [NBP 1], *Statystyka funduszy inwestycyjnych*, NBP, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/sfi.html, dostęp 10.08.2019.
4. [NBP 2], *Statystyka funduszy inwestycyjnych (dane kwartalne) na grudzień 2018 r.*, NBP, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/sfi.html, dostęp 10.08.2019.
5. [NBP 3], *Statystyka funduszy inwestycyjnych. Lista funduszy inwestycyjnych*, NBP, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/sfi.html, dostęp 30.04.2019.
6. [NBP 4], *Raport o stabilności systemu finansowego za lata 2015–2018*, NBP, <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html>, dostęp 10.08.2019.

Differences Between Investment Model Applied by Domestic Non-Financial Corporations in Investment Fund Market in Poland and the Model Prevailing in Ireland and Luxembourg

Summary

The studies aim to diagnose the investment evolution observed for domestic non-financial corporations in investment fund market in Poland over the period 2010–2018 and to identify differences and similarities vis-à-vis the markets in Ireland and Luxembourg. The following research hypothesis was proposed: Intensified expansion of domestic non-financial corporations in closed-end investment fund market in Poland between 2010 and 2018 is the effect of a business model that highlights expanding statutory activities to cover new industries, new types of funds and financial instruments in investment-deposit operations, as well as cooperation with foreign investors within business groups.

Keywords: investment funds, non-financial corporation, Poland, Ireland, Luxembourg
