

GEORGIJ CHEREWKO
HALINA IWANICKA
WIOLETTA BURDA

FUNDUSZE INWESTYCYJNE NA RYNKU FINANSOWYM

WPROWADZENIE

W krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej fundusze powiernicze zdobywają coraz większą popularność wśród osób uzyskujących dochody na średnim poziomie, zatrudnionych w różnego rodzaju firmach i przedsiębiorstwach państwowych i prywatnych. Dają im one możliwość korzystnego lokowania, czasem niewielkich oszczędności, z możliwością osiągnięcia zysku znacznie przewyższającego dochody z tytułu oprocentowania środków złożonych w formie tradycyjnych depozytów bankowych. Jednocześnie ta forma inwestowania umożliwia aktywne uczestniczenie w operacjach rynku finansowego i realizowanie osiągniętych na nim zysków bez konieczności posiadania zaawansowanej wiedzy ekonomicznej, znajomości rządzących nim mechanizmów i absorbowania czasu wolnego od pracy w celu podjęcia odpowiednich decyzji. Jest to jednocześnie poważne źródło kapitału dla gospodarki narodowej poszczególnych krajów i stymulator ogólnego wzrostu gospodarczego.

PROF. DR HAB. GEORGIJ CHEREWKO – kierownik Katedry Teorii Ekonomii. Wydział Zamiejscowy Nauk Prawnych i Ekonomicznych KUL, adres do korespondencji: ul. Lwowska 80, 22-600 Tomaszów Lubelski

DR HALINA IWANICKA – Państwowy Uniwersytet Agrarny w Dublinach.

MGR WIOLETTA BURDA – pracownik PEKAO SA

MATERIAŁY I METODA

Większość publikacji traktuje niniejsze zagadnienie dość wybiórczo, zamieszczając dane dotyczące tylko niektórych funduszy, bez uzasadnienia dokonanego wyboru i podania zastosowanych metod selekcji i analizy danych. Najczęściej są to porównania bieżącej wyceny tytułów uczestnictwa z wycenami historycznymi w dość krótkich okresach i, jak wcześniej wspomniano, tylko dla dowolnie wybranych funduszy.

Jednak szczególnie rzuca się w oczy niewielka ilość pozycji naukowych poświęconych temu zagadnieniu i obejmujących je w sposób całościowy. Sprawiało to największe trudności, przede wszystkim podczas opracowywania teoretycznej części niniejszej pracy. Z tych powodów głównymi źródłami materiałów do opracowania były oficjalne strony internetowe poszczególnych Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych oraz firm zajmujących się analizami ekonomicznymi i pośrednictwem finansowym. Zgromadzone materiały źródłowe oraz brak ich pełnego i aktualnego opracowania naukowego w dostępnej literaturze przyczyniły się do poświęcenia większej uwagi podstawom i ogólnym zasadom działania funduszy powierniczych.

W celu opracowania zgromadzonych materiałów źródłowych posłużono się naukowymi metodami obowiązującymi w tym zakresie. Do najczęściej stosowanych zalicza się następujące metody: monograficzną, analizy, porównań, modelowania, projektowania, statystyczne¹.

W efekcie zgromadzenia dużej ilości materiałów źródłowych i opracowania ich z użyciem opisanych metod oraz przy wszystkich napotkanych trudnościach i obiektywnych ograniczeniach, powstał niniejszy artykuł, składający się z trzech części.

GENEZA I GŁÓWNE CECHY FUNDUSZY POWIERNICZYCH

Do podejmowania racjonalnych i ekonomicznie uzasadnionych decyzji niezbędna jest szeroka wiedza ekonomiczna, stały dostęp do informacji (często stanowiących wiadomości poufne) oraz ich staranna, bieżąca analiza, co

¹ J. Roszczyńska, *Metodyka przygotowania prac licencjackich i magisterskich*, Warszawa: Wyższa Szkoła Ekonomiczna, 2003.

jest kosztowne i czasochłonne, a także wymaga znajomości i stosowania specjalistycznych metod. Dlatego też profesjonalne zarządzanie posiadanymi środkami z reguły jest niedostępne dla większości drobnych inwestorów finansowych, a także całej rzeszy posiadaczy całkiem sporych kapitałów, którzy z różnych powodów nie są w stanie sprostać wymaganiom, a chętnie zainvestowaliby w celu osiągnięcia dodatkowych zysków.

Jednak nawet niewielkie środki w łącznej masie stanowią pokaźny kapitał, którego pozyskaniem zainteresowani są inwestorzy rzeczowi w celu za-inwestowania go we własnych przedsiębiorstwach. Z powodu znacznego rozproszenia tych środków, w początkowym okresie funkcjonowania rynków finansowych, przeważnie nie trafiały one do obiegu kapitałowego.

Prawidłowości te zostały dość szybko zauważone przez specjalistów. W 1860 r. w Wielkiej Brytanii szkocki księgowy Robert Fleming założył Szkocko-Amerykański Trust Inwestycyjny. Zrealizowany pomysł polegał na tym, że posiadacz środków pieniężnych wpłacał je do Trustu. W zamian za to otrzymywał certyfikat potwierdzający wpłatę określonej kwoty. Uzyskane w ten sposób pieniądze Trust przeznaczał na zakup akcji spółek giełdowych i obracał nimi na rynku. Osiągnięte z tego tytułu zyski, po potrąceniu wynagrodzenia samego Trustu, były wypłacane posiadaczom certyfikatów. Stworzona przez Fleminga idea jest podstawą funkcjonowania nowoczesnych funduszy powierniczych na całym świecie². Pierwsze fundusze powiernicze przetrwały do lat dziewięćdziesiątych XIX w. „Zaszkodził” im kryzys giełdowy pod koniec tego wieku, a także brak odpowiednich regulacji prawnych i błędne decyzje polegające głównie na nadmiernej skłonności do krótkoterminowych, ryzykownych inwestycji. Spowodowało to bankructwo wielu początkowo dynamicznie rozwijających się trustów.

Zainteresowanie wspólnym inwestowaniem na rynkach giełdowych powróciło w latach dwudziestych XX wieku. Stworzono podstawy prawne, zawierające rygory, którym musiały się podporządkować nowe fundusze, co wpłynęło przede wszystkim na bezpieczeństwo lokowanych środków i dawało inwestorom większe możliwości kalkulowania potencjalnych zysków.

Po II wojnie światowej fundusze powiernicze były systematycznie unowocześniane. Wprowadzano zmiany w zasadach ich działania, a na rynki wchodziły nowe rodzaje funduszy. W latach siedemdziesiątych ubiegłego stulecia, podczas długotrwałej dekonunktury na rynkach giełdowych, w go-

² B. Meluch, E. Nietrzepka, T. Orlik, *Fundusze powiernicze – zbiorowy inwestor na rynku kapitałowym*, Warszawa: Twigger S.A., 1993, s. 23.

spodarkach zachodnich fundusze powiernicze skutecznie konkurowały z lokatami bankowymi dzięki inwestowaniu na rynku pieniężnym.

Bezprecedensowy rozwój funduszy powierniczych nastąpił w latach dziewięćdziesiątych. Masowo rosła zarówno ilość funduszy, jak i wartość zarządzanych przez nie aktywów. Na ten okres przypada również powstanie funduszy powierniczych w Polsce. Umożliwiły to zmiany gospodarcze na początku lat dziewięćdziesiątych, a formalnie – ustawa z 22 marca 1991 roku – *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych*. Na jej podstawie powstał pierwszy w Polsce fundusz powierniczy, który stał się prekursorem nowych form lokowania kapitału na naszym rynku. Obecnie działa u nas ponad 20 towarzystw i kilkadziesiąt różnego rodzaju funduszy, a ich liczba systematycznie rośnie.

W ogólnym znaczeniu, fundusze powiernicze są zinstytucjonalizowaną formą wspólnego lokowania środków finansowych, zebranych publicznie, w papiery wartościowe i inne prawa majątkowe w celu osiągnięcia zysku. *Słownik ekonomiczny i finansowy* Bernard & Colli podaje bardziej szczegółową definicję funduszy powierniczych, a mianowicie, że są to: „wyodrębnione finansowo wspólne masy majątkowe uczestników, lokowane przez towarzystwa zarządzające papierami wartościowymi w interesie i na wspólny rachunek uczestników tych funduszy”³.

Do zalet funduszy powierniczych i wspólnego inwestowania na rynkach finansowych należą: profesjonalne zarządzanie zainwestowanymi środkami; bezpieczeństwo inwestycji i ograniczenie ryzyka błędnych decyzji pojedynczych inwestorów, dywersyfikacja dokonanych lokat; duża płynność zainwestowanych środków i łatwy dostęp zarówno do zainwestowania, jak i wycofania kapitału, relatywnie niskie koszty inwestycji, elastyczność wyboru strategii inwestycyjnej pomiędzy różnymi funduszami na rynku; szeroki (choć pośredni) dostęp do różnych instrumentów rynku finansowego. Z punktu widzenia makroekonomicznego fundusze inwestycyjne w znaczący sposób przyczyniają się również do rozwoju gospodarki jako całości, ponieważ są źródłem kapitału dla przedsiębiorców.

Oczywiście w inwestowaniu w fundusze powiernicze występują również pewne wady. Można do nich zaliczyć przede wszystkim: ryzyko poniesienia straty w zainwestowanych środkach (jest to jednak nieodłączna cecha i stały element całego rynku finansowego), brak bezpośredniego wpływu na politykę inwestycyjną, koszty i opodatkowanie inwestycji⁴. Jak

³ Bernard & Colli, *Słownik ekonomiczny i finansowy*, tłum. B. Nowosad, Katowice: Wydawnictwo „Książnica” Sp.z o.o., 1995.

⁴ Tamże, s. 112

wynika z powyższego, zalety funduszy powierniczych znacznie przewyższają ich wady, co powoduje wzrost ich popularności.

Działające na polskim rynku fundusze powiernicze, które charakteryzują się wszystkimi omówionymi dotychczas cechami, noszą obecnie oficjalną nazwę: „fundusze inwestycyjne”. Wiąże się to z nomenklaturą przyjętą przez przepisy prawa regulujące ich działalność. Nazwa ta została wprowadzona *Ustawą o funduszach inwestycyjnych* z 28 sierpnia 1997 r.

Wydaje się jednak, że pojęcie „fundusze powiernicze” lepiej odzwierciedla zarówno ekonomiczny, jak i prawny sens działania tych jednostek, funkcjonujących przecież na zasadzie „powierzenia” środków finansowych w celu określonego zarządzania nimi. *Nowy Słownik Języka Polskiego PWN* definiuje wyrażenie „powiernictwo” jako „przekazanie na pewien czas majątku lub spraw majątkowych osobie zaufanej”⁵, co w oczywisty sposób może być kojarzone z omówionymi wyżej cechami funduszy. W krajach anglosaskich, gdzie fundusze powiernicze powstały i najbardziej się rozwinęły, stosowana jest nazwa *trest fund* od słowa *entrust* – powierzać, podobnie jak w języku francuskim: *fond fiduciaires*. Stosowaną w Polsce nazwę „fundusze inwestycyjne” można więc potraktować jako określenie oficjalnie obowiązujące, przyjęte przez prawodawcę dla instytucji „funduszy powierniczych”.

RODZAJE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Duża różnorodność istniejących funduszy inwestycyjnych stwarza konieczność ich klasyfikowania i grupowania. Wydaje się, że do najważniejszych kryteriów klasyfikacji należy zaliczyć następujące kryteria: prawne, rodzaju dokonywanych lokat, ryzyka inwestycyjnego, kryterium geograficznego zasięgu działania funduszu, kryterium wysokości i sposobu pobierania opłat manipulacyjnych⁶.

Pierwszą i chyba najważniejszą płaszczyzną podziału funduszy inwestycyjnych są rodzaje funduszy, wskazane w *Ustawie o funduszach inwestycyjnych*, która wymienia trzy podstawowe ich rodzaje: fundusze inwestycyjne

⁵ E. S o b o l, *Nowy Słownik Języka Polskiego PWN*, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN, 2002.

⁶ K. K r u p a, *Klasyfikacja funduszy powierniczych*, „Parkiet”, Wydanie specjalne 1997, s. 12.

otwarte, specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte, fundusze inwestycyjne zamknięte.

Fundusze inwestycyjne otwarte są najbardziej rozpowszechnionym i najbardziej dostępnym rodzajem funduszy inwestycyjnych. Dotyczą ich także największe ograniczenia inwestycyjne. Ustawa zakazuje stosowania jakichkolwiek ograniczeń w kręgu uczestników tych funduszy (dlatego określa się je jako „otwarte”), a jednocześnie nakazuje prowadzenie restrykcyjnej polityki inwestycyjnej. Celem takiego unormowania jest możliwie największe zmniejszenie poziomu ryzyka inwestycyjnego. Swoje aktywa fundusze inwestycyjne otwarte mogą lokować wyłącznie w instrumenty rynku finansowego, wymienione w *Ustawie o funduszach inwestycyjnych*.

Jako szczególny typ funduszu inwestycyjnego otwartego, Ustawa wymienia *fundusze rynku pieniężnego*. Cieszą się one dużą popularnością wśród inwestorów, i funkcjonują według wszystkich zasad dotyczących funduszy otwartych. Ich wyjątkowość polega na tym, że mogą one inwestować swoje aktywa wyłącznie w instrumenty rynku pieniężnego oraz depozyty o terminie zapadalności nie dłuższym, niż rok płatne na żądanie lub takie, które można wycofać przed terminem zapadalności.⁷

Omówione rodzaje otwartych funduszy inwestycyjnych mogą funkcjonować jako *fundusze o szczególnej konstrukcji* na zasadach przewidzianych w dziale VIII Ustawy. Mogą to być: fundusze inwestycyjne z różnymi kategoriami jednostek uczestnictwa, fundusze inwestycyjne z wydzielonymi subfunduszami, fundusze inwestycyjne podstawowe i powiązane.

Fundusz inwestycyjny może funkcjonować jako fundusz z wydzielonymi subfunduszami, tak zwany *fundusz parasolowy*. Na poziomie wpisu do rejestru funduszy inwestycyjnych jest to jeden fundusz, ale składający się z minimum dwóch wydzielonych funduszy (zwanych w tym przypadku subfunduszami), z których każdy prowadzi własną działalność i stosuje własną politykę inwestycyjną.

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych mają również możliwość utworzenia grupy funduszy, z których jeden jest funduszem podstawowym, a pozostałe (minimum dwa) są funduszami powiązаныmi. Są to tak zwane *fundusze funduszy*. Specyfika takiej grupy funduszy polega na tym, że fundusze powiązane mogą lokować swoje aktywa wyłącznie w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne funduszu podstawowego, a fundusz podstawowy

⁷ Rozporządzenie Ministra Finansów z dn. 20 sierpnia 2004 r. w sprawie warunków, jakie muszą spełniać fundusze rynku pieniężnego (Dz.U. z 2004r. nr 187, poz. 1936)

wy może zbywać jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne wyłącznie funduszom powiązanym.

Odmiernym rodzajem funduszy inwestycyjnych są *fundusze inwestycyjne zamknięte (FIZ)*. Emitują one certyfikaty inwestycyjne. Są to papiery wartościowe, których liczba – w odróżnieniu od liczby jednostek uczestnictwa funduszy otwartych – jest stała i może się zmieniać tylko w przypadku nowych emisji lub wykupienia certyfikatów przez fundusz. Emisja certyfikatów inwestycyjnych odbywa się na zasadach podobnych do emisji akcji i podobnie jak akcje – certyfikaty inwestycyjne mogą być dopuszczone do publicznego obrotu i notowań giełdowych.

Fundusz inwestycyjny zamknięty może być utworzony również jako *fundusz szczególnego typu*. Ustawa przewiduje w tym zakresie: fundusz portfelowy, fundusz sekurytyzacyjny, fundusz aktywów niepublicznych.

Klasyfikacja, opracowana przez Europejską Federację Funduszy Inwestycyjnych i Towarzystw Inwestycyjnych (FEFSI) i przyjęta w Wiedniu 23 września 1998 r., wyróżnia na podstawie kryterium rynku, na jakim działa dany fundusz, następujące rodzaje: *fundusze rynku walutowego* – inwestują niemal wyłącznie w instrumenty rynku pieniężnego, *fundusze o ustalonym przychodzie* – lokują głównie w obligacje Skarbu Państwa, *fundusze zrównoważone* – dokonują lokat zarówno w instrumenty rynku pieniężnego i obligacje, jak i w akcje przedsiębiorstw na rynku giełdowym, *fundusze giełdowe* – inwestują głównie w akcje przedsiębiorstw⁸.

Powyższy podział nie wyczerpuje wszystkich możliwości dotyczących rodzaju lokat dokonywanych przez fundusze i nie uwzględnia wielu sytuacji występujących w praktycznej działalności funduszy. Niemniej jednak bardzo często stanowi on podstawę do dokonywania własnych, bardziej szczegółowych klasyfikacji.

Podział funduszy inwestycyjnych, działających na polskim rynku, proponowany jest przez Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami, która wymienia pięć rodzajów funduszy: *fundusze rynku pieniężnego*, *fundusze obligacji*, *fundusze stabilnego wzrostu*, *fundusze zrównoważone*, *fundusze akcji*⁹.

Kolejnym istotnym kryterium podziału funduszy inwestycyjnych jest geograficzny obszar ich działania. Możemy tu wyróżnić: *fundusze rynku krajowego* – inwestujące głównie na terenie danego kraju; *fundusze rynków zagranicznych* – inwestujące ponad 2/3 swoich aktywów w papierach wartościowych emitowanych za granicą, które można podzielić na: *regionalne* –

⁸ Internet: www.izfia.pl – Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami.

⁹ Tamże.

działające w określonym państwie lub regionie geograficznym, i *globalne* – lokujące aktywa bez ograniczeń, co do geograficznego położenia rynków.

Ze względu na pobierane opłaty manipulacyjne, fundusze możemy podzielić na: *fundusze typu load* – pobierające opłaty w wysokości określonej w statucie, przy czym opłaty te mogą być pobierane zarówno przy nabywaniu jednostek uczestnictwa, jak i przy ich umarzaniu, *fundusze typu no-load* – nie pobierające opłaty manipulacyjnej¹⁰.

Ze względu na sposób zarządzania aktywami można wyróżnić: *fundusze aktywnego zarządzania* – inwestujące na podstawie opinii analityków dokonujących wyboru lokat w ramach określonych statutem i z uwzględnieniem ich przewidywanej efektywności; *fundusze zarządzane pasywnie* – dążące do odwzorowania w posiadanym portfelu lokat wchodzących w skład określonego indeksu rynkowego; *fundusze aktywnej alokacji aktywów* – pozwalające na dokonywanie inwestycji na przemian w różne instrumenty finansowe (na przykład na przemian w akcje i obligacje) w zależności od aktualnej sytuacji rynkowej.

W publikacjach, dotyczących zagadnień teoretycznych związanych z funkcjonowaniem funduszy inwestycyjnych podejmowane są niekiedy próby ich systematyki, to jest podziału funduszy na grupy z uwzględnieniem wielu kryteriów klasyfikacji¹¹. Należy sobie bowiem zdawać sprawę z faktu, że o charakterze funduszu nie rozstrzyga jego nazwa ani nawet zapisy statutu, chociaż wskazują one obowiązujące rodzaje lokat, dokonywanych przez fundusz i minimalne lub maksymalne zaangażowanie funduszu w poszczególne rodzaje lokat (czyli tak zwane zasady dywersyfikacji). O charakterze funduszu decyduje przede wszystkim rzeczywiście realizowana polityka inwestycyjna.

RYNEK FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W POLSCE

Po pierwszym pełnym roku (1993) obecności funduszy inwestycyjnych na polskim rynku, wartość aktywów netto, zgromadzonych w jedynym funkcjonującym wówczas Towarzystwie Funduszy Inwestycyjnych, wynosiła 853 mln. zł i można stwierdzić, że przez kolejne 5 lat tempo przyrostu tej

¹⁰ Tamże, s. 28.

¹¹ G a b r y e l c z y k, dz. cyt., s. 133.

wielkości było raczej umiarkowane, a łączna kwota nie stanowiła poważnej siły na rynku finansowym (por. tab. 1. i wykres 1.).

Tab. 1. Dynamika zmian wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych w latach

Rok	WAN (mln.zł.)	Zmiana (mln.zł.)	Dynamika (%)
1993	853	-	-
1994	1 421	568	66,59
1995	695	-726	-51,09
1996	1 364	669	96,26
1997	1 895	531	38,93
1998	1 796	-99	-5,22
1999	3 186	1 390	77,39
2000	7 098	3 912	122,79
2001	12 121	5 023	70,77
2002	22 772	10 651	87,87
2003	32 971	10 199	44,79
2004	37 851	4 880	14,80
2005	61 413	23 562	62,25
2006	98 786	37 373	60,86

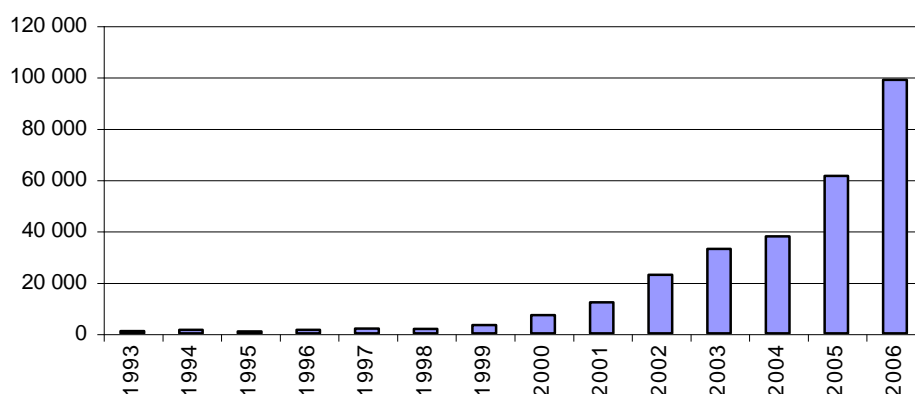
Źródło: Raporty roczne Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami.

Przełom nastąpił w roku 2000, kiedy aktywa netto wzrosły ponad dwukrotnie. W latach 2002 i 2003 wzrost środków zdeponowanych w polskich funduszach inwestycyjnych przekraczał w każdym roku 10 mld. zł. Duży wpływ na tę sytuację miało wprowadzenie w roku 2002 opodatkowania dochodów z tytułu przychodów kapitałowych (w tym lokat bankowych i tak już nisko oprocentowanych). Wyjątkiem w zakresie dynamiki przyrostu aktywów był rok 2004. Wzrosły one o niespełna 5 mld. zł, a dynamika wyniosła „tylko” 14,8%. Głównym czynnikiem tego była ogólna sytuacja polskiej gospodarki, a przede wszystkim załamanie tempa wzrostu gospodarczego i wzrost inflacji. Przyczyniło się do zwiększenia konkurencyjności lokat bankowych, co przede wszystkim spowodowane było inflacją i znacznym spadkiem notowań najpopularniejszych w tym czasie funduszy papierów dłużnych. Ponadto zaufanie klientów do funduszy inwestycyjnych zostało mocno zachwiane w wyniku silnej korekty na rynku akcji, jaka miała miejsce w miesiącach kwiecień-maj 2004 r.¹² Jednak w końcowych miesiącach

¹² Tamże, s. 168.

tego roku sytuacja na giełdzie uległa zmianie. Na rynek weszły nowe spółki, które wchłonęły znaczne kwoty oszczędności Polaków na rynku pierwotnym, z pominięciem funduszy inwestycyjnych.

Wykres 1. Wartość aktywów netto w latach 1993 – 2006 (w milionach złotych)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Raportów rocznych Izby Zarządzających Aktywami i Funduszami.

W latach 2005 i 2006 fundusze inwestycyjne zanotowały kolejne rekordy zarówno w zakresie wartości zarządzanych aktywów netto, jak i kwot ich przyrostu w poszczególnych latach. W 2006 roku niemal osiągnęły „magiczną” kwotę 100-mld. zł (została ona przekroczona już na początku stycznia 2007 r.), a przyrost wyniósł 60,86%. Przyczyniła się do tego przede wszystkim bardzo dobra koniunktura na rynku akcji oraz wzrost tempa rozwoju gospodarczego. Ponadto znacznemu rozszerzeniu, a szczególnie unowocześnieniu, uległa sieć dystrybucji jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Włączyły się w nią duże banki i firmy zajmujące się pośrednictwem i doradztwem finansowym. Powstają nowe produkty łączące ofertę funduszy inwestycyjnych i ofertę podmiotu prowadzącego dystrybucję (np. modne ostatnio „lokaty dwa w jednym”, czy też ubezpieczenia, łączone z lokowaniem oszczędności w funduszach inwestycyjnych). Ponadto nowe podmioty prowadzą dystrybucję nie tylko w swoich placówkach, ale stale rozszerzają i unowocześniają alternatywne kanały dystrybucji.

Tak duże przyrosty środków w funduszach inwestycyjnych wpłynęły wyraźnie na zmianę struktury oszczędności gospodarstw domowych w Polsce, a także na udział wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych w produk-

cie krajowym brutto. W tabeli 2. jako oszczędności ogółem przyjęto jedynie sumę środków zgromadzonych na rachunkach bankowych i w funduszach inwestycyjnych.

Tab. 2. Udział aktywów netto funduszy inwestycyjnych w produkcie krajowym brutto i oszczędnościach gospodarstw domowych w Polsce (mld. zł)

Nazwa funduszy	2001	2002	2003	2004	2005	2006
WAN funduszy inwestycyjnych	12,10	22,80	33,00	37,90	61,40	98,80
Wartość PKB	721,60	769,40	804,70	884,20	967,70	1.046,6
Udział WAN w PKB (%)	1,68	2,96	4,10	4,29	6,34	9,44
Oszczędności w bankach	224,50	216,90	212,60	209,80	220,80	223,1
Oszczędności ogółem	236,60	239,70	245,60	247,70	282,20	321,9
Udział funduszy w oszczędnościach (%)	5,11	9,51	13,44	15,30	21,76	30,7
Dynamika oszczędności ogółem (%)		101,31	102,46	100,86	113,93	114,07
Dynamika funduszy (%)		188,43	144,74	114,85	162,01	160,91

Źródło: Rocznik Statystyczny Głównego Urzędu Statystycznego 2005 i Raporty roczne Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami.

O ile w 2001 roku aktywa netto funduszy inwestycyjnych stanowiły nieco ponad 5% oszczędności zgromadzonych przez Polaków, o tyle w 2003 r. wskaźnik ten przekroczył 10%, a w 2006 r. ponad 30%. W dalszym ciągu jednak największą część oszczędności stanowią depozyty bankowe, a ich nominalna wartość kształtuje się na bardzo wysokim poziomie i ulega stosunkowo niewielkim zmianom.

Pomimo bardzo szybko rozwijającego się w Polsce w ostatnich latach rynku funduszy inwestycyjnych, pod względem wartości środków, zaangażowanych w tym segmencie, jesteśmy jeszcze w końcówce rankingu krajów europejskich. Według danych European Fun and Asset Management Association (EFAMA), w krajach europejskich, zrzeszonych w tej organizacji, aktywa netto, zgromadzone w funduszach inwestycyjnych na koniec 2005 r., wyniosły 6566 mld EUR, z tego w Polsce - 16 mld EUR (0,24% udziału). Pod względem kwoty nominalnej wyprzedzamy jedynie kraje o znacznie mniejszej liczbie ludności (Słowację, Czechy, Węgry oraz Lichtenstein). Największą wartością aktywów netto dysponują fundusze inwestycyjne, zarejestrowane w Luksemburgu, który można nazwać europejskim, (jeżeli nie

światowym) centrum tej działalności¹³. Wynika to z faktu, że według prawa obowiązującego w tym kraju, utworzenie organizacji zarządzającej funduszami oraz samych funduszy podlega mniej restrykcyjnym regułom, niż w innych państwach, a działanie funduszy jest dużo swobodniejsze, prostsze i tańsze. Powoduje to, że wiele towarzystw z innych państw przeniosło swoje siedziby wraz z zarządzanymi funduszami właśnie do Luksemburga i tam powstaje także najwięcej nowych towarzystw i funduszy, które inwestują jednak zgromadzone środki na całym świecie.

Na tle całego europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych Polska doskonale wygląda pod względem dynamiki przyrostu aktywów netto. W ciągu trzech lat (2003-2005) aktywa funduszy inwestycyjnych w Polsce wzrosły o 166,7%, podczas gdy dla całej Europy wskaźnik wzrostu za ten okres wyniósł 54,8%. Pod względem tempa przyrostu aktywów w latach 2003-2005, Polskę wyprzedziły jedynie Dania, Finlandia i Lichtenstein. Najwyższa dynamika aktywów netto w Polsce, dla wartości wyrażonych w euro, wystąpiła w 2005 r. Wyniosła ona 77,8%, czyli była ponad trzykrotnie wyższa od dynamiki aktywów netto we wszystkich monitorowanych krajach. Było to jednocześnie najwyższe tempo wzrostu spośród wszystkich tych krajów. Należy również zwrócić uwagę na dynamikę aktywów netto funduszy inwestycyjnych w Polsce w 2004 r. Ze względu na mniej korzystną sytuację gospodarczą, aktywa netto liczone w złotych wzrosły w porównaniu z rokiem poprzednim „jedynie” o 14,8%. Po przeliczeniu na walutę euro, dynamika osiągnęła „całkiem przyzwoity” poziom 28,6%, który również należał do jednych z najwyższych we wszystkich krajach europejskich.

Elementem, wyraźnie odróżniającym Polskę od wysoko rozwiniętych państw europejskich, są źródła wzrostu wartości aktywów netto w funduszach inwestycyjnych. Przyrost aktywów w tych państwach jest przede wszystkim efektem bardzo dobrych wyników zarządzania już zgromadzonymi środkami, natomiast w Polsce dominuje napływ nowych kapitałów, które dotychczas nie były zaangażowane w tę działalność, a często wręcz znajdowały się poza aktywnymi gałęziami rynku finansowego (np. w postaci oszczędności gotówkowych).

Istotnym elementem analizy rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych jest wartość aktywów netto zgromadzonych w funduszach przypadających na jednego mieszkańca kraju i występujące w tym zakresie tendencje i trendy. Na statystycznego mieszkańca naszego kraju w funduszach inwestycyjnych zainwestowano jedynie 414 EUR. Jest to wartość kilkadziesiąt razy mniejsza

¹³ Raporty roczne Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami.

od przeciętnej europejskiej – przeciętna wartość dla 22 państw, monitorowanych przez EFAMA, wynosiła 14400 EUR. Choć tempo przyrostu wartości aktywów na jednego mieszkańca w Polsce jest jedno z najwyższych – w latach 2003-2005 ten wskaźnik niemal się potroił¹⁴.

Na podstawie przedstawionych danych można stwierdzić, że Polska nie stanowi potęgi na rynku funduszy inwestycyjnych, jednak osiągnięty poziom aktywów netto, a przede wszystkim potencjalne możliwości dalszego rozwoju sprawiają, że jako rynek jesteśmy zauważalni dla większości dużych podmiotów związanych ze światowym rynkiem powierników. Stawia to dobre perspektywy przed przyszłością tej dziedziny działalności finansowej w naszym kraju.

ZAKOŃCZENIE

Polski rynek funduszy inwestycyjnych jest stosunkowo młody – pierwszy fundusz (wówczas zwany powierniczym) powstał w roku 1992. Początki były bardzo trudne, był to okres wzlotów i upadków. Przyczyną takiego stanu rzeczy była często nieświadomość tematu, mylenie pojęć (np. fundusz/giełda), a zwrot „ryzyko inwestycyjne” kojarzony był tylko i wyłącznie z możliwością poniesienia straty, bez jakiegokolwiek szansy na zysk. Na rozpowszechnienie funduszy inwestycyjnych, uświadomienie inwestorów o warunkach i zasadach ich funkcjonowania oraz przybliżenie klientom tematu funduszy, wpłynęło otwarcie okienek bankowych i przystosowanie ich do sprzedaży funduszy. Jako pierwszy uczynił to Bank Pekao S.A., sprzedając Fundusze Pioneer Pekao, co było trafnym posunięciem, gdyż pomogło to Towarzystwu Funduszy Inwestycyjnych Pioneer Pekao zająć czołowe miejsce wśród powstających później towarzystw, a marka „Pionner” rozpoznawalna jest wśród Polaków i uważana do dzisiaj za godną zaufania.

Fundusze, oferując szeroką ofertę produktów, mogą zaspokoić najbardziej wybredne gusta klientów, a wysokie zyski z inwestycji satysfakcjonują i wzmagają apetyt na coraz bardziej odważne inwestycje, oczekując na jeszcze lepsze wyniki. Obecnie rynek funduszy inwestycyjnych rozwija się bardzo dynamicznie i w niewiarygodnie szybkim tempie. Towarzystwa powstają jak grzyby po deszczu, a aktywa poszczególnych funduszy zwiększają

¹⁴ Raporty roczne Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami.

się z dnia na dzień. W funduszach inwestycyjnych oszczędza już prawie dwa miliony Polaków, a kwota zainwestowanych oszczędności w 2006 r. wynosiła niemal 100 miliardów złotych. Towarzystwa prześcigają się w tworzeniu nowych funduszy inwestujących na nieznanym dotąd rynkach, i tak powstają fundusze parasolowe, globalne itp. Uatrakcyjnijając ofertę funduszu łączy się go z lokatą lub polisą ubezpieczeniową, powstają programy oszczędnościowe, pracownicze i emerytalne na bazie funduszy.

Pomimo dynamicznego rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce i dostosowywania obowiązujących w tym zakresie przepisów do europejskich i światowych standardów, polskie prawo jest nadal skomplikowane, co w wielu przypadkach utrudnia tworzenie oraz swobodę działalności towarzystw i funduszy. Z uwagi na znaczny udział kapitału zagranicznego w większości towarzystw, grozi nam ich „emigracja” w szczególności do Luksemburgu. W epoce globalizacji nie stwarza to większego zagrożenia ani dla polskich inwestorów, ani dla polskiego rynku, na którym fundusze lokują swoje aktywa. Niemniej jednak z punktu widzenia interesu państwa polskiego (podatki od dochodów Towarzystw, funduszy i inwestorów) oraz polskiego rynku pracy – stanowi zdecydowanie niekorzystne zjawisko.

W zakresie przedmiotowej struktury rynku otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce, w najbliższym czasie należy spodziewać się szybkiego rozwoju funduszy „parasolowych”. Dzięki takiemu rozwiązaniu można korzystać z jednego funduszu bez względu na warunki rynkowe, nawet w bardzo długim okresie, bez konieczności płacenia podatku.

Jednocześnie na polskim rynku w bardzo szybkim tempie rośnie konkurencja pomiędzy powiernikami. Systematycznie wzrasta ilość zarówno towarzystw funduszy inwestycyjnych, jak i samych funduszy, a dynamika wielkości zgromadzonych w nich aktywów należy do najwyższych w Europie. Z punktu widzenia dalszego rozwoju funduszy, najistotniejsze są jednak źródła pochodzenia tych środków. Dotychczasowy wzrost następował głównie w wyniku dopływu do funduszy nowych kapitałów z innych segmentów rynku. Już w niedalekiej przyszłości aktywa funduszy będą przyrastały przede wszystkim dzięki jakości zarządzania oraz przepływowi środków pomiędzy funduszami różnych towarzystw.

Problemy dalszego rozwoju funduszy inwestycyjnych w Polsce jest jeszcze – jak widzimy – dużo i w obecnej chwili stanowią one mocne wyzwanie i szerokie pole poszukiwań szczególnie dla działalności o charakterze naukowym.

INVESTMENT FUNDS ON THE FINANCIAL MARKET**S u m m a r y**

The trust funds in develop countries are becoming more and more popular. On the base of represented dates it is possible to confirm that Poland is not so much powerful on the market o investments funds. But the obtained level of actives netto and potential of further development give us some hopes that we are becoming more marked for most part of world market of trusts.

Słowa Kluczowe: fundusze inwestycje, gospodarka, przedsiębiorstwo.

Key words: investment fund, economy, enterprise.