

# Aneta Malinowska

---

## Rynek usług zbiorowego inwestowania w Polsce i wybranych krajach europejskich w latach 2002-2008

---

International Journal of Management and Economics 25, 123-142

---

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach  
dozwolonego użytku.

Aneta Malinowska  
*Studium Doktoranckie*

## **Rynek usług zbiorowego inwestowania w Polsce i wybranych krajach europejskich w latach 2002–2008**

### **Wstęp**

Celem niniejszego opracowania jest analiza rynku usług zbiorowego inwestowania w Polsce i wybranych krajach europejskich w latach 2002–2007 i w trzecim kwartale roku 2008. Podstawowa teza opracowania brzmi: wzrost zainteresowania usługami zbiorowego inwestowania świadczonymi przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych nastąpił w latach 2002–2007, natomiast w trzecim kwartale 2008 r. spadło zainteresowanie powyższą formą lokowania środków pieniężnych. Analiza została przeprowadzona w oparciu o liczbę funduszy inwestycyjnych oraz wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych w Polsce oraz w wybranych krajach europejskich.

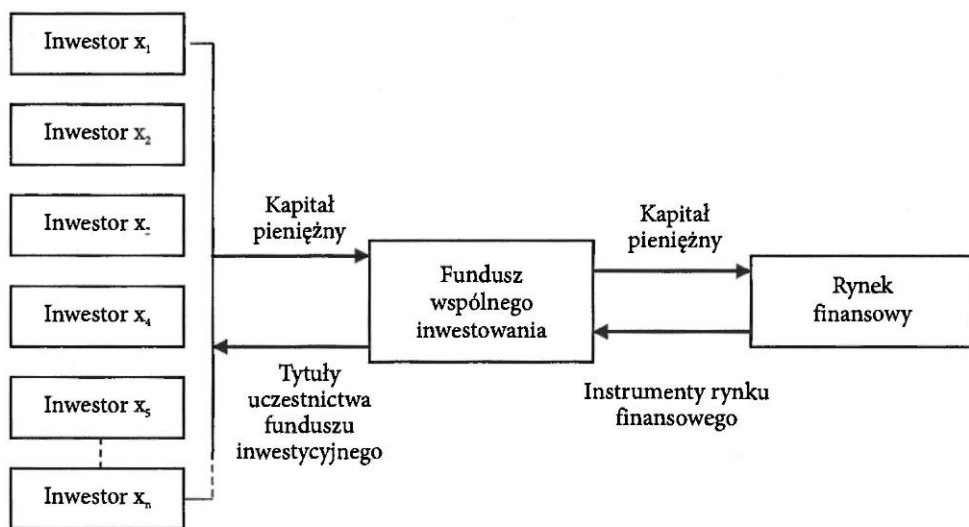
Usługi zbiorowego inwestowania środków pieniężnych w Polsce i w krajach europejskich stają się coraz bardziej popularną formą inwestowania środków pieniężnych. Fundusze inwestycyjne wykorzystywane są nie tylko w zarządzaniu finansami instytucji, ale również przez indywidualnych inwestorów, jako forma lokowania nadwyżki środków pieniężnych. W obu przypadkach skuteczne zarządzanie finansami wymaga coraz głębszej wiedzy i umiejętności, a także „wycucia rynku”, aby inwestować zgodnie z akceptowalnym przez siebie stopniem ryzyka inwestycyjnego oraz oczekiwaniami co do przyszłego zysku z inwestycji. W związku z rozwojem rynku usług świadczonych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych, aby dokonać najlepszego wyboru, inwestor zmuszony jest do coraz bardziej skomplikowanych analiz i porównań. W odpowiedzi na potrzeby rozwijającego się rynku profesjonalnie zarządzane fundusze inwestycyjne oferują możliwości inwestycji dla inwestorów dysponujących zróżnicowanymi zasobami pieniężnymi, różną wiedzą i doświadczeniem w zakresie inwestycji, dywersyfikując ryzyko inwestycyjne zgodnie z przyjętą polityką budowy portfela inwestycyjnego.

### **Istota funduszy inwestycyjnych**

„Fundusz inwestycyjny jest to pula środków finansowych wyodrębnionych w celu ich lokowania w sposób sformalizowany. Z prawnego punktu widzenia mamy do czy-

nienia z powierzeniem osobie fizycznej lub prawnej oszczędności innych osób, czyli powiernictwem. Powiernik inwestuje w swoim imieniu, ale ryzyko ponoszą podmioty i osoby, które powierzyły mu środki”<sup>1</sup>.

Fundusze inwestycyjne są formą lokowania środków pieniężnych w ramach wspólnego inwestowania. Idea wspólnego inwestowania polega na gromadzeniu wolnych środków pieniężnych, które po zainwestowaniu w fundusz inwestycyjny stają się jego aktywami. Otrzymane środki pieniężne inwestowane są np. w instrumenty finansowe w celu osiągnięcia korzyści finansowych dla inwestorów. Dzięki uczestnictwu w funduszu inwestycyjnym, przez zakup jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych inwestorzy partycypują w zyskach z instrumentów finansowych, które ze względu na np. wartość instrumentu nie byłyby dostępne dla pojedynczego inwestora. Fundusze inwestycyjne zarządzane są przez osoby o odpowiednich umiejętnościach inwestowania środków pieniężnych, dzięki czemu część inwestorów o wysokiej awersji do ryzyka lub niemających wystarczającej wiedzy dotyczącej inwestycji lub niezainteresowanych bezpośrednim zaangażowaniem w proces inwestycyjny jest skłonna wykorzystać ten rodzaj inwestycji.



**Rysunek 1. Realizacja idei wspólnego inwestowania**

Źródło: K. Gabryelczyk, Fundusze inwestycyjne, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 16.

Zasady tworzenia i działania funduszy inwestycyjnych mających siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zasady prowadzenia na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalności przez fundusze zagraniczne i spółki zarządzające określa ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (dalej ustawa). Zgodnie z ustawą

fundusz inwestycyjny 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 albo certyfikatów inwestycyjnych w określone w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe<sup>2</sup>.

W krajach Unii Europejskiej przyjęto jednolite prawodawstwo dotyczące tworzenia i działania funduszy inwestycyjnych. Podstawowym aktem prawnym jest dyrektywa Rady 85/611/EWG z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS). Dyrektywa ta była wielokrotnie zmieniana m.in. przez następujące przepisy prawa: dyrektywę 88/220/EWG Rady z dnia 22 marca 1988 r., dyrektywę 2001/107/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r., dyrektywę 2001/108/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r. W Polsce dyrektywy te zostały zaimplementowane w ustawie z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych.

Zgodnie z dyrektywą za UCITS uważa się przedsiębiorstwa, których jedynym celem jest zbiorowe inwestowanie w zbywalne papiery wartościowe i/lub w inne płynne aktywa finansowe kapitału pochodzącego od obywateli, które działają na zasadzie dywersyfikacji ryzyka, oraz których jednostki uczestnictwa są, na żądanie ich posiadaczy, odkupywane lub umarżane bezpośrednio lub pośrednio z aktywów tych przedsiębiorstw. Działania podjęte przez UCITS w celu zapewnienia, aby giełdowa wartość ich jednostek nie różniła się w znaczny sposób od ich nominalnej wartości netto, będzie uważane za równoznaczne z takim odkupieniem lub umorzeniem jednostek. Przedsiębiorstwa te utworzone są zgodnie z prawem: albo na podstawie prawa zobowiązań (jako wspólne fundusze zarządzane przez spółki zarządzające), albo na podstawie prawa powierniczego (jako fundusze powiernicze), albo na podstawie statutu (jako fundusze inwestycyjne)<sup>3</sup>.

Do podstawowych **zalet inwestycji w fundusze inwestycyjne** można zaliczyć: dywersyfikację portfela, profesjonalne zarządzanie powierzonymi środkami pieniężnymi, relatywnie niskie koszty działania na rynku kapitałowym, dużą płynność inwestycji oraz elastyczność wyboru strategii inwestycyjnej<sup>4</sup>. Należy podkreślić, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych prowadzi działalność ze szczególnym uwzględnieniem interesu uczestników, biorąc pod uwagę i przestrzegając zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego określonych w ustawie o funduszach inwestycyjnych<sup>5</sup>. Fundusze inwestycyjne umożliwiają ograniczenie ryzyka inwestycji przez dywersyfikację portfela instrumentów finansowych. Dywersyfikacja polega na rozproszeniu aktywów funduszu przez inwestycję w różne instrumenty finansowe w celu minimalizacji szczególnego ryzyka związanego z poszczególnymi instrumentami finansowymi, które są częścią składową portfela inwestycyjnego, i tym samym na minimalizacji ryzyka całego portfela inwestycyjnego oraz lokowaniu aktywów funduszu w papiery wartościowe wielu spółek działających w różnych branżach.

Inwestycja w fundusz jest korzystna dla uczestników danego funduszu inwestycyjnego z następujących powodów:

- wielkość posiadanych przez fundusz środków pieniężnych – fundusz inwestycyjny posiada znacznie więcej środków pieniężnych niż indywidualny inwestor, w związku z czym może przez dobór w portfelu odpowiedniej liczby instrumentów o różnicowanym ryzyku w większym stopniu rozproszyć ryzyko związane z poszczególnymi walorami niż indywidualny inwestor
- fundusze inwestycyjne jako inwestorzy instytucjonalni mogą lokować środki pieniężne w instrumenty finansowe, które są niedostępne dla indywidualnych inwestorów na rynku finansowym.

Inną zaletą funduszu inwestycyjnego jest bezpieczeństwo inwestycji, które oprócz dywersyfikacji portfela wynika również z nadzoru i prawnego uregulowania rynku funduszy inwestycyjnych, rozdzielności majątkowej funduszu i towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz depozytariusza, a także przejrzystości i powszechnej dostępności informacji. W sferze administracyjno-prawnej działalność funduszy inwestycyjnych podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego (KNF), który polega m.in. na wydawaniu zezwoleń na utworzenie funduszu inwestycyjnego, zmianę statutu, na nadzorowaniu wykonywania obowiązków informacyjnych, zatwierdzaniu prospektów emisyjnych. Poza nadzorem sprawowanym przez KNF fundusze inwestycyjne podlegają nadzorowi depozytariusza, czyli banku lub oddziału instytucji kredytowej mających siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, albo Krajowemu Depozytowi Papierów Wartościowych S.A. (KDPW S.A.), któremu na podstawie umowy powierzono prowadzenie rejestru aktywów funduszu. W ramach tego nadzoru ustalone zostały kategorie lokat, w jakie mogą być inwestowane środki funduszu inwestycyjnego (tzw. limity inwestycyjne funduszy)<sup>6</sup>.

Depozytariuszem<sup>7</sup> może być tylko bank z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, oddział zagranicznej instytucji kredytowej mający siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej albo Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.

Wybór depozytariusza przez fundusz zatwierdza KNF. Do podstawowych obowiązków depozytariusza należy przede wszystkim prowadzenie rejestru aktywów funduszu oraz kontrolowanie na bieżąco prawidłowości zarządzania funduszem i ustalania wartości aktywów netto funduszu, a także występowanie w imieniu uczestników funduszu na drodze sądowej z powództwem przeciwko towarzystwu<sup>8</sup>.

Decydując się na ulokowanie kapitału w fundusz inwestycyjny, inwestor powierza swoje środki wyspecjalizowanemu przedsiębiorstwu menedżerskiemu – towarzystwu funduszy inwestycyjnych, co może stanowić o przewadze funduszu inwestycyjnego nad indywidualnym inwestowaniem. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych są organami funduszy inwestycyjnych, mogącymi w świetle prawa tworzyć, zarządzać i występować w imieniu funduszy inwestycyjnych wobec osób trzecich<sup>9</sup>. Mogą tworzyć i zarządzać wieloma funduszami inwestycyjnymi jednocześnie. Każdy fundusz ma wyróżniającą nazwę i jego majątek jest zarządzany oddzielnie od innych funduszy inwestycyjnych<sup>10</sup>.

Dzięki takiej formie inwestycji uczestnik funduszu otrzymuje profesjonalną opiekę nad powierzonym funduszowi kapitałem, bez konieczności osobistego angażowania się w proces analizy i podejmowania decyzji dotyczących inwestycji, co może być znacznym utrudnieniem w przypadku inwestorów nieposiadających wystarczającej wiedzy, dostępu do informacji lub czasu na analizowanie rynku poszczególnych instrumentów finansowych i wyznaczanie trendów na rynku<sup>11</sup>. Ponadto fundusz inwestycyjny ma na bieżąco dostęp do wszystkich niezbędnych materiałów informacyjnych.

Wśród wad zbiorowego inwestowania środków pieniężnych poprzez fundusze inwestycyjne można wymienić m.in. pobieranie opłaty dystrybucyjnej, brak gwarancji osiągnięcia stopy zwrotu w przyszłości, brak bezpośredniego wpływu na inwestycję, możliwość pomyłki zarządzającego funduszem inwestycyjnym.

## Rodzaje funduszy inwestycyjnych

Istnieje wiele kryteriów podziału funduszy inwestycyjnych. Najczęściej spotykany w literaturze przedmiotu podział dokonywany jest według kryteriów prawnych i kryteriów ekonomicznych. Do kryteriów formalnoprawnych należą:

- 1) kryterium dopuszczalnych form prawno-organizacyjnych (fundusze inwestycyjne regulowane i fundusze inwestycyjne nieregulowane),
- 2) kryterium konstrukcji funduszu (fundusze otwarte, fundusze zamknięte i fundusze mieszane),
- 3) kryterium formy prawnej funduszu (fundusze statutowe i fundusze umowne),
- 4) kryterium typu inwestora (fundusze publiczne, fundusze specjalne i fundusze prywatne),
- 5) kryterium osobowości prawnej (fundusze inwestycyjne mające osobowość prawną i fundusze inwestycyjne niemające osobowości prawnej)<sup>12</sup>.

Wśród kryteriów ekonomicznych wyróżnia się:

- 1) kryterium polityki inwestycyjnej i stopnia ryzyka inwestycyjnego (fundusze akcyjne, fundusze hybrydowe, fundusze obligacyjne, fundusze rynku pieniężnego, fundusze wyspecjalizowane),
- 2) kryterium zasięgu geograficznego (fundusze inwestycyjne o zasięgu krajowym, fundusze inwestycyjne o zasięgu międzynarodowym, fundusze inwestycyjne bez określonego zasięgu geograficznego),
- 3) kryterium według sposobu zarządzania (fundusze zarządzane aktywnie, fundusze zarządzane pasywnie),
- 4) kryterium wysokości opłat i prowizji (fundusze prowizyjne, fundusze bezprowizyjne),
- 5) kryterium formy uczestnictwa w dochodach<sup>13</sup>.

Ze względu na zaprezentowaną w dalszych punktach opracowania analizę rynku w podziale na prowadzoną politykę inwestowania, metod alokacji aktywów funduszy

i stopnia ryzyka inwestycyjnego, poniżej zostanie zaprezentowany podział funduszy według kryterium polityki inwestycyjnej i stopnia ryzyka inwestycyjnego.

W ramach podziału według kryterium polityki inwestycyjnej i stopnia ryzyka wyróżnia się fundusze akcyjne, fundusze hybrydowe, fundusze obligacyjne, fundusze rynku pieniężnego oraz fundusze wyspecjalizowane.

W przypadku **funduszy inwestycyjnych akcyjnych**, w których portfelu największą część stanowią akcje, celem jest osiągnięcie jak najwyższego zysku przy stosunkowo wysokim ryzyku inwestycyjnym. W czasie hossy na rynku akcji fundusze akcyjne mogą osiągać bardzo wysokie stopy zwrotu z inwestycji, natomiast w okresie niekorzystnej koniunktury tytuły uczestnictwa funduszy akcyjnych mogą obniżyć swoją wartość.

Wśród funduszy akcyjnych wyróżnia się:

- Fundusze wzrostu (w tym agresywnego wzrostu). Najbardziej ryzykowne fundusze spośród akcyjnych, skierowane na osiągnięcie maksymalnego przyrostu wartości kapitału. Cechą charakterystyczną jest dokonywanie inwestycji w akcje nowych spółek, które nie były dotychczas znane inwestorom, lub w spółki wzrostowe z rynku pozagiełdowego.
- Fundusze dochodu z kapitału. Portfel budowany jest w oparciu o niedoszacowanie danej spółki ze względu na bieżące dochody, dywidendy, przepływy środków pieniężnych i wartość aktywów. Charakteryzują się niższym ryzykiem ze względu na inwestycje w spółki o relatywnie dobrej pozycji na rynku, wypłacające akcjonariuszom dywidendę.
- Fundusze wzrostu i dochodu z kapitału – środki inwestowane są w spółki akcyjne, tzw. *blue chips*: duże spółki giełdowe, cieszące się zaufaniem inwestorów, o dobrej sytuacji finansowej, dużej kapitalizacji i płynności, o stosunkowo stabilnym kursie oraz regularnie wypłacające dywidendę.
- Fundusze indeksowe oparte na inwestycjach w papiery wartościowe odzwierciedlające indeksy rynku.

W portfelu **funduszy mieszanych (hybrydowych)** znajdują się zarówno akcje, jak i obligacje, których udział jest zależny od ryzyka przyjętego dla danego funduszu. Wśród funduszy mieszanych wyróżnia się fundusze stabilnego wzrostu, lokujące do 40% aktywów w akcje a pozostałe ok. 60% aktywów w papiery dłużne, oraz fundusze zrównoważone, inwestujące 40–60 % środków w akcje i pozostałą część portfela w papiery dłużne, głównie w obligacje.

W przypadku **funduszy dłużnych (obligacji)** kapitał inwestowany jest w dłużne papiery wartościowe (głównie w obligacje skarbowe, komunalne i przedsiębiorstw). Strategia funduszu zależy od rodzaju obligacji i stopnia ryzyka danej inwestycji. Inwestycje dokonywane są w obligacje cechujące się najniższym poziomem ryzyka, takie jak obligacje skarbu państwa lub obligacje emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, a także w obligacje przedsiębiorstw cechujące się wyższym ryzykiem inwestycyjnym.

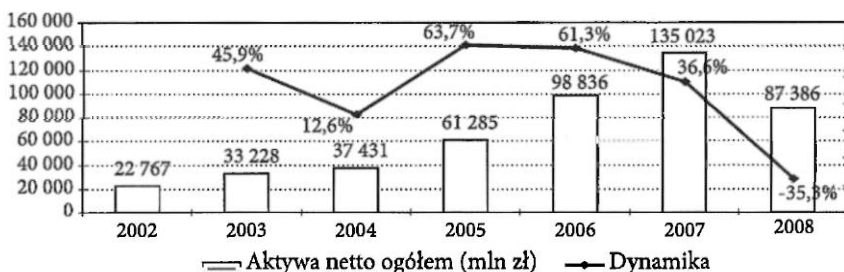
W **funduszach rynku pieniężnego** dokonywane są inwestycje w instrumenty dłużne, których termin zapadalności nie przekracza jednego roku, tj. bony skarbowe i pieniężne,

bankowe papiery wartościowe (certyfikaty depozytowe, bony oszczędnościowe etc.), krótkoterminowe weksle komercyjne, lokaty bankowe oraz instrumenty o podobnym charakterze. Są to fundusze charakteryzujące się stabilnym dochodem<sup>14</sup>.

**Fundusze alternatywne (wyspecjalizowane)** mają wyspecjalizowaną politykę inwestycyjną opartą na lokowaniu środków pieniężnych w spółki z wybranej branży oraz w inne niż opisane dotychczas aktywa. Do takich funduszy możemy zaliczyć fundusze branżowe (lokujące środki w papiery wartościowe podmiotów działających w wybranych gałęziach gospodarki), fundusze nieruchomości (głównie fundusze zamknięte), fundusze *private equity/venture capital* (lokujące aktywa funduszu w przedsięwzięcia o wysokim ryzyku) oraz fundusze hedgingowe i fundusze funduszy (budujące portfele z tytułów uczestnictwa wielu funduszy hedgingowych)<sup>15</sup>.

## Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2002–2008 w podziale na rodzaje funduszy

**Aktywa netto funduszy inwestycyjnych w podziale na rodzaje funduszy.** W latach 2002–2007 suma aktywów netto funduszy inwestycyjnych w Polsce stale rosła. W 2002 r. aktywa netto polskich funduszy wynosiły 22 767 mln zł, by na koniec 2007 r. osiągnąć wartość 135 023 mln zł, co oznacza prawie sześciokrotny wzrost. Największa dynamika sumy aktywów netto, podobnie jak w przypadku liczby funduszy, miała miejsce w latach 2005–2006 – odpowiednio 63,7 i 61,3%. W trzecim kwartale 2008 r. zaobserwowano natomiast znaczny (ponad 35%) spadek aktywów netto. Na koniec trzeciego kwartału 2008 r. suma aktywów netto wszystkich rodzajów funduszy wyniosła 87 386 mln zł.



**Rysunek 2. Dynamika zmian aktywów netto funduszy inwestycyjnych w latach 2002–2007 i w III kwartale 2008 r.**

Źródło: Aktywa netto funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1992–2006 (stan na koniec grudnia odpowiedniego roku w mln zł) i Aktywa funduszy inwestycyjnych 30.09.2008, [www.izfa.pl](http://www.izfa.pl) (20.01.2009).

Analizując dynamikę zmian poziomu aktywów netto w podziale na rodzaje funduszy, należy stwierdzić, że obserwowana korelacja aktywów netto ogółem oraz całkowitej



liczby funduszy nie występuje dla wszystkich ich rodzajów. Powstanie czy też likwidacja funduszu jest procesem długotrwałym, natomiast aktywa zmieniają się w sposób znacznie bardziej płynny i dynamiczny. W niektórych przypadkach nawet przy wzroście liczby funduszy można zaobserwować spadek ich aktywów netto. Taka sytuacja miała miejsce m.in. w roku 2004 w stosunku do roku 2003 i w roku 2006 w stosunku do roku 2005. We wskazanych latach duża część aktywów funduszy obligacji została przeniesiona do bardziej ryzykownych i umożliwiających uzyskanie wyższej stopy zwrotu spośród badanych rodzajów funduszy inwestycyjnych, tj. funduszy mieszanych i akcyjnych. Sytuacja uległa odwróceniu w trzecim kwartale 2008 r. Trwająca od lipca 2007 r. bessy na rynku akcji doprowadziła do zmniejszenia wartości aktywów netto funduszy akcyjnych i mieszanych. Po pierwsze, spadek ten został spowodowany spadkiem wycen giełdowych spółek, których akcje wchodziły w skład portfela funduszy, po drugie zaobserwowano znaczną liczbę umorzeń jednostek uczestnictwa. Inwestorzy, którzy jeszcze w 2007 r. chętnie kupowali jednostki uczestnictwa w ryzykownych funduszach akcji i mieszanych, bazując być może na opinii doradców i spektakularnych wynikach historycznych, zaczęli je w szybkim tempie umarzać<sup>16</sup>.

**Tabela 1. Aktywa netto funduszy inwestycyjnych w Polsce w podziale na rodzaje funduszy w latach 2002–2007 i w III kwartale 2008 r. (mln zł)**

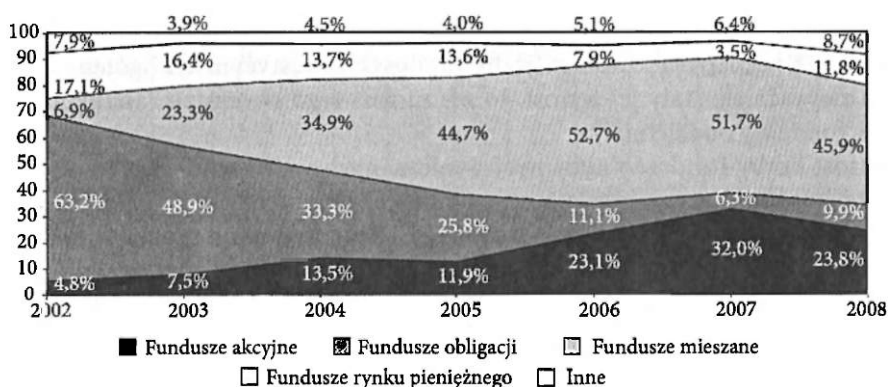
Wyszczególnienie	2002		2003		2004		2005		2006		2007		III kw.2008	
	wartość	udział %	wartość	udział %	wartość	udział %	wartość	udział %	wartość	udział %	wartość	udział %	wartość	udział %
Fundusze akcyjne	1 093	4,8	2 483	7,5	5 071	13,5	7 293	11,9	22 870	23,1	43 199	32,0	20 755	23,8
Fundusze obligacji	14 398	63,2	16 245	48,9	12 480	33,3	15 800	25,8	11 001	11,1	8 540	6,3	8 626	9,9
Fundusze mieszane	1 582	6,9	7 755	23,3	13 065	34,9	27 388	44,7	52 063	52,7	69 856	51,7	40 081	45,9
Fundusze rynku pieniężnego	3 892	17,1	5 440	16,4	5 115	13,7	8 348	13,6	7 837	7,9	8 674	6,4	10 354	11,8
Inne	1 802	7,9	1 305	3,9	1 700	4,5	2 456	4,0	5 065	5,1	4 754	3,5	7 570	8,7
Aktywa netto ogółem	22 767	100,0	33 228	100,0	37 431	100,0	61 285	100,0	98 836	100,0	135 023	100,0	87 386	100,0

Źródło: Aktywa netto funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1992–2006 (stan na koniec grudnia odpowiedniego roku w mln zł) i Aktywa funduszy inwestycyjnych 30.09.2008, [www.izfa.pl](http://www.izfa.pl) (20.01.2009).

W latach 2002–2007 najbardziej wzrosły aktywa funduszy mieszanych oraz akcyjnych – w roku 2002 wynosiły odpowiednio 1582 mln zł oraz 1093 mln zł,

a w 2007 r. 69 856 mln zł i 43 199 mln zł. Wzrost ten odbył się zarówno kosztem odpływu aktywów z funduszy obligacji oraz funduszy rynku pieniężnego, których udział w aktywach netto ogółem systematycznie spadał, jak również na skutek dynamicznego dopływu nowych środków do funduszy mieszanych i akcyjnych. W 2002 r. udział funduszy obligacji łącznie z udziałem funduszy rynku pieniężnego wynosił 80,3%, a w 2007 r. tylko 12,7%. Natomiast zgodnie ze stanem na koniec trzeciego kwartału 2008 r. tendencja ta uległa odwróceniu – udział funduszy obligacji łącznie z udziałem funduszy rynku pieniężnego wynosił 21,7%.

Wzrost udziału aktywów netto funduszy mieszanych oraz akcyjnych wynikał z utrzymującej się do lipca 2007 r. dobrej koniunktury na rynku akcji. Gdy porównuje się dwunastomiesięczne stopy zwrotu z inwestycji w tamtym okresie w różnego rodzaju fundusze widać olbrzymią dysproporcję. Przykładowo w latach 2003–2007 przeciętne roczne stopy zwrotu funduszy akcyjnych i mieszanych osiągnęły kilkadziesiąt procent, a funduszy obligacji i rynku pieniężnego tylko kilka procent. W takiej sytuacji na rynku funduszy nawet osoby o dużej awersji do ryzyka przeniosły swoje oszczędności do bardziej ryzykownych funduszy. Sytuacja ta diametralnie zmieniła się w trzecim kwartale 2008 r. Po drastycznym spadku wartości akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) (indeks szerokiego rynku – WIG obniżył się od szczytów hossy do końca września 2008 r. o 45%) stopniała również wartość aktywów funduszy inwestujących na tym rynku.



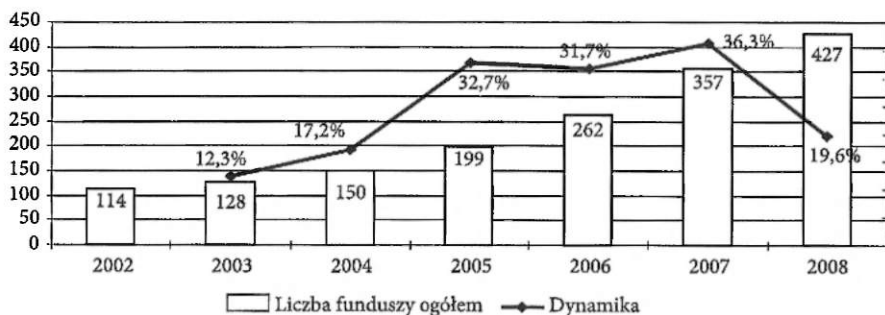
Rysunek 3. Struktura aktywów netto funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2002–2007 i w III kwartale 2008 r. (%)

Źródło: Jak w rys. 2.

**Liczba funduszy inwestycyjnych w podziale na rodzaje funduszy.** Ogólna liczba funduszy inwestycyjnych w latach 2002–2007 i trzecim kwartale 2008 r. wykazywała stałą tendencję wzrostową. W 2002 r. zarejestrowanych w Polsce było tylko 114 fundu-

szy, natomiast na koniec trzeciego kwartału 2008 r. już 427, co oznacza wzrost o prawie 275%. Liczba funduszy ogółem wykazuje pozytywną korelację z opisaną w poprzednim rozdziale sumą aktywów netto. W całym badanym okresie współczynnik korelacji wyniósł 0,84 (a przy badaniu tylko lat 2002–2007 był równy 1).

Największą dynamikę (powyżej 30% rok do roku) zaobserwowano w latach 2005–2007. Zgodnie ze stanem na koniec trzeciego kwartału 2008 r. w stosunku do 2007 r. liczba funduszy wzrosła o około 19,6% (czyli o 70 funduszy).



Rysunek 4. Dynamika liczby funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2002–2007 i w III kwartale 2008 r.

Źródło: Jak w rys. 2.

Mimo że rozpatrując zmiany liczby funduszy inwestycyjnych ogółem w danym okresie zauważa się stały jej wzrost, to nie można tego stwierdzić, analizując każdy z typów funduszy oddzielnie.

Wzrost liczby funduszy akcyjnych i mieszanych w znacznej mierze uwarunkowany jest koniunkturą giełdową. Przy czym należy pamiętać, że powstanie funduszu inwestycyjnego wymaga wszczęcia stosownych długotrwałych procedur, w tym uzyskania licencji Komisji Nadzoru Finansowego. Z tego powodu znaczny wzrost liczby funduszy inwestycyjnych odnotowano dopiero w 2005 r., mimo że koniec spadków na GPW zgodnie z indeksem WIG zaobserwowano już w lipcu 2001 r., a stabilny wzrost indeksu można zauważyć od października 2002 r. W 2005 r. w stosunku do 2004 r. liczba funduszy akcyjnych wzrosła o 21,4% do 34, natomiast liczba funduszy mieszanych o 79,4% i osiągnęła liczbę 61. W latach 2006–2007 i w trzecim kwartale 2008 r. dynamiczny wzrost liczby tych funduszy trwał nadal, mimo że początek bessy na szerokim rynku zaobserwowano już w lipcu 2007 r. (indeks WIG osiągnął szczyt w dniu 6 lipca 2007 r.). Przyczyną tak dobrej dynamiki mogła być pewna inercja procesu tworzenia funduszy. Prawdopodobnie prace nad ich utworzeniem rozpoczęły się jeszcze podczas hossy.

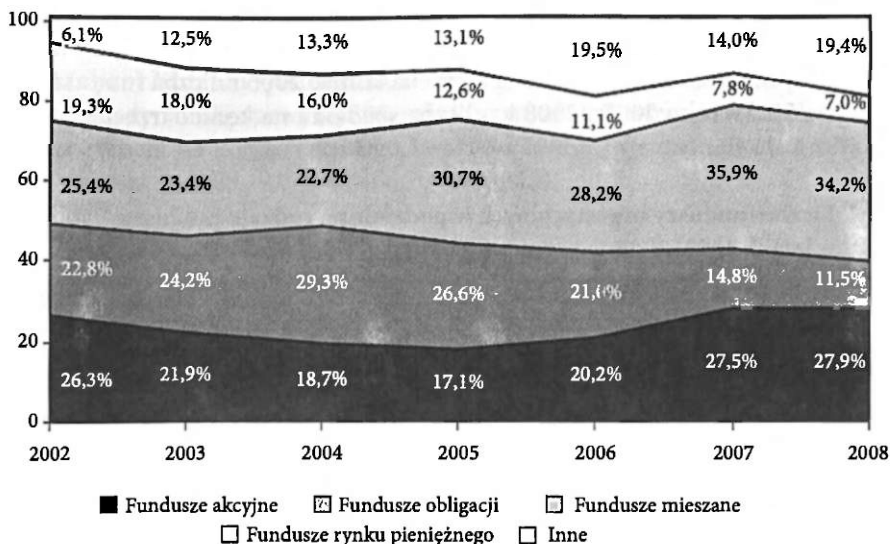
W latach 2002–2005 dość dynamicznie rosła także liczba funduszy obligacji (w 2002 r. było ich 26, natomiast w 2006 r. już 55), jednakże trwająca hossa na giełdzie spowodowała w 2007 r. zahamowanie wzrostu liczby funduszy obligacji na rzecz funduszy akcyjnych i mieszanych. Według stanu na koniec 2006 r. liczba funduszy obligacji wyniosła 55. W roku 2007 i 2008 ich liczba spadała i na koniec trzeciego kwartału 2008 r. wyniosła 49.

**Tabela 2. Liczba funduszy inwestycyjnych w podziale na rodzaje funduszy w latach 2002–2008**

Wyszczególnienie	2002		2003		2004		2005		2006		2007		III kw. 2008	
	liczba	%	liczba	%	liczba	%	liczba	%	liczba	%	liczba	%	liczba	%
Fundusze akcyjne	30	26,3	28	21,9	28	18,7	34	17,1	53	20,2	98	27,5	119	27,9
Fundusze obligacji	26	22,8	31	24,2	44	29,3	53	26,6	55	21,0	53	14,8	49	11,5
Fundusze mieszane	29	25,4	30	23,4	34	22,7	61	30,7	74	28,2	128	35,9	146	34,2
Fundusze rynku pieniężnego	22	19,3	23	18,0	24	16,0	25	12,6	29	11,1	28	7,8	30	7,0
Inne	7	6,1	16	12,5	20	13,3	26	13,1	51	19,5	50	14,0	83	19,4
Liczba funduszy ogółem	114	100,0	128	100,0	150	100,0	199	100,0	262	100,0	357	100,0	427	100,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Liczba towarzystw funduszy inwestycyjnych oraz funduszy inwestycyjnych w latach 1992–2006 i Aktywa funduszy inwestycyjnych 30.09.2008, [www.izfa.pl](http://www.izfa.pl) (20.01.2009).

W latach 2002–2007 i trzecim kwartale 2008 roku jedynie udział liczby funduszy rynku pieniężnego w liczbie funduszy inwestycyjnych ogółem wykazywał stałą spadkową tendencję. Udział funduszy mieszanych, obligacji oraz akcyjnych charakteryzował się dość znaczną zmiennością. W latach 2002–2004 obserwowaliśmy stały wzrost liczby funduszy obligacji oraz spadek udziału liczby funduszy akcyjnych i mieszanych, co można tłumaczyć efektem pamięci słabej koniunktury giełdowej oraz dużą awersją do ryzyka osób lokujących swoje oszczędności. Sytuacja odmieniła się znacząco w latach 2005–2007 i trzecim kwartale 2008 r. Wzrósł wtedy udział funduszy mieszanych, ale także i akcyjnych (w trzecim kwartale 2008 r. odpowiednio 34,2% i 27,9%) kosztem głównie funduszy obligacji.



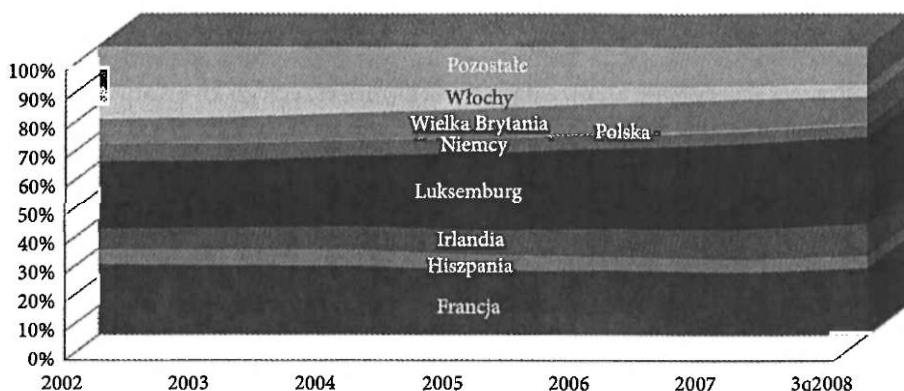
Rysunek 5. Struktura funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2002–2007 i w III kwartale 2008 r. (%)

Źródło: Jak w rys. 2.

## Rynek funduszy inwestycyjnych w wybranych krajach Europy

Do opisu funduszy inwestycyjnych krajów Europy wzięto pod uwagę fundusze inwestycyjne mające siedzibę w następujących krajach: Austria, Belgia, Czechy, Dania, Finlandia, Francja, Niemcy, Grecja, Węgry, Irlandia, Włochy, Lichtenstein, Luksemburg, Holandia, Norwegia, Polska, Portugalia, Słowacja, Hiszpania, Szwecja, Szwajcaria, Turcja i Wielka Brytania. Analizie poddano następujące rodzaje funduszy: akcyjne, obligacji, mieszane, rynku pieniężnego.

**Aktywa netto funduszy inwestycyjnych w podziale na wybrane kraje europejskie.** Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych ogółem wzrosła z poziomu 4 241 421 mln euro w 2002 r. do poziomu 6 160 328 mln euro w 2007 r., by na koniec trzeciego kwartału 2008 r. spaść do poziomu 5 181 159 mln euro. Do analizy udziału poszczególnych krajów w wartości aktywów netto ogółem w krajach europejskich zostały wybrane kraje, które chociaż raz w badanym okresie osiągnęły 5-procentowy udział wartości aktywów funduszy inwestycyjnych w wartości aktywów ogółem (łącznie 7) oraz Polska. Wśród tych krajów znalazły się: Luksemburg, Francja, Wielka Brytania, Irlandia, Włochy, Hiszpania, Niemcy.



**Rysunek 6. Udział aktywów netto funduszy inwestycyjnych w podziale na poszczególne kraje w latach 2002–2007 i w III kwartale 2008 r.**

Zródło: Opracowanie własne na podstawie Table 3. Net Assets of the European UCITS Industry; Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter and Results for Full - Year dla la 2003–2007 oraz Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2008, [www.efama.org](http://www.efama.org) (20.01.2009).

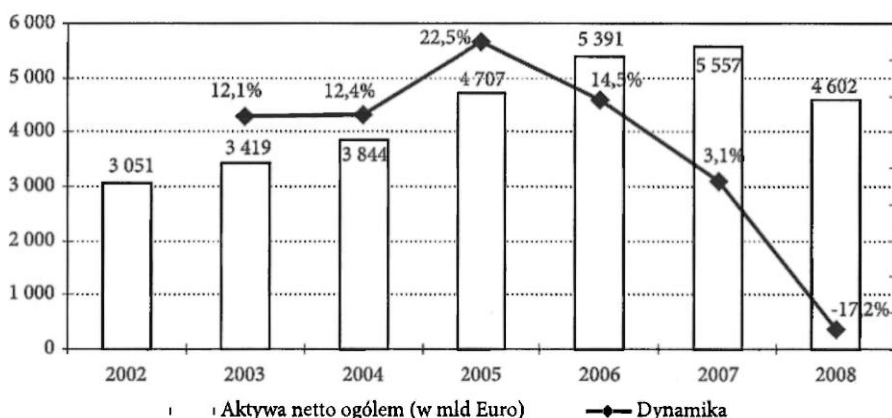
W analizowanym okresie największy udział miały fundusze inwestycyjne z siedzibą we Francji i Luksemburgu. Udział aktywów funduszy inwestycyjnych we Francji w ogólnej liczbie aktywów utrzymywał się na dość stabilnym poziomie. W latach 2002–2004 stanowił 24% wartości aktywów ogółem, by w latach 2005–2007 spaść do poziomu około 22% i zgodnie z danymi za trzeci kwartał 2008 r. osiągnąć ponad 23%. Odmienną tendencję można zaobserwować na podstawie danych z Luksemburga – kraju, który obok Francji zgromadził najwięcej aktywów w funduszach inwestycyjnych tam zlokalizowanych. Udział aktywów zgromadzonych w luksemburskich funduszach w stosunku do aktywów zgromadzonych w ogólnej liczbie aktywów charakteryzuje się permanentną tendencją wzrostową. O ile w 2002 r. fundusze luksemburskie zgromadziły 766 539 mln euro, co stanowiło 23,31% aktywów funduszy europejskich i stawiało Luksemburg na drugim miejscu po Francji, o tyle na koniec trzeciego kwartału 2008 r. w Luksemburgu zgromadzono 1 558 850 mln euro, co stanowiło 30,09% aktywów ogółem. Innymi krajami, których udział był bardzo znaczący w całym okresie, były Wielka Brytania oraz Irlandia. Udział aktywów funduszy irlandzkich, podobnie jak tych zlokalizowanych w Luksemburgu, stale rósł w badanym okresie i na koniec trzeciego kwartału 2008 r. stanowił 11,17% aktywów ogółem. Udział aktywów funduszy z Wielkiej Brytanii rósł systematycznie do 2006 r. i osiągnął 10,63% aktywów ogółem, by później delikatnie spaść do poziomu 9,28% aktywów ogółem na koniec trzeciego kwartału 2008 r.

Udział polskich funduszy w latach 2002–2007, choć był na nominalnie niewielkim poziomie (w porównaniu z rozwiniętymi rynkami), to rósł dynamicznie. W 2002 r. suma aktywów zgromadzonych w Polsce stanowiła jedynie 0,16% aktywów europejskich, by na koniec 2007 r. osiągnąć wielkość 0,50% aktywów ogółem, co stanowi ponad trzy-

krotny wzrost. Na koniec trzeciego kwartału 2008 r. udział funduszy zlokalizowanych w Polsce spadł do 0,37%.

Ciekawa jest szczególnie analiza danych na koniec trzeciego kwartału 2008 r. w stosunku do danych na koniec 2007 r. Pokazuje ona, jak ogólnoeuropejski kryzys finansowy wpływa na poszczególne rynki. Łatwo można zauważyć, że w badanej próbie w takiej sytuacji mniejszy odpływ środków pieniężnych obserwujemy z rynków dużych – dobrze rozwiniętych, tj. Francji i Luksemburga. Udział aktywów funduszy zlokalizowanych w tych krajach zwiększył się w czasach kryzysu, mimo spadku sumy aktywów, który dotknął wszystkie kraje. Udział funduszy zlokalizowanych w Polsce (mniejszym rynku w porównaniu z wysoko rozwiniętymi krajami Europy) uległ natomiast zmniejszeniu. Na koniec trzeciego kwartału 2008 r. zmniejszył się w stosunku do końca 2007 r. o ponad  $\frac{1}{4}$ .

**Aktywa netto funduszy inwestycyjnych w podziale na rodzaje funduszy<sup>17</sup>.** Podobnie jak w przypadku aktywów netto funduszy inwestycyjnych w Polsce, suma aktywów netto funduszy inwestycyjnych z opisywanych krajów Europy w latach 2002–2007 wykazywała tendencję rosnącą. W latach 2002–2004 widać stabilny wzrost na poziomie niewiele ponad 12% w stosunku do roku poprzedniego. Dynamika zmian wyraźnie zwiększyła się w roku 2005, w którym wartość aktywów wzrosła o 22,5% do roku 2004 i był to najwyższy wzrost w badanym okresie. W trzecim kwartale 2008 r. aktywa netto funduszy znacznie spadły (ponad 17%), i na koniec trzeciego kwartału 2008 r. wynosiły



**Rysunek 7. Dynamika zmian aktywów netto funduszy inwestycyjnych w latach 2002–2007 i w III kwartale 2008 r.**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Table 2. Breakdown of UCITS Assets by Category Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter and Results for Full – Year dla lat 2003–2007 oraz Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2008, [www.efama.org](http://www.efama.org) (20.01.2009).

4602 mld euro. Spadek ten był skutkiem ogólnoświatowego kryzysu finansowego, który znacząco obniżył wyceny spółek.

**Tabela 3. Dynamika zmian aktywów netto funduszy inwestycyjnych w podziale na rodzaje funduszy w latach 2002–2007 i III kwartale 2008 r. (%)**

Wyszczególnienie	2002/2003	2003/2004	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2007/III kw. 2008
Fundusze akcyjne	19,8	15,6	35,5	22,0	0,2	-32,6
Fundusze obligacji	8,3	1,1	13,9	5,1	-3,4	-15,1
Fundusze mieszane	8,5	10,0	23,0	25,8	7,0	-14,3
Fundusze rynku pieniężnego	8,6	19,5	5,5	-0,1	8,3	14,2
Inne	9,1	65,5	56,1	27,6	28,2	-14,6
Aktywa netto ogółem	12,1	12,4	22,5	14,5	3,1	-17,2

Dynamika została obliczona według wzoru:  $(n - [n-1]) / [n-1]$ , gdzie n – rok bieżący.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Table 2. Breakdown of UCITS Assets by Category Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter and Results for Full - Year dla lat 2003–2007 oraz Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2008, [www.efama.org](http://www.efama.org) (20.01.2009).

W dynamice zmian aktywów funduszy w podziale na rodzaj funduszu można zauważyć, że największe zmiany w wartości aktywów netto zaszyły w funduszach akcyjnych oraz grupie oznaczonej jako inne. W związku z małym udziałem grupy funduszy oznaczonych jako inne w wartości aktywów funduszy ogółem analiza zmian ich aktywów nie została dokonana. Największa dynamika zmian w aktywach funduszy akcyjnych nastąpiła w 2005 r. do 2004 r. i wyniosła 35,5%. Prawie równie istotna zmiana (w wartościach bezwzględnych) nastąpiła w trzecim kwartale 2008 r. w porównaniu z 2007 r. i wyniosła (- 32,6%).

Zmiany wartości aktywów funduszy mieszanych charakteryzowały się podobną tendencją jak zmiany wartości funduszy akcji – wartość aktywów dynamicznie rosła do 2007 r., by na skutek zaobserwowanych przecen na opisywanych rynkach Europy spaść w trzecim kwartale 2008 r.

Jeśli chodzi o inne grupy funduszy, tj. fundusze obligacji i rynku pieniężnego, to choć wartość ich aktywów netto rosła, wzrost ten charakteryzował się niższą dynamiką. Doprowadziło to do sukcesywnego zmniejszenia udziału aktywów netto tych funduszy w ogólnej liczbie aktywów.

Z analizy udziału wartości aktywów funduszy ogółem wyraźnie widać, że udział aktywów funduszy akcyjnych wykazuje tendencję wzrostową z poziomu 31,8% aktywów ogółem w 2002 r. do 40,1% udziału w 2007 r. przy jednoczesnym spadku udziału aktywów funduszy obligacji w aktywach ogółem z 31,3% w 2002 r. do 21,7% w 2007 r. W 2007 r. można



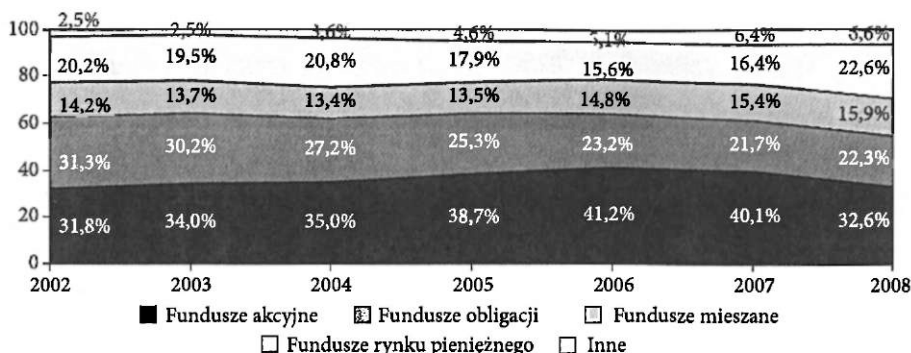
**Tabela 4. Aktywa netto funduszy inwestycyjnych w podziale na rodzaje funduszy w latach 2002–2007 i w III kwartale 2008 r. (mld euro i %)**

Wyszczególnienie	2002		2003		2004		2005		2006		2007		III kw. 2008	
	mld euro	%	mld euro	%	mld euro	%	mld euro	%	mld euro	%	mld euro	%	mld euro	%
Fundusze akcyjne	971	31,8	1163	34,0	1345	35,0	1822	38,7	2222	41,2	2227	40,1	1500	32,6
Fundusze obligacji	955	31,3	1034	30,2	1045	27,2	1190	25,3	1251	23,2	1208	21,7	1025	22,3
Fundusze mieszane	433	14,2	470	13,7	517	13,4	636	13,5	800	14,8	856	15,4	734	15,9
Fundusze rynku pieniężnego	615	20,2	668	19,5	798	20,8	842	17,9	841	15,6	911	16,4	1040	22,6
Inne	77	2,5	84	2,5	139	3,6	217	4,6	277	5,1	355	6,4	303	6,6
Aktywa netto ogółem	3051	100,0	3419	100,0	3844	100,0	4707	100,0	5391	100,0	5557	100,0	4602	100,0

Źródło: Jak w tab. 3.

zauważyć niewielki spadek udziału aktywów funduszy akcyjnych i funduszy obligacji w stosunku do 2006 r., który odpowiednio wynosił: dla funduszy akcji z 41,2% do 40,1% oraz funduszy obligacji z 23,2% do 21,7%. W trzecim kwartale 2008 r. nastąpił wyraźny spadek udziału aktywów akcji (z 40,1% w 2007 r. do 32,6% w trzecim kwartale 2008 r.) z jednoczesnym wzrostem udziału funduszy rynku pieniężnego (z 16,4% w 2007 r. do 22,6% w trzecim kwartale 2008 r.). Aktywa funduszy oznaczonych jako inne, podobnie jak aktywa funduszy akcyjnych, wykazały rosnący udział w aktywach ogółem funduszy inwestycyjnych z poziomu 2,5% aktywów ogółem w 2002 r. do poziomu 6,6% aktywów ogółem w trzecim kwartale 2008 r.

Aktywa funduszy rynku pieniężnego w latach 2002–2004 oscylowały wokół 20% udziału w aktywach funduszy ogółem, aby w roku 2005 i 2006 spaść odpowiednio do udziału 17,9% i 15,6%. Natomiast w 2007 r. i trzecim kwartale 2008 r. udział funduszy rynku pieniężnego wykazał wzrost, odpowiednio do 16,4% i 22,6%. Dynamiczny wzrost zaobserwowany na koniec trzeciego kwartału 2008 r. mógł być spowodowany wycofaniem środków pieniężnych z funduszy akcyjnych, bardziej ryzykownych od analizowanych w powyższym opracowaniu funduszy inwestycyjnych, i przeniesieniem ich do funduszy rynku pieniężnego, inwestujących w bezpieczniejsze od akcji papiery wartościowe. Udział aktywów funduszy mieszanych oscyluje wokół 13–15% odpowiednio dla każdego roku w całym badanym okresie.



Rysunek 8. Struktura aktywów netto funduszy w latach 2002–2007 i w III kwartale 2008 r.

Źródło: Jak w rys. 7.

## Zakończenie

W wyniku analizy usług zbiorowego inwestowania w latach 2002–2007 świadczonych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych można zauważyć wzrost popularności tego typu usług gromadzenia i zagospodarowywania środków pieniężnych w czasie trwania dobrej koniunktury na rynkach kapitałowych. W szczególności największy wzrost jest widoczny w funduszach akcyjnych i mieszanych, które w badanym okresie osiągnęły wyższą stopę zwrotu niż pozostałe analizowane w powyższym opracowaniu rodzaje funduszy. Wzrost zainteresowania funduszami inwestycyjnymi objawiający się wzrostem aktywów netto funduszy inwestycyjnych oraz wzrostem ich liczby w badanym okresie jest widoczny zarówno w Polsce, jak i w innych wybranych krajach europejskich. Najbardziej widoczny wzrost wartości aktywów funduszy inwestycyjnych nastąpił w 2005 r. i tendencja ta jest zauważalna zarówno w Polsce, jak i w pozostałych przebadanych krajach europejskich. Z analizy dokonanej w tym opracowaniu można wnioskować, iż w badanym okresie fundusze inwestycyjne cieszyły się coraz większym zainteresowaniem, przy czym nie bez znaczenia jest koniunktura na giełdach papierów wartościowych w tych krajach. Analiza danych za trzy kwartały 2008 r. w stosunku do danych na koniec 2007 r. pokazuje, jak ogólnoswiatowy kryzys finansowy wpływa na poszczególne rynki. Można zauważyć, że w badanej próbie krajów obserwujemy mniejszy odpływ środków pieniężnych z rynków dużych, dobrze rozwiniętych, tj. Francji i Luksemburga. Udział aktywów funduszy zlokalizowanych w tych krajach zwiększył się w czasach kryzysu mimo spadku sumy aktywów, który dotknął wszystkie kraje.

Udział funduszy zlokalizowanych w Polsce (mniejszym rynku w porównaniu z wysoko rozwiniętymi krajami Europy) uległ natomiast zmniejszeniu. Tu udział funduszy zmniejszył się na koniec trzeciego kwartału 2008 r. w stosunku do końca 2007 r. o ponad  $\frac{1}{4}$ .

## Przypisy

<sup>1</sup> M. Bojańczyk, Rola funduszy inwestycyjnych w warunkach globalizacji, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2007, s. 89.

<sup>2</sup> Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. z 2004 r. nr 146, poz. 1546 z późn. zm., art. 3.

<sup>3</sup> Council Directive of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (OJ L 375, 31.12.1985, p. 3), [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl) wersja ujednolicona, Article 1.

<sup>4</sup> K. Gabryelczyk, Fundusze inwestycyjne, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 22.

<sup>5</sup> J. Mojak, Prawo papierów wartościowych. Zarys wykładu, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2006, s. 143.

<sup>6</sup> System Prawa Prywatnego, Prawo papierów wartościowych, red. A. Szumański, t. 19, Instytut Nauk Prawnych PAN, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2006, s. 645.

<sup>7</sup> Powyższa definicja jest zgodna ze znowelizowaną w dniu 4 września 2008 roku (wejście w życie w dniu 13 stycznia 2009 r.) ustawą o funduszach inwestycyjnych.

<sup>8</sup> B. Jawdosiuł, K. Rożko, Jak wybrać fundusz inwestycyjny, Fundacja Edukacji Rynku Kapitałowego, Warszawa 2005, [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl) (4.03.2009), s. 12.

<sup>9</sup> Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Art. 4.

<sup>10</sup> Więcej na temat organizacji i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w: J. Mojak, Prawo papierów wartościowych, op.cit., Rozdz. XV Certyfikaty inwestycyjne, s. 142–162.

<sup>11</sup> A. Sopoćko, Rynkowe instrumenty finansowe, WN PWN, Warszawa 2005, s. 65.

<sup>12</sup> K. Gabryelczyk, Fundusze inwestycyjne, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2008, s. 30.

<sup>13</sup> Ibidem, s. 35.

<sup>14</sup> Charakterystyka poszczególnych funduszy została zaczerpnięta ze strony: [www.future.com.pl](http://www.future.com.pl), (20.01.2009).

<sup>15</sup> K. Gabryelczyk, Fundusze inwestycyjne, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, op.cit., s. 30.

<sup>16</sup> Więcej nt. umorzeń jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych można przeczytać na stronie [www.izfa.pl](http://www.izfa.pl) w danych statystycznych pt. Nabycia i umorzenia w funduszach inwestycyjnych, (4.03.2009).

<sup>17</sup> W tym rozdziale przedstawiono dane dotyczące rynku europejskiego z wyłączeniem Irlandii. Dane dotyczące Irlandii nie są dostępne w podziale na rodzaje funduszy.

## Bibliografia

- Bojańczyk M., Rola funduszy inwestycyjnych w warunkach globalizacji, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2007
- Gabryelczyk K., Fundusze inwestycyjne, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006
- Gabryelczyk K., Fundusze inwestycyjne, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2008
- Jawdosiuł B., Rożko K., Jak wybrać fundusz inwestycyjny, Fundacja Edukacji Rynku Kapitałowego, Warszawa 2005
- Mojak J., Prawo papierów wartościowych. Zarys wykładu, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2006
- Sopoćko A., Rynkowe instrumenty finansowe, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005
- System prawa prywatnego, Prawo papierów wartościowych, t. 19, red. A. Szumański, Instytut Nauk Prawnych PAN, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2006

## Akty prawne

- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. z 2004 r. nr 146, poz. 1546 z późn. zm, art. 3,
- Council Directive of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (OJ L 375, 31.12.1985, p. 3), wersja ujednolicona,

## The Market for Collective Investment Services in Poland and Selected European Countries in 2002–2008

### Summary

The paper examines the market for collective investment services in Poland and in selected European countries in 2002–2007 and the third quarter of 2008. The basic information on investment funds has been presented, including the virtue of investment funds, kinds and general transactional rules, and further data on the number and net asset value of investment funds in Poland and in selected European countries in the period analysed.

The analysis allows a conclusion that in 2002–2007 the number of investment funds as well as their net asset value increased and proves the increased interest in this form of investment in times of economic growth in the financial markets. The increased interest in investment funds may be seen in Poland as well as other European countries. An analysis of data for the third quarter 2008 in comparison to data for 2007 shows how the

global financial crisis influenced the particular markets. We can see a relatively smaller outflow of financial means from the well developed financial markets like France and Luxemburg.

The analysis of asset value of funds located in selected European countries delivers a conclusion that the net asset share of investment funds located in these countries had increased. The net asset share of investment funds located in countries with less developed financial markets had fallen, which can be seen on the example of Poland.