



UNIWERSYTET EKONOMICZNY W POZNANIU

Wydział Ekonomii

Katedra Polityki Gospodarczej i Samorządowej

Anna Subocz-Matuszewska

**ROZWÓJ DZIAŁALNOŚCI
PIONEER PEKAO INVESTMENT S.A. W POLSCE**

Praca doktorska

Promotor

prof. dr hab. Kazimierz Pająk

Poznań, 2010 r.

*Serdeczne podziękowania
Panu Prof. dr hab. Kazimierzowi Pająkowi
za cenne wskazówki i udzieloną pomoc Mojej
rodzinie i najbliższym za okazałą wyrozumiałość
i cierpliwość przy pisaniu pracy*

składa

Anna Subocz-Matuszewska

*Wszystkim składam serdeczne podziękowanie.
W analizach opartych na metodach
statystyczno-ekonometrycznych swoją wiedzę
służył dr Marek Urbaniak, któremu także
serdecznie dziękuję.*

SPIS TREŚCI

Wstęp.....	6
1. Istota i klasyfikacja funduszy inwestycyjnych	15
1.1. Idea wspólnego inwestowania	15
1.2. Rodzaje funduszy inwestycyjnych.....	20
1.2.1. Kryteria klasyfikacyjne	20
1.2.1.1. Kryteria strukturalno-organizacyjne	26
1.2.1.2. Kryteria wartości lokat, opłat i ryzyka.....	33
1.3. Zalety i wady funduszy inwestycyjnych.....	42
1.4. Koszty związane z inwestowaniem w fundusze	54
2. Geneza i znaczenie funduszy inwestycyjnych	59
2.1. Historia funduszy inwestycyjnych.....	59
2.2. Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych na świecie	61
2.3. Rynek funduszy w Stanach Zjednoczonych	68
2.4. Rynek funduszy inwestycyjnych w Europie.....	70
2.5. Rola funduszy inwestycyjnych w gospodarce	82
2.5.1. Wpływ oszczędzania na rozwój gospodarczy.....	82
2.5.2. Funkcje rynku funduszy inwestycyjnych w gospodarce.....	89
2.5.3. Rola i znaczenie funduszy <i>venture capital</i>	94
3. Fundusze inwestycyjne w Polsce	99
3.1. Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce	99
3.1.1. Faza pierwsza rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce	99
3.1.2. Faza druga rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce.....	102
3.1.3. Faza trzecia rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce	107
3.2. Podstawy prawne działalności funduszy inwestycyjnych w Polsce	129
3.3. Mechanizm funkcjonowania funduszy inwestycyjnych	143
3.4. Podmioty zaangażowane w funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych	145
3.5. Czynniki determinujące rozwój rynku funduszy inwestycyjnych.....	156
3.5.1. Czynniki makroekonomiczne.....	156
3.5.2. Czynniki mikroekonomiczne	170
3.5.3. Czynniki społeczno-psychologiczne	172
3.5.4. Czynniki prawno-podatkowe	173
3.5.5. Czynniki behawioralne.....	175

4. Fundusze inwestycyjne Pioneer Pekao Inv.....	181
4.1. Historia działalności Funduszy Pioneer na świecie	181
4.2. Geneza powstania pierwszego funduszu powierniczego w Polsce	185
4.3. Uczestnictwo w funduszu – prawa i obowiązki uczestnika funduszu	191
4.3.1. Certyfikat inwestycyjny	197
4.3.2. Jednostka uczestnictwa	200
4.3.2.1. Sposób i warunki konwersji jednostek uczestnictwa.....	201
4.3.2.2. Sposób i warunki wypłat kwot z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa ...	202
4.3.2.3. Sposób i warunki odkupywania jednostek uczestnictwa	203
4.3.2.4. Roszczenie o nabycie jednostek uczestnictwa	205
4.3.2.5. Ustalenie liczby nabytych jednostek uczestnictwa oraz ich ceny	205
4.3.2.6. Opodatkowanie uczestników funduszu	210
5. Struktura przedmiotowa funduszy inwestycyjnych Pioneer Pekao Inv.....	212
5.1. Sprzedaż jednostek uczestnictwa	212
5.2. Fundusze emerytalne Pioniera – zalety i mankamenty	268
5.3. Wnioski dotyczące perspektyw rozwoju	272
5.4. Ekspansja funduszy inwestycyjnych Pioneer Pekao Inv.	275
5.5. Fundusze Pionier Pekao Inv. na tle ratingu funduszy inwestycyjnych.....	282
5.8. Analiza techniczna funduszy Pioniera Pekao Inv. na podstawie wybranych wskaźników technicznych	289
5.9. Prognozy dla wybranych funduszy Pioniera Pekao Inv. – badanie metodą ekstrapolacji	308
Wnioski końcowe	327
Bibliografia	329
Spis tabel	341
Spis wykresów	345
Spis rysunków	349
Spis map	350
Aneks	351

WSTĘP

Podstawowym warunkiem osiągnięcia sukcesu finansowego jest umiejętność zarządzania własnymi pieniędzmi, czyli własnym kapitałem. Najbardziej efektywnym sposobem zarządzania jest inwestowanie. Przy znacznej konkurencji i ryzyku działalności gospodarczej, a zwłaszcza ryzyku zaangażowania większych środków finansowych, inwestycją jest każde wykorzystanie kapitału w celu jego powiększenia. Może się to dokonywać przez przedsięwzięcia generujące dodatkowy przychód, czy też instrumenty i sposoby pozwalające osiągnąć zyski kapitałowe. Inwestowanie może przynieść korzyści, które pozwalają na szybszą i pełniejszą realizację życiowych planów i marzeń tych, którzy inwestują. Przemysłane inwestowanie, może również obniżyć nasze świadczenia podatkowe. Brak podstawowej wiedzy i znajomości terminologii, przy ciągłych zmianach inwestowania powoduje, że wiele osób rezygnuje z tej korzystnej formy pomnażania swojego kapitału i poprzestaje na lokowaniu oszczędności w banku.

Uwzględniając powyższe, celem niniejszej pracy jest przedstawienie istoty wspólnego inwestowania, organizacji tego procesu, oraz zmian jakie zachodziły w funduszach Pioneer Pekao Investments. Jest to pierwsza zinstytucjonalizowana forma inwestowania własnego kapitału. Funkcjonuje na rynku polskim od 1992 roku i wykazuje systematyczny wzrost swojej efektywności.

Uzasadnienie wyboru tematu

W latach dziewięćdziesiątych rola instytucji pośredniczących na rozwiniętych rynkach finansowych gwałtownie wzrosła. Dynamiczny rozwój charakterystyczny był między innymi dla instytucji wspólnego inwestowania, wśród których bardzo ważną rolę spełniały fundusze inwestycyjne. Usługi świadczone przez te instytucje zastępowały często bankowe operacje depozytowe, przyczyniając się jednocześnie do ograniczania klasycznych funkcji banków na rynku usług finansowych. Rynek funduszy powierniczych, a obecnie inwestycyjnych ma w Polsce jeszcze krótką historię i w dalszym ciągu znajduje się w fazie początkowej rozwoju. Najstarszą

instytucją wspólnego inwestowania, która rozpoczęła swoją działalność w lipcu 1992 roku jest Pioneer Pierwsze Polskie Towarzystwo Funduszy Powierniczych S.A., które ówczesnie zarządzało trzema funduszami. Pioneer był jedyną instytucją wspólnego inwestowania funkcjonującą na rynku polskim do sierpnia 1995 roku, gdy sprzedaż jednostek uczestnictwa rozpoczęła Korona – Fundusz Powierniczy Zrównoważony.

Pioneer Pierwsze Polskie Towarzystwo Funduszy Powierniczych S.A. jest filią Pioneer Group Inc. z Bostonu (USA). Pioneer Fund założony w 1928 roku był jednym z pierwszych funduszy powierniczych w Stanach Zjednoczonych. Wejście do The Pioneer Group Inc. do Polski nie było przypadkiem – działalność firmy nie ogranicza się tylko do Stanów Zjednoczonych. Już w pierwszym portfelu Pioneer fund znajdowały się walory zagraniczne. Dziś The Pioneer Group Inc. inwestuje w 40 krajach, poza USA. W Europie firma jest najbardziej zaangażowana w Niemczech.

Obecność Pioneera w Polsce potwierdza świetne wyczucie długofalowych tendencji rynkowych przez bostońskie kierownictwo firmy. Na początku lat 90. Pioneer uznał Polskę – z jej dynamiczną gospodarką – za kraj oferujący doskonałe możliwości rozwoju rynku kapitałowego. Powstała więc potrzeba zaoferowania bardziej efektywnych – niż dostępne wówczas sposoby oszczędzania. Pioneer uznał, że idealnym sposobem realizacji tych potrzeb będą krajowe fundusze inwestycyjne. Analiza wyników zarządzania aktywami funduszy Pioneera działających na rozwiniętych rynkach finansowych, pozwala uznać za prowadzone za ich pośrednictwem inwestycje, jako atrakcyjną formę inwestowania, zarówno wśród inwestorów indywidualnych jak i instytucjonalnych.

Fundusz Pioneer Pekao Inv. jest to pierwsza zinstytucjonalizowana forma inwestowania własnego kapitału. Funkcjonuje na rynku polskim od 1992 roku i wykazuje systematyczny wzrost swojej efektywności.

Wyniki Pioneer Fund na przestrzeni osiemdziesięciu lat są znakomitą ilustracją potęgi długoterminowego inwestowania i tego co się popularnie nazywa –

siłą procentu składanego. 1000 dolarów zainwestowane w ten fundusz 80 lat temu warte było na koniec grudnia 2007 roku 11,6 mln dolarów.

Mając na uwadze rozwój rynku finansowego w Polsce, postępujący proces globalizacji, liberalizację przepływów kapitałowych oraz w niedalekiej przyszłości wejście Polski do strefy Euro – można zadać pytanie: Jakie są prognozy rozwoju funduszy inwestycyjnych Pioneer Pekao Inv. w Polsce? Dążenie do uzyskania odpowiedzi na to pytanie stało się bodźcem do podjęcia tematu niniejszej pracy.

Teza i cel badawczy pracy

Tezą pracy jest twierdzenie, że Pioneer Pekao Investment S.A. zajmuje dominującą pozycję na krajowym rynku funduszy inwestycyjnych, która wynika z trwałego zainteresowania inwestorów, opartego na zaufaniu oraz długoletnich tradycjach Pioneera.

Celem pracy jest identyfikacja uwarunkowań oraz analiza rozwoju działalności Pioneer Pekao Investment S.A. w Polsce. Została ona przeprowadzona na tle rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce. Analizą badawczą objęto lata 1992-2008.

Przedmiotem badań rozprawy są fundusze inwestycyjne Pioneer Pekao Inv., które rozwijają działalność na krajowym rynku finansowym. Jako fundusze krajowe określono podmioty powoływane zgodnie z krajowymi regulacjami prawnymi, inwestujące zgromadzone kapitały na rynku polskim. Praca nie uwzględnia rozwoju działalności w Polsce funduszy zagranicznych, czyli funduszy pozyskujących kapitały poza granicami.

Przedmiot rozprawy

Przedmiotem rozprawy są fundusze inwestycyjne Pioneer Pekao Investment rozwijające działalność na krajowym rynku finansowym. Badaniem objęto lata 1992-2008. Osiągnięciu podstawowego celu pracy, jakim jest analiza uwarunkowań rozwoju działalności funduszy Pioneer Pekao Inv., służą realizacji celów częściowych. Wśród nich można wymienić:

- analiza uwarunkowań prawnych,
- analiza uwarunkowań rynkowych po stronie potencjalnego popytu.

Praca ma charakter interdyscyplinarny, porusza bowiem zagadnienia z różnych dziedzin nauk ekonomicznych, takich jak makroekonomia, mikroekonomia, prawo, statystyka, ekonometria, rynki kapitałowe.

Źródła i metody badawcze

Źródła informacji wykorzystane w pracy, które umożliwiły realizację jej celu można podzielić na cztery grupy:

- 1) Pierwsza grupa źródeł dotyczy działalności funduszy inwestycyjnych na rozwiniętych rynkach finansowych. Opiera się ona w głównej mierze na analizie raportów i biuletynów najważniejszych ośrodków badawczych, monitorujących alternatywne formy inwestowania. Do grupy tej należy zaliczyć opracowania instytucji finansowych analizujących sektor zarządzania aktywami, raporty organizacji międzynarodowych i polskich, a także publikacje zagranicznych ośrodków naukowych. Bardzo ważne miejsce zajmują również źródła internetowe.
- 2) Drugą grupę źródeł wykorzystanych w pracy stanowi dostępna literatura krajowa, publikacje w czasopismach finansowych i prasie fachowej, raporty instytucji finansowych i krajowych instytucji administracji publicznej oraz instytucji nadzorujących rynek finansowy w Polsce.
- 3) Trzecią grupę źródeł stanowią akty prawne określające prawne i podatkowe uwarunkowania, oddziałujące na powstanie i funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych na rynku polskim.
- 4) Praca została również uzupełniona danymi empirycznymi. Do tej grupy źródeł należą informacje uzyskane ze sprawozdań finansowych (półrocznych i rocznych) Pioneer Pekao Inv.

Metody badawcze

Wśród metod badawczych wykorzystanych w pracy należy wymienić:

- statystyczną charakterystykę sektora funduszy inwestycyjnych działających na rozwiniętych rynkach finansowych świata oraz w Polsce. Wykorzystano sprawozdania finansowe, biuletyny najważniejszych ośrodków badawczych,

raporty organizacji międzynarodowych i polskich, publikacje zagranicznych ośrodków naukowych, źródła internetowe;

- analizę wyników zarządzania funduszy Pioneer Pekao Inv. na tle rankingu funduszy inwestujących w Polsce. Wykorzystano miary statystyczne oceniające ryzyko inwestycyjne: współczynnik Sharpe'a, Treynora, Jansena, współczynnik determinacji, współczynnik β ;
- analizę ekspansji przestrzennej funduszy Pioneer Pekao Inv. Analizie poddano zmiany wartości aktywów netto najlepszych funduszy w Polsce w latach 1992-2008 wg rozmieszczenia filii Pioneera w kraju;
- wyniki wnioskowania statystycznego o charakterze prognoz funduszy Pioneer Pekao kwalifikujących się do ekspansji przestrzennych. Wykorzystano test znaków kolejnych reszt. Zastosowano procedurę bezpośredniej lokalizacji punktów zwrotnych. Zastosowano miary statyczne: średni błąd szacunku parametrów, odchylenie standardowe składnika resztowego, średnią arytmetyczną, wariancję składnika resztowego, współczynniki zbieżności (ϕ^2) determinacji R^2 oraz zmienności;
- zastosowano analizę techniczną dla oceny oczekiwanych stóp zwrotu w stosunku do ryzyka wybranych funduszy Pioneera. Wykorzystano miary statystyczne opisujące strukturę zbiorowości, takie jak: miary asymetrii, miary rozproszenia (np. współczynnik zmienności) oraz koncentracji (kurtoza).

Rezultaty poznawcze pracy

Przeprowadzone w pracy badania pozwoliły na sformułowanie wniosków ogólnopoznawczych i empirycznych. W tych należy wymienić:

- Usystematyzowanie podziału instytucji wspólnego inwestowania, w tym podziału sektora funduszy inwestycyjnych w zależności od przyjętego kryterium. Ogólnie kryteria stanowiące podstawy klasyfikacji można podzielić na kryteria ekonomiczne i prawne. Podstawowe znaczenie mają kryteria prawne, gdyż pozwalają one na scharakteryzowanie funduszy inwestycyjnych pod względem konsekwencji prawnych, z którymi może się spotkać inwestor funduszy. Do tych kryteriów zaliczamy: kryterium formy prawnej (jest to również podział ze względu

na sposób powstania i status prawny funduszu inwestycyjnego), podział ze względu na strukturę i konstrukcję funduszu, podział ze względu na typ inwestora, podział ze względu na posiadanie osobowości prawnej. Pozostałe kryteria należą do kryteriów ekonomicznych. Do nich zaliczamy: podział funduszy opartych na substancji majątkowej, podział ze względu na formę uczestnictwa w dochodach, podział ze względu na kryterium opłat i prowizji oraz inne. Jeśli chodzi o podział funduszy inwestycyjnych działających na rozwiniętych rynkach to wśród nich należy szczególnie wymienić na świecie i w Stanach Zjednoczonych: fundusze akcyjne, obligacyjne, pieniężne oraz hybrydowe. Wśród funduszy inwestujących na świecie, dominującą pozycję zajmują fundusze akcyjne. W 2007 roku posiadały one 48% całości aktywów zgromadzonych w funduszach, tj. 12 473. Następna druga pozycja przypadła funduszom rynku pieniężnego (19%) 4 957, trzecia obligacyjnym (16%) 4 271, a ostatnia funduszom zróżnicowanym (10%) 2 664. Z kolei w Europie – największym segmentem europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych jest rynek UCITS, czyli instytucji wspólnego inwestowania, lokujących aktywa w instrumentach rynku pieniężnego oraz w zbywalnych papierach wartościowych. Na koniec 2007 roku aktywa funduszy UCITS wynosiły 6,5 bln EUR, co stanowiło 78% aktywów całego rynku, pozostałe 22% rynku funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej stanowią fundusze non-UCITS – wielkość zgromadzonego przez nie kapitału w drugim kwartale 2007 roku wynosiła 1,76 bln EUR.

- Identyfikacja uwarunkowań ekonomicznych, w tym makro, mikroekonomicznych, społeczno-psychologicznych i prawnych oddziałujących na rozwój funduszy Pioneer Pekao Inv. w Polsce.
- Identyfikacja najważniejszych rynkowych determinant rozwoju tych instytucji w Polsce. Do szczególnie i najczęściej analizowanych należą czynniki mikroekonomiczne, wśród których najwięcej uwagi poświęca się wynikom inwestycyjnym funduszy oraz ich przewidywalności, a także strukturze i wielkości kosztów. Wszystkie te wskaźniki wpływają na poziom cen jednostek uczestnictwa określających rentowność funduszy inwestycyjnych. Z kolei

z punktu widzenia indywidualnego inwestora są to z kolei czynniki decydujące o atrakcyjności danego funduszu inwestycyjnego i jego ewentualnej przewadze nad porównywalnymi formami alokacji kapitału. Poziom i kierunek oddziaływania poszczególnych czynników określających cenę jednostki udziałowej związany jest przede wszystkim z dynamiką napływu kapitału, a to w konsekwencji wiąże się z rozwojem tego rynku. Z kolei dynamika napływu kapitału związana jest ze stopniami rozwoju gospodarczego – czego konsekwencją jest koniunktura panująca na giełdach.

- Stopień rozwoju gospodarczego decyduje również o zamożności o poziomie dochodów społeczeństwa, która dokonuje wyborów dotyczących lokowania oszczędności w funduszach inwestycyjnych. Poziom dochodu i zamożności społeczeństwa jest jednym z podstawowych czynników popytu na inwestycje, a z drugiej strony ma wpływ na podaż usług funduszy, wpływając na infrastrukturę tego rynku. Z tym również związana jest grupa czynników społeczno-psychologicznych, ponieważ wraz ze wzrostem poziomu zamożności społeczeństwa zwiększa się jego skłonność do oszczędzania, a to z kolei wiąże się z decyzjami dotyczącymi lokowania pieniędzy w funduszach.
- Systematyczny rozwój instytucji wspólnego inwestowania umożliwia rozpoznanie zmiennych preferencji w badanym okresie poszczególnych grup podmiotów inwestycyjnych.
- W literaturze przedmiotu nie spotyka się zbyt wiele publikacji na temat rozpoznania warunków wpływających (oddziałujących wprost na fundusze Pioneer Pekao Inv.). Takie szczegółowe zidentyfikowanie przeprowadzono w pracy.
- Podobnie ma się rzecz w odniesieniu do determinant ogólnie, do których można zaliczyć czynniki makroekonomiczne, mikroekonomiczne oraz prawne. Ich rola w przyszłości będzie rosła w miarę utrwalania się mechanizmów rynkowych wolnego rynku w Polsce.

Rozważania przedstawione w pracy dowiodły, że istniały i istnieją uwarunkowania oraz szanse utrzymania dominującej pozycji funduszy Pioneer Pekao Inv. w Polsce, wynikające z trwałego zainteresowania inwestorów opartego

na zaufaniu oraz długoletnich tradycjach Pioniera. Jest oczywiste, że przygotowana rozprawa nie wyjaśniła wszystkich kwestii związanych z funkcjonowaniem funduszy Pioneer Pekao Investment w Polsce. Stanowi jednak próbę monograficznego ujęcia tematyki poświęconej tym instytucjom. Zawarta w pracy charakterystyka funduszy Pioniera, może stanowić podstawę do dalszych szczegółowych badań nad narzędziami finansowymi usprawniającymi zarządzanie funduszami.

Struktura i treść pracy

Praca ma charakter teoretyczno-empiryczny i składa się z pięciu rozdziałów poprzedzonych wstępem i podsumowanych zakończeniem.

W **pierwszym rozdziale** dokonano analizy klasyfikacji funduszy inwestycyjnych oraz podziału według prawnych i ekonomicznych kryteriów klasyfikacyjnych. Ponadto zidentyfikowano wady i zalety oraz koszty związane z inwestowaniem w fundusze.

Rozdział drugi przedstawia wielopłaszczyznową charakterystykę sektora funduszy inwestycyjnych działających na rozwiniętych rynkach finansowych, ich istotę, genezę oraz znaczenie. Przedstawiona została również rola oraz funkcje funduszy inwestycyjnych w gospodarce, w tym funduszy *venture capital*.

Rozdział trzeci zawiera charakterystykę rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 1992-2008 oraz analizę infrastruktury prawnej rynku funduszy inwestycyjnych, rynkowych determinant rozwoju funduszy inwestycyjnych w Polsce, zarówno po stronie podaży jak i popytu. Przeprowadzona została na podstawie szerokich studiów literaturowych. Jednakże szybko zmieniające się warunki rynkowe nie pozwalają na sporządzenie pełnej listy aktualnych czynników wpływających na rozwój tych instytucji, dlatego też w pracy wskazano jedynie najważniejsze z nich nazywając je determinantami rozwoju.

Rozdział czwarty przedstawia historię działalności funduszy Pioneer na świecie, genezę powstania pierwszego funduszu powierniczego w Polsce, zmiany organizacyjno-prawne, prawa, uprawnienia oraz obowiązki uczestników funduszy Pioniera.

Rozdział piąty zawiera syntetyczną analizę struktury przedmiotowej funduszy Pioneer Pekao Inv. w latach 1991-2008. Ukazano w niej między innymi wpływ sprzedaży jednostek uczestnictwa oraz innych istotnych czynników przyczyniających się do kształtowania się struktury przedmiotowej oraz ekspansji przestrzennej funduszy Pioneer Pekao Inv. Przedstawiona została również charakterystyka wyników zarządzania funduszy Pioneera na tle ratingu funduszy inwestycyjnych w Polsce, analizę techniczną na podstawie wybranych wskaźników technicznych oraz prognozy dla wybranych funduszy Pioneera Pekao Inv. (badanie zostało przeprowadzone metodą ekstrapolacji).

Kilkuletnie przygotowywanie pracy oparte było na dwu podstawach. Pierwsza – to studia literaturowe, analizy materiałów statystycznych i informacji werbalnych, oraz własnych doświadczeń profesjonalnych wynikających z uczestnictwa w praktycznym stosowaniu funduszy Pioneer w Polsce.

Druga podstawa – to współpraca z Katedrą Polityki Gospodarczej Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, udział w seminariach, dyskusjach i wygłaszanie referatów.

1. ISTOTA I KLASYFIKACJA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

1.1. Idea wspólnego inwestowania

Instytucję funduszu inwestycyjnego wprowadziła do polskiego ustawodawstwa i praktyki gospodarczej ustawa z dnia 22 marca 1991 roku – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz. U. Nr 35, poz. 155). Tworzone na podstawie tej ustawy fundusze, miały służyć do zbiorowego lokowania środków pieniężnych na powstającym równolegle rynku kapitałowym¹.

Pojęcie funduszu ma wiele znaczeń. Po pierwsze – jest to forma pośredniego uczestnictwa inwestorów w operacjach na rynku finansowym. Po drugie – forma lokaty pieniężnej, dzięki której inwestorzy za pomocą dowolnej kwoty wnoszonej systematycznie lub niesystematycznie mają udział w majątku w postaci papierów wartościowych, towarów, nieruchomości, z zachowaniem korzyści inwestycyjnych, wynikających z profesjonalnego zarządzania oraz podziału ryzyka². A po trzecie, jest to całość majątku powstałego w wpłat pieniężnych udziałowców, który został przekształcony w majątek w postaci akcji, obligacji, opcji oraz innych papierów wartościowych³. Fundusze inwestycyjne gromadzą środki pieniężne, aby inwestować je na rynkach finansowych celem ich pomnożenia, a przynajmniej utrzymania ich realnej wartości⁴. Tak więc, fundusz inwestycyjny jest instytucją pośrednictwa finansowego, umożliwiającą przepływ wolnych środków pieniężnych od osób posiadających ich nadwyżkę do tych, którzy potrzebują kapitału długoterminowego. Jest również instytucją wspólnego inwestowania, której założeniem jest zawsze powiązanie efektu ekonomicznego dokonanej lokaty z działalnością funduszu⁵. Fundusze inwestycyjne są inwestorami instytucjonalnymi, którzy stanowią dominującą siłę na rynku. Różnią się od większości inwestorów indywidualnych

¹ M. Jakubek, *Prawo funduszy inwestycyjnych*, Lubelskie Wydawnictwo Prawnicze, Lublin 1998, s. 5.

² M. Mazur, A. Chrościcki, *Fundusze inwestycyjne w Polsce i na świecie*, Rzeczpospolita Nr 229, 1996, s. 18.

³ G. Kościelniak, *Fundusze powiernicze*, Kantor Wydawniczy Zakamycze Kraków 1998, s. 21-22.

⁴ W. Tarczyński, M. Kunasz, *Rynek kapitałowy*, Wyd. Zachodniopomorska Agencja Rozwoju Regionalnego, Szczecin 2002, s. 45.

⁵ <http://pl.wikipedia.org/>

przede wszystkim skalą inwestowanych środków oraz tym, że środkami tymi zarządza się w sposób profesjonalny⁶.

Definicja funduszy inwestycyjnych była rozszerzana wraz ze zmianami zachodzącymi na rynku funduszy inwestycyjnych. W ustawie o funduszach inwestycyjnych z 2004 roku fundusz 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”⁷.

Idea wspólnego inwestowania polega na gromadzeniu odrębnych i rozproszonych środków pieniężnych należących często do drobnych inwestorów, które tworzą majątek funduszu inwestycyjnego, który jest następnie inwestowany w różne instrumenty na rynku finansowym. Głównym celem tych inwestycji jest osiąganie korzyści finansowych poprzez nabycie tytułów uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym inwestorzy stają się jego uczestnikami, którzy partycypują w realizowanych zyskach i stratach z lokat funduszu inwestycyjnego proporcjonalnie do wniesionego kapitału⁸.

Generalnie w literaturze przedmiotu funkcjonuje podział inwestorów na inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych⁹.

Indywidualni inwestorzy są bardzo ważnym podmiotem współczesnej gospodarki oraz rynku finansowego. Inwestując swoje wolne środki finansowe stają się uczestnikami rynku finansowego po stronie popytu, natomiast sprzedając uprzednio nabyte aktywa są uczestnikami rynku po stronie podaży. Podstawowym źródłem kapitału inwestorów indywidualnych oraz jednostek gospodarczych są oszczędności, które są wyznacznikiem podaży środków na rynku kapitałowym.

⁶ K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 23.

⁷ *Ustawa o funduszach inwestycyjnych* z dnia 27 maja 2004 r., Dz. U. z 2004 Nr 146, poz. 1546, art. 3 pkt 1.

⁸ K. Gabryelczyk, *fundusze inwestycyjne*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2008, s. 7-8.

⁹ D. Krupa, *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu Sp. z o. o., Warszawa 2008, s. 19.

Obie grupy tych podmiotów mogą wystąpić w roli inwestora indywidualnego¹⁰. W węższym zakresie inwestor indywidualny jest rozumiany jako osoba fizyczna, która inwestuje na rynku finansowym¹¹.

Inwestorzy indywidualni mogą lokować swoje środki przez pośredników finansowych lub bezpośrednio (inwestowanie bezpośrednio polegać może na inwestowaniu samodzielnym lub wspólnym). Przez inwestorów indywidualnych inwestujących pośrednio rozumie się osoby fizyczne, które inwestują swoje zasoby finansowe za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych lub innych instytucji finansowych (np. typu *asset management*). Natomiast do inwestorów inwestujących bezpośrednio zalicza się osoby fizyczne, które przeprowadzają inwestycje finansowe samodzielnie.

Inwestycje dokonywane przez inwestorów indywidualnych na rynku finansowym mają bardzo istotny wpływ na funkcjonowanie gospodarki zarówno w aspekcie makroekonomicznym, jak i mikroekonomicznym. W aspekcie makroekonomicznym wyróżnia się:

- wzrost poziomu zamożności społeczeństwa,
- rozwój rynku finansowego,
- zaangażowanie społeczeństwa w procesy gospodarcze,
- realokacja kapitału,
- ułatwienie realizacji funkcji giełdy papierów wartościowych.

W aspekcie mikroekonomicznym można wymienić:

- zarządzanie wartością firmy,
- pozyskiwanie kapitałów przez emitentów,
- wymuszanie pewnych postaw i zachowań firm,
- nadzór właścicielski¹².

Natomiast inwestorzy instytucjonalni stanowią grupę osób, która się specjalizuje w inwestowaniu środków pieniężnych pozyskiwanych na rynku

¹⁰ W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, PWN, Warszawa 2003, s. 522.

¹¹ D. Dziawgo, *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku finansowym*, UMK, Toruń 2004, s. 50.

¹² D. Dziawgo, *Indywidualni inwestorzy na rynku finansowym*, UMK, Toruń 2004, s. 236.

kapitałowym. Inwestorzy instytucjonalni różnią się od indywidualnych przede wszystkim statusem prawnym oraz skalą inwestowanych środków¹³.

Generalnie, w ramach instytucji finansowych będących inwestorami instytucjonalnymi, wyróżnia się bankowe oraz pozabankowe instytucje finansowe. Wśród bankowych instytucji dominują banki komercyjne, banki inwestycyjne, banki hipoteczne oraz instytucje oszczędnościowo-pożyczkowe. Natomiast do instytucji pozabankowych należą głównie fundusze inwestycyjne, firmy *asset management*, fundusze emerytalne, fundusze ubezpieczeniowe oraz instytucje pośrednictwa finansowego, które kierują swoje oferty do zamożnych klientów indywidualnych: fundusze *private equity* i fundusze *venture capital* oraz fundusze *hedgingowe*. Podział instytucji na bankowe oraz pozabankowe, jest bardzo istotny z uwagi na ich rolę w kreacji pieniądza. Bankowe instytucje przyjmujące depozyty, mają prawo do tworzenia pieniądza (udzielania kredytu), natomiast pozabankowe dokonują transformacji oszczędności w kapitał, nie mając prawa tworzenia pieniądza. Banki komercyjne różnią się od pozabankowych pośredników finansowych następującymi czynnikami¹⁴:

- stopień dochodowości lokat,
- stopień ryzyka,
- stopień płynności instrumentów,
- zróżnicowanie instrumentów,
- rodzaje zabezpieczeń.

Inwestorzy instytucjonalni dzielą się na dwie zasadnicze kategorie. Pierwszą z nich stanowią instytucje ubezpieczeniowe oraz fundusze emerytalne, które lokują środki pochodzące ze składek swoich klientów w instrumenty rynku kapitałowego. Zapewniają one bezpieczeństwo inwestycyjne oraz chronią inwestorów przed skutkami inflacji. Uczestnicząc w rynku kapitałowym, inwestorzy ci nie podejmują działań spekulacyjnych o wysokim stopniu ryzyka.

¹³ K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, PWN, Warszawa 2001, s. 22.

¹⁴ S. Owsiak, *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa 2002, s. 227.

Drugą kategorię inwestorów instytucjonalnych tworzą instytucje finansowe, których podstawowym zadaniem w przeciwieństwie do pierwszej grupy, jest działalność na rynku kapitałowym. Do inwestorów tych należą przede wszystkim banki zwłaszcza inwestycyjne oraz fundusze inwestycyjne. Inwestorzy instytucjonalni stanowią grupę osób prawnych, która się specjalizuje w inwestowaniu środków pieniężnych pozyskanych na rynku kapitałowym¹⁵. Obecnie na rozwiniętych rynkach papierów wartościowych daje się zauważyć ogólną tendencją do ich instytucjonalizacji, przejawiającej się w stale rosnącej liczbie inwestorów, którzy lokując własne bądź powierzone im środki finansowe, działają z reguły wysoce profesjonalnie. Wykorzystują całe zaplecze logistyczne umożliwiające szybkie uzyskanie informacji, ich przetwarzanie oraz podejmowanie decyzji inwestorskich. Inwestorzy instytucjonalni wywierają znaczny wpływ na rynek papierów wartościowych poprzez jego stabilizowanie, co jest możliwe dzięki dysponowaniu przez nich znacznymi zasobami środków finansowych. Jako pośrednik na rynku kapitałowym stoją pomiędzy podmiotami oferującymi wolny kapitał (inwestorzy funduszu) i podmiotami zgłaszającymi popyt na ten kapitał (emitenci papierów wartościowych). W literaturze przedmiotu wymienia się szereg funkcji pełnionych przez fundusze inwestycyjne¹⁶.

Fundusze są w gospodarce ważnym ogniwem jednoczącym te dwie klasy uczestników rynku. W Polsce wypełniają szczególną rolę w procesie prywatyzacji, gdyż jako inwestorzy instytucjonalni absorbują znaczną część akcji na rynku pierwotnym. Na rynku papierów wierzycielskich inwestują w obligacje skarbowe, dzięki czemu drobni inwestorzy przyczyniają się do finansowania budżetu państwa i pośrednio do obniżania kosztów pozyskiwania kapitału przez Skarb Państwa. Instytucje te są ważnym ogniwem w procesie rozwoju firm i narzędziem bezinflacyjnego finansowania wydatków państwa. Szczególnie istotna jest funkcja stabilizacyjna giełdy papierów wartościowych, gdyż jako inwestor instytucjonalny zarządzający funduszem obraca stosunkowo dużymi środkami finansowymi. Jego inwestycje nie są

¹⁵ J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Olympus, Warszawa 2003, s. 172.

¹⁶ H. Rose, *Kluczowa rola „pośredników”*, [w:] *Tajniki finansów*, Wydawnictwo K. E. Liber, Warszawa 2000, s. 493.

nastawione na gwałtowny, spekulatywny wzrost wartości walorów, lecz oparte są na stabilnej polityce inwestycyjnej, mającej przynieść zysk w długim okresie¹⁷.

1.2. Rodzaje funduszy inwestycyjnych

1.2.1. Kryteria klasyfikacyjne

Podmiotowym zadaniem typologii¹⁸ jest uszeregowanie określonych zbiorów według przyjętych kryteriów. Fundusze inwestycyjne są klasyfikowane w zależności od kryterium, które przyjęto za podstawę podziału. Ogólnie kryteria, które stanowią podstawę podziału dzieli się na: kryteria ekonomiczne i kryteria prawne. Podstawowe znaczenie mają kryteria prawne, gdyż pozwalają na scharakteryzowanie funduszy inwestycyjnych pod względem konsekwencji prawnych. Pierwszym reprezentowanym będzie podział, który opiera się na kryterium formy prawnej, w jakiej występuje dany typ funduszu inwestycyjnego (jest to również podział ze względu na sposób powstania i status prawny funduszu inwestycyjnego). Drugim kryterium będzie podział ze względu na strukturę i konstrukcję funduszu, kolejnym – podział ze względu na typ inwestora, zaś ostatnim kryterium „prawniczym” będzie podział ze względu na posiadanie lub brak osobowości prawnej. Pozostałe przedstawione kryteria należą do kryteriów ekonomicznych¹⁹.

¹⁷ G. Kościelniak, op. cit., s. 11-21.

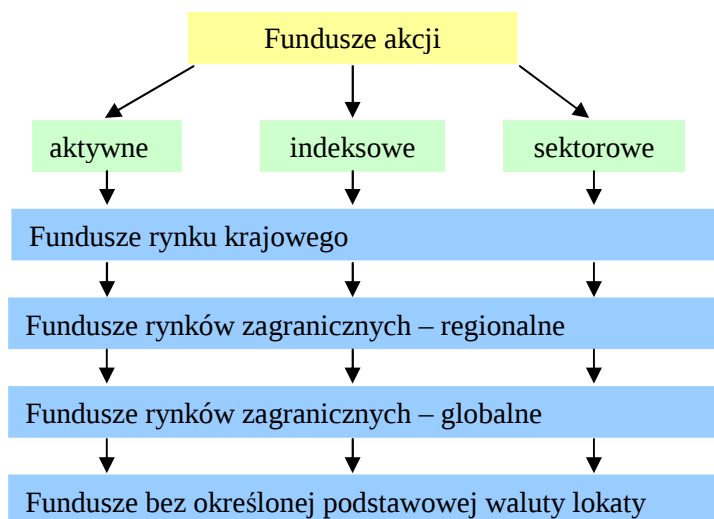
¹⁸ Typologia jest rozumiana jako „szeregowanie i logiczne porządkowanie elementów danego zbioru, według zasady porównywania ich cech z cechami elementów uznanych jako typy w obrębie określonego zbioru” (M. Szymczak (red. nauk.), *Słownik języka polskiego*, PWN, Warszawa 1981, s. 565).

¹⁹ W. Wilczyński, *Ekonomia i polityka gospodarcza okresu transformacji*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 1996, s. 182-183.

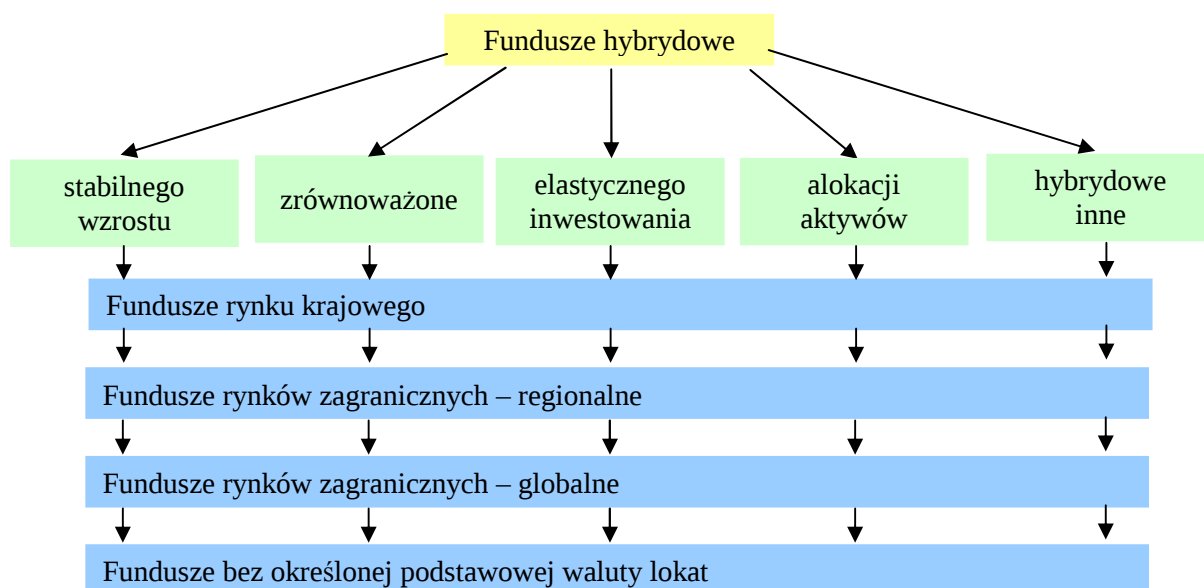
Tabela 1.1. Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych

Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych							
Fundusze Akcji			Fundusze Hybrydowe				
aktywne	indeksowe	sektorowe	stabilnego wzrostu	zrównoważone	elastycznego inwestowania	alokacji aktywów	hybrydowe inne
fundusze runku krajowego			fundusze runku krajowego				
fundusze rynków zagranicznych – regionalne			fundusze rynków zagranicznych – regionalne				
fundusze rynków zagranicznych – globalne			fundusze rynków zagranicznych – globalne				
fundusze bez określonej specjalizacji geograficznej			fundusze bez określonej specjalizacji geograficznej				
Fundusze Papierów Dłużnych				Fundusze Gotówkowe i Rynku Pieniężnego			
skarbowych papierów wartościowych	papierów dłużnych przedsiębiorstw	samorządowych papierów wartościowych	papierów dłużnych - inne	rynku pieniężnego		gotówkowe	
				skarbowe fundusze rynku pieniężnego	nieskarbowe fundusze rynku pieniężnego	x	x
fundusze inwestujące w walucie polskiej				fundusze inwestujące w walucie polskiej			
fundusze inwestujące w określonej walucie zagranicznej				fundusze inwestujące w określonej walucie zagranicznej			
fundusze bez określonej podstawowej waluty lokat				fundusze bez określonej podstawowej waluty lokat			

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IZFiA.

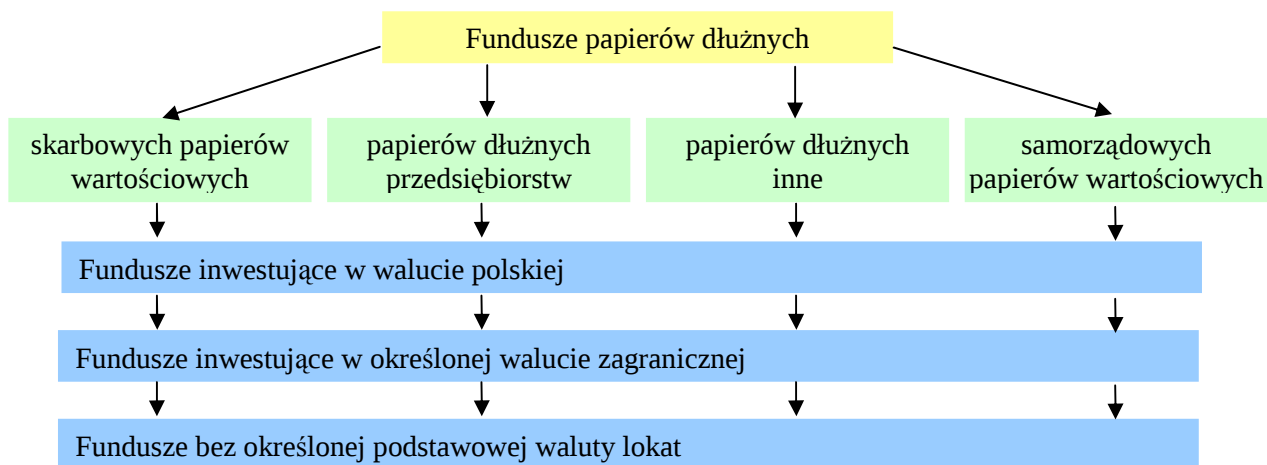
**Rys. 1.1.** Schemat funduszy inwestycyjnych – fundusze akcji

Źródło: Opracowanie własne na podstawie IZFiA.



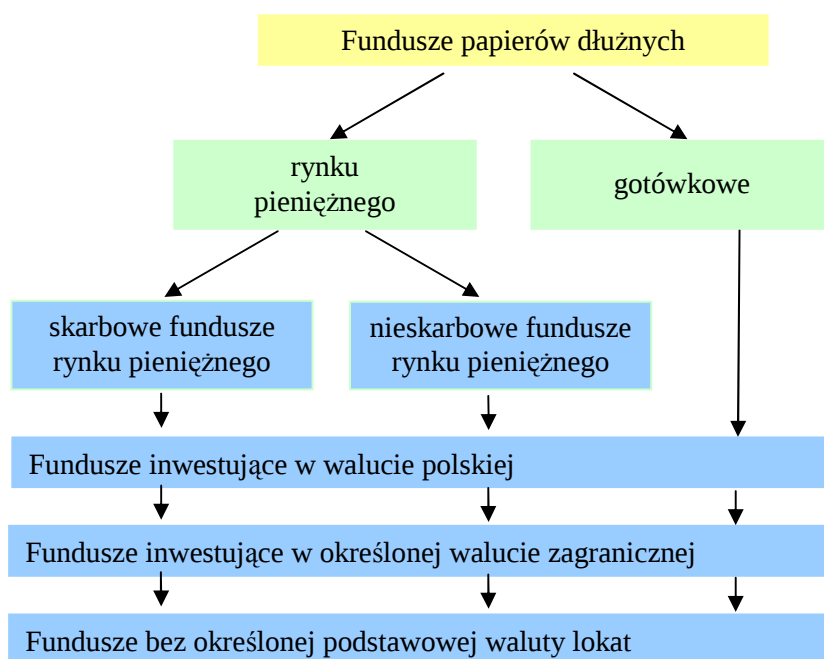
Rys. 1.2. Schemat funduszy inwestycyjnych – fundusze hybrydowe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie IZFiA.



Rys. 1.3. Schemat funduszy inwestycyjnych – fundusze papierów dłużnych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie IZFiA.



Rys. 1.4. Schemat funduszy inwestycyjnych – fundusze gotówkowe i rynku pieniężnego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie IZFiA.

Tabela 1.2. Rodzaje funduszy inwestycyjnych

Rodzaje funduszy	Charakterystyka funduszy
1	2
KLASYFIKACJA PRAWNA	
1. Otwarte	Najpopularniejszy rodzaj funduszu inwestycyjnego w Polsce. Może lokować swoje środki (w ściśle określonych proporcjach) wyłącznie w: • Papiery wartościowe emitowane lub gwarantowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski (np. obligacje), • Papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, • Papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu, nabywane w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej, jeśli będą w ciągu roku notowane na rynku regulowanym (GPW, CeTO), • Inne zbywalne papiery wartościowe i krótkoterminowe wierzytelności pieniężne, których wartość rynkowa może być ustalona w każdym czasie (do 10% aktywów). Fundusz otwarty zbywa jednostki uczestnictwa (stanowiące prawo udziału w aktywach netto funduszu) i dokonuje ich odkupienia zawsze na żądanie uczestnika funduszu. Uczestnikiem funduszu otwartego może być każdy.
2. Specjalistyczne otwarte	Specjalistyczny rodzaj funduszu otwartego. Podstawowa różnica polega na tym, że statut funduszu ściśle określa, kto może być uczestnikiem funduszu (np. wyłącznie osoby prawne), a także może wprowadzać nowe warunki, na jakich uczestnik może żądać odkupienia jednostek uczestnictwa (np. dotyczące terminu odkupienia). Taki rodzaj funduszu jest wykorzystywany do tworzenia tzw. III filaru ubezpieczeń emerytalnych (skupia uczestników pracowniczych programów emerytalnych).
3. Zamknięte	Mogą inwestować w: • papiery wartościowe, • wierzytelności, z wyjątkiem wierzytelności wobec osób fizycznych, • udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, • waluty, • prawa pochodne od praw majątkowych będących przedmiotem lokat, • transakcje terminowe, • zbywalne towary giełdowe (nabywane na giełdach towarowych). Część aktywów funduszu mogą stanowić papiery wartościowe i wierzytelności objęte lub nabyte poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej. Fundusze te charakteryzuje wysoki poziom ryzyka, mogą dokonywać lokat w mniej płynne aktywa i nie muszą utrzymywać płynnych rezerw. Nie zbywają jednostek uczestnictwa tylko emitują certyfikaty inwestycyjne (papiery wartościowe na okaziciela). Certyfikaty można kupić albo w publicznej subskrypcji, albo po wprowadzeniu ich do obrotu publicznego, na regulowanym rynku giełdowym lub pozagiełdowym. Sprzedaż certyfikatu jest możliwa za pośrednictwem giełdy (na podstawie zlecenia sprzedaży) jeśli pojawi się na rynku druga strona transakcji usatysfakcjonowana ceną. W przeciwieństwie do zmieniającej się liczby jednostek uczestnictwa funduszy otwartych, liczba certyfikatów inwestycyjnych jest stała i może zwiększyć się wyłącznie w drodze nowej emisji.

1	2
4. Specjalistyczne zamknięte	Szczególna forma funduszu zamkniętego. Certyfikaty inwestycyjne tych funduszy nie podlegają obowiązkowi wprowadzenia do obrotu publicznego. Mogą być papierami wartościowymi imiennymi lub na okaziciela, a jedynie te dopuszczone do publicznego obrotu mogą być wyłącznie na okaziciela.
5. Mieszane	Forma pośrednia między funduszami otwartymi a zamkniętymi. Emituje certyfikaty inwestycyjne, ale musi je odkupywać od uczestników na ich żądania, nie rzadziej niż raz w roku. Certyfikaty wprowadzane SA do obrotu publicznego, a następnie na rynek regulowany.
KLASYFIKACJA EKONOMICZNA	
1. Akcyjne	Inwestują przede wszystkim w akcje spółek dopuszczonych do publicznego obrotu. Co najmniej 60% powierzonych środków inwestują w akcje spółek giełdowych. W zależności od tego w jakie spółki inwestują (o gruntownej pozycji, wysokich dywidendach, czy też dających szybki, ale niepewny zysk) ich polityka może mieć bardziej lub mniej agresywny charakter. Doświadczenia rynku amerykańskiego wskazują, że po kilku latach na akcjach zarabia się lepiej, niż na obligacjach. Dlatego w fundusze akcyjne inwestuje się na długo.
1.a) Indeksowe	Stanowią osobną kategorię f. akcyjnych. Skład ich portfela jest zbliżony do składowych danego indeksu giełdowego tzn. takie same akcje i w takich samych proporcjach, jak np. WIG, czy WIG20.
2. Zrównoważone/hybrydowe	Inwestują zarówno w akcje, jak i instrumenty dłużne. Udział akcji w stosunku do innych instrumentów w portfelu typowego funduszu zrównoważonego wynosi od 40%-60%
3. Obligacje	Inwestują głównie w papiery wartościowe o stałym dochodzie: bony, obligacje skarbowe oraz instrumenty dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa i władze samorządowe.
4. Rynku pieniężnego	Inwestują w takie instrumenty jak: bony skarbowe, certyfikaty depozytowe, bony komercyjne, zabezpieczone w 100% porozumienia odkupu. Charakteryzują się najniższym ryzykiem, ale i też stosunkowo niewielkim dochodem. Ich stopa wzrostu powinna jednak przekraczać oprocentowanie korzystnych lokat bankowych.
KLASYFIKACJA ZE WZGLĘDU NA PONOSZONE RYZYKO	
1. Prywatyzacji	Najbardziej ryzykowne ze względu na przewagę w portfelu akcji. Inwestują w papiery wartościowe związane z Programem Powszechnej Prywatyzacji: akcje spółek uczestniczących w programie.
2. Akcji	Równie ryzykowne, ze względu na inwestycje głównie w akcje. Mogą przynieść duży zysk, ale też dużą stratę.
3. Zrównoważone	Zdywersyfikują ryzyko poprzez inwestycje w obligacje. Udział akcji w portfelu wynosi nie więcej niż 60% aktywów. W celu minimalizacji ryzyka, fundusz unika lokat spekulacyjnych.

1	2
4. Stabilnego wzrostu	Celem ich jest zapewnienie regularnego dochodu. Inwestują głównie w obligacje i bony skarbowe.
5. III filaru (zabezpieczenia emerytalnego)	Swoje środki lokują w instrumenty finansowe rynku pieniężnego o wysokim stopniu bezpieczeństwa i w papiery wartościowe o niskim stopniu ryzyka (np. papiery emitowane przez Skarb Państwa oraz samorządy terytorialne). Część środków utrzymywana jest na lokatach bankowych.
6. Papierów dłużnych	Bezpieczny rodzaj funduszy, ze względu na inwestycje w obligacje Skarbu Państwa o długim terminie wykupu, obligacje komunalne oraz częściowo w instrumenty rynku pieniężnego. Fundusz nie inwestuje w akcje.
7. Rynku pieniężnego	Najbezpieczniejszy rodzaj funduszy. Część środków utrzymuje na lokatach bankowych. Inwestuje w: bony skarbowe, certyfikaty depozytowe, bony komercyjne, zabezpieczone w 100% porozumienia odkupu, a więc instrumenty o minimalnym stopniu ryzyka.
KLASYFIKACJA ZE WZGLĘDU NA WYSOKOŚĆ I SPOSÓB POBIERANIA OPŁATY MANIPULACYJNEJ	
1. Typu load	Pobierają opłaty manipulacyjne. Opłata naliczana jest od inwestowanej kwoty i najczęściej wynosi od 3,5% do 8%.
2. Typu no-load	Nie pobierają opłaty manipulacyjnej.
KLASYFIKACJA ZE WZGLĘDU NA SPECJALIZACJĘ	
1. Branżowe	Wyspecjalizowane fundusze o podwyższonym ryzyku, inwestują w wybrane branże przemysłowe.
2. Venture capital	Zamknięte fundusze inwestujące w przedsięwzięcia o wysokim stopniu ryzyka.
3. Multifundusze	Ich portfel składa się z innych funduszy.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie IZFiA.

1.2.1.1. Kryteria strukturalno-organizacyjne

Kryterium formy prawnej

▪ Fundusze statutowe

Podstawową cechą, która charakteryzuje ten typ funduszu inwestycyjnego, jest brak rozdziału między majątkiem spółki zarządzającej funduszem a majątkiem funduszu, który stanowi główną część majątku spółki²⁰. W tym przypadku, uczestnik funduszu jest udziałowcem spółki jak i udziałowcem majątkowym. Spółka ta inwestuje

²⁰ K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne...*, op. cit., s. 48.

w papiery wartościowe, które są składnikami jej majątku. Jeżeli jest to spółka akcyjna, to jej akcjonariusze stają się pośrednio akcjonariuszami innych spółek w sensie ekonomiczno-decyzyjnym. Natomiast w sensie prawnym, właścicielem papierów wartościowych innych firm jest fundusz inwestycyjny jako osoba prawna. Inwestorzy, którzy są jednocześnie udziałowcami funduszu (spółki), mogą wpływać na decyzje w sprawach personalnych i gospodarczych funduszu. Prawa uczestników funduszu statutowego są chronione przez przyznawanie im praw korporacyjnych, za wyjątkiem ich majątku lokowanego w papiery wartościowe. Inwestorzy (udziałowcy) spółek z punktu widzenia prawa, traktowani są jak zwykli udziałowcy, ponoszą również ryzyko upadku spółki. Spółka taka może tworzyć i zarządzać tylko jednym funduszem²¹.

▪ Fundusze umowne

Funkcjonujące na polskim rynku fundusze inwestycyjne mają charakter funduszy umownych²². Cechą charakterystyczną funduszy umownych jest to, że stosunek prawny między inwestorem funduszu a spółką zarządzającą nie ma charakteru korporacyjnego, co oznacza, że inwestor często nie jest udziałowcem spółki. W tym typie funduszu majątek jest oddzielony od majątku spółki inwestycyjnej. Majątek funduszu ma najczęściej charakter majątku „zebranego” z lokat inwestorów i przeznaczony jest na nabywanie papierów wartościowych. Istnieją dwa rozwiązania dotyczące statusu prawnego funduszu umownego: najczęściej spotykanym jest odrębna własność funduszu i majątku spółki. Inwestorzy są współwłaścicielami funduszu, natomiast spółka inwestycyjna zarządza nim. Za odpowiednim wynagrodzeniem zarządza środkami funduszu w swoim imieniu, lecz na rachunek uczestników (inwestorów). Innym rozwiązaniem jest koncepcja powiernicza, która polega, na tym, że fundusz znajduje się w majątku spółki inwestycyjnej, z ograniczonymi możliwościami dysponowania tym majątkiem, a pozycja inwestora nie jest w pełni pozycją właściciela. W przypadku upadłości spółki inwestycyjnej, majątek funduszu jest wyłączony spod egzekucji. Zaletą przyjęcia typu umownego

²¹ A. Chłopecki, *Podstawowe typy funduszy inwestycyjnych*, Rzeczpospolita nr 174, 1995, s. 10.

²² K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne...*, op. cit., s. 65.

funduszy, jest możliwość tworzenia i zarządzania przez jedno towarzystwo inwestycyjne wieloma funduszami, przez co znacznie obniżają się koszty funkcjonowania funduszy. Ponadto daje ono również uczestnikowi, w ramach jednego towarzystwa, możliwość wyboru funduszu o odpowiedniej dla niego strategii inwestycyjnej²³.

Kryterium typu inwestora

▪ Fundusze specjalne

Do tego rodzaju funduszy należą fundusze umowne otwarte, zarządzane przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych, przeznaczone dla ograniczonego kręgu inwestorów. Ich udziałowcami są instytucje ubezpieczeniowe, charytatywne, kościelne oraz fundacje. Do szczególnych cech tego rodzaju funduszy należy to, że minimalna opłata za zarządzanie i kwota powierzona do zarządzania jest bardzo wysoka, w praktyce zaporowa dla drobnych inwestorów. Ponadto inwestorzy posiadają określony wpływ na politykę inwestycyjną funduszy²⁴.

▪ Fundusze prywatne

Są to fundusze zamknięte, przeznaczone dla ograniczonego kręgu inwestorów, wybranych przez sam fundusz lub zarządzającego. Fundusze te są uprzywilejowane podatkowo.

▪ Fundusze publiczne

Podstawową cechą tego rodzaju funduszy, jest możliwość przystąpienia do nich każdego inwestora. Klientela tych funduszy zaliczana jest do tzw. „drobnych ciułaczy”. Głównym zadaniem tych funduszy jest profesjonalne zarządzanie powierzonymi środkami inwestorów, natomiast zaletą mniejsze ryzyko inwestycyjne²⁵.

²³ G. Kościelniak, op. cit., s. 24-25.

²⁴ Wartość jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych może wynosić przykładowo 30 000 euro, co utrudnia dostęp osób fizycznych do tego rodzaju funduszy.

²⁵ G. Kościelniak, op. cit., s. 29-30.

Kryterium konstrukcji funduszu

▪ Fundusze otwarte²⁶

Istotą tego rodzaju funduszy jest nieograniczony dopływ kapitału, który wyraża się w zmiennej liczbie uczestników i przysługujących im udziałów, tj. jednostek uczestnictwa. Fundusze te są otwarte pod względem uczestnictwa dla inwestorów. Mają obowiązek przyjmować nowych inwestorów i umarzać jednostki uczestnictwa osobom, które chcą wycofać swoje pieniądze. Jednostki uczestnictwa są niezbywalne i nie mogą być przedmiotem wtórnego obrotu. Wnoszone przez udziałowców środki finansowe, tworzą masę funduszu, która z kolei jest przeliczana na jednostki uczestnictwa. Z ekonomicznego punktu widzenia, wspólna masa majątkowa może być tworzona z następujących środków:

- kapitału akcyjnego towarzystwa (spółki) będącego założycielem funduszu oraz zarządcą jego aktywów, rozumianego jako kapitał założycielski funduszu, odpowiednio oddzielony od kapitału własnego towarzystwa (spółki),
- wpłat dokonywanych przez inne zainteresowane podmioty prawne na poczet nabycia jednostek uczestnictwa w funduszu,
- inwestycji towarzystwa, menedżera funduszu w papiery wartościowe dostępne na polskim i zagranicznych rynkach kapitałowych,
- wpływów z tytułu obrotu papierami wartościowymi stanowiących portfolio funduszu (transakcje giełdowe),
- praw z papierów wartościowych, wchodzących w skład portfela inwestycyjnego²⁷.

Płynność funduszu jest zapewniona przez to, iż podmiot zarządzający funduszem jest zobowiązany do zbywania jednostek uczestnictwa bez żadnych ograniczeń. Cechą funduszy otwartych jest to, że zachowują obowiązek płynności aktywów jak również ograniczania ryzyka inwestycyjnego. Strategią tych funduszy jest lokowanie środków funduszu w papiery wartościowe różnych emitentów²⁸.

²⁶ W literaturze fundusze inwestycyjne otwarte niekiedy nazywane są *mutual funds* (nazwa ta odnosi się do amerykańskich funduszy inwestycyjnych).

²⁷ L. Bagiński, A. C. Stańczyk, *Fundusz powierniczy czyli zbiorowy inwestor*, Rzeczpospolita 1992, nr 223-224.

²⁸ T. Świderek, A. Kostrz-Kostecka, *Fundusze inwestycyjne*, Moje pieniądze 95, Warszawa 1995, s. 142.

▪ Fundusze zamknięte

Fundusze tego typu charakteryzują się stałą wielkością kapitału i działają w formie spółek. Udziały w tych funduszach określane są jako certyfikaty inwestycyjne lub akcje. Certyfikaty inwestycyjne mogą być przedmiotem obrotu na rynku wtórnym²⁹. Mają charakter niepodzielnego papieru wartościowego i są emitowane w formie imiennej lub na okaziciela³⁰. Liczba uczestników i udziałów funduszu zamkniętego jest stała. Inwestują zarówno na rynku giełdowym, jak i walutowym, a także w wierzytelności i nieruchomości. Nie muszą utrzymywać wysokiej płynności aktywów i dlatego są często inwestorem strategicznym w spółkach. Fundusze zamknięte emitują jednorazowo określoną liczbę tytułów udziałowych, które nie są umarzane, co oznacza, że fundusz nie skupuje akcji lub własnych certyfikatów inwestycyjnych, dlatego też mogą być one przedmiotem obrotu wtórnego, a ich cena rynkowa jest kształtowana przez podaż i popyt.

Fundusze zamknięte są efektywniejsze od funduszy otwartych ze względu na mniejsze koszty działalności, oraz stałość kapitału. Mają one jednak mniejszą płynność w przypadku wycofania środków, ponieważ mogą nastąpić trudności w zbyciu akcji lub certyfikatów inwestycyjnych. Fundusze zamknięte, często wykupują pakiety kontrolne różnych spółek, oraz udziały w spółkach o słabej kondycji finansowej, a następnie je odsprzedają. Fundusze te z reguły wypłacają zysk swoim udziałowcom.

▪ Fundusze mieszane³¹

Innym rodzajem funduszy są fundusze mieszane. Fundusze te, charakteryzują się ograniczoną liczbą inwestorów, dlatego też często określa się je jako półotwarte. Mają obowiązek wykupywania udziałów inwestorów na ich żądanie, co jest główną przyczyną ograniczania wielkości funduszu. Udziały w tych funduszach mogą mieć formę certyfikatów inwestycyjnych, ale najczęściej mają formę akcji. Inwestorzy, którzy nie akceptują zbyt wysokiego ryzyka, mogą rozważyć zakup udziałów

²⁹ Pierwszy fundusz inwestycyjny zamknięty w Polsce został utworzony w 1999 roku.

³⁰ W. Dębski, *Fundusze inwestycyjne w Polsce*, [w:] *Rynki kapitałowe*, red. nauk. W. Bień, Wyd. Szkoła Główna Handlowe w Warszawie, Warszawa 2005, s. 122.

³¹ Fundusze mieszane nazywane są także funduszami hybrydowymi.

w funduszu mieszanym. Ryzyko związane z tego rodzaju funduszem jest stosunkowo niskie. Historycznie rzecz biorąc, fundusze mieszane w okresach bessy notowały straty mniejsze od innych funduszy inwestujących w akcje. Portfel funduszu mieszanego składa się zazwyczaj w 60% z obligacji, akcji uprzywilejowanych i środków pieniężnych, a tylko w 40% z akcji zwykłych.

Istnieje wiele odmian funduszy mieszanych. Jedną z nich są alokacyjne fundusze powiernicze. Fundusze te inwestują w akcje, obligacje, a część aktywów przetrzymują w środkach pieniężnych. W celu zabezpieczenia przed inflacją część środków przeznaczają na zakup metali szlachetnych i akcji przemysłu wydobywczego. Fundusze te są mniej ryzykowne od funduszy akcji zwykłych. Starają się zapewnić inwestorom jak najkorzystniejszy dochód, przy jak najmniejszym obciążeniu ryzykiem. Inną odmianą funduszy mieszanych jest fundusz, który lokuje pewien odsetek swoich aktywów w innych funduszach z grupy. Jest to sposób na dywersyfikację inwestycji i obniżenie towarzyszącego jej ryzyka.

Fundusze dochodu z kapitału są kolejną odmianą funduszu mieszanego. Są nastawione na generowanie regularnych dochodów, przy jednoczesnym zachowaniu wartości zainwestowanego kapitału. Fundusze te nadają się dla osób utrzymujących się z odsetek od kapitału lub poszukujących alternatywy dla certyfikatów depozytowych. Fundusze te, posiadają przeważnie w swoich portfelach więcej obligacji niż akcji. Inwestują na ogół w akcje firm, które wypłacają wysoki procent zysków w formie dywidend. Firmy te należą przeważnie do sektorów użyteczności publicznej, przemysłu wydobywczego, usług finansowych oraz przemysłu wytwarzającego przedmioty powszechnego użytku. Fundusze dochodu nabywają najczęściej rządowe papiery wartościowe oraz obligacje wyemitowane przez przedsiębiorstwa, które posiadają najwyższe oceny wiarygodności kredytowej. Fundusze te nie są jednak pozbawione ryzyka. Wzrost stóp procentowych może spowodować spadek wartości tych funduszy, ponieważ inwestują one w obligacje i są wrażliwe na zmianę

stopy procentowej. Fundusze dochodu nie są tak ryzykowne jak zdywersyfikowane fundusze akcji zwykłych³².

Kryterium osobowości prawnej

▪ **Fundusze posiadające osobowość prawną**

Fundusze posiadające osobowość prawną są z reguły spółkami prawa handlowego. Niektóre fundusze umowne, również mogą posiadać osobowość prawną, uzależnione jest to od koncepcji prawnej przyjętej w danym systemie. Osobowość prawną powoduje usztywnienie funduszu w wyniku wymogów formalnych, jednakże powoduje większy wpływ uczestników funduszu na jego politykę.

▪ **Fundusze bez osobowości prawnej**

Reprezentowane są przez fundusze umowne, w których majątek funduszu jest oddzielony od majątku zarządzającego. Brak osobowości prawnej powinien być uzupełniony przez kontrolę administracyjną, a także przez bank powiernik ze względu na ochronę inwestora i ryzyko.

Kryterium ze względu na specjalizację

Zalicza się wg tego kryterium następujące fundusze:

▪ **Fundusze branżowe**

Wyspecjalizowane fundusze o podwyższonym ryzyku, inwestujące w wybrane branże przemysłowe.

▪ **Fundusze *venture capital***

Fundusze zamknięte inwestujące w przedsięwzięcia o wysokim stopniu ryzyka. Aktywa tych funduszy są lokowane głównie w małe rozpoczynające działalność przedsiębiorstwa, przede wszystkim z sektora wysokich technologii³³.

▪ **Multifundusze**

Ich portfel składa się z innych funduszy.

³² A. Lavine, *Wszystko o funduszach powierniczych*, WIG-Press, Warszawa 1996, s. 77-80.

³³ J. Świdorska, *Rynek funduszy *venture capital* w Polsce na przykładzie MCI Management S.A.*, [w:] *Rynek finansowy – instytucje, strategie i instrumenty*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, Wyd. Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2003, s. 215.

1.2.1.2. Kryteria wartości lokat, opłat i ryzyka

Kryterium substancji majątkowej

▪ Fundusze akcyjne

Fundusze inwestycyjne akcyjne, inwestują wyłącznie lub prawie wyłącznie w akcje. Fundusze te dzielą się na agresywne i konserwatywne. Fundusze agresywne lokują środki w udziały firm w górnej kondycji finansowej lub w akcje nowych spółek, które roszą nadzieję na szybki wzrost. Cechą tych funduszy jest duża zmienność polityki inwestycyjnej oraz spekulacyjne metody działania. Fundusze konserwatywne inwestują środki w akcje znanych firm, których wartość nie ulega wahaniom. Celem inwestycji tych funduszy, jest długotrwały przyrost kapitału. Fundusze akcyjne należą do funduszy o wysokim ryzyku inwestycyjnym. Poziom lokat w udziałowe papiery wartościowe wynosi od 80 do 100%. Wśród funduszy akcyjnych wyróżnia się:

- fundusze małych i średnich spółek,
- fundusze indeksowe,
- fundusze sektorowe.

W funduszach sektorowych udział akcji należących do spółek określonego sektora w aktywach funduszu wynosi co najmniej 66%³⁴.

▪ Fundusze obligacyjne

Fundusze tego rodzaju przeznaczają środki na inwestycje o stałym dochodzie, przede wszystkim w obligacje. Środki zazwyczaj są lokowane w jeden określony rodzaj obligacji. Strategia funduszy jest uzależniona od wysokości dochodów z danego rodzaju obligacji i wysokości ryzyka danej inwestycji. Fundusze obligacyjne, cechuje dość długi okres zwrotu i przyrostu kapitału. Większość inwestorów lokuje w fundusze obligacji ze względu na bezpieczeństwo, płynność i dochód z odsetek. Inwestorzy chcą mieć pewność, że ich kapitał pozostanie nieuszczerplony. Preferują oprocentowanie, jako źródło dochodu. Zachowują

³⁴ T. Miziołek, *Nowości funduszy inwestycyjnych*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 7/200, s. 83.

ponadto możliwość wycofania pieniędzy w razie potrzeby. Z inwestowaniem w papiery wartościowe o stałym dochodzie wiąże się również ryzyko:

1. Ryzyko zmiany stopy procentowej. Ceny obligacji i stopy procentowe poruszają się w przeciwnych kierunkach. Im dłuższy termin wykupu danej obligacji, tym większa wrażliwość jej kursu na zmiany stopy procentowej.
2. Ryzyko niewypłacalności.
3. Ryzyko sytuacyjne.
4. Ryzyko zmiany kursu walutowego.
5. Ryzyko reinwestycyjne.
6. Ryzyko zmiany siły nabywczej³⁵.

▪ Fundusze wyspecjalizowane

Fundusze te, inwestują w różne instrumenty rynku kapitałowego. Dobór papierów wartościowych dokonywany jest według branży gospodarczej lub według specyfiki poszczególnych inwestorów na rynku kapitałowym (np. fundusze inwestujące w instrumenty rynku pieniężnego, opcje). Fundusze te, uważane są na ogół za inwestycje spekulacyjne. Ich celem jest inwestowanie w określone branże, na przykład w przemyśle stosującym nowoczesne technologie, drzewnym, chemicznym. Nabywając udziały w funduszu branżowym stawia się na konkretną gałąź gospodarki. Nie korzysta się w tym przypadku ze zróżnicowania portfela oferowanego przez fundusze akcji, które lokują w kilku branżach i posiadają papiery wielu firm. Wyjątek stanowią fundusze akcji przedsiębiorstw użyteczności publicznej, które inwestują w akcje wielu spółek z tego sektora³⁶.

Poszczególne typy funduszy inwestycyjnych mogą być wyspecjalizowanymi inwestycjami. Dzieli się na:

- multifundusze,
- fundusze *private equity*,
- fundusze *venture capital*,

³⁵ B. Meluch, E. Nietrzepka, T. Orlik, *Fundusze powiernicze*, WIG-Press, Warszawa 1993, s. 24-25.

³⁶ A. Lavine, op. cit., s. 104.

- fundusze *hedgingowe*.

Multifundusze to fundusze inwestycyjne, które inwestują w inne fundusze. Bardziej powszechna forma to fundusze funduszy, które nabywają jednostki uczestnictwa lub obejmują certyfikaty inwestycyjne innych funduszy inwestycyjnych. Fundusze te można podzielić na fundusze funduszy akcyjnych, czy fundusze funduszy stabilnego wzrostu³⁷.

Kryterium wysokości opłat i prowizji

- **Fundusze bezprowizyjne**

Fundusze tego typu nie pobierają opłat lub prowizji za nabycie jednostek uczestnictwa. Całość środków inwestorów (oprócz opłaty menedżerskiej za zarządzanie) zostaje ulokowana w papierach wartościowych. Fundusze te, charakteryzują się niskimi kosztami, które wynikają z mniejszego przeznaczenia środków na działania marketingowe, koszty osobowe i strukturę organizacyjną.

- **Fundusze prowizyjne**

Należą do nich fundusze, które pobierają prowizje, przy nabywaniu jednostek uczestnictwa z tytułu nabycia bądź umorzenia jednostek uczestnictwa. Niektóre fundusze pobierają opłaty lub prowizje zarówno w chwili nabycia, jak i zbywania jednostek. Wysokość prowizji i opłat może być stała, może też zmieniać się w zależności od okresu przetrzymywania środków funduszu. Prowizje pełnią przede wszystkim funkcję stabilizacyjną, gdyż zniechęcają inwestorów w przypadku zmian koniunktury na rynku, do wycofywania środków³⁸.

Kryterium formy uczestnictwa inwestorów w dochodach

- **Fundusze tezauryzujące (akumulacyjne)**

Istota tych funduszy polega na tym, iż nie wypłacają inwestorom żadnych dochodów. Wszystkie dochody są przez fundusz reinwestowane, dzięki czemu zwiększa się jego wartość³⁹.

³⁷ T. Miziolek, *Ruszyły fundusze funduszy*, „Nasz Rynek Kapitałowy” nr 3/4/2005, s. 83.

³⁸ E. Faerber, *Wszystko o obligacjach*, Difin, Warszawa 1996, s. 181-183.

³⁹ K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne...*, op. cit., s. 54.

Dochodem inwestora są w tym przypadku przyrosty wartości posiadanych jednostek, certyfikatów inwestycyjnych lub akcji. Uczestnik chcąc osiągnąć zysk z zainwestowanego kapitału, powinien go wycofać poprzez umorzenie jednostek uczestnictwa bądź sprzedaż certyfikatów lub akcji.

▪ **Fundusze dystrybutywne**

Fundusze te wypłacają wszystkie wypracowane zyski. Zyski te wynikają z różnic kursowych w przypadku korzystnych transakcji. W funduszach tych, w celu utrzymania rentowności na określonym poziomie, uwzględnia się również możliwość spadku kursów w czasie hossy. Dystrybutywność w tym przypadku nie jest bezwzględnie przestrzegana – traktowana jest, jako zasada funkcjonowania funduszy.

▪ **Fundusze kumulacyjne**

Fundusze te zachowują podstawowe lokaty inwestorów. Wartość aktywów funduszu jest powiększana przez zyski ze zbycia papierów wartościowych, zyski kursowe i zyski wynikające z prawa poboru, które są następnie reinwestowane, a pomiędzy inwestorów rozdzielane są przychody uzyskiwane z dywidend i odsetek⁴⁰.

Kryterium ze względu na rodzaj dokonywanych lokat

Zaliczane są tutaj następujące fundusze:

▪ **akcyjne**

Inwestują przede wszystkim w akcje spółek dopuszczonych do publicznego obrotu. Co najmniej 60% powierzonych środków, inwestują w akcje spółek giełdowych. W zależności od tego w jakie spółki inwestują (o ugruntowanej pozycji, wysokich dywidendach czy też dających szybki, ale niepewny zysk), ich polityka może mieć bardziej lub mniej agresywny charakter. Doświadczenia rynku amerykańskiego wskazują, że po kilkunastu latach na akcjach zarabia się lepiej, niż na obligacjach. Dlatego właśnie, w fundusze akcyjne inwestuje się przez długi okres czasu.

⁴⁰ A. Chłopecki, *Fundusze inwestycyjne*, Przegląd Podatkowy 1992, nr 4, s. 32.

a) indeksowe

Stanowią osobną kategorię funduszy akcyjnych. Skład ich portfela jest zbliżony do składu danego indeksu giełdowego tzn. takie same akcje i w takim samych proporcjach, jak np. WIG, czy WIG20.

- **zrównoważone/hybrydowe**

Inwestują zarówno w akcje, jak i instrumenty dłużne. Udział akcji w stosunku do innych instrumentów w portfelu typowego funduszu zrównoważonego wynosi od 40%-60%.

- **obligacji**

Inwestują głównie w papiery wartościowe o stałym dochodzie: bony, obligacje skarbowe oraz instrumenty dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa i władze samorządowe.

- **rynku pieniężnego**

Inwestują w takie instrumenty jak: bony skarbowe, certyfikaty depozytowe, bony komercyjne, zabezpieczone w 100% porozumienia odkupu. Charakteryzują się najniższym ryzykiem, ale i też stosunkowo niewielkim dochodem. Ich stopa zwrotu powinna jednak przekraczać oprocentowanie korzystnych lokat bankowych.

Kryterium ze względu na ponoszone ryzyko

- **Fundusze prywatyzacji**

Najbardziej ryzykowne ze względu na przewagę w portfelu akcji. Inwestują w papiery wartościowe związane z Programem Powszechnej Prywatyzacji: akcje NFI, akcje spółek uczestniczących w programie).

- **Fundusze akcji**

Równie ryzykowne, ze względu na inwestycje głównie w akcje. Mogą przynieść duży zysk, ale i dużą stratę.

- **Fundusze zrównoważone**

Dywersyfikują ryzyko poprzez inwestowanie w obligacje. Udział akcji w portfelu wynosi nie więcej niż 60% aktywów. W celu minimalizacji ryzyka, fundusz unika lokat spekulacyjnych.

- **Fundusze stabilnego wzrostu**

Celem tych funduszy jest zapewnienie regularnego dochodu. Inwestują głównie w obligacje i bony skarbowe.

- **Fundusze III filaru (zabezpieczenia emerytalnego)**

Swoje środki lokują w instrumenty finansowe rynku pieniężnego o wysokim stopniu bezpieczeństwa oraz w papiery wartościowe o niskim stopniu ryzyka (np. papiery emitowane przez Skarb Państwa oraz samorządy terytorialne). Część środków utrzymywana jest na lokatach bankowych.

- **Fundusze papierów dłużnych**

Bezpieczny rodzaj funduszy ze względu na inwestycje w obligacje Skarbu Państwa o dłuższym terminie wykupu, obligacje komunalne, oraz częściowo w instrumenty rynku pieniężnego. Fundusze tego rodzaju nie inwestują w akcje.

- **Fundusze rynku pieniężnego**

Należą do najbezpieczniejszego rodzaju funduszy⁴¹. Część środków utrzymywana jest na lokatach bankowych. Inwestują w bony skarbowe, certyfikaty depozytowe, bony komercyjne.

Kryterium prawne

Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 roku, istnieje możliwość tworzenia następujących typów funduszy inwestycyjnych. Są to:

- fundusze inwestycyjne otwarte,
- specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte,
- fundusze inwestycyjne zamknięte,
- fundusze inwestycyjne o szczególnej konstrukcji,
- szczególne typy funduszy inwestycyjnych.

⁴¹ *Standard funduszu inwestycyjnego rynku pieniężnego* opracowany przez Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce, w punkcie I stanowi, że „fundusz rynku pieniężnego powinien charakteryzować się możliwie najmniejszym ryzykiem inwestycyjnym”.

▪ Fundusze inwestycyjne otwarte

Fundusze te są kontynuatorami prawnymi funduszy powierniczych, których działalność regulowała ustawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1992 roku. Pod względem liczebności i wartości zgromadzonych aktywów, fundusze otwarte są zdecydowanie najbardziej popularnym typem funduszy inwestycyjnych w Polsce. Mogą zbywać nieograniczoną liczbę jednostek uczestnictwa i są zobowiązane do ich odkupienia na każde żądanie uczestnika. Zbywanie i odkupywanie jednostek uczestnictwa przez fundusz, odbywa się z częstotliwością określoną w statucie, nie rzadziej niż raz na 7 dni. Wartość aktywów netto funduszu inwestycyjnego otwartego, nie może być niższa od 2 mln zł. Jeżeli wystąpi taka sytuacja, to fundusz taki podlega rozwiązaniu. Fundusze te mogą inwestować zebrane środki w papiery skarbowe Narodowego Banku Polskiego, instrumenty rynku pieniężnego oraz papiery wartościowe w obrocie publicznym krajowym lub na zagranicznym rynku regulowanym.

▪ Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte

Fundusze te stanowią szczególną formę funduszy inwestycyjnych otwartych⁴². Podstawowa różnica polega na tym, że statut tego funduszu może ograniczyć krąg uczestników oraz wprowadzać dodatkowe warunki, w jakich uczestnik może żądać odkupienia jednostek uczestnictwa, a w szczególności określać termin, w jakim odkupienie to może nastąpić⁴³. Część tych funduszy jest adresowana do osób prawnych, inne natomiast przeznaczone są dla uczestników pracowniczych programów emerytalnych lub osób, które deklarują długoterminowe oszczędzanie. Fundusze te mogą lokować powyżej 20%, ale nie więcej niż 50% wartości swoich aktywów, w jednostki uczestnictwa jednego funduszu inwestycyjnego otwartego lub tytuł uczestnictwa funduszu zagranicznego lub instytucji wspólnego inwestowania mającej siedzibę za granicą. Statut przewiduje również możliwość utworzenia organu kontrolnego w postaci rady inwestorów, w skład której może wchodzić uczestnik reprezentujący ponad 5% ogólnej liczby jednostek uczestnictwa

⁴² T. Miziołek, *Rok spełnionych nadziei*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 1/2000, s. 84.

⁴³ Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 roku..., op. cit., art. 113.

danego funduszu lub uczestnicy funduszu, reprezentujący łącznie ponad 5% ogólnej liczby jednostek uczestnictwa tego funduszu. Również w przypadku tego rodzaju funduszu inwestycyjnego, fundusz ma obowiązek odkupienia jednostek uczestnictwa na żądanie uczestnika funduszu⁴⁴.

▪ **Fundusze inwestycyjne zamknięte**

Fundusze zamknięte charakteryzują się stałą wielkością kapitału. Udziały tych funduszy określane są jako certyfikaty inwestycyjne bądź akcje. Fundusze inwestycyjne podlegające albo niepodlegające wprowadzeniu do obrotu publicznego, w zależności jak określa to statut. Liczba udziałów i uczestników funduszu jest stała. Jedyną możliwością powiększenia kapitału takiego funduszu, jest nowa emisja certyfikatów inwestycyjnych lub akcji. Fundusze te działają w formie spółek lub administrowane są przez firmy zarządzające. Fundusze te są efektywniejsze od otwartych, ze względu na mniejsze koszty oraz stałość kapitału.

▪ **Szczególne typy funduszy inwestycyjnych**

- Fundusze inwestycyjne z różnymi kategoriami jednostek uczestnictwa, będą się różnić sposobem pobierania opłat manipulacyjnych lub opłat obciążających aktywa funduszu. Jednostki te można łączyć, ale tylko w ramach tej samej kategorii.
- Fundusze inwestycyjne z wydzielonymi funduszami (*umbrella funds*). Fundusz inwestycyjny zarówno otwarty, specjalistyczny otwarty, jak i zamknięty – może prowadzić działalność jako fundusz składający się z subfunduszy, z których każdy może stosować inną politykę inwestycyjną, ale nie może mieć osobowości prawnej. Każdy z wydzielonych funduszy obowiązany jest przestrzegać osobno limitów inwestycyjnych przypisanych do poszczególnych rodzajów funduszy inwestycyjnych. W skład portfela inwestycyjnego jednego subfunduszu, nie mogą wchodzić jednostki uczestnictwa innego subfunduszu wydzielonego przez ten sam fundusz inwestycyjny. Uczestnik funduszu z wyodrębnionymi subfunduszami bez konieczności zmiany funduszu może dokonać konwersji

⁴⁴ K. Sas-Kulczycka, D. Choryło, J. Król, Z. Lasota, *Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce*, WIG-Press, Warszawa 1998, s. 51.

- jednostek uczestnictwa⁴⁵ jednego z subfunduszy na inny, prowadzący odmienną politykę inwestycyjną⁴⁶.
- Fundusze inwestycyjne podstawowe i powiązane (*fund of funds*). Towarzystwo inwestycyjne może utworzyć fundusz inwestycyjny i nazwać go podstawowym. Będzie on zbywał emitowane przez siebie jednostki uczestnictwa albo certyfikaty inwestycyjne, wyłącznie określonym w statucie innym funduszom inwestycyjnym utworzonym przez to towarzystwo oznaczonym jako powiązane (jeden fundusz podstawowy może utworzyć co najmniej dwa fundusze powiązane). Z kolei fundusze powiązane, mogą lokować swoje aktywa wyłącznie w jednostki uczestnictwa bądź certyfikaty inwestycyjne funduszu podstawowego. Fundusz podstawowy i powiązany, mogą być funduszami różnego rodzaju, czyli mogą występować jako fundusze otwarte, specjalistyczne fundusze otwarte lub fundusze zamknięte. Fundusze tego rodzaju, można wykorzystywać jako inwestycję alternatywną z punktu widzenia minimalizacji ryzyka, przy inwestycjach *private equity*.
 - Fundusz rynku pieniężnego. Może być utworzony jako fundusz inwestycyjny otwarty, który będzie lokować swoje aktywa, wyłącznie w instrumenty rynku pieniężnego oraz depozyty w bankach. Termin zapadalności tych depozytów nie powinien przekraczać roku. Ustawa o funduszach inwestycyjnych oraz Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie warunków, jakie muszą spełniać fundusze rynku pieniężnego określają, iż fundusze rynku pieniężnego mogą lokować aktywa wyłącznie w instrumenty rynku pieniężnego oraz depozyty o terminie zapadalności nie dłuższym niż rok⁴⁷ oraz instrumenty rynku pieniężnego, w które zamieniane są aktywa funduszu, powinny posiadać *rating* na odpowiednim poziomie⁴⁸.

⁴⁵ Jeśli fundusz z wydzielonymi subfunduszami jest funduszem inwestycyjnym zamkniętym wówczas uczestnik funduszu może dokonać zamiany certyfikatów inwestycyjnych.

⁴⁶ T. Miziołek, *Pierwszy fundusz parasolowy*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 2/2005, s. 86.

⁴⁷ Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 roku..., op. cit., art. 178.

⁴⁸ Ocena *ratingowa* nadawana jest przez niezależną agencję *ratingową*, zajmującą się oceną sytuacji ekonomiczno-finansowej podmiotów działających na rynku.

1.3. Zalety i wady funduszy inwestycyjnych

Inwestorzy przed rozpoczęciem podejmowania jakichkolwiek decyzji na rynku finansowym powinni skonstruować swoje indywidualne założenia polityki inwestycyjnej⁴⁹. Inwestorzy decydując się na zakup tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych osiągają szereg korzyści, które są niedostępne przy samodzielnych inwestycjach kapitałowych, ale z drugiej strony inwestorzy przystępując do funduszu inwestycyjnego nie mają żadnych gwarancji, że osiągną dochód. Teoretycznie możliwa jest nawet sytuacja, w której następuje spadek wartości tytułów uczestnictwa w dłuższym przedziale czasowym i uczestnik funduszu ponosi stratę. Jednakże w praktyce, dzięki fachowemu zarządzaniu, fundusze przynoszą dochody znacznie wyższe od lokat bankowych. Inwestorzy nie mają bezpośredniego wpływu na politykę inwestycyjną funduszy, akceptują ją w momencie przystąpienia do funduszu. Jednakże, z czasem gdy polityka ta staje się trudno akceptowalna, oraz gdy poziom osiąganych dochodów jest niezadawalający, wówczas istnieje możliwość wystąpienia z funduszu lub dokonania konwersji środków w ramach tzw. rodziny funduszy bez ponoszenia dodatkowych kosztów⁵⁰. Inwestor, który powierza swoje środki finansowe, staje się nie tylko uczestnikiem funduszu, ale również partycypuje we wszelkich korzyściach i słabościach tej formy inwestowania⁵¹.

Do podstawowych zalet funduszy należy zaliczyć:

- dochody konkurencyjne względem innych lokat,
- bezpieczeństwo,
- powierzenie oszczędności specjalistom,
- dywersyfikacja lokat,
- szybki dostęp do oszczędności,
- możliwość oszczędzania niewielkich kwot i umiarkowane koszty,
- elastyczność oferty,
- dodatkowe usługi świadczone na rzecz uczestników.

⁴⁹ J. Socha, *Rynek papierów...*, op. cit., s. 366.

⁵⁰ G. Kościelniak, op. cit., s. 13-15.

⁵¹ W. Dębski, *Fundusze inwestycyjne na polskim rynku kapitałowym*, Studia i Monografie Społecznej Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi, nr 8, Łódź 2003, s. 26-27.

Dochody konkurencyjne względem innych lokat

Podstawowym zadaniem funduszy inwestycyjnych jest pomnażanie oszczędności powierzonych przez uczestników. W tym celu, fundusze dokonują takiego doboru lokat finansowych, które umożliwiają wypracowanie jak najwyższego zysku przy założonym poziomie ryzyka. Fundusze inwestycyjne są więc narzędziami, które dają możliwość uzyskiwania dochodów właściwych, dla poszczególnych segmentów rynku finansowego, uwalniając tym samym inwestorów od samodzielnego podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Bezpieczeństwo

Fundusze inwestycyjne podlegają rygorystycznym regulacjom prawnym, które sprawiają, że jest to jedna z najbezpieczniejszych form lokowania oszczędności, i praktycznie ryzyko defraudacji powierzonych środków nie występuje. Aktywa funduszu są przechowywane przez depozytariuszy, którym może być tylko bank dysponujący wysokimi kapitałami własnymi (lub krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.). Ponadto ewentualne bankructwo tego banku, nie pociąga za sobą strat dla inwestorów, ponieważ przechowywane aktywa funduszu inwestycyjnego są wyłączone z masy upadłościowej depozytariusza. Towarzystwa funduszy nie mają bezpośredniego dostępu do środków ulokowanych w funduszach, którymi zarządzają. Towarzystwa mogą dysponować tymi środkami zgodnie z przepisami prawa i statutem funduszu. Są też poddane stałemu nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a ponadto muszą przestrzegać określonych obowiązków informacyjnych, takich jak publikacja statutu oraz rocznych i półrocznych sprawozdań finansowych zarządzanych funduszy. Zabezpieczenie przed ryzykiem defraudacji nie oznacza jednak, że lokowanie oszczędności w funduszu inwestycyjnym jest całkowicie pozbawione ryzyka. Ryzyko charakterystyczne dla danego funduszu, zależy od przyjętej strategii inwestycyjnej, oraz rodzaju dokonywanych lokat. Przepisy prawa nie chronią również przed błędami popełnianymi przez specjalistów, którzy zarządzają funduszami. Jeśli chodzi o ryzyko to: słowniki definiują ryzyko jako „prawdopodobieństwo uszkodzenia,

zniszczenia lub poniesienia straty”. Intuicyjnie definicja ta wydaje się trafna, jednak nie jest na tyle trafna, by umożliwić klasyfikowanie walorów pod względem poziomu ryzyka. Potrzebny jest zatem ilościowy substytut definicji słownikowej.

Jednym z najważniejszych pojedynczych mierników wyniku inwestycji jest stopa zwrotu, która służy jako podstawa większości ilościowych substytutów ryzyka. Profesjonaliści zajmujący się inwestowaniem definiują ryzyko jako całkowitą zmienność stóp zwrotu z danego waloru. Ryzyko całkowite składa się z dwóch części: ryzyka dywersyfikowalnego i niedywersyfikowalnego:

$$\frac{\text{Ryzyko dywersyfikowalne} + \text{Ryzyko niedywersyfikowalne}}{\text{Ryzyko całkowite}} .$$

Często mamy do czynienia z wieloma czynnikami przesądzającymi o zmianach wartości jednostek uczestnictwa. Czynniki te mogą wpływać na ryzyko dywersyfikowalne, niedywersyfikowalne lub też oba powyższe rodzaje ryzyka naraz. Każdy walor charakteryzuje się niepowtarzalną strukturą ryzyka. Na przykład: ryzyko niedotrzymania zobowiązań, może wpłynąć na ryzyko całkowite akcji w sposób systematyczny zwiększając ryzyko niedywersyfikowalne. Istnieją jednak aktywa o zerowym ryzyku niedotrzymania zobowiązań (bony skarbowe).

Czynniki mogące wywierać wpływ na wielkość związanego z walorem ryzyka całkowitego przedstawiono w tabeli poniżej.

Tabela 1.3. Ryzyko całkowite

1. Źródła ryzyka niedywersyfikowalnego
a) systematyczne ryzyko stopy procentowej b) systematyczne ryzyko siły nabywczej c) systematyczne ryzyko rynkowe d) systematyczne ryzyko związane z zarządzaniem e) systematyczne ryzyko niedotrzymania zobowiązań f) systematyczne ryzyko płynności g) systematyczne ryzyko przedterminowej spłaty h) systematyczne ryzyko zamiany i) inne składniki ryzyka systematycznego
2. Źródła ryzyka dywersyfikowalnego
a) niesystematyczne ryzyko stopy procentowej b) niesystematyczne ryzyko siły nabywczej c) niesystematyczne ryzyko rynkowe d) niesystematyczne ryzyko związane z zarządzaniem e) niesystematyczne ryzyko niedotrzymania zobowiązań f) niesystematyczne ryzyko płynności g) niesystematyczne ryzyko przedterminowej spłaty h) niesystematyczne ryzyko zamiany i) inne składniki ryzyka niesystematycznego
Razem: Ryzyko całkowite

Źródło: I. C. Francis, *Inwestycje*, WIG Press, Warszawa 2000, s. 11.

Rodzaje ryzyka

Do najczęściej spotykanych rodzajów ryzyka należą:

- **Zmienność rynku.** Przy rozpatrywaniu problemu zmienności rynku najczęściej podejmuje się problematykę odniesienia krótkoterminowych strat związanych ze spadkiem cen akcji, w które zainwestowano (ryzyko inwestycyjne wynikające z ogólnego spadku cen akcji – ryzyko rynkowe). Akcje zwykle są określane jako inwestycja ryzykowna. Uwagę przykuwa ich tendencja do gwałtownych oraz często nieprzewidywalnych spadków i wzrostów. Ostre spadki mogą mieć miejsce w stosunkowo krótkim czasie. Do czynników wpływających na zmianę cen akcji należą:
 - wyniki finansowe osiągnięte przez firmę,
 - inflacja,

- poziom bezrobocia,
- zmiana stóp procentowych,
- deficyt budżetowy,
- debaty sejmowe,
- kryzysy rządowe,
- kryzysy międzynarodowe,
- wojny,
- klęski żywiołowe⁵².

Obligacje również są obarczone ryzykiem. W przeciwieństwie do akcji, na które wpływ ma wiele czynników – zależą głównie od poziomu stóp procentowych. Generalnie zależność ta jest odwrotnie proporcjonalna, gdy stopy procentowe rosną, ceny obligacji spadają i odwrotnie. Obligacje o dłuższym terminie do wykupu, zwykle mają wyższą rentowność, niż obligacje o krótkim terminie wykupu. Z wyjątkiem gdy jest taki stan gospodarki, kiedy następuje spadek inflacji – wówczas obligacje krótkoterminowe mają wyższą rentowność, niż długoterminowe.

Nabywca jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych musi liczyć się z ryzykiem, które towarzyszy inwestowaniu. Ryzyko jest nieodłącznym atrybutem wszelkich inwestycji⁵³. Każda decyzja inwestycyjna jest bowiem obciążona określonym jego poziomem. Przed zainwestowaniem w określony fundusz, należy zastanowić się nad stratą jaką jest się w stanie ponieść, oraz jaki będzie okres inwestowania. Im okres inwestycji jest dłuższy, tym wyższe jest ryzyko związane ze zmianami cen instrumentów finansowych. Z wyższym ryzykiem, wiąże się jednak najczęściej wyższa stopa zwrotu. A jeżeli inwestor chce zminimalizować ryzyko, musi wówczas zaakceptować oczekiwaną stopę zwrotu. Najważniejsze jest jednak zrozumienie pojęcia ryzyka.

Oprócz ryzyka stóp procentowych, inwestycja w obligacje niesie za sobą ryzyko kredytowe, czyli ryzyko tego, iż emitent obligacji nie będzie ich w stanie

⁵² J. C. Francis, *Inwestycje, analiza i zarządzanie*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 2-11.

⁵³ Z. Wilimowska, M. Madela, *Fundusze inwestycyjne na polskim rynku*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Wrocławskiej, Wrocław 1998, s. 84.

wykupić lub zapłacić odsetek. Obligacje są obarczone większym ryzykiem i dlatego inwestorzy oczekują wyższej stopy zwrotu, żeby mieć pewność otrzymania w przyszłości powierzonych środków. Obligacje rządowe oferują najniższe odsetki, wynika to z faktu iż ryzyko niewypłacalności rządu jest niższe. Gotówka posiadana przez inwestora nie jest obarczona ryzykiem, natomiast pozwala właścicielowi na osiąganie minimalnych zysków, gdyż nie podlega procesowi konwersji. Pojawia się tu więc ryzyko inflacji, która obniża realną wartość pieniędzy. Decydując się na ulokowanie gotówki w banku ponosimy ryzyko niewypłacalności tego banku (depozyty są gwarantowane przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny do pewnej wysokości).

Ryzyko inflacji. Inflacja jest to wzrost generalnego poziomu cen dóbr i usług. Inflacja obniża „realne” zyski, czyli takie, które zwiększają corocznie koszty życia. Jest to szczególnie widoczne w dłuższym okresie czasu. Inflacja obniża wartość siły nabywczej pieniądza, powoduje, że za tę samą kwotę posiadaną obecnie, nie jesteśmy w stanie kupić tyle samo w latach następnych. W przypadku, jeśli dany inwestor wykupił obligacje dające stały procent, a ceny widocznie wzrosły, może to stanowić prawdziwy problem. Sposobem na ograniczenie tego typu ryzyka może być lokata w akcje lub zakup nieruchomości.

Ryzyko specyficzne. Wiadomości, które mogą mieć wpływ na kurs danej spółki lub branży, składają się na ryzyko określane jako specyficzne. Może się do tego przyczynić notatka prasowa, wypowiedź analityka itp. Przed wpływem takich informacji można się zabezpieczyć dywersyfikując inwestycje i nie należy wówczas inwestować w spółki np. tylko jednej branży. Jeśli portfel będzie zróżnicowany na akcje dwu czy trzech spółek, wówczas nie wpłynie to w sposób decydujący na osiągniętą stopę zwrotu⁵⁴.

⁵⁴ www.inwestycje.pl

Omawiając wady inwestowania poprzez fundusze inwestycyjne nie sposób nie wspomnieć o zaletach tej formy inwestowania.

Szybki dostęp do oszczędności

Inną zaletą funduszy, jest wysoka płynność powierzonych oszczędności. Uczestnik otwartego funduszu inwestycyjnego, może praktycznie w dowolnym momencie, zażądać odkupienia jednostek uczestnictwa (od zasady tej istnieją tylko nieliczne, przewidziane prawem wyjątki). Cena, po której fundusz odkupi jednostki, jest równa wartości jednostki według aktualnej wyceny, pomniejszonej o ewentualną opłatę manipulacyjną. Przy odkupywaniu jednostek opłatę tę pobierają tylko nieliczne fundusze. Zupełnie inaczej przedstawia się sytuacja z certyfikatami inwestycyjnymi, które będąc papierami wartościowymi wykazują podobieństwo do akcji. Można je nabywać w trakcie subskrypcji, a następnie dokonywać transakcji ich kupna lub kupna i sprzedaży na rynku wtórnym. Stopień płynności tych instrumentów, jest uzależniony od zainteresowania inwestorów. Płynność inwestycji, można również rozpatrywać z punktu widzenia jej ryzyka. W przypadku funduszy inwestycyjnych, ze względu na większą dywersyfikację lokat, niższe koszty i wysoką liczbę uczestników ryzyko płynności jest znacznie ograniczone.

Dywersyfikacja lokat

Jedną z najistotniejszych zasad działalności funduszy inwestycyjnych jest ograniczenie ryzyka, które polega między innymi na różnicowaniu dokonywanych lokat. Dzięki temu, specjalistyczne ryzyko związane z danym papierem wartościowym ma nieistotny wpływ na całkowite ryzyko, jakim obarczone są inwestycje funduszy. Straty jakie są ponoszone na poszczególnych papierach wartościowych są niwelowane zyskami, jakie przynoszą inne lokaty. Dywersyfikacja portfela inwestycyjnego danego funduszu inwestycyjnego jest korzystna dla jego uczestników z dwóch powodów:

- inwestorzy indywidualni nie posiadają tak znacznych zasobów finansowych jak fundusze inwestycyjne – nie mają więc możliwości rozproszenia ryzyka związanego z poszczególnymi instrumentami w takim stopniu, w jakim dokonują tego fundusze inwestycyjne,

- fundusze inwestycyjne – jako inwestorzy instytucjonalni, mogą lokować zgromadzone środki w instrumentach niedostępnych dla drobnych inwestorów bezpośrednio na rynku finansowym,
- ponadto, dzięki zgromadzonym środkom, fundusze mogą rozproszyć ryzyko dobierając do portfela odpowiednią liczbę instrumentów odpowiedniego rodzaju.

Z punktu widzenia przeciętnego inwestora, zaleta dywersyfikacji polega więc na tym, że oszczędzając nawet niewielkie kwoty, może on ograniczyć ryzyko w takim samym stopniu, jaki jest dostępny dla dużych i zasobnych inwestorów instytucjonalnych.

Powierzenie oszczędności specjalistom

Środki pieniężne zgromadzone przez fundusz inwestycyjny powierzane są specjalistom, którzy w imieniu uczestników funduszu realizują (zapisany w statucie) cel inwestycyjny. Elementem decydującym o stopniu profesjonalizmu zarządzania funduszami inwestycyjnymi, są osoby bezpośrednio zajmujące się alokacją środków zgromadzonych w funduszach czyli tzw. zarządzających funduszami. Specjaliści ci, dysponując rozległą wiedzą o rynku finansowym, poprzedzają wybór lokat analizą zmieniających się warunków gospodarczych, sytuacji poszczególnych spółek oraz indywidualnej charakterystyki nabywanych papierów wartościowych. W zależności od wyników tej analizy, fundusz, może dokonywać różnego rodzaju lokat, ukierunkowanych na realizację zamierzonego celu inwestycyjnego.

Możliwość oszczędzania niewielkich kwot i umiarkowane koszty

Istotną cechą większości funduszy inwestycyjnych, jest możliwość rozpoczęcia oszczędzania nawet od niewielkiej kwoty. Minimalna pierwsza wpłata wynosi przeważnie 500 zł, zaś kolejne wpłaty mogą być niższe. Dostyc często, fundusze nie pobierają opłat przy zbywaniu lub odkupywaniu jednostek uczestnictwa – fundusze te nazywane są bezprowizyjnymi. Fundusze ponoszą natomiast koszty operacyjne, które obejmują między innymi wynagrodzenie towarzystwa za zarządzanie funduszem. Najczęściej są one ograniczone limitem procentowym, który jest wyrażany w skali rocznej. Koszty operacyjne naliczane są systematycznie w ciągu roku, a ich wpływ

powoduje wolniejszy wzrost wartości jednostek uczestnictwa. Zasada przejrzystości kosztów jest jedną z transparentnych zalet.

Elastyczność oferty

Pod koniec 2008 roku działało w Polsce 503 funduszy i subfunduszy inwestycyjnych (322 o charakterze otwartym i 181 – zamkniętych) o zróżnicowanych celach i zasadach polityki inwestycyjnej. W zależności od przedmiotu dokonywanych lokat, fundusze inwestycyjne można sklasyfikować w cztery ogólne kategorie: fundusze akcyjne, fundusze obligacji, fundusze rynku pieniężnego oraz fundusze zrównoważone (hybrydowe). W obrębie tej klasyfikacji mieszczą się również fundusze specjalizujące się w wybranych segmentach rynku papierów wartościowych. W Polsce zaliczają się do nich m.in. fundusze inwestujące w określony sektor gospodarki (np. spółki stosujące innowacyjne technologie), fundusze małych spółek lub papierów dłużnych przedsiębiorstw. Coraz więcej przedsiębiorstw specjalizuje się również w inwestycjach zagranicznych. Duża różnorodność funduszy wynika z zapotrzebowania zgłaszanego przez inwestorów, którzy oczekują produktów umożliwiających zaspokojenie indywidualnych potrzeb.

Bezpieczeństwo inwestycji

Bardzo istotną zaletą funduszy inwestycyjnych jest zapewnienie bezpieczeństwa powierzonych środków przez inwestorów, które może być rozpatrywane z następujących punktów widzenia:

- dywersyfikacja portfela,
- depozytariusza,
- rozdzielnosc majątkowa towarzystw funduszy inwestycyjnych, funduszy oraz depozytariusza,
- limity inwestycyjne,
- dostępność informacji,
- nadzór i uregulowanie rynku funduszy inwestycyjnych.

Bezpieczeństwo inwestycji wynika z podstawowej zasady, na której opiera się działalność funduszy inwestycyjnych, czyli ograniczaniu ryzyka związanego

z błędnymi decyzjami inwestycyjnymi indywidualnych inwestorów. Ograniczenie ryzyka polega na jego rozproszeniu przez dywersyfikację portfela inwestycyjnego danego funduszu, co stanowi jednocześnie zapewnienie uczestnikom funduszu wyższego stopnia bezpieczeństwa inwestycji niż w przypadku samodzielnego inwestowania. Ponadto bezpieczeństwo inwestycji jest zapewnione przez niezależny podmiot powołany do zarządzania aktywami funduszu tzw. depozytariusza, który przechowuje majątek inwestorów, czuwając nad samym bezpieczeństwem uczestników funduszy oraz sprawując pieczę nad prawidłowością wyceny aktywów i obliczenia wartości aktywów netto funduszu. Podmiot ten jest również rzecznikiem inwestorów uczestników funduszy, występując w ich imieniu przeciwko zarządzającym danym funduszem, gdy ci niewłaściwie wykonują obowiązki związane z pełnieniem przez nich funkcji organu funduszu.

Bezpieczeństwo funduszy, wynika również z rozdzielenia środków pozyskiwanych przez fundusz, od majątku towarzystwa nim zarządzającego lub depozytariusza. W przypadku ewentualnego bankructwa towarzystwa lub depozytariusza, pieniądze zainwestowane przez uczestników funduszy są bezpieczne, ponieważ nie wchodzą w skład masy upadłościowej tych podmiotów.

Bezpieczeństwo inwestycji wiąże się ponadto z limitami inwestycyjnymi. Każdy fundusz inwestycyjny jest zobowiązany w swoim statucie do określenia limitów zaangażowania zgromadzonego kapitału w poszczególne rodzaje instrumentów finansowych. Limity te muszą być zgodne z określonymi w ustawodawstwie o funduszach inwestycyjnych ograniczeniami, dotyczącymi polityki inwestycyjnej i zasad dywersyfikacji lokat obowiązujących poszczególne rodzaje funduszy.

Na bezpieczeństwo inwestycji, wpływa również przejrzystość i dostępność informacji. Dzięki prasie codziennej, w której jest dostępna wycena jednostek uczestnictwa funduszy, uczestnicy funduszy mogą na bieżąco śledzić wartość swojej inwestycji. Ponadto, na zarządzających spoczywa obowiązek publikacji rocznych i półrocznych sprawozdań finansowych. Bezpieczeństwo wynika również z precyzyjnego uregulowania prawnego funkcjonowania rynku funduszy inwestycyjnych, i ich nadzorowania przez Komisję Nadzoru Finansowego. Fundusze zbiorowego

inwestowania są instytucjami zaufania publicznego, dlatego ich działalność jest poddawana wielu ograniczeniom ustawowym, które mają na celu zapobieganie dokonywaniu przez zarządzających funduszami czynności niezgodnych z ich przedmiotem działalności.

Dodatkowe usługi świadczone na rzecz uczestników

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych wychodzą naprzeciw oczekiwaniom klientów proponując szereg dodatkowych udogodnień:

- uczestnictwo w premiovanych niższymi opłatami programach systematycznego oszczędzania,
- zakładanie i prowadzenia indywidualnych kont emerytalnych (IKE) i pracowniczych programów emerytalnych (PPE),
- możliwość dokonywania konwersji, czyli swobodnego przenoszenia zainwestowanych środków między funduszami w ramach jednej rodziny funduszy,
- otwieranie kilku rachunków (rejstry) dla jednej osoby lub wspólnych rejestrów małżeńskich,
- bezpłatna infolinia,
- składanie zleceń za pomocą telefonu, faksu lub Internetu,
- dokonywanie wpłat przelewem bankowym,
- automatyczne odkupywanie jednostek uczestnictwa,
- wiele towarzystw stara się również utrzymywać bliski kontakt z uczestnikami, wysyłając regularnie broszury informacyjne oraz umieszczając materiały edukacyjne na stronach internetowych,
- uczestnictwo w funduszach inwestycyjnych, zapewnia inwestorom indywidualnym udział w efektywnych operacjach na rynkach finansowych, oszczędza czas, gwarantuje wysoką płynność inwestycji oraz bezpieczeństwo. Niestety oprócz prezentowanych powyżej korzyści fundusze inwestycyjne posiadają również szereg wad, które są w mniejszym stopniu uwidaczniane (wynika to z przewagi liczebnej korzyści nad wadami).

Do wad funduszy inwestycyjnych zalicza się:

- ryzyko poniesienia straty,
- limity inwestycyjne,
- brak bezpośredniego wpływu na politykę inwestycyjną,
- rozwodnienie zysku,
- koszty,
- opodatkowanie.

Ryzyko poniesienia straty

Uczestnik funduszu zakupując jednostki uczestnictwa jest narażony na ryzyko poniesienia straty, ponieważ istnieje możliwość, iż w dłuższym okresie czasu poniesie stratę z uwagi na dłuższy spadek wartości jednostek uczestnictwa. Inwestor nie ma bezpośredniego wpływu na politykę inwestycyjną funduszu (akceptuje ją w momencie przystąpienia). Jeżeli jednak nie zgadza się on ze strategią inwestycyjną lub nie zadawała go poziom osiąganych dochodów, zawsze istnieje możliwość wystąpienia z funduszu⁵⁵. Pomimo tak restrykcyjnych uregulowań prawnych, fundusze nie są wolne od strat i nie gwarantują swoim uczestnikom zwrotu środków w razie wystąpienia straty.

Rozwodnienie zysku

Dywersyfikacja portfela obniża wysokość ryzyka, które jest związane z inwestycją w fundusze inwestycyjne, ale może być również przyczyną rozwodnienia zysku, tj. zmniejszenia jego potencjalnej wartości z tej inwestycji. Jeżeli np. cena jednego spośród walorów znajdujących się portfelu funduszu inwestycyjnego zwiększy się dwukrotnie to nie spowoduje to podwojenia wartości jego jednostki udziałowej, gdyż właśnie ten walor jak i pozostałe, których wartość może wzrosnąć, jest tylko jednym z wielu w danym portfelu inwestycyjnym. Jednakże w odwrotnej sytuacji – jeśli cena danego waloru zmniejszy się dwukrotnie, to fundusze nie ponoszą tak znacznych strat. Uczestnicy funduszu inwestycyjnego nie mają bezpośredniego wpływu na politykę inwestycyjną funduszu, akceptują ją w momencie przystąpienia

⁵⁵ G. Kościelniak, op. cit., s. 14.

do niego. Istnieją jednak okoliczności, w których inwestor może mieć pośredni wpływ na funkcjonowanie funduszu inwestycyjnego⁵⁶.

Brak bezpośredniego wpływu na politykę inwestycyjną

Każdy inwestor decydując się na zakup jednostek uczestnictwa danego funduszu, nie ma bezpośredniego wpływu na prowadzoną przez nie politykę inwestycyjną – akceptuje ją w momencie przystąpienia do funduszu. W momencie, kiedy fundusze zaczynają ponosić straty, uczestnik funduszu może wycofać swoje udziały tym samym nie zgadzając się z przyjętą przez dany fundusz strategią inwestycyjną⁵⁷.

1.4. Koszty związane z inwestowaniem w fundusze

Inwestycja w fundusz jest związana z kilkoma rodzajami kosztów, o których inwestor nie powinien zapominać, rozważając fundusze jako alternatywę dla dotychczasowych sposobów inwestowania. Koszty jakie trzeba ponieść na rzecz funduszu dzielą się na dwie kategorie: są to opłaty stałe i jednorazowe. Do opłat stałych zaliczane są opłaty dystrybucyjne, zwane inaczej manipulacyjnymi, które stanowią wynagrodzenie dla dystrybutora. Opłaty stałe pokrywane są z pieniędzy uczestników funduszu. Koszty te są jednak limitowane i określone w statucie funduszu. Podobnie jak jest to w przypadku opłaty dystrybucyjnej, są one wyrażane w procentach, a podawane w skali roku. W ich skład wchodzi opłata za zarządzanie, która pobierana jest bezwzględnie i stanowi wynagrodzenie towarzystwa za jego pracę oraz pozostałe koszty funkcjonowania funduszu, do których należą m.in. koszty marketingowe.

⁵⁶ Sytuacja może mieć miejsce, gdy uczestnik zamkniętego funduszu inwestycyjnego jest jednocześnie członkiem zgromadzenia inwestorów funduszu. Zgromadzenie inwestorów posiada wpływ na politykę inwestycyjną funduszu w zakresie wyrażania zgody dla każdej decyzji inwestycyjnej, której wartość przekracza 15% wartości aktywów funduszu.

⁵⁷ K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 20-26.

Koszty dystrybucyjne

Generalnie istnieją dwa rodzaje funduszy, takie, które pobierają jakiekolwiek opłaty dystrybucyjne oraz takie, które nie pobierają. Te pierwsze nazywane są *load*, a te drugie *no-load*. Wśród funduszy *load* wyróżniamy takie, które pobierają opłatę przy zakupie (*front-end load* – jednostki typu A) oraz takie, które pobierają opłatę przy umorzeniu jednostek (*back-end load* – jednostki typu B). W Polsce większość funduszy jest typu *front-end load*. Opłata może być również rozłożona na dwie części, wówczas płaci się na początku i na końcu (jednostki typu C). W tabelach, które prezentują opłaty znajdują się powyższe oznaczenia (A,B,C), wskazujące na sposób uiszczenia opłaty dystrybucyjnej. Opłata wyrażona jest jako procent od wartości wpłaconych przez inwestora pieniędzy. Zależność jest następująca: im wyższe wpłaty – tym opłaty są niższe. Warto tutaj wspomnieć o następujących funduszach:

- Atut, które są funduszami typu *no-load* (nie pobierają opłat dystrybucyjnych).
- Kapitał Handlowy, które pobierają opłatę przy zakupie jednostek oraz przy umorzeniu (jednostki typu C).
- Eurofundusz, który dla swoich funduszy oferuje jednostki typu A i B, z których te pierwsze wymagają pobrania opłaty przy nabyciu, natomiast te drugie przy umorzeniu, przy czym z czasem (po kilku latach) jednostki typu B są automatycznie zamieniane na jednostki typu A (sprawia to, że inwestor długoterminowy nie ponosi opłat dystrybucyjnych).

Generalnie, chcąc zainwestować na krótko (do 6 miesięcy, chociaż generalnie fundusze inwestycyjne służą do inwestowania długoterminowego) warto wybrać fundusz bez opłaty dystrybucyjnej, co nie znaczy, że nie warto wносить opłaty dystrybucyjnej funduszowi, który jest skutecznie zarządzany. Zwłaszcza, jeżeli inwestor planuje zainwestować na dłuższy czas – wtedy liczy się jakość zarządzania. Chcąc inwestować, warto wybrać taki fundusz, który konsekwentnie utrzymuje się w czołówce w swojej kategorii.

Tabele przedstawiające bieżące wartości aktywów netto na każdą jednostkę uczestnictwa podają zwykle dwie wartości:

- wartość netto – po jakiej można sprzedać lub umorzyć jednostkę (w przypadku funduszy typu *back-end load* obniżyć o kwotę pobieraną przy umorzeniu),
- tzw. maksymalną cenę zakupu – cenę po jakiej można nabyć jedną jednostkę.

Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych często przygotowują promocje, polegające na obniżce opłat nawet do zera. Warto również zwrócić uwagę na koszt konwersji pomiędzy różnymi funduszami, należącymi do tej samej rodziny przy zamianie swoich jednostek w funduszu akcyjnym, na jednostki w funduszu rynku pieniężnego.

Może się zdarzyć, że przy zamianie jednostek, trzeba dopłacić różnicę pomiędzy opłatą dystrybucyjną. Dokonując operacji odwrotnej, nie trzeba tego robić.

Prowizje przy zakupie

Wahają się one od 0% (fundusze bezprowizyjne – *no-load*) do 5,5%. Prowizje przy sprzedaży dla niektórych funduszy wynoszą maksymalnie 6,0%. Należy przy tym pamiętać, że wysoka prowizja sprawia, iż szybkie wyjście z inwestycji w fundusz może narazić na duże prawdopodobieństwo poniesienia straty, gdyż w krótkim okresie czasu jednostka uczestnictwa nie wzrośnie, aby zrekompensować poniesione koszty prowizji. Prowizja początkowa obniża również już na wstępie wartość środków, które powinny być pomnażane przez fundusz, zmniejszając wartość inwestycji. Z drugiej jednak strony, warto zapłacić prowizję jeżeli perspektywy ewentualnych zysków są w danym funduszu wyższe niż gdzie indziej. Jest to szczególne, gdy zdecydujemy się powierzyć środki do funduszu na dłuższy czas. Prowizje pobierane w momencie przystąpienia do funduszu (*front-end load*), określane są jako opłaty za dystrybucję⁵⁸.

Koszty operacyjne

⁵⁸ K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje...*, op. cit., s. 38.

Większość inwestorów niestety nie zwraca uwagi na koszty operacyjne. Mało kto, przed nabyciem jednostek uczestnictwa zdaje sobie sprawę, że opłata dystrybucyjna to nie jest jedyny koszt przystąpienia do funduszu. Generalnie opłaty operacyjne to: koszty limitowane i koszty nielimitowane. Szczególnie ważne jest zwrócenie uwagi na koszty operacyjne w ramach funduszy tzw. bezpiecznych – rynku pieniężnego i obligacji.

Koszty limitowane

Główną pozycją kosztów limitowanych jest opłata za zarządzanie. Jest to opłata, którą pobiera towarzystwo funduszy inwestycyjnych bezpośrednio z aktywów każdego zarządzanego funduszu. Opłaty wahają się od 0,5% do 2%. Najniższe są w przypadku funduszy pieniężnych, a najwyższe w przypadku funduszy akcyjnych. Do innych kosztów limitowanych należą:

- koszty marketingu i dystrybucji,
- koszty druku i publikacji,
- koszty obsługi prawnej,
- koszty badania sprawozdań finansowych funduszy,
- koszty rady inwestorów (w przypadku funduszy specjalistycznych).

W swoich materiałach informacyjnych fundusze rzadko informują o wysokości kosztów limitowanych. Zwykle podaje się wartość wynagrodzenia towarzystwa (za zarządzanie).

Koszty nielimitowane

Do kosztów nielimitowanych należą wszelkiego rodzaju opłaty i prowizje do których regulowania fundusz zobligowany jest przepisami prawa. Główną pozycją kosztów nielimitowanych są wszelkiego rodzaju koszty transakcyjne ponoszone przy zakupie, bądź sprzedaży aktywów funduszu oraz opłaty za przechowywanie aktywów funduszu.

Szczególną uwagę przykuwa fakt istnienia w przypadku niektórych towarzystw, górnego limitu kosztów nielimitowanych, po przekroczeniu którego, wszelkie dodatkowe koszty są pokrywane przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych.

Należy się spodziewać, szczególnie w przypadku funduszy bezpiecznych, rosnącej konkurencji pod względem kosztów nielimitowanych. Dotychczas fundusze oferowały promocje przy opłacie dystrybucyjnej, ale w niedługim czasie dołączą koszty operacyjne. Ma to szczególne znaczenie przy długoterminowym inwestowaniu w fundusze inwestycyjne (w tym przypadku większe znaczenie ma wysokość opłaty dystrybucyjnej)⁵⁹.

⁵⁹ B. Meluch, E. Nietrzepka, T. Orlik, *Fundusze powiernicze – zbiorowy inwestor na rynku kapitałowym*, Twigger, Warszawa 1993, s. 78.

2. GENEZA I ZNACZENIE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

2.1. Historia funduszy inwestycyjnych

Historia funduszy inwestycyjnych rozpoczęła się ponad 100 lat temu, od momentu utworzenia pierwszych funduszy inwestycyjnych na świecie. Już w XIX wieku, pierwsze fundusze zajmowały się finansowaniem budowy kolei. Jednak, ich największy rozwój nastąpił w latach osiemdziesiątych XX wieku – wówczas kiedy stały się one najbardziej popularnym sposobem lokowania kapitału na rozwiniętych rynkach finansowych.

Główną przyczyną powstania funduszy inwestycyjnych, była wojna secesyjna w Stanach Zjednoczonych, która doprowadziła do fatalnego stanu gospodarkę. Wówczas bardzo pomocni okazali się Brytyjczycy i Szkoci, którzy zaczęli zakładać wspólnoty zwane trustami, których głównym celem był zysk – ale dzięki inwestowaniu przyczyniły się one do rozwoju całej gospodarki. Trusty zajmowały się m.in. udzielaniem pożyczek hipotecznych, finansowały przedsięwzięcia związane z przemysłem oraz wymianą handlową. W swojej formie, przypominały dzisiejsze fundusze zamknięte. Pierwszy fundusz, który miał taki właśnie charakter, powstał na Uniwersytecie Harwarda w 1893 roku⁶⁰. Rozkwit tych funduszy nastąpił podczas boomu gospodarczego, który przypadał na lata 20-te XIX wieku i był spowodowany wysoką zyskownością z inwestycji oraz brakiem uregulowań prawnych, które dotyczyły funkcjonowania tych podmiotów, a to z kolei sprzyjało działaniom spekulacyjnym, które dodatkowo zwiększały wielkość dochodów z inwestycji.

Brytyjskie fundusze inwestycyjne podejmowały nadmierne ryzyko inwestycyjne, i to w efekcie przyniosło fatalne skutki w okresie kryzysu finansowego na początku XIX wieku, doprowadzając wiele z nich do upadłości. Te, które przetrwały kryzys oraz nowe, które powstały na przełomie XIX i XX wieku, zaczęły powoli odzyskiwać zaufanie inwestorów. Na bazie doświadczeń brytyjskich, zaczęły powstawać fundusze inwestycyjne w Stanach Zjednoczonych. Ich istnienie, zapoczątkowało

⁶⁰ M. Woś, *Ponad 100 lat funduszy inwestycyjnych*, Fakty nr 2/2002, s. 3.

utworzenie w 1893 roku pierwszego amerykańskiego funduszu zamkniętego (miał konstrukcję trustu inwestycyjnego). Prawdziwy rozkwit tych funduszy nastąpił dopiero po I wojnie światowej (latach 1927-1929) w okresie ożywienia gospodarczego, zakończonego niespodziewanym krachem 29 października 1929 roku⁶¹. U progu wielkiego kryzysu, na rynku amerykańskim działało już 400 funduszy, o łącznej wartości aktywów 3 mld USD. Po wielkim kryzysie (1929-1932) na rynku amerykańskim, dochodziło do przejęć i fuzji funduszy, w wyniku których, powstawały nowe podmioty. Inwestorzy, jednak nie byli skorzy do inwestowania w tego rodzaju fundusze (wynikało to z braku zaufania). Skłaniali się raczej do inwestowania w fundusze inwestycyjne otwarte, przede wszystkim ze względu na nieograniczoną dostępność dla inwestorów, a ponadto aktywa tych funduszy były lokowane w akcjach znanych spółek, a to z kolei wzbudzało zaufanie inwestorów⁶².

Dalszy rozwój funduszy inwestycyjnych nastąpił w latach II wojny światowej, oraz po jej zakończeniu. W tym czasie kontynuowano prace nad stworzeniem prawa regulującego funkcjonowanie rynku kapitałowego i instytucji finansowych, które miało przede wszystkim za zadanie zapobiegać zdarzeniom, które doprowadziły do ponownego kryzysu, a ponadto miały chronić inwestorów przed całkowitą utratą zgromadzonych środków pieniężnych. W Stanach Zjednoczonych, w 1940 roku działało 68 funduszy o łącznej wartości aktywów 500 mld USD. Do końca lat 60-tych XX wieku, uwaga rynku brytyjskiego i amerykańskiego funduszy inwestycyjnych, skoncentrowała się na lokowaniu zgromadzonych środków w akcjach. Rynki te, charakteryzowały się niewielkimi dynamikami wzrostu wartości aktywów, liczby funduszy oraz uczestników. Ten stan rzeczy zaczął się dopiero zmieniać w latach siedemdziesiątych, w momencie, kiedy to zaoferowano fundusze rynku pieniężnego. Ich powstanie wiązało się między innymi z kryzysem naftowym oraz bessą na giełdach papierów wartościowych. Fundusze te wzbudzały ogromne

⁶¹ M. Bojańczuk, *Fundusze inwestycyjne jako uczestnik rynku kapitałowego*, WIG-Press, Warszawa 2005, s. 34-36.

⁶² S. Owsiak, *Sektor finansowy w Polsce*, PWE, Warszawa 2002, s. 145.

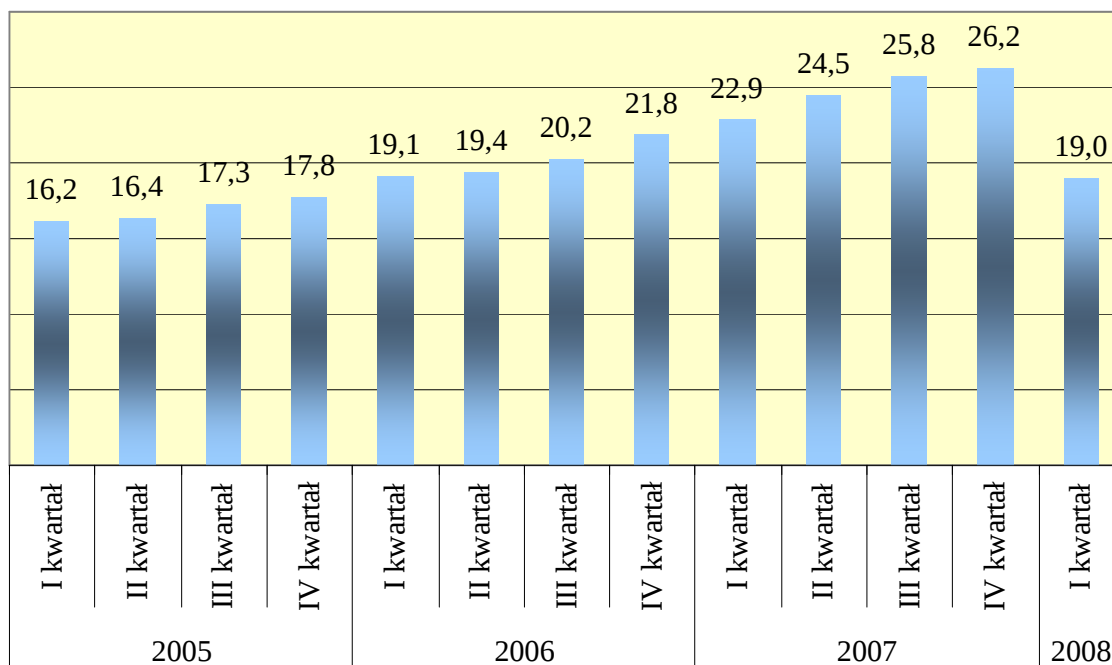
zainteresowanie między innymi ze względu na niski stopień ponoszonego ryzyka inwestycyjnego – stanowiły przeciwwagę dla lokat bankowych oraz certyfikatów inwestycyjnych. Wprowadzenie tego rodzaju funduszy, przyczyniło się do zróżnicowania oferty instytucji wspólnego inwestowania oraz znacznego zwiększenia atrakcyjności wśród alternatywnych form alokacji kapitału. Wzrost znaczenia tego rodzaju funduszy, prowadził z czasem, do dynamicznego rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych przede wszystkim w latach siedemdziesiątych i na początku lat osiemdziesiątych. Wówczas łączna wartość aktywów funduszy zwiększyła się dziesięciokrotnie, np. w Stanach Zjednoczonych (w latach 1979-1984) aktywa funduszy inwestycyjnych zwiększyły się z 55,9 mld USD do 370 mld USD. Poza krajami anglosaskimi, w kolejnych etapach rozwoju funduszy inwestycyjnych, dało się zauważyć znaczne spowolnienie. Główną tego przyczyną, było przyzwyczajenie inwestorów z krajów Europy oraz najbardziej rozwiniętych gospodarczo regionów świata, do lokowania oszczędności w depozytach bankowych. Sytuacja ta zmieniła się dopiero na początku lat dziewięćdziesiątych. Ich dynamiczny rozwój spowodowany został między innymi rozwojem rynku pieniężnego, usług telekomunikacyjnych oraz rozwojem świadczeń emerytalnych. W latach 1983-1990 aktywa otwartych funduszy inwestycyjnych w wybranych krajach, wzrosły ze 156 mld USD do 1 171 mld USD.

2.2. Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych na świecie

Rozwój instytucji wspólnego inwestowania został zapoczątkowany w Wielkiej Brytanii, gdzie w 1860 roku powstało pierwsze towarzystwo inwestycyjne. Jednakże proces ten został zahamowany pod koniec XIX wieku, czego przyczyną był brak regulacji prawnych oraz nadmierna skłonność do spekulacji. Ponowne zainteresowanie funduszami powróciło dopiero w latach dwudziestych XX wieku, na skutek wprowadzenia zmian w organizacji, oraz w zasadach działania funduszy inwestycyjnych. Największą popularność fundusze inwestycyjne zdobyły w Stanach Zjednoczonych⁶³. Fundusze inwestycyjne nie odgrywały jednak większej roli na rynkach finansowych aż do połowy lat 70-tych. Ich dynamiczny rozwój został

⁶³ www.fefsi.org

spowodowany między innymi rozwojem rynku pieniężnego⁶⁴. Dzięki wysokiej rentowności tego rodzaju funduszy, mogły one wówczas z powodzeniem konkurować z lokatami bankowymi, a ich sukces rynkowy przyczynił się do powstania innych typów funduszy, które specjalizowały się w instrumentach dłużnych.



Wykres 2.1. Aktywa funduszy inwestycyjnych na świecie (w trylionach dolarów)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ICI.

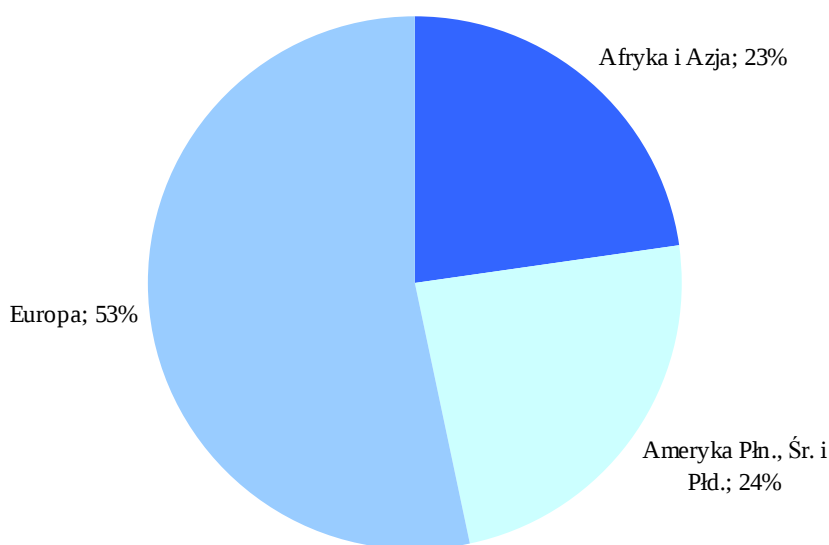
Bezprecedensowy rozwój funduszy inwestycyjnych nastąpił w latach dziewięćdziesiątych. W 1990 roku wartość aktywów amerykańskich funduszy inwestycyjnych wynosiła 1,1 bln dolarów.

Przez długi czas, instytucje wspólnego inwestowania były domeną angloamerykańską. W Europie oraz w Japonii, do czasów II wojny światowej, długoterminowym lokowaniem środków zajmowały się banki. Natomiast proces rozwoju funduszy inwestycyjnych w tych krajach, przypadł dopiero na lata pięćdziesiąte XX wieku.

Według danych Europejskiej Federacji Towarzystw/Funduszy Inwestycyjnych (FEFSI), liczba działających funduszy inwestycyjnych w krajach europejskich

⁶⁴ M. Bojańczyk, *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, SGH Warszawa, 2005, s. 34.

w 1999 roku wynosiła 20 484, w USA – 7 481 oraz w Japonii – 4 155. Wartość całych aktywów zgromadzonych przez wszystkie fundusze inwestycyjne na świecie, wynosiła 9,7 bln euro, z czego 5,9 bln euro przypadło na fundusze działające w Stanach Zjednoczonych (61%), 2,6 bln euro (29%) na fundusze europejskie oraz 0,4 bln euro (4,3%) na fundusze japońskie. Natomiast w 2001 roku na rynku funduszy nastąpiła stabilizacja, na co wpłynęły następujące czynniki: zamachy terrorystyczne w USA we wrześniu 2001 roku oraz spowolnienie tempa wzrostu gospodarki światowej.



Wykres 2.2. Rynek funduszy inwestycyjnych na świecie w 2008 roku

Źródło: 2008 ICI Fact Book.

Połowa aktywów światowych (56%) przypada na amerykański rynek funduszy inwestycyjnych.

Wg poniższej tabeli, najwięcej funduszy inwestycyjnych w 2008 roku powstało w Europie (36 780), następnie w Ameryce (16 459), przy najwyższym udziale w aktywach światowych funduszy (56%), co jest widoczne na wykresie 2.2.

Tabela 2.1. Udział funduszy inwestycyjnych na świecie (stan na koniec roku)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Świat	53 371	53 996	54 569	55 524	56 868	61 854	66 345	69 032
Ameryka	13 449	13 884	13 921	14 064	13 764	14 477	15 457	16 459
Argentyna	219	211	186	186	200	223	241	253
Brazylia	2 452	2 755	2 805	2 859	2 685	2 907	3 381	4 169
Kanada	1 831	1 956	1 887	1 915	1 695	1 764	2 038	2 015
Chile	177	226	414	537	683	926	1 260	1 484
Kostaryka	115	128	129	115	110	100	93	85
Meksyk	350	364	374	411	416	437	420	431
Stany Zjednoczone	8 305	8 244	8 126	8 041	7 975	8 120	8 024	8 022
Europa	27 343	28 858	28 541	29 306	30 060	33 151	35 210	36 780
Austria	769	808	833	840	881	948	1 070	1 065
Belgia	1 041	1 141	1 224	1 281	1 391	1 549	1 655	1 828
Bułgaria	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	81
Czechy	65	76	58	53	51	58	66	76
Dania	451	485	400	423	471	494	500	489
Finlandia	275	312	249	280	333	376	379	389
Francja	7 603	7 773	7 902	7 908	7 758	8 092	8 243	8 301
Niemcy	1 077	1 092	1 050	1 041	1 076	1 199	1 462	1 675
Grecja	269	260	265	262	247	247	230	239
Węgry	89	90	96	97	91	92	212	270
Irlandia	1 640	1 905	1 978	2 088	2 127	2 339	2 898	3 097
Włochy	1 059	1 073	1 012	1 142	1 035	989	924	742
Lichtenstein	N/A	111	137	171	200	233	391	335
Luksemburg	6 619	6 874	6 578	6 855	7 222	7 919	8 782	9 351
Holandia	N/A	680	593	542	515	473	450	458
Norwegia	400	419	375	406	419	524	511	530
Polska	94	107	112	130	150	157	188	210
Portugalia	202	170	160	163	169	175	180	184
Rumunia	24	20	20	19	23	32	41	52
Rosja	51	57	132	210	257	358	533	528
Słowacja	N/A	N/A	37	40	43	43	54	56
Słowenia	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	106	125
Hiszpania	2 524	2 466	2 471	2 559	2 672	3 235	2 940	2 944
Szwecja	507	512	485	461	464	474	477	508
Szwajcaria	313	512	441	385	510	609	567	572
Turcja	N/A	242	241	240	275	282	294	304
Wielka Brytania	1 749	1 787	1 692	1 710	1 680	1 903	2 057	2 371
Azja i Pacyfik	12 153	10 794	11 641	11 617	12 427	13 479	14 847	14 909
Australia	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Chiny	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	341	429
Hong Kong	952	942	963	1 013	1 009	1 099	1 162	N/A
Indie	297	312	350	394	445	468	555	551
Japonia	2 867	2 718	2 617	2 552	2 640	2 753	2 997	3 333
Korea Płd.	7 117	5 873	6 726	6 636	7 279	8 030	8 609	9 384
Nowa Zelandia	588	577	563	553	563	613	623	643
Pakistan	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	31	64	83
Filipiny	20	21	21	24	32	38	40	43
Tajwan	312	351	401	445	459	447	456	443
Afryka	426	460	466	537	617	750	831	884
RPA	426	460	466	537	617	750	831	884

Źródło: 2008 ICI Fact Book.

Tabela 2.2. Aktywa netto w wybranych krajach na świecie w latach 2001-2008
(w mln dolarów)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2008	2009
Świat (\$)	11 654 868	11 324 128	14 048 311	16 164 793	17 771 027	21 807 505	26 129 565	18 974 521
Ameryka	7 433 106	6 776 289	7 969 541	8 792 450	9 763 921	11 486 062	13 421 149	10 579 430
Argentyna	3 751	1 021	1 916	2 355	3 626	6 153	6 789	3 867
Brazylia	148 189	96 729	171 596	220 586	302 927	418 771	615 365	479 321
Kanada	267 863	248 979	338 369	413 772	490 518	566 298	698 397	416 031
Chile	5 090	6 705	8 552	12 588	13 969	17 700	24 444	17 587
Kostaryka	1 577	1 738	2 754	1 053	804	1 018	1 203	1 098
Meksyk	31 723	30 759	31 953	35 157	47 253	62 614	75 428	60 435
Stany Zjednoczone	6 974 913	6 390 358	7 414 401	8 106 939	8 904 824	10 396 508	11 999 523	9 601 090
Europa	3 167 965	3 463 000	4 682 836	5 640 450	6 002 261	7 803 906	8 934 864	6 288 138
Austria	55 211	66 877	87 982	103 709	109 002	128 236	138 709	93 269
Belgia	68 661	74 983	98 724	118 373	115 314	137 291	149 842	105 057
Bułgaria								226
Czechy	1 778	3 297	4 083	4 860	5 331	6 490	7 595	5 260
Dania	33 831	40 153	49 533	64 799	75 199	95 620	104 082	65 182
Finlandia	12 933	16 516	25 601	37 658	45 415	67 804	81 136	48 750
Francja	713 378	845 147	1 148 446	1 370 954	1 362 671	1 769 258	1 989 690	1 591 082
Niemcy	213 662	209 168	276 319	295 997	296 787	340 325	372 072	237 986
Grecja	23 888	26 621	38 394	43 106	32 011	27 604	29 807	12 189
Węgry	2 260	3 992	3 936	4 966	6 068	8 523	12 577	9 188
Irlandia	191 840	250 116	360 425	467 620	546 242	855 011	951 371	720 486
Włochy	359 879	378 259	478 734	511 733	450 514	452 798	419 687	263 588
Lichtenstein	N/A	3 847	8 936	12 543	13 970	17 315	25 103	16 781
Luksemburg	758 720	803 869	1 104 112	1 396 131	1 635 785	2 188 278	2 685 065	1 860 763
Holandia	79 165	84 211	93 573	102 134	94 357	108 560	113 759	84 568
Norwegia	14 752	15 471	21 994	29 907	40 122	54 065	74 709	41 157
Polska	2 970	5 468	8 576	12 014	17 652	28 957	45 542	17 782
Portugalia	16 618	19 969	26 985	30 514	28 801	31 214	29 732	14 180
Rumunia	10	27	29	72	109	247	390	326
Rosja	297	372	851	1 347	2 417	5 659	7 175	2 026
Słowacja	N/A	N/A	1 061	2 168	3 035	3 171	4 762	3 841
Słowenia						2 484	4 219	2 067
Hiszpania	159 899	179 133	255 344	317 538	316 864	367 918	396 534	270 983
Szwecja	65 538	57 992	87 746	107 064	119 059	176 943	194 955	113 331
Szwajcaria	75 973	82 622	90 772	94 407	116 669	159 515	176 282	165 709
Turcja	N/A	6 002	14 157	18 112	21 761	15 463	22 609	15 404
Wielka Brytania	316 702	288 887	396 523	492 726	547 103	755 156	897 460	526 957
Azja i Pacyfik	1 039 236	1 063 857	1 361 473	1 677 887	1 939 251	2 456 511	3 678 330	2 037 536
Australia	334 016	356 304	518 411	635 073	700 068	864 254	1 192 992	841 133
Chiny							434 063	276 303
Hong Kong	170 073	164 322	255 811	343 638	460 517	631 055	818 421	
Indie	15 284	20 364	29 800	32 846	40 546	58 219	108 582	62 805
Japonia	343 907	303 191	349 148	399 462	470 044	578 883	713 998	575 327
Korea Płd.	119 439	149 544	121 663	177 417	198 994	251 930	329 979	221 992
Nowa Zelandia	6 564	7 505	9 641	11 171	10 332	12 892	14 924	10 612
Pakistan	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2 164	4 956	1 985
Filipiny	211	474	792	952	1 449	1 544	2 090	1 263
Tajwan	49 742	62 153	76 205	77 328	57 301	55 571	58 323	46 116
Afryka	14 561	20 983	34 460	54 006	65 594	78 026	95 221	69 417
RPA	14 561	20 983	34 460	54 006	65 594	78 026	95 221	69 417

Źródło: 2008 ICI Fact Book.

Wśród funduszy inwestycyjnych na świecie, dominującą pozycję zajmują fundusze akcyjne. W 2007 roku, posiadały one (48%) całości aktywów zgromadzonych w funduszach. Następna, druga pozycja przypada funduszom rynku pieniężnego (19%), a trzecia obligacyjnym (16%). Biorąc pod uwagę to, że fundusze obligacyjne i fundusze rynku pieniężnego należą do funduszy bezpiecznych, można powiedzieć, że ok. 45% środków było zgromadzonych w bezpiecznych lokatach, czyli tyle samo, co w funduszach akcyjnych. Również, jeśli chodzi o liczbę funduszy – to najwięcej na świecie działa funduszy akcyjnych (12 473 – IV kwartał 2007 roku), następnie obligacyjnych i pieniężnych, a najmniej zrównoważonych (2 664), co pokazane jest w tabeli 2.3.

Tabela 2.3. Liczba funduszy na świecie wg rodzajów w 2007 roku

	2002	2003	2004	2005	2006	2007			
						I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.
Ogółem	11 324	14 048	16 165	17 771	21 823	22 913	24 519	25 790	26 199
akcyjne	4 204	5 923	7 219	8 333	10 508	11 073	12 015	12 525	12 473
obligacyjne	2 534	3 047	3 313	3 450	3 871	4 010	4 123	4 203	4 271
pieniężne	3 190	3 206	3 323	3 364	3 864	4 072	4 275	4 664	4 957
zrównoważone	918	1 198	1 445	1 566	2 049	2 232	2 432	2 619	2 664

Źródło: www.ici.org/stats/mf/www.

W pierwszym kwartale 2008 roku, aktywa funduszy inwestycyjnych wzrosły o 1,6% (tj. o 26,20 tryliony \$ w porównaniu z czwartym kwartałem 2007 roku), a w ciągu całego 2007 roku, wzrost aktywów nastąpił o 20,1%. Aktywa wszystkich funduszy inwestycyjnych na świecie w czwartym kwartale 2007 roku wynosiły 383 bilionów \$, w tym 86 bilionów \$ przypadało na rynek funduszy akcyjnych, 60 bilionów \$ na rynek amerykański funduszy akcyjnych, na rynek funduszy akcyjnych w Europie – 37 bilionów \$, na fundusze obligacyjne – 28 bilionów \$, na rynek funduszy pieniężnych 244 bilionów \$, w tym na rynek europejski 19 bilionów \$, co zostało ujęte w poniższej tabeli.

Tabela 2.4. Udział poszczególnych rodzajów funduszy w aktywach światowego rynku funduszy inwestycyjnych

	2006				2007			
	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.
Ogółem	437	206	252	404	410	431	316	383
akcyjne	246	73	65	150	114	99	31	86
obligacyjne	65	-5	8	40	67	97	-50	-28
pieniężne	28	71	124	143	133	138	279	244
zrównoważone	73	48	38	45	69	62	23	45
Inne	25	19	18	26	26	35	32	36

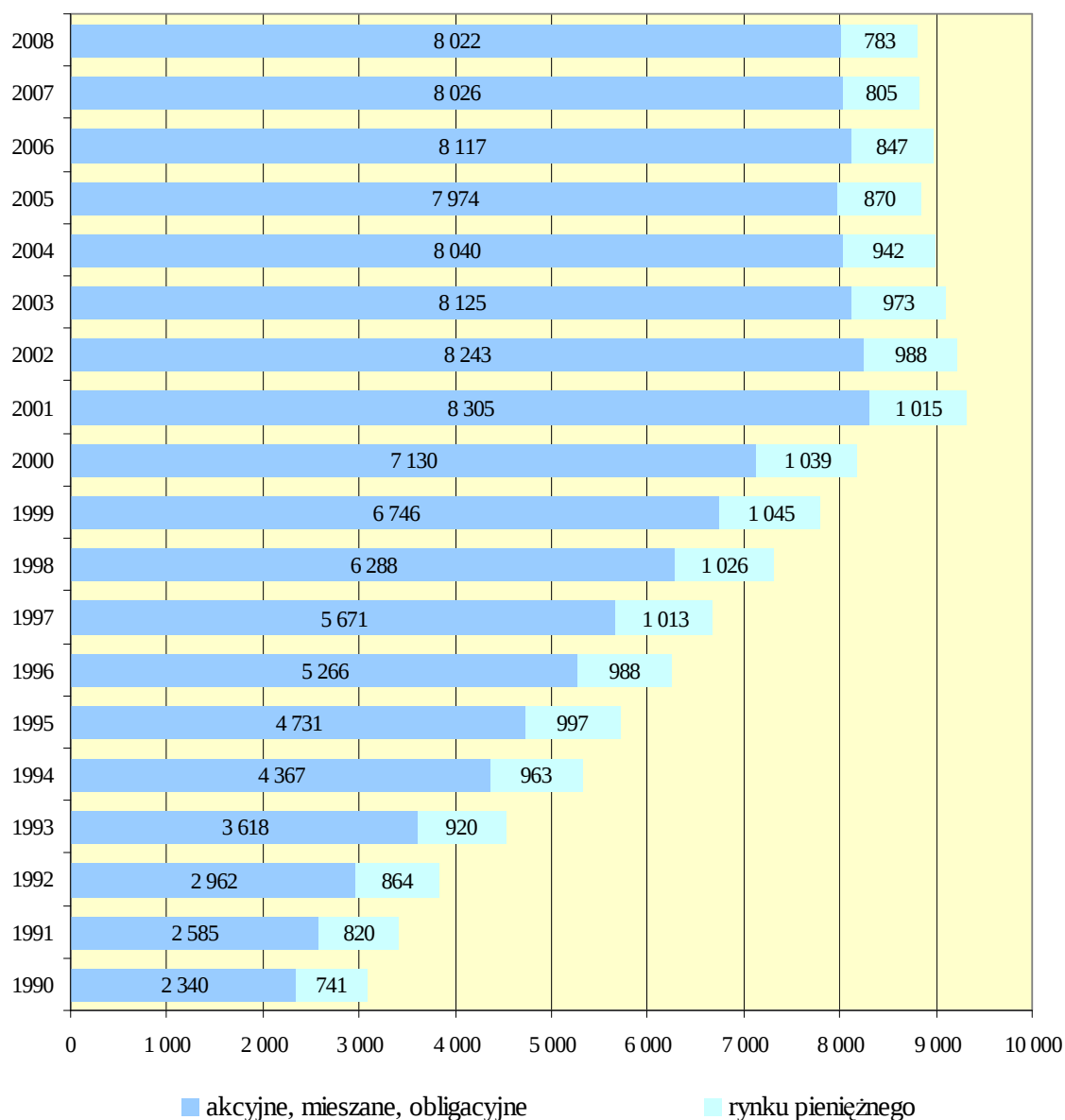
Źródło: www.ici.org/stats/mf/ww.

W powyższej tabeli, można również zauważyć bardzo istotny spadek wartości aktywów funduszy obligacyjnych w trzecim i czwartym kwartale 2007 roku o 50 bln \$ oraz 28 bln \$, oraz funduszy rynku pieniężnego, co spowodowane było kryzysem na rynku finansowym USA. Wzrost bezrobocia i spadek wydatków konsumenckich spowodowały, że instytucje finansowe, nie mogą zrekompensować sobie strat na rynku hipotecznym zyskami w innych segmentach. Licząc się ze zwiększonymi stratami z niespłacanych kredytów, muszą zwiększyć rezerwy, a to odbija się na ich wynikach finansowych. Z kolei przy hamującej gospodarce, banki inwestycyjne takie jak: City-group, IPMorgan Chase czy Merrill Lynch, muszą się liczyć z mniejszymi wpływami z opłat za doradztwo oraz z emisji akcji spółek debiutujących na giełdach. W końcowym efekcie, oznacza to mniejszą pulę pieniędzy na kredyty, mniejsze dywidendy dla udziałowców, redukcje zatrudnienia, co uwidacznia się w wynikach funduszy inwestycyjnych. Można sądzić, że w miarę dalszego słabnięcia gospodarki amerykańskiej wyniki funduszy również będą słabnąć⁶⁵.

⁶⁵ Dziennik, Gazeta Codzienna, Finanse i Giełda, 16.04.2008, s. 9.

2.3. Rynek funduszy w Stanach Zjednoczonych

W latach 90 zwiększony popyt na fundusze doprowadził do ich znacznego wzrostu. Liczba funduszy w USA pod koniec 2000 roku wynosiła 8171. Ponad połowa przyrostu dotyczyła funduszy akcyjnych.



Wykres 2.3. Liczba funduszy inwestycyjnych otwartych w USA

Źródło: 2008 ICI Fact Book.

Tabela 2.5. Największe fundusze powiernicze w Stanach Zjednoczonych

Fundusz powierniczy	Wartość zarządzanych aktywów w mld USD
1. Fidelity Magellan Fund X	74,6
2. Vanguard Index Trust: 500 Portfolio	64,2
3. Washington Mutual Investors Fund	46,9
4. Investment Company of America	45,6
5. Fidelity Growth & Income Portfolio	45,3
6. Fidelity Contrafund X	35,4
7. Vanguard/Windsor Fund II	30,5
8. American Century Mutual Funds: TC Group	27,4
9. Fidelity Puritan Fund	25,1
10. Fidelity Equity – Income Fund	25,0

Źródło: 2008 ICI Fact Book.

Do analizy struktury rynku funduszy inwestycyjnych wykorzystuje się oprócz kryterium celów inwestycyjnych (ale na wzór największych instytucji ratingowych w Stanach Zjednoczonych, takich jak: Morningstar, Lipper, CDA/Wiesenberger) kryteria stylu inwestycyjnego, regionu geograficznego oraz podział na fundusze specjalne i sektorowe. W niniejszym opracowaniu posłużono się klasyfikacją Investment Company Institute, gdzie wyróżnia się:

- fundusze akcji (equity funds),
- fundusze hybrydowe (hybrid funds),
- fundusze obligacji (bond funds),
- fundusze rynku pieniężnego (money market mutual funds).

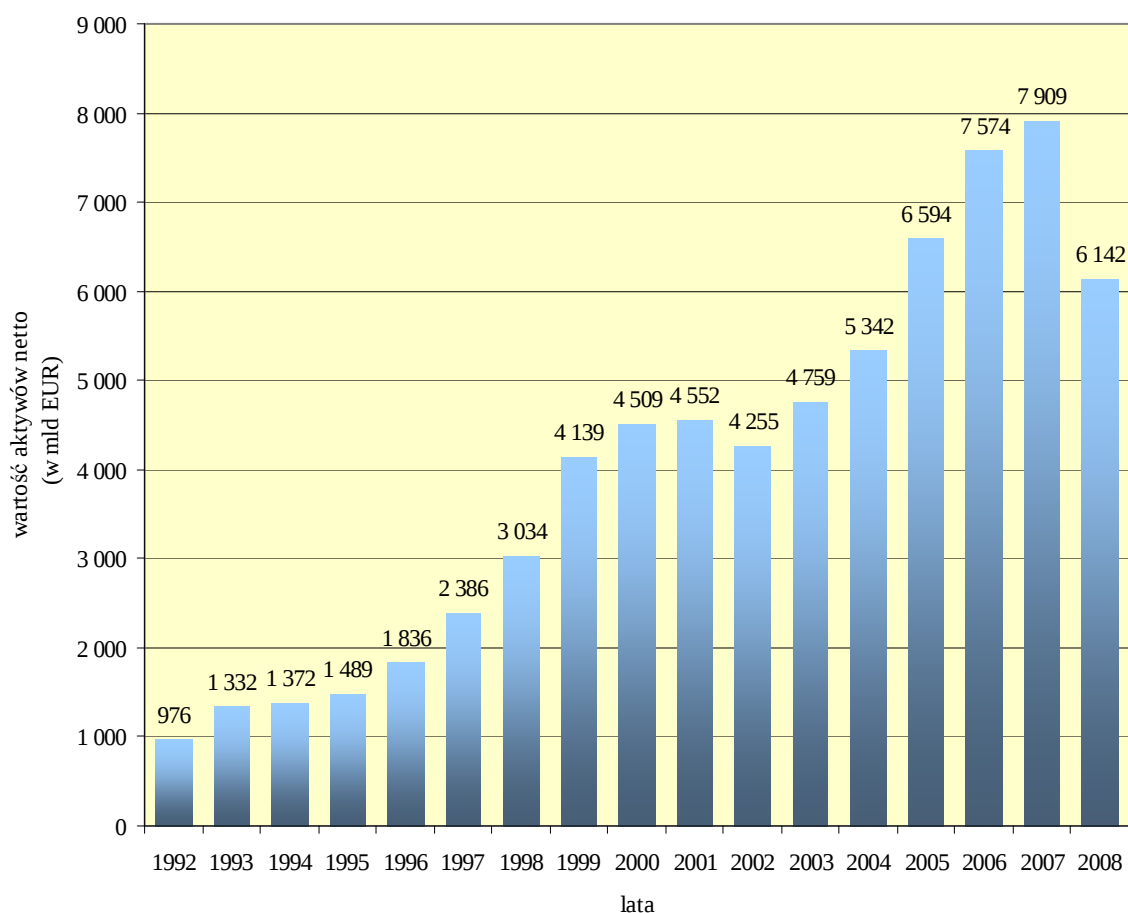
Począwszy od 2000 roku, można zauważyć dynamiczny napływ kapitału na rynek funduszy inwestycyjnych jako całości, a przede wszystkim do funduszy akcji, co świadczy o dużym zainteresowaniu inwestorów dyktowanym chęcią zwiększenia rentowności ich oszczędności oraz wzroście zaufania do tego typu inwestycji. Widoczne jest również zwiększenie popytu na te instrumenty ze strony inwestorów indywidualnych (czego przyczyną był rozwój rynku finansowego). Korzystne zmiany na rynku akcji, wysokie tempo wzrostu gospodarczego, niska inflacja, ale głównie wprowadzenie indywidualnych rachunków emerytalnych (IRE), w ramach których, inwestorzy mogli odkładać do dwóch tysięcy dolarów rocznie, zyskując ulgi podatkowe.

Wzrost popularności funduszy inwestycyjnych, przełożył się na znaczący wzrost aktywów i przyczynił się do rozwoju rynku finansowego. Przedsiębiorcy

mieli znacznie więcej możliwości pozyskiwania kapitału. Mogli oni nie tylko skorzystać z kredytu, ale wyemitować akcje czy papiery dłużne. Firmy uzyskały możliwość finansowania ze pośrednictwem giełdy dużych wieloletnich programów inwestycyjnych, które przyczyniają się do rozwoju gospodarczego.

2.4. Rynek funduszy inwestycyjnych w Europie

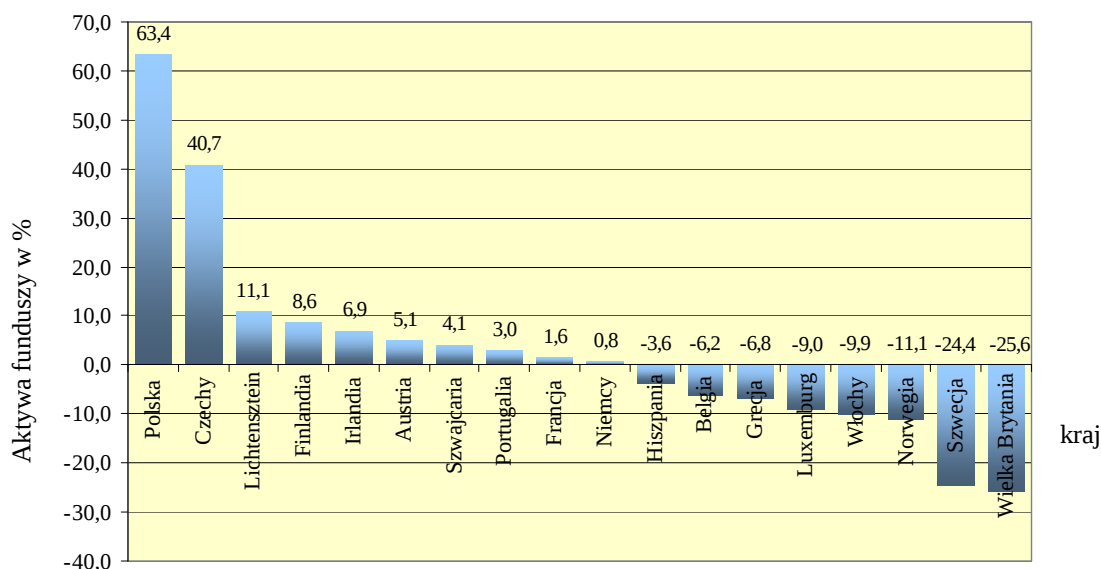
Rynek funduszy inwestycyjnych w Europie zaczął się bardzo intensywnie rozwijać w latach dziewięćdziesiątych XX wieku. Aktywa zarządzane przez fundusze wzrastały bardzo dynamicznie (1 bln EUR – 5,35 bln EUR w 2004 roku).



Wykres 2.4. Wzrost wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych w Europie w latach 1992-2008

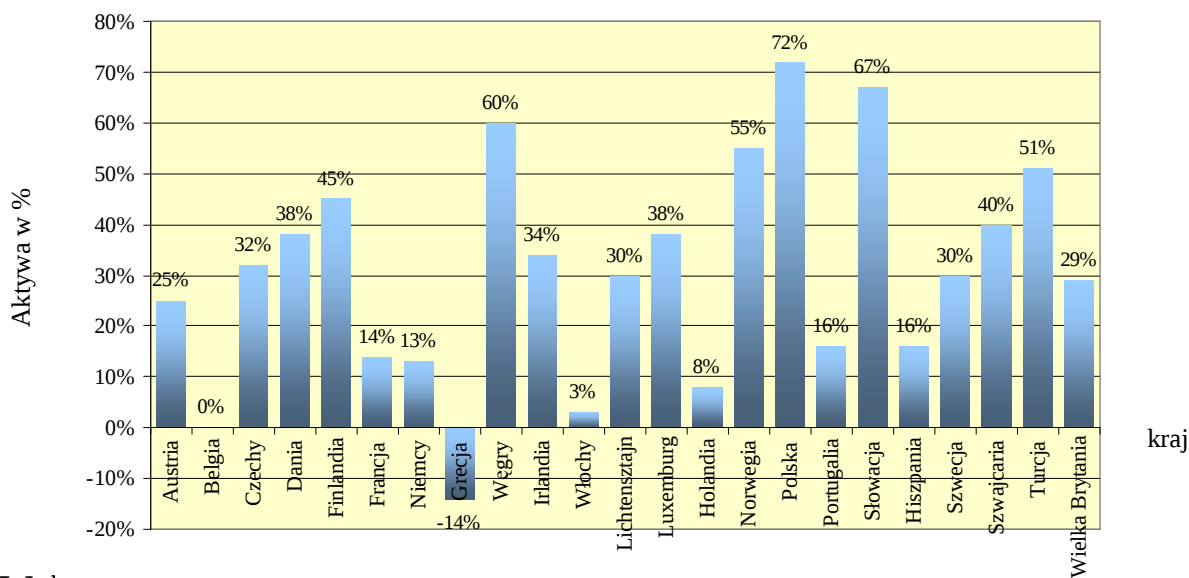
Źródło: EFAMA.

Polska zanotowała najwyższą dynamikę wzrostu rynku funduszy inwestycyjnych spośród wszystkich krajów europejskich, czego przyczyną był wprowadzony podatek Belki.



Wykres 2.5. Stopa wzrostu aktywów funduszy w % w roku 2002

Źródło: Europejskie Stowarzyszenie Towarzystw i Funduszy Inwestycyjnych.



Wykres 2.6. Dynamika wzrostu aktywów zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych w Polsce i innych krajach europejskich w roku 2005 (zmiana % 2005)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych EFAMA.

Pomimo tak dynamicznego przyrostu aktywów, ich wartość w przeliczeniu na jednego mieszkańca wyniosła w końcu 2002 roku tylko 142 USD. Wynik ten nadal ustępuje nie tylko krajom rozwiniętym, ale również państwom o zbliżonym poziomie rozwoju gospodarczego. Polska pozostawała jednym z najmniejszych rynków funduszy inwestycyjnych na starym kontynencie, z udziałem wynoszącym zaledwie 0,16% (mniejszy udział miały jedynie Lichtenstein, Węgry i Czechy).

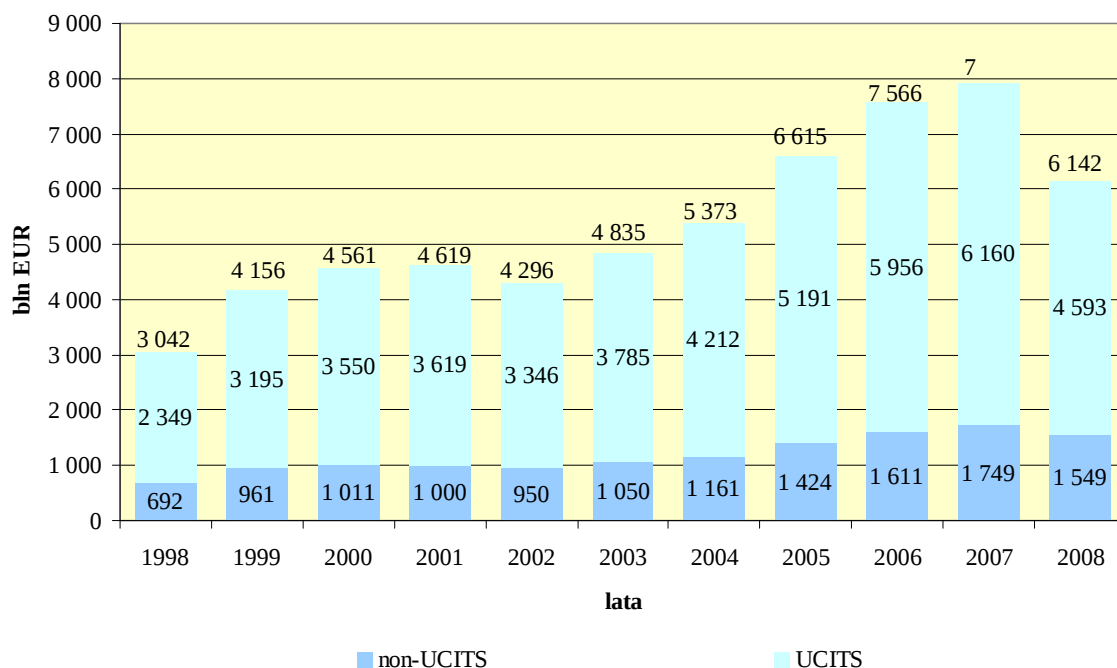
Tabela 2.6. Wartość aktywów funduszy inwestycyjnych w krajach OECD w przeliczeniu na jednego mieszkańca w dolarach według stanu na koniec 2002 roku

Kraj	Aktywa na mieszkańca (USD)
Luksemburg	1 822 832
Francja	14 278
Hiszpania	4 449
Niemcy	2 541
Węgry	393
Czechy	321
Polska	142

Źródło: Obliczenia na podstawie *Worldwide Investment Fund Assets and Flows – Supplementary Tables* – FEFSI 2003 oraz *Quartely Labour Force Statistics* – OECD 2003.

Największym segmentem europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych jest rynek UCITS, czyli instytucji wspólnego inwestowania lokujących aktywa w instrumentach rynku pieniężnego oraz w zbywalnych papierach wartościowych. Na koniec 2008 roku aktywa funduszy UCITS wynosiły 6,142 bln EUR, co stanowiło ponad 78% aktywów całego rynku (pozostałe 22% rynku funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej stanowią fundusze non-UCITS) – wielkość zgromadzonego w 2008 roku wynosiła 1,55 bln EUR.

Zmiany wartości aktywów funduszy UCITS i non-UCITS w Unii Europejskiej w latach 1998-2008 przedstawiono na wykresie 2.7.



Wykres 2.7. Udział Funduszy UCITS i non-UCITS w aktywach europejskich funduszy ogółem

Źródło: EFAMA.

Do funduszy /UCITS zalicza się następujące fundusze:

- fundusze akcji,
- fundusze zrównoważone,
- fundusze obligacji,
- fundusze rynku pieniężnego,
- pozostałe.

Natomiast do funduszy non-UCITS zalicza się:

- fundusze nieruchomości,
- fundusze specjalistyczne przeznaczone dla inwestorów instytucjonalnych – wywodzą się z Niemiec,
- brytyjskie fundusze zamknięte,
- francuskie pracownicze fundusze otwarte,
- pozostałe.

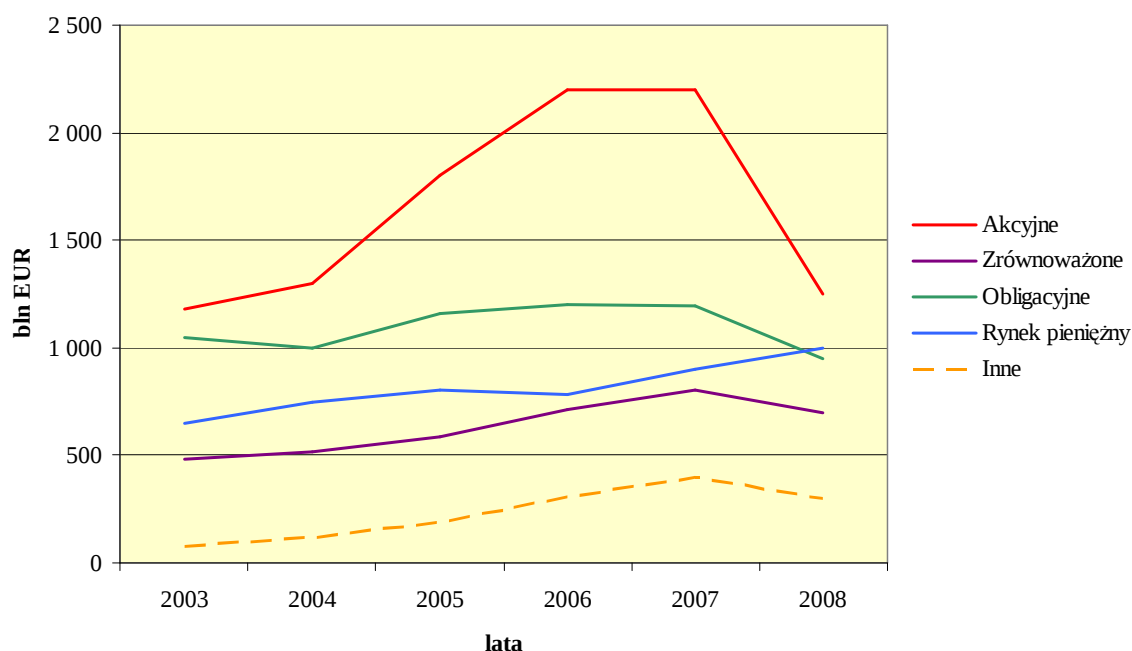
W latach (1998-2008), alokacja funduszy w poszczególne rodzaje funduszy UCITS zmieniała się w czasie, na skutek oddziaływania wielu różnych czynników ekonomicznych – do najważniejszych z nich można zaliczyć:

- spadek stóp procentowych w Europie – wywołany procesem konwergencji poprzedzającej wprowadzenie wspólnej waluty – to przyczyniło się do spadku rentowności funduszy obligacyjnych i rynku pieniężnego,
- wzrost gospodarczy od 1996 roku – spowodował wzrost cen akcji, które przekładały się na wysoką rentowność funduszy akcyjnych i zrównoważonych, w wyniku czego dokonywano stopniowej realokacji oszczędności instrumentów o stałym oprocentowaniu, na rzecz funduszy z udziałem akcji,
- począwszy od roku 2000, rozpoczęły się na światowych rynkach akcji spadki, których kulminacja nastąpiła we wrześniu 2001 roku (głównie pod wpływem wydarzeń z 11 września w Nowym Jorku), zahamowało to napływ nowych aktywów do funduszy akcyjnych i zrównoważonych, wskutek tego, wartość zgromadzonego kapitału w 2001 roku zmniejszyła się o 13%. Niekorzystne tendencje na rynkach akcji, uległy odwróceniu dopiero po zakończeniu wojny w Iraku, tj. w 2003 roku. Podobnie było w 2004 roku, ze względu na niestabilną sytuację w Iraku oraz wzrost cen ropy naftowej. Ostatecznie w 2004 roku wartość aktywów netto funduszy akcji wzrosła z 1,16 bln EUR do 1,34 bln EUR, a funduszy zrównoważonych z 0,47 bln EUR do 0,52 bln EUR. Natomiast inaczej kształtowała się sytuacja na rynku obligacji, wartość aktywów tych funduszy wzrosła aż o 28%, a rynku pieniężnego o 5%,
- na przełomie lipca/sierpnia 2007 – pojawiły się pierwsze sygnały o załamaniu na rynku kredytów subprime w USA. Największe banki inwestycyjne na świecie poniosły ogromne straty finansowe. Począwszy od listopada 2007 roku zaczęły napływać sygnały bessy na światowym rynku kapitałowym, również nastąpiły trwałe spadki na GPW w Warszawie i odpływy kapitału z funduszy inwestycyjnych, głównie akcyjnych.

Tabela 2.7. Fundusze UCITS wg kategorii

Rodzaje UCITS	31.12.2006		31.12.2007		31.12.2008		Zmiana do 30.09.2008		Zmiana do 31.12.2007	
	EUR bn	udział %	EUR bn	udział %	EUR bn	udział %	zmiana %	w EUR bn	zmiana %	w EUR bn
Akcyjne	2 215	41	1 497	33	1 208	30	-19,3	-289	-45,1	-991
Zrównoważone	780	15	734	16	651	16	-11,3	-83	-23,7	-202
Razem akcyjne i zrównoważone	2 995	56	2 233	49	1 860	46	-16,7	-373	-39,1	-1 193
Obligacyjne	1 250	23	1 026	22	926	23	-9,7	-100	-22,7	-272
Rynek pieniężny	841	16	1 041	23	1 031	25	-0,9	-10	13,2	120
Fundusze funduszy	97	2	71	2	63	2	-11,4	-8	-37,4	-37
Inne	179	3	228	5	197	55	-13,7	-31	-22,1	-56
Wszystkie fundusze	5 362	100	4 596	100	4 075	100	-11,3	-521	-26,1	-1 438

Źródło: EFAMA.

**Wykres 2.8.** Tendencje rozwojowe funduszy UCITS wg rodzajów (w bldn EUR)

Źródło: EFAMA.

Z powyższej tabeli 2.7 wynika, że 2008 roku nastąpił 11,3 procentowy spadek udziału wszystkich funduszy Rynku UCITS, tj. o 4 075 bldn EUR w porównaniu z 2007 rokiem. Największe straty poniosły w 2008 roku fundusze akcyjne, następnie fundusze zrównoważone oraz fundusze funduszy.

Tabela 2.8. Aktywa netto funduszy UCITS w Europie

Kraj	31.03.2007		31.12.2006		31.03.2006	
	EUR	udział %	EUR	zmiana ¹ %	EUR	zmiana ² %
Austria	115 907	1,9%	114 886	0,9%	113 101	2,5%
Belgia	120 545	1,9%	120 545	—	115 426	4,4%
Czechy	5 414	0,1%	5 425	-0,2%	5 054	7,1%
Dania	71 384	1,1%	72 605	-1,7%	66 792	6,9%
Finlandia	54 264	0,9%	51 484	5,4%	43 507	24,7%
Francja	1 413 200	22,7%	1 343 400	5,2%	1 244 400	13,6%
Niemcy	272 640	4,4%	271 552	0,4%	272 985	-0,1%
Grecja	22 658	0,4%	23 910	-5,2%	27 175	-16,6%
Węgry	6 760	0,1%	6 371	6,1%	5 627	20,1%
Irlandia	616 952	9,9%	582 779	5,9%	492 081	25,4%
Włochy	327 659	5,3%	343 810	-4,7%	372 940	-12,1%
Lichtenstein	16 341	0,3%	14 075	16,1%	13 392	22,0%
Luxemburg	1 732 321	27,9%	1 661 563	4,3%	1 526 074	13,5%
Holandia	82 427	1,3%	82 430	0,0%	82 244	0,2%
Norwegia	44 540	0,7%	41 052	8,5%	35 857	24,2%
Polska	25 953	0,42%	22 155	17,1%	17 266	50,3%
Portugalia	25 734	0,4%	25 762	-0,1%	26 589	-3,2%
Słowacja	3 361	0,05%	2 974	13,0%	2 825	19,0%
Hiszpania	283 422	4,6%	279 361	1,5%	278 369	1,8%
Szwecja	139 133	2,2%	137 783	1,0%	123 083	13,0%
Szwajcaria	121 845	2,0%	121 120	0,6%	118 883	2,5%
Turcja	13 662	0,2%	11 741	16,4%	17 826	-23,4%
Wielka Brytania	697 198	11,2%	608 365	14,6%	557 708	25,0%
Ogółem	6 213 320	100%	5 945 149	4,5%	5 559 202	11,8%

¹ wartość na koniec 03.2007 w porównaniu do wartości na koniec 2006² wartość na koniec 03.2007 w porównaniu do wartości na koniec 03.2006

Źródło: EFAMA.

Tabela 2.9. Aktywa netto funduszy UCITS w Europie

Kraj	31.12.2008		30.09.2008		31.12.2007	
	EUR	udział %	EUR	zmiana ¹ %	EUR	zmiana ² %
Austria	79 701	1,7%	90 023	-11,5%	111 386	-28,4%
Belgia	97 768	2,1%	97 768	—	120 196	—
Bułgaria	162	0,0%	237	-31,6%	436	-62,8%
Czechy	4 433	0,1%	6 047	26,7%	6 426	-31,0%
Dania	46 836	1,0%	57 326	-18,3%	70 680	-33,7%
Finlandia	35 029	0,8%	42 355	17,3%	55 116	-36,4%
Francja	1 143 265	24,9%	1 204 400	-5,1%	1 351 600	-15,4%
Niemcy	184 921	4,0%	213 419	-13,4%	266 062	-30,5%
Grecja	9 259	0,2%	15 470	-40,1%	21 685	-57,3%
Węgry	7 165	0,2%	9325	-23,2%	9 826	-27,1%
Irlandia	517 792	11,3%	578 819	10,6%	646 392	-19,9%
Włochy	189 400	4,1%	214 529	-11,7%	285 094	-33,6%
Lichtenstein	17 225	0,4%	17 225	—	18 633	—
Luxemburg	1 337 043	29,1%	1 558 850	-14,2%	1 823 969	-26,7%
Holandia	59 126	1,3%	59 126	—	77 271	—
Norwegia	29 573	0,6%	39 972	-26,0%	50 599	-41,6%
Polska	12 794	0,3%	19 167	-33,3%	30 975	-58,7%
Portugalia	10 892	0,2%	14 232	-23,5%	21 703	-49,8%
Rumunia	234	0,0%	245	-4,4%	266	-11,9%
Słowacja	3 107	0,1%	4 164	-25,4%	3 819	-18,6%
Słowenia	1 505	0,0%	2 072	-27,4%	2 918	-48,4%
Hiszpania	194 714	4,2%	215 353	-9,6%	269 366	-27,7%
Szwecja	84 662	1,8%	102 701	-17,6%	136 429	-37,9%
Szwajcaria	119 069	2,6%	119 329	-0,2%	119 132	-0,1%
Turcja	11 073	0,2%	13 638	-18,8%	15 365	-27,9%
Wielka Brytania	396 422	8,6%	480 812	-17,6%	644 985	-38,5%
Ogółem	4 593 081	100%	5 176 603	-11,3%	6 160 328	-25,4%

¹ wartość na koniec 12.2008 w porównaniu do wartości na koniec 09.2008

² wartość na koniec 12.2008 w porównaniu do wartości na koniec 12.2007

Źródło: EFAMA.

Z powyższego raportu wynika, że największy udział w aktywach funduszy UCITS w 2007 roku, miały następujące kraje: Luxemburg (wzrost aktywów o 4,3% w 2006 roku), następnie Irlandia (wzrost o 5,9%) oraz Francja (5,2%). W stosunku do 2006 roku, w marcu 2007 roku, nastąpił przyrost wartości aktywów wszystkich funduszy UCITS w Europie o 4,5% w grudniu, tj. 5 945 149 EUR. Natomiast do końca grudnia 2007 roku nastąpił znaczny spadek wartości aktywów netto (na skutek kryzysu finansowego), największe straty poniosły: Bułgaria (-62,8%), Polska (-58,7%), Grecja (-57,3%), natomiast do września 2008 roku podobnie: Bułgaria (-31,6%), Grecja (-40,1%) oraz Polska (-33,3%).

Tabela 2.10. Struktura geograficzna funduszy UCITS i non-UCITS w aktywach funduszy inwestycyjnych (dane na koniec 06.2008)

Kraj	Aktywa	udział %	Kraj	Aktywa	udział %
Luxemburg	1 902,1	26,1%	Finlandia	55,9	0,77%
Francja	1 406,8	19,3%	Norwegia	46,4	0,64%
Niemcy	982,9	13,5%	Portugalia	31,3	0,43%
Irlandia ¹	826,1	11,3%	Polska	28,5	0,39%
Wielka Brytania	635,4	8,7%	Lichtenstein	20,2	0,28%
Włochy	300,1	4,1%	Grecja	18,6	0,26%
Hiszpania	240,0	3,3%	Turcja	15,1	0,21%
Szwajcaria ²	158,0	2,2%	Węgry	12,8	0,18%
Austria	148,9	2,0%	Czechy	6,6	0,09%
Dania	122,3	1,7%	Słowacja	4,6	0,06%
Belgia ²	116,4	1,6%	Słowenia	3,1	0,04%
Szwecja	117,5	1,6%	Rumunia	3,0	0,04%
Holandia	78,5	1,1%	Bułgaria	0,3	0,00%

¹ stan na koniec 06.2008

² stan na koniec 03.2007

Źródło: EFAMA.

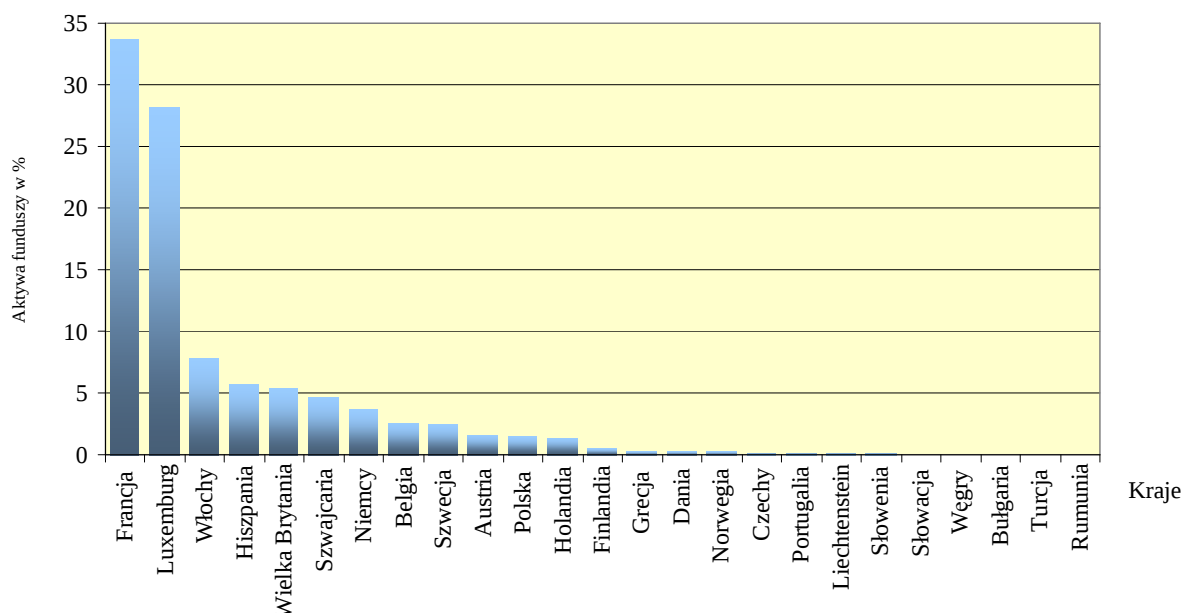
Z poniższej tabeli (2.11) wynika, że w 2008 roku w wyniku kryzysu finansowego nastąpił bardzo duży spadek wartości aktywów w większości funduszy inwestycyjnych krajów inwestujących na rynku UCITS. Największe straty poniósł Luksemburg (106 bln EUR), Hiszpania (57 bln EUR), Włochy (73 bln EUR), Francja (45 bln EUR), Niemcy (19 bln EUR). Natomiast strat nie poniosły takie kraje jak: Norwegia, Rumunia, Szwecja i Szwajcaria.

Tabela 2.11. Rodzaje funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej w latach 2006-2008 (stan na koniec roku)

Wyszczególnienie	akcyjne			obligacyjne			zrównoważone			rynek pieniężny			inne			Ogółem		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Austria	358	-1 546	-2 817	1 196	-4 287	-8 156	2 518	1 172	-442	-1 537	832	-1 037	1 570	313	-1 901	4 105	-3 516	-14 354
Bulgaria			-75			-3			-43			18			0			-103
Czechy	110	147	5	-80	-139	-269	122	155	-87	-100	4	-763	262	333	-65	313	500	-1 179
Dania	4 293	2 070	-1 690	47	117	-1 234	271	52	-408	0	0	-1	0	0	0	4 611	2 239	-3 332
Finlandia	1 634	-481	-1 048	3 133	1 700	289	1 074	116	-514	3 862	1 590	-6 469	461	-165	-146	10 164	2 761	-7 889
Francja	45 500	-3 200	-10 700	7 800	-18 600	-22 200	22 600	200	-42 200	29 800	-15 900	41 700	0	8 700	-11 500	105 700	-28 800	-44 900
Niemcy	-7 061	-7 148	-5 336	-1 609	-5 856	-12 899	587	3 140	7 352	393	-4 541	-11 653	1 444	763	3 971	-6 247	-13 642	-18 564
Grecja	-841	-1 953	-443	-7 390	-1 904	-1 211	-310	120	-841	841	1 868	-5 631	2 054	-1 554	-658	-5 646	-3 423	-8 784
Węgry	267	737	272	-1 131	170	-651	29	40	-52	580	675	-812	717	319	-466	461	1 942	-1 708
Włochy	-11 956	-17 863	-12 955	-36 073	-30 368	-23 466	6 780	-14 696	-26 008	-6 495	3 191	-10 906	0	0	0	-47 743	-59 737	-73 334
Lichtenstein	76	1 215	-259	423	973	-99	220	213	59	-93	-322	1 795	-15	791	40	610	2 870	1 536
Luxemburg	84 092	-4 334	-86 194	10 319	2 299	-93 675	47 639	70 843	28 163	16 868	50 577	65 629	52 426	69 103	-19 963	241 344	188 488	-106 040
Holandia	509	-2 418	452	13	-1 741	-2 343	17	671	-529	377	-576	-267	-808	-58	122	107	-4 121	-2 565
Norwegia	2 813	1 525	-93	1 084	934	562	340	-14	-205	-604	2 662	-266	58	-34	51	3 692	5 073	47
Polska			-613			662			-1 239			-99			-63			-1 352
Portugalia	303	98	-923	-1 533	-2 232	-3 731	245	91	-378	-732	-2 130	-3 113	478	-422	-94	-1 238	-4 595	-8 239
Rumunia		43	-5		1	43		25	-6		-1	55		2	0		69	86
Słowacja	71	21	-5	-414	-119	-138	29	-15	-92	-22	411	-520	340	289	-124	1	587	-879
Słowenia			-196			-5			-105			6			-4			-304
Hiszpania	2 549	-12 567	-33 836	-5 052	-3 719	-9 346	2 036	35	-7 108	-914	0	-6 888	0	0	0	-1 381	-16 250	-57 179
Szwecja	1 647	-954	-1 137	573	37	2 182	1 144	772	1 366	1 724	1 250	1 403	1 653	1 033	-875	6 741	2 139	2 939
Szwajcaria	-190	-2 807	2 326	-4 045	1 458	-1 074	12 871	8 046	1 130	567	4 324	10 045	275	0	0	9 203	11 021	12 427
Wielka Brytania	10 615	-8 309	-5 672	8 643	1 265	2 420	3 844	4 041	1 206	1 481	1 838	2 777	7 259	5 759	3 164	31 841	4 595	-1 659
Ogółem	134 789	-57 723	-160 943	5 901	-60 011	-174 342	102 056	75 008	-40 980	45 996	45 752	69 449	68 174	85 172	-28 511	356 638	88 198	-335 328

Źródło: EFAMA.

Według danych na koniec marca 2008 roku, największy udział w aktywach funduszy UCITS i non-UCITS posiada Luxemburg – 26,1%, a najmniejszy Bułgaria – 0,00%.



Wykres 2.9. Udział procentowy funduszy zrównoważonych w aktywach funduszy UCITS (stan na koniec 06.2008)

Źródło: EFAMA.

W 2007 roku, największy udział w aktywach funduszy zrównoważonych z krajów Unii Europejskiej przypadł Polsce (51%), natomiast najmniejszy Finlandii (ok. 9%). Natomiast w 2008 roku, największy udział w aktywach funduszy zrównoważonych z krajów Unii Europejskiej przypadł Francji (33,6%), natomiast najmniejszy Bułgarii, Turcji i Rumunii (0,01%).

Tabela 2.12. Geograficzna struktura funduszy w poszczególnych krajach europejskich (stan na koniec 06.2008)

Kraj	Aktywa	udział %	Kraj	Aktywa	udział %
Luxemburg	548,5	31,4%	Austria	13,4	0,77%
Wielka Brytania	344,1	19,7%	Polska	6,5	0,37%
Francja	338,0	19,4%	Lichtenstein	6,1	0,35%
Niemcy	104,3	6,0%	Grecja	3,7	0,21%
Szwecja	73,3	4,2%	Portugalia	2,1	0,12%
Hiszpania	71,4	4,1%	Węgry	2,6	0,15%
Belgia ¹	57,5	3,3%	Słowenia	1,4	0,08%
Szwajcaria ¹	37,7	2,2%	Czechy	0,6	0,03%
Włochy	33,8	1,9%	Turcja	0,2	0,01%
Holandia	33,4	1,9%	Bułgaria	0,2	0,01%
Dania	27,0	1,5%	Słowacja	0,2	0,01%
Norwegia	24,4	1,4%	Rumunia	0,1	0,00%
Finlandia	14,9	0,9%	Ogółem	1 745,0	100%

¹ dane na koniec 03.2008

Źródło: EFAMA.

Największy udział procentowy w aktywach funduszy akcyjnych osiągnęły: Luxemburg (31,4%), Wielka Brytania (19,7%) oraz Francja (19,5%).

Biorąc po uwagę różne rodzaje funduszy UCITS, można zaobserwować, że podobnie jak w przypadku udziału w wielkości zgromadzonego kapitału, jak i liczby funduszy na europejskim rynku funduszy, przewagę funduszy akcyjnych. Uwzględniając średnioroczny przyrost liczby funduszy UCITS w poszczególnych grupach, można stwierdzić również, że tuż za funduszami akcyjnymi z 41% udziałem w całości aktywów, uplasowały się fundusze obligacyjne i rynku pieniężnego, odpowiednio 23% i 16%, natomiast fundusze zrównoważone 15%. Jeśli chodzi o wartość aktywów zgromadzonych przez wszystkie fundusze w Unii Europejskiej, to ponad 82% wartości aktywów, jest zgromadzona we Francji, Niemczech, Luxemburgu, Wielkiej Brytanii, Irlandii i we Włoszech. Związane jest to przede wszystkim z wielkością oszczędności inwestorów tych krajów. Z wyjątkiem rynku funduszy akcji, każdy rynek UCITS, jest zdominowany przez

jedno państwo: rynek funduszy obligacji przez Luxemburg, rynek pieniężny i funduszy zrównoważonych przez Francję, a rynek nieruchomości przez Niemcy⁶⁶.

2.5. Rola funduszy inwestycyjnych w gospodarce

2.5.1. Wpływ oszczędzania na rozwój gospodarczy

Fundusze inwestycyjne jako jeden z głównych inwestorów instytucjonalnych, już na stałe zdomował się polskim rynku kapitałowym. Dla wielu drobnych inwestorów, fundusze były, są i będą jedynym sposobem uczestnictwa w grze giełdowej, a dla instytucji jedną z alternatywnych form lokowania wolnych środków pieniężnych. Ich istnienie ma wpływ na stabilność Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie, a także na finansowanie gospodarki i deficytu budżetowego. Można zadać w tym miejscu istotne pytanie, a mianowicie – w jaki sposób oddziałują na gospodarkę oraz jakie są dalsze perspektywy wpływu funduszy inwestycyjnych na wzrost gospodarczy.

Poziom oszczędzania ma kluczowe znaczenie dla rozwoju gospodarczego kraju, dlatego też zwiększenie wielkości oraz udziału krajowych oszczędności jest w tym przypadku bardzo istotne. Wpływałoby to tym samym, na destabilizację nadmiernego uzależnienia się polskiej gospodarki, od zagranicznych źródeł kapitału (zwłaszcza zagranicznego kapitału spekulacyjnego), co w dłuższym okresie czasu ma wpływ na stabilizację wzrostu gospodarki polskiej. Oszczędności w gospodarce rynkowej, są podstawowym źródłem kapitału. W wymiarze mikroekonomicznym oznacza to konieczność dokonywania wyborów w podziale dochodu na konsumpcję bieżącą i przyszłą, związane jest to z zaniechaniem konsumpcji bieżącej na rzecz konsumpcji przyszłej, oszczędzaniem pieniędzy na lokatach, które generują dochody⁶⁷.

⁶⁶ K. Gabryelczyk, *Rynek funduszy inwestycyjnych w strefie euro*, [w:] *Rynek papierów wartościowych strefy euro*, pod. red. W. Przybylska-Kapuścińska, Wyd. Wolters Kluwer Polska Sp. z o. o., Kraków 2007, s. 153-165.

⁶⁷ D. Korenik, *Oszczędzanie indywidualne w Polsce*, Wyd. AE Wrocław, s. 23-26.

Rok 2002 w Polsce okazał się rokiem przełomowym dla rynku depozytowego i dla struktury oszczędności gospodarstw domowych. Polacy wycofali ze swoich rachunków w bankach ponad, 8 mld zł. Wystąpiła substytucja terminowych wkładów bankowych, obligacjami skarbowymi, jednostkami funduszy inwestycyjnych, depozytami oraz gotówką. Wartość obligacji, w posiadaniu gospodarstw domowych wzrosła (od 2001 do 2002 roku) o 2,3 mld zł, a jednostek uczestnictwa funduszy o 4,3 mld zł, natomiast w tym czasie, nastąpił spadek depozytów bankowych o 1,9 mld zł. W tym czasie, fundusze inwestycyjne stały się największymi beneficjentami podatku od odsetek, w których zaczęto lokować dużo więcej oszczędności, czego przyczyną była skuteczna akcja informacyjna o nowym 20% podatku od zysków, oferując możliwość jego uniknięcia.

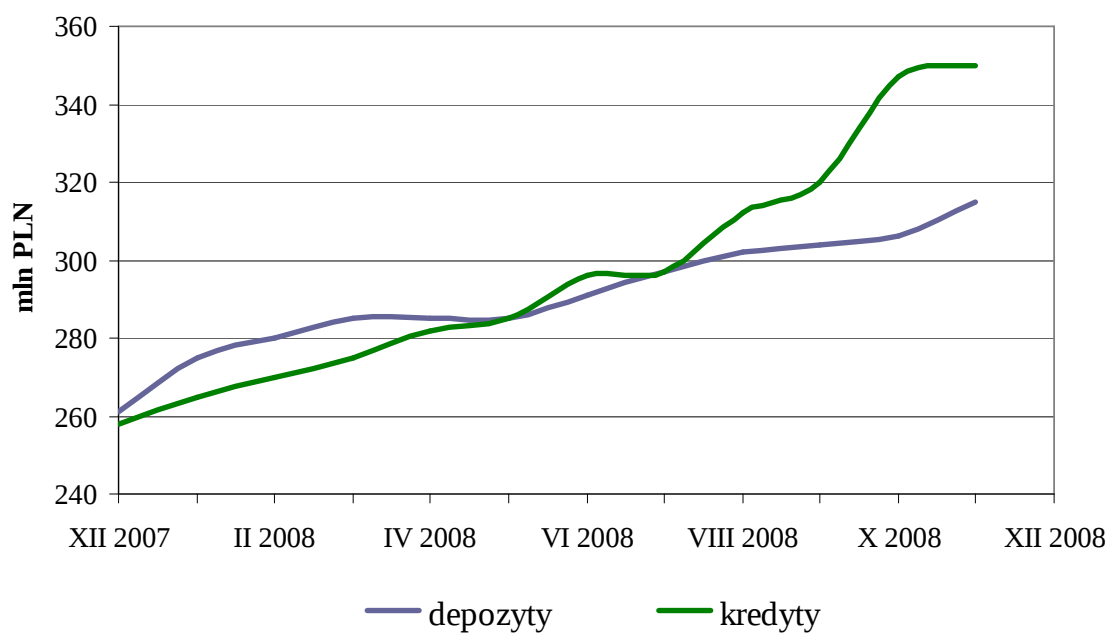
W 2002 roku uległa zmniejszeniu relacja oszczędności gospodarstw domowych, do oszczędności przedsiębiorstw (na świecie gospodarstwa domowe tworzą dwa razy więcej oszczędności niż sektor przedsiębiorstw). W 1995 roku gospodarstwa domowe oszczędzały dwa razy więcej niż przedsiębiorstwa, a w 2002 roku proporcje zostały wyrównane⁶⁸. W gospodarce dominującym sektorem zdolnym do tworzenia trwałych oszczędności pieniężnych, są gospodarstwa domowe. Uwidocznione jest to zwłaszcza w dłuższych okresach, a także przy porównywaniu zaoszczędzonych zasobów pieniężnych w stosunku do ich zadłużenia.

Tabela 2.13. Depozyty i należności gospodarstw domowych w latach 1996-2004 (w mld zł)

Wyszczególnienie	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Depozyty	77,9	106,2	141,2	162,6	194,9	219,5	213,4	209,9	207,1
Należności	22,5	33,2	41,3	57,3	72,0	82,6	89,7	101,9	11,4

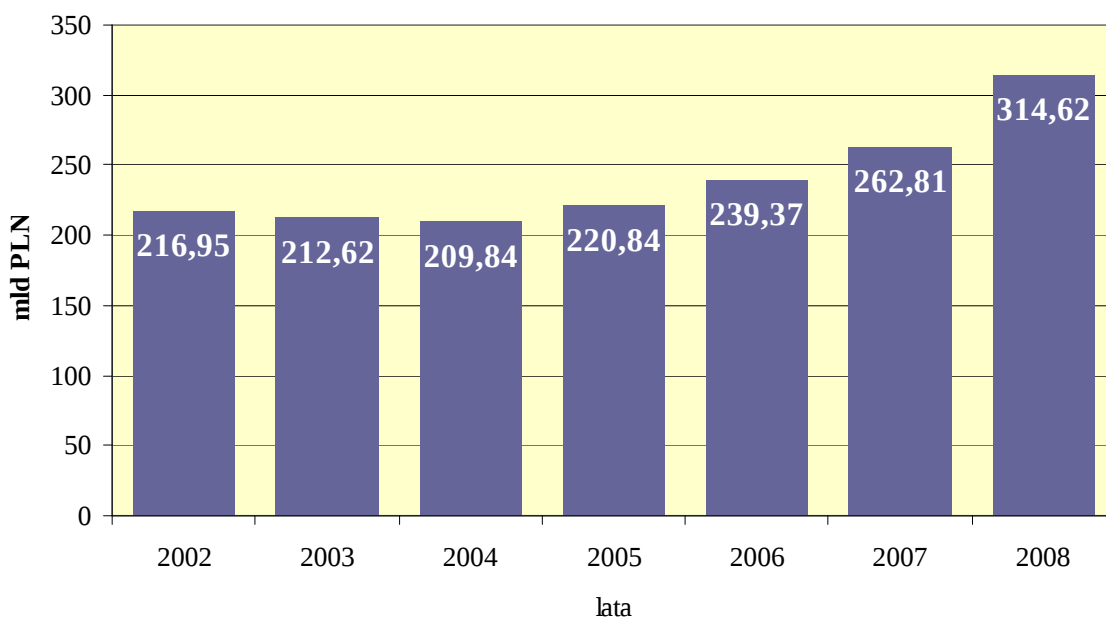
Źródło: G. Rytelwska, E. Hunczonek, *Zmiany w popycie na kredyty gospodarstw domowych*, NBP 2004, Zeszyt Nr 171, s. 39-40.

⁶⁸ T. Lubińska, *Struktura i wolumen oszczędności*, Nowe Życie Gospodarcze, 2000, Nr 1, s. 40.



Wykres 2.10. Depozyty i kredyty gospodarstw domowych

Źródło: NBP.



Wykres 2.11. Depozyty gospodarstw domowych w latach 2002-2008

Źródło: NBP.

Sektor bankowy w Polsce jest podstawowym elementem sektora finansowego. Depozyty bankowe stanowią ok. 73-85% ogółu polskiego pieniądza w obiegu. Natomiast gospodarstwa domowe, w głównej mierze inwestują przez depozyty.

Inwestując poprzez depozyty, nie potrzeba praktycznie żadnej specjalistycznej wiedzy, a ryzyko sprowadza się w głównej mierze tylko do możliwości upadłości banku.

Rekordowy napływ nowych środków do funduszy inwestycyjnych nastąpił w 2007 roku (30,6 mld PLN) oraz wzrost ich aktywów wywołany hossą na warszawskiej giełdzie w pierwszej połowie roku, znalazł odzwierciedlenie w wartości wskaźników opisujących pozycję funduszy inwestycyjnych w krajowym systemie finansowym, polskiej gospodarce oraz w strukturze oszczędności Polaków. Relacja aktywów funduszy do kapitalizacji warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych zwiększyła się w ciągu roku z 22,7% do 26,3%.

Według danych na koniec 2007 roku, gospodarstwa domowe dysponowały oszczędnościami o wartości 695,3 mld PLN, czyli o 17,4% większymi niż rok wcześniej. W portfelach gospodarstw domowych wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych dedykowanych osobom fizycznym, pomniejszona o wartość lokat Ubezpieczeniowych Funduszy Kapitałowych, zwiększyła się w ciągu roku o 28,9 mld PLN. Dynamika wzrostu wynosząca 35,5% była jedną z największych i ustępowała jedynie dynamice wzrostu aktywów funduszy zagranicznych. Aktywa zgromadzone w produktach oferowanych przez instytucje zagraniczne wzrosły w 2007 roku o blisko 70% do poziomu 2,5 mld PLN.

Tabela 2.14. Wartości i struktura oszczędności gospodarstw domowych
(mld PLN)

Wyszczególnienie	2007	udział %	2006	udział %	dynamika
Akcje spółek publicznych	56,4	8,1	44,4	7,5	27,0
Obligacje i bony skarbowe	10,9	1,6	12,9	2,2	-15,5
Fundusze inwestycyjne	110,4	15,9	81,5	13,8	35,5
Fundusze zagraniczne	2,5	0,4	1,5	0,2	69,5
Ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe	35,1	5,0	27,5	4,6	27,6
Otwarte fundusze emerytalne	140,0	20,1	116,6	19,7	20,1
Depozyty złotowe i walutowe	262,8	37,8	239,4	40,4	9,8
Gotówka w obiegu poza kasami banków	77,2	11,1	68,8	11,6	12,2
Suma	695,3	100,0	592,4	100,0	17,4

Źródło: *Analizy Online*.

Udział funduszy oszczędnościowych Polaków, na które składają się: akcje, bony i obligacje skarbowe, aktywa funduszy inwestycyjnych, funduszy zagranicznych,

emerytalnych i ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych oraz środki pieniężne zgromadzone w bankach i gotówkach w obiegu wzrósł w ciągu 12 miesięcy z 13,8% do 15,9%. Ponad 2-punktowy wzrost udziału funduszy w oszczędnościach był najwyższy spośród wszystkich form oszczędzania. Wzrost znaczenia funduszy odbył się głównie kosztem spadku udziału depozytów bankowych o -2,6 pkt proc. oraz obligacji i bonów skarbowych (0,6 pkt proc.) i gotówki w obiegu (o -0,5 pkt proc.). W strukturze oszczędności gospodarstw domowych na znaczeniu zyskały również inwestycje w akcje spółek publicznych, których udział w ciągu roku wzrósł o 0,6 pkt proc. oraz ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe i otwarte fundusze emerytalne (zyskały po 0,4 pkt proc.).

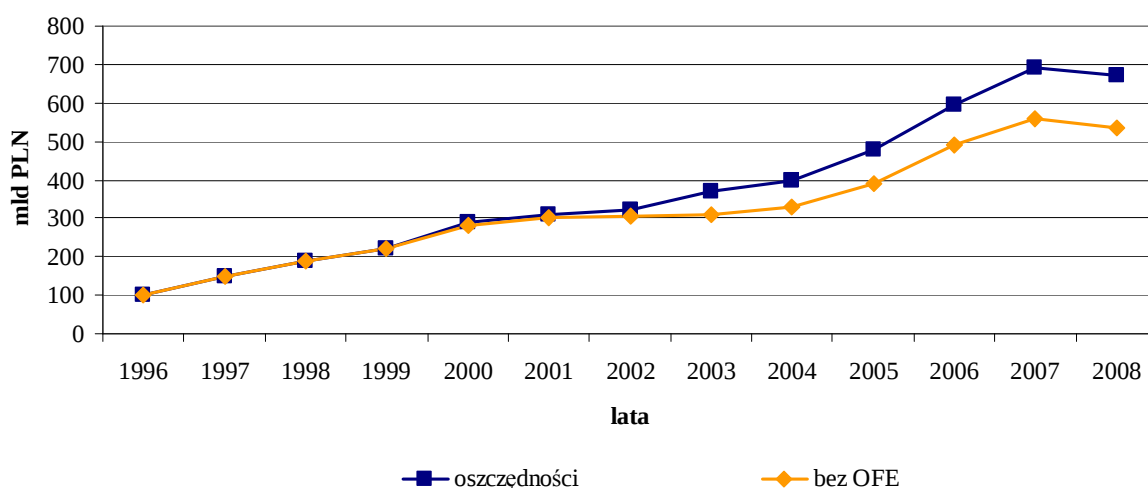
Wskaźnik opisujący relację wartości aktywów netto polskich funduszy inwestycyjnych do wartości produktu krajowego brutto wzrósł w 2007 roku z 9,4% do 11,5%, co świadczy o rosnącym znaczeniu funduszy w polskiej gospodarce. Dynamicznemu wzrostowi podlega również relacja aktywów funduszy inwestycyjnych do depozytów gospodarstw domowych. Udział funduszy w sumie aktywów funduszy i depozytów wzrósł w ciągu roku z poziomu 29,3% do 33,6%, a od 2000 roku wskaźnik ten powiększył się dziesięciokrotnie.

Wartość środków zgromadzonych przez przeciętnego Polaka w funduszach inwestycyjnych wyniosła na koniec roku blisko 3,5 tys. PLN (985 EUR) i liczona w PLN była o ponad 1/3 wyższa niż na koniec 2006 roku i blisko 120% wyższa niż na koniec 2005 roku.

Tabela 2.15. Udział aktywów netto funduszy w wybranych kategoriach makroekonomicznych (mld PLN)

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Aktywa netto funduszy inwestycyjnych	12,1	23,0	33,0	37,6	61,6	99,2	134,0
Wartość PKB (mld PLN)	779,6	808,6	843,2	924,5	983,3	1 060,2	1 166,8
Udział funduszy (%)	1,6	2,8	3,9	4,1	6,3	9,4	11,5
Depozyty gospodarstw + aktywa netto	236,6	240,0	245,6	247,4	282,4	338,5	396,8
Udział funduszy (%)	5,1	9,6	13,4	15,2	21,8	29,3	33,8
Wartości kredytów gospodarstw domowych	82,7	89,8	102,0	115,5	140,9	187,5	258,1
Udział funduszy (%)	14,7	25,6	32,4	32,6	43,7	52,9	51,9

Źródło: TFI, GUS, NBP, obliczenia Analizy Online.



Wykres 2.12. Oszczędności gospodarstw domowych w latach 1996-2008

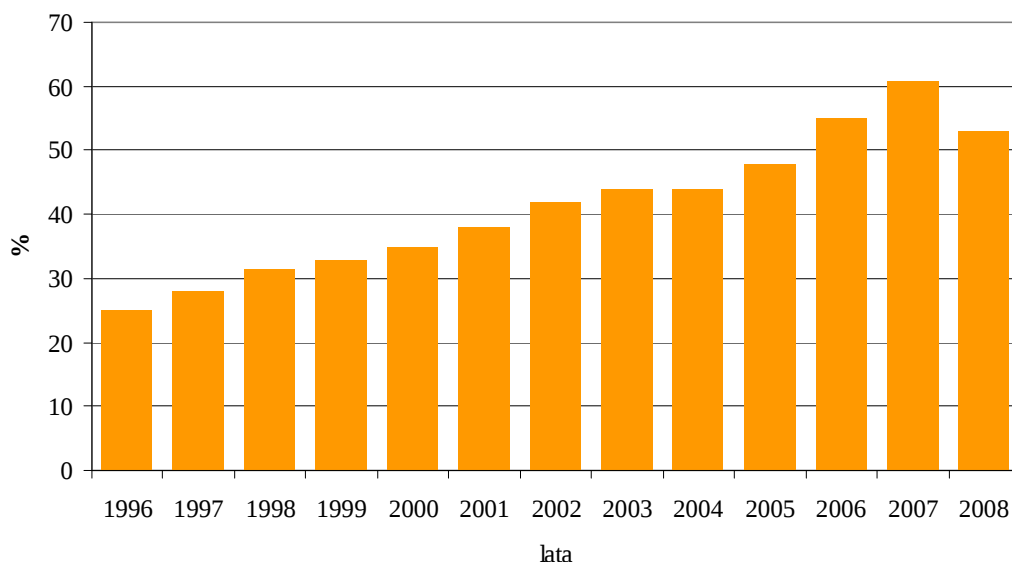
Źródło: NBP.

Wartość oszczędności Polaków pozostających do dyspozycji na koniec grudnia 2008 roku wyniosła 671,3 mld PLN. To o 400 mln PLN (+0,16%) więcej, niż w końcu trzeciego kwartału. W skali całego roku wartość oszczędności Polaków skurczyła się o 1,4%, czyli o 9,6 mld PLN. Tym samym okazało się, że miniony rok był pierwszym na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat, w którym nominalna wartość oszczędności uległa zmniejszeniu. Spadek oszczędności wystąpił również w ujęciu bez uwzględnienia środków zgromadzonych w ramach drugiego filaru systemu emerytalnego. Wartości środków pozostających do natychmiastowej dyspozycji, czyli z pominięciem aktywów zgromadzonych w ramach otwartych funduszy emerytalnych, wyniosła w końcu grudnia 533,1 mld PLN i była niższa o -3,5% niż rok wcześniej.

Od początku roku wartość naszych oszczędności zmniejszyła się w stosunku do stanu z grudnia o -23,0 mld PLN. Kluczowym czynnikiem wpływającym na poziom i dynamikę oszczędności jest kryzys na rynkach finansowych. W konsekwencji spadku cen wielu instrumentów, w które w sposób pośredni lub bezpośredni lokujemy swoje aktywa, ich wartość ulegała na przestrzeni 12 miesięcy niemal ciągłej deprecjacji. Jednocześnie słabną czynniki mające wcześniej istotny wpływ na ich wzrost: maleje tempo wzrostu wynagrodzeń w kraju, wyhamowała kreacja oszczędności dzięki znacznemu lewarowaniu zakupów nieruchomości na rynku wtórnym.

W obliczu nienajgorszej sytuacji gospodarczej, która według wstępnych danych pozwoliła zwiększyć krajowy produkt krajowy brutto o ponad 4%, miniony rok był również pierwszym, w którym pogorszyła się relacja oszczędności do PKB. Na koniec grudnia 2008 udziały tych środków stanowiły 54,5% wartości produktu krajowego brutto, podczas gdy jeszcze rok wcześniej ta relacja przekraczała 60%.

Struktura oszczędności gospodarstw domowych wykazuje istotną rolę w wielkości oszczędności ogółem. Istotny wpływ, na wielkość i strukturę oszczędności, ma skłonność do oszczędzania, na którą z kolei wpływają różnego rodzaju czynniki natury ekonomicznej oraz psychologicznej, które są ze sobą powiązane. Zauważalna staje się, sukcesywna zmiana w strukturze oszczędności gospodarstw domowych. Najbardziej popularna forma oszczędności jaką są depozyty, jest zastępowana nowymi innymi formami oferowanymi przez rynek finansowy. Powodem tego jest niewątpliwie rozwój rynku finansowego, który oferuje coraz bogatszą strukturę produktową, a z drugiej strony wzrost zaufania do oferowanych produktów. W konsekwencji następuje upodabnianie się struktur oszczędności w Polsce, do średniej dla krajów UE i w związku z tym należy oczekiwać w dalszym ciągu wzrostu zainteresowania alternatywnymi formami zagospodarowania oszczędności.



Wykres 2.13. Relacje oszczędności ogółem do PKB w latach 1996-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Koniunktura gospodarcza świata i Polski w latach 1996-2008*, Instytut Koniunktur i Handlu Zagranicznego.

2.5.2. Funkcje rynku funduszy inwestycyjnych w gospodarce

Dobrze rozwinięty i działający rynek inwestycyjny ma bardzo duże znaczenie dla prawidłowego funkcjonowania gospodarki. Jego podstawowe funkcje są następujące:

- transformacja kapitału, która polega na tym, że rynek stanowi mechanizm konwersji oszczędności w inwestycje, czyli przekształcania środków finansowych w środki finansujące rozwój,
- mobilizacja kapitału – dzięki istnieniu rynku kapitałowego następuje wzrost liczby potencjalnych uczestników – co daje większy i łatwiejszy dostęp do kapitału,
- alokacja kapitału – rynek funduszy przyczynia się do efektywnej alokacji kapitału. Polega ona na przemieszczaniu się kapitału między różnymi segmentami rynku finansowego i częściami gospodarki, co sprzyja rozwojowi najbardziej dochodowych jej dziedzin,
- funkcjonowanie rynku funduszy, jako mechanizmu finansowania, ma także istotne znaczenie dla jednostek samorządu terytorialnego oraz przedsiębiorstw użyteczności publicznej. Dotyczy to szczególnie rynku papierów dłużnych, który w warunkach ograniczonego dostępu do środków budżetowych oraz wobec konieczności wygospodarowania znaczących środków na współfinansowanie działań realizowanych przy wsparciu funduszy unijnych, powinien pełnić istotną funkcję,
- rynek funduszy, ma duże znaczenie dla rozwoju sektora małych i średnich przedsiębiorstw,
- zależności między gospodarką a rozwojem funduszy inwestycyjnych.

Popyt inwestycyjny można traktować jako wielkość autonomiczną, tj. niezależną od poziomu bieżącego oraz produkcji. Dużą rolę w rozmiarze popytu inwestycyjnego ma stopa procentowa. Jeżeli stopa procentowa się zmniejsza, wówczas liczba przedsięwzięć inwestycyjnych zapewni pokrycie kosztu alternatywnego zamrożonych funduszy i w związku z tym zamierzone inwestycje spadną.

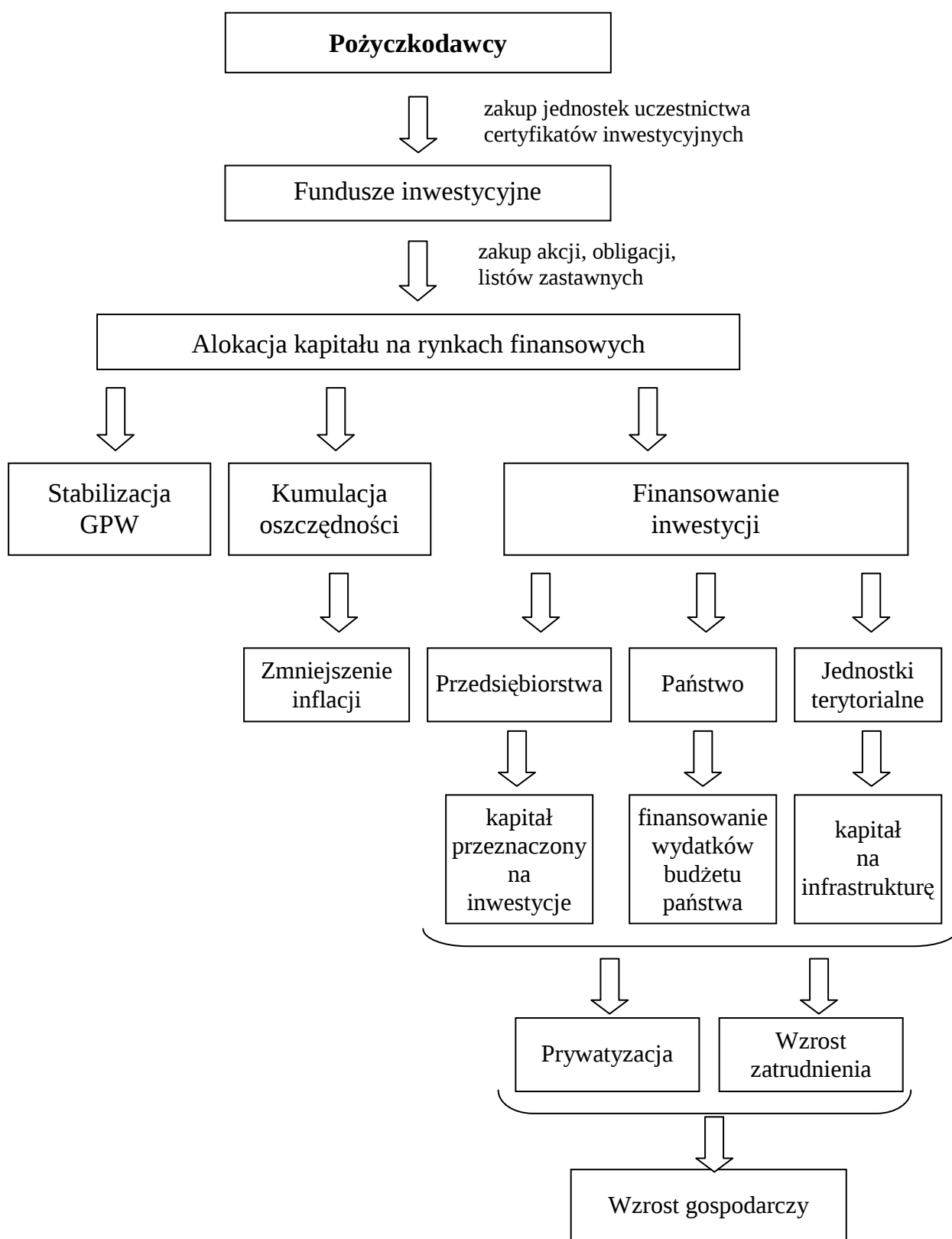
Analizując zależność między gospodarką a rozwojem funduszy dochodzi się do następujących wniosków:

- im bardziej rozwinięty gospodarczo kraj, tym więcej działa w nim funduszy inwestycyjnych i tym zasobniejsze są one w aktywa,

- im bardziej rozwinięty i uprzemysłowiony kraj, tym większy udział w rynku mają fundusze akcyjne (Japonia),
- udział funduszy obligacyjnych i rynku pieniężnego jest wyjątkowo duży⁶⁹ w krajach określanych jako „wschodzące rynki”.

Fundusze inwestycyjne odgrywają bardzo ważną rolę w gospodarce. Są one znaczącym ogniwem w procesie przekształcania oszczędności gospodarstw domowych, na inwestycje podmiotów gospodarczych. Pośredniczą w przepływie wolnych środków pieniężnych, od podmiotów posiadających nadwyżki do przedsiębiorstw, organizacji i jednostek samorządu terytorialnego zgłaszających zapotrzebowanie na kapitał, celem realizacji nowych lub rozpoczętych przedsięwzięć. Fundusze przyjmują od klientów nawet niewielkie kwoty, dzięki temu są one powszechnie dostępne. Inwestorzy, którzy powierzają wolne środki funduszom, w wielu przypadkach prawdopodobnie nie zainwestowaliby ich samodzielnie w papiery wartościowe. W rezultacie, fundusze inwestycyjne przyczyniają się do efektywniejszego wykorzystania wolnych środków pieniężnych w gospodarce. Ponadto pośredniczą w budowaniu silnego kapitału krajowego, którego niedostatek był i ciągle jest odczuwalny w procesach prywatyzacji oraz umacnianiu gospodarki kapitalistycznej. Kapitał pozyskiwany przez fundusze inwestycyjne, ma charakter długoterminowy i stabilny. O tym jak duża jest rola funduszy jako pośrednika w dostarczaniu kapitału dla podmiotów w rozwiniętej gospodarce rynkowej, najlepiej świadczy przykład Stanów Zjednoczonych. Fundusze inwestycyjne posiadają 23% akcji amerykańskich spółek giełdowych. 90% gospodarstw domowych, które inwestują na rynku akcji, posiada tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Obecnie zaledwie 10% gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych inwestuje w akcje wyłącznie bezpośrednio, a 50% tylko za pośrednictwem otwartych funduszy inwestycyjnych. W Polsce, z obecności funduszy inwestycyjnych, najbardziej korzysta Skarb Państwa, który emituje dłużne papiery wartościowe oraz spółki giełdowe, które pozyskują kapitał pod postacią emisji akcji.

⁶⁹ W. Dębski, op. cit., s. 55.



Rys. 2.1. Rola funduszy inwestycyjnych w rozwoju gospodarczym

Źródło: Opracowanie własne.

Fundusze odgrywają również istotną rolę, w pobudzeniu trwałego rozwoju gospodarczego kraju, pośrednicząc w gromadzeniu i dostarczaniu kapitału na realizację projektów inwestycyjnych dla różnych podmiotów⁷⁰.

Fundusze inwestycyjne w Polsce w znacznym stopniu, przyczyniają się również do rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Znaczny napływ środków, zwłaszcza do funduszy inwestycyjnych w akcje obserwowany w ciągu dwóch lat, przyczynił się do wzrostu liczby debiutantów giełdowych i większego zainteresowania giełdą, jako miejscem pozyskiwania kapitału ze strony polskich przedsiębiorstw.

Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w skali makroekonomicznej oznacza również wzrost dochodów budżetu państwa, poprzez podatek dochodowy, od funkcjonujących na rynku podmiotów oraz podatek od zysków kapitałowych. W ujęciu makroekonomicznym, fundusze inwestycyjne dają możliwość korzystania z coraz bardziej specjalistycznych narzędzi finansowych. Pozwalają działać na rynku kapitałowym osobom, które nie dysponują bardzo dużymi środkami czy wiedzą z tego zakresu.

Fundusze inwestycyjne są obecnie trzecią pod względem wartości grupą instrumentów. Pod względem wartości, wyprzedzają je aktywa zgromadzone w funduszach emerytalnych, które niezależnie od bieżących wpłat z ZUS również dzięki swojej polityce, zyskują przy giełdowej hossie. Wg stanu na koniec grudnia 2008 roku w OFE ulokowano co piąty złoty oszczędności. Zdecydowanie niższe tempo, można zaobserwować w przypadku pozostałych grup niemających nic wspólnego z rynkiem akcji. Po raz kolejny, zmalała wartość środków ulokowanych przez osoby fizyczne w papierach dłużnych emitowanych przez Skarb Państwa. W ciągu 3 miesięcy, kategoria ta straciła na wartości – 4,5%, a spadek środków ulokowanych bezpośrednio w bonach i obligacjach skarbowych na przestrzeni roku wynosił – 31,2%. To jedyna kategoria tracąca na wartości. Należy jednak pamiętać o tym, iż obligacje nadal odgrywają istotną rolę dla naszych oszczędności, dzięki

⁷⁰ T. Miziołek, *Fakty*, nr 2/2004, s. 4.

znacznym inwestycjom pośrednim, czynionym za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych, emerytalnych i ubezpieczeniowych⁷¹.

Innym aspektem korzyści z funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce, jest ich potencjalna rola w łagodzeniu skutków rosnącej dysproporcji pomiędzy osobami aktywnymi zawodowo i emerytami, czego konsekwencją mogą być niskie emerytury. Według najnowszych badań przeprowadzonych przez *Center for Retirement Research przy Boston College*, średnia stopa zastąpienia (relacja wysokości emerytury do wysokości ostatniej płacy) pozwalająca na zachowanie poziomu życia po przejściu na emeryturę wynosi w Stanach Zjednoczonych 65%. Jednocześnie, badanie wykazało, że 43% gospodarstw domowych narażonych jest na ryzyko, że przychody po osiągnięciu wieku emerytalnego nie będą wystarczające dla zastąpienia dochodów osiąganych przed przejściem na emeryturę. W Polsce, wg najnowszych badań, tylko 11% badanych odkłada na dodatkową emeryturę. Aż 17% osób w okresie aktywności zawodowej, w ogóle nie płaci żadnych składek emerytalnych, a 58% ogranicza się do płacenia jedynie obowiązkowych. Zapewnienie środków, na rosnące potrzeby emerytalne Polaków, oznaczać może zagrożenie dla stabilności finansów publicznych. Receptą na deficyt, mogą być właśnie środki skutecznie pomnażane przez fundusze inwestycyjne. W USA, oraz wielu innych rozwiniętych krajach świata, indywidualne oszczędzanie, jest wspierane, przez szereg zachęt podatkowych, które (wg opinii wielu specjalistów) okazują się bardzo skutecznym sposobem do wyrobienia w społeczeństwie nawyku systematycznego oszczędzania. Napływające do funduszy środki stymulują rozwój gospodarczy oraz powodują bogacenie się społeczeństwa⁷².

⁷¹ Raport reay 2006, STiFI, Warszawa 2006, s. 7-12.

⁷² C. Burzyński, *Rola funduszy inwestycyjnych w gospodarce*, Fakty, nr 2/2006, s. 2.

2.5.3. Rola i znaczenie funduszy *venture capital*

Wśród różnych grup inwestorów instytucjonalnych istotną rolę spełniają fundusze wysokiego ryzyka (PE). *Private equity* (PE) to wszelkie inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym, w celu osiągnięcia średnio- i długoterminowych zysków z przyrostu wartości kapitału. Z kolei *venture capital* (VC) jest jedną z odmian PE. Są to inwestycje dokonywane we wczesnych stadiach rozwoju przedsiębiorstw, służące uruchomieniu danej spółki lub jej ekspansji. Jest kapitałem własnym wnoszonym na ograniczony czas przez inwestorów zewnętrznych do małych i średnich przedsiębiorstw, dysponujących innowacyjnym produktem, metodą produkcji bądź usługą⁷³. *Venture capital* można przetłumaczyć jako „kapitał ryzyka”⁷⁴, „kapitał spekulacyjny”, „kapitał podwyższonego ryzyka”⁷⁵. Fundusze PE mogą inwestować także w spółki dojrzałe, planujące wejście na giełdę w przyszłości lub wymagające restrukturyzacji. Fundusze PE/VC nabywają zatem udziały lub akcje przedsiębiorstw, nie notowanych na giełdzie i dążą do tego aby wartość danego przedsiębiorstwa znacząco wzrosła, aby po kilku latach, odsprzedać swe udziały lub akcje z zyskiem.

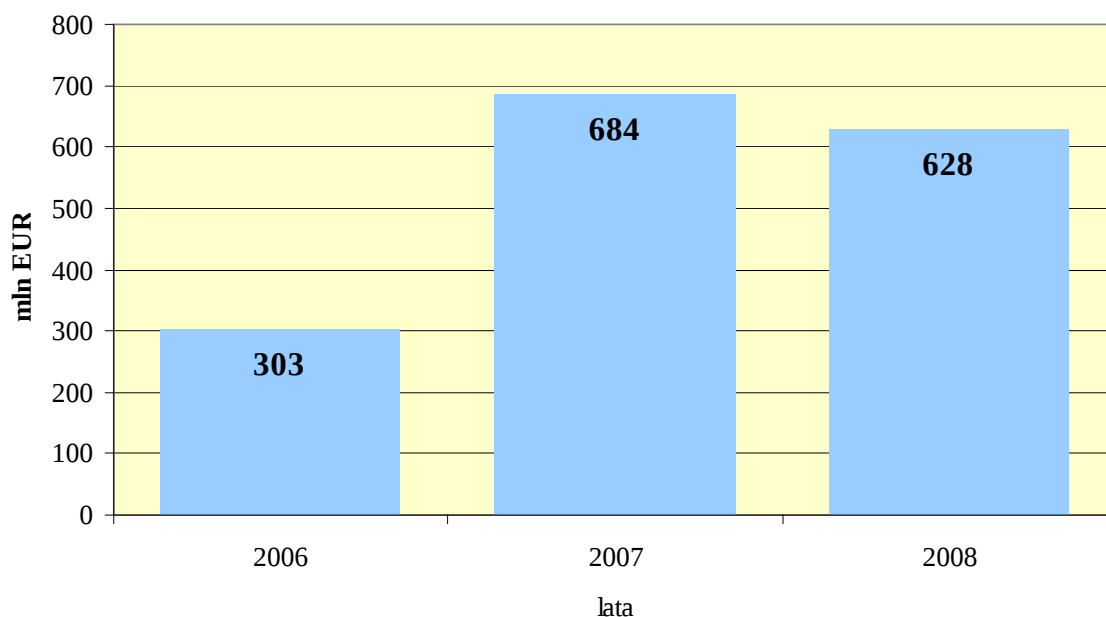
Rynek PE/VC rozwija się w ostatnich latach w Polsce, w tempie 25% rocznie. Wartość inwestycji na koniec 2008 roku można szacować na około 628 mln EUR (wykres 2.14). Kwota ta stanowi jednak zaledwie 0,1% PKB. Dla całej Europy wskaźnik ten jest trzy razy wyższy (0,28%). Dla Wielkiej Brytanii kształtuje się na poziomie 0,85% PKB. Polskę, dzieli zatem duży dystans, do innych państw europejskich. Należy jednak podkreślić, że rynek PE/VC w Polsce jest znacznie młodszy, niż w większości krajów Unii i przy obecnym tempie inwestowania, różnica ta powinna się szybko zmniejszać⁷⁶.

⁷³ J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 1997, s. 17.

⁷⁴ Ibidem, s. 19.

⁷⁵ M. Wrzesiński, *Charakterystyka szczególnych form finansowania przedsiębiorstwa*, [w:] *Finanse przedsiębiorstwa*, red. J. Szczepański, L. Szyszko, PWE, Warszawa 2003, s. 23.

⁷⁶ *Rocznik 2004*, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, Warszawa 2004, s. 23-24.



Wykres 2.14. Inwestycje PE/VC w Polsce w latach 2006-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych.

W Polsce działają 63 firmy zarządzające funduszami PE/VC. Firmy te dysponują zasobami w wysokości 628 mln EUR na nowe projekty. Badacze rynku inwestycji wysokiego ryzyka twierdzą, że nie istnieje wyraźna granica między funduszami *venture capital* a *private equity*⁷⁷. W dłuższej perspektywie czasu, uwzględniając potrzeby kapitałowe polskich przedsiębiorstw, środki te mogą okazać się niewystarczające aby sfinansować wszystkie inwestycje. Problemem polskiego rynku, jest brak krajowych inwestorów, którzy chcieliby przeznaczać środki, na inwestycje długoterminowe *venture capital*. Powszechną praktyką na świecie jest to, że głównym dostarczycielem kapitału są firmy krajowe tj. fundusze emerytalne czy też fundusze inwestycyjne. W Polsce około 97% kapitałów pochodzi z zagranicy, głównie od inwestorów instytucjonalnych. Strategia ich działania, zwykle nie przewiduje finansowania niewielkich projektów inwestycyjnych. Powstaje zatem luka kapitałowa, gdyż istnieje duże zapotrzebowanie na finansowanie małych projektów.

Na polskim rynku, występuje szereg czynników ograniczających rozwój tego rynku. Należą do nich przede wszystkim: zmieniający się system podatkowy, procedury administracyjne, brak ulg podatkowych dla podmiotów powierzających środki

⁷⁷ J. Lerner, P. A. Gompers, *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press, 1999, s. 3.

fundusze *private equity*, brak formy prawnej odpowiedniej do prowadzenia tego typu działalności inwestycyjnej. Z kolei, brak podaży kapitału ze źródeł krajowych, wynika m.in. z ograniczeń możliwości inwestowania w ten sektor otwartych funduszy emerytalnych. Fundusze te, dysponują dużymi kapitałami i posiadają długoterminowy horyzont inwestycyjny, co powoduje ich zainteresowanie funduszami *private equity*. Zarówno w Europie jak i w USA, są one głównymi dawcami kapitału. Obowiązujące ograniczenia inwestycyjne funduszy emerytalnych w Polsce, nie pozwalają tym podmiotom na dokonywanie inwestycji w spółki niepubliczne. Mogą jedynie swobodnie inwestować, w fundusze działające w formie publicznych spółek akcyjnych. W fazie załóżkowej, jest także rozwój nieformalnego rynku *venture capital*, określany jako rynek aniołów biznesu (*business angels*), obejmujący inwestycje pochodzące od osób fizycznych.

Rynek kapitału wysokiego ryzyka w Polsce, ma jednak przed sobą dobre perspektywy rozwoju. Zwiększa się płynność rynku, a fundusze jest coraz łatwiej wychodzić z inwestycji. O ile jeszcze w roku 2002, najpopularniejszym sposobem zamykania projektów inwestycyjnych i realizacji zysków była sprzedaż spółki inwestorowi strategicznemu, to obecnie, jest to sprzedaż firmy, grupie menedżerskiej lub dotychczasowemu właścicielowi (ponad 30%). Rośnie ponadto znaczenie ofert publicznych. Ponad 20% dezinwestycji, odbywa się przez giełdę. Sprzedaż inwestorowi strategicznemu, dotyczy zaledwie około 10% wyjść w porównaniu z 50% w roku 2002⁷⁸.

Według Europejskiego Stowarzyszenia Private Equity and Venture Capital (EVCA), w roku 2008, wśród najlepszych inwestycji PE/VC w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, znalazło się najwięcej, bo 63 spółki z Polski. Wybrane spółki reprezentują wiele branż, w tym technologie informatyczne, dobra konsumpcyjne i przemysłowe oraz usługi. Połowa tych spółek, otrzymała finansowanie na etapie ekspansji. Jedynie dwie inwestycje dotyczyły wczesnego etapu rozwoju⁷⁹.

⁷⁸ *Rocznik 2004*, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, Warszawa 2004, s. 35.

⁷⁹ *EVCA Yearbook 2004*, European Private Equity and Venture Capital Association, www.evca.com, (25.01.05).

Tabela 2.16. Struktura branżowa inwestycji PE/VC w Polsce w latach 2007-2008

Branże	2007		2008	
	wartość (mln EUR)	liczba spółek	wartość (mln EUR)	liczba spółek
Produkcja dla biznesu	138 227	11	81 360	6
Usługi dla biznesu	1 600	1	22 568	3
Chemia i gospodarka materiałowa	875	1	0	0
Telekomunikacja i media	11 835	17	5 931	17
IT	26 263	5	19 045	7
Budownictwo	12 763	3	5 144	1
Dobra konsumpcyjne – produkcja i dystrybucja	74 716	6	142 100	6
Branża konsumpcyjna – inne	6 261	4	1 869	4
Energetyka i surowce	62 040	2	56 139	2
Usługi finansowe	133 462	8	45 957	4
Branża medyczna, farmaceutyczna, biotechnologia	102 757	5	60 463	6
Transport	111 718	2	173 370	3
Inne	0	0	14 011	4
Inwestycje ogółem	683 518	65	627 957	63

Źródło: EVCA.

Przystąpienie Polski do Unii Europejskiej, należy traktować jako istotny czynnik rozwoju tego rynku i powinno mieć swoje konsekwencje, w postaci większej dostępności środków dla funduszy, oraz dalszą poprawę warunków na rynku, jak też przyciągnąć nowe fundusze. Pierwszy symptom efektów integracji z UE w tym zakresie, stanowią chociażby inwestycje niemieckiego funduszu *venture capital bmp AG* w branży nowych technologii, który jest jednocześnie notowany na GPW⁸⁰.

Najwięcej środków PE zainwestowano w branżę telekomunikacyjną i media. Całość inwestycji w wysokie technologie w 2004 roku przypadało spółkom Telekomunikacji. Znaczące środki, przeznaczono również na rozwój budownictwa oraz usługi finansowe.

Fundusze *venture capital*, mają ogromne znaczenie dla funkcjonowania gospodarki. Zwłaszcza trudno nie docenić ich znaczenia dla wzrostu dynamiki, rozwoju innowacji i elastyczności. Wypełniają lukę kapitałową w bardzo ważnym segmencie firm małych i średnich, zwłaszcza *start-up*ów, pragnących wprowadzić na rynek nowatorskie rozwiązania, techniczne, organizacyjne czy inne. Firmy te w większości

⁸⁰ Niemiecki debiutant, Parkiet 17.12.2004.

nie miałyby szans zaistnieć, gdyby nie *venture capital*. Brak kapitału własnego i asekurancka polityka kredytowa banków (wymuszana zresztą przez przepisy prawa bankowego), powodują, że *venture capital*, to jedyne źródło finansowania niezależnych przedsiębiorstw innowacyjnych na taką skalę.

Dzięki temu, gospodarka w skali makro, odnosi korzyści przejawiające się chociażby w spadku bezrobocia (młode, dynamicznie rozwijające się przedsiębiorstwa tworzą wiele miejsc pracy), oraz we wzroście efektywności gospodarowania poprzez wprowadzanie na rynek, ogromnej ilości innowacji, przyczyniających się bezpośrednio do postępu gospodarczego.

W Unii Europejskiej, Polacy mają dostęp do wspólnego, europejskiego rynku usług finansowych. Europejskie instytucje finansowe, uzyskały dostęp do polskich zasobów kapitałowych. Od stopnia atrakcyjności polskiego rynku, zależeć będzie, czy będziemy tylko dawcami kapitału, czy też wykorzystamy polskie fundusze inwestycyjne, do pomnażania zamożności obywateli i kraju. Bowiem inwestycje w fundusze inwestycyjne, to nie tylko stopa zwrotu w ujęciu procentowym. Fundusze inwestują powierzone im środki, często w projekty owocujące powstawaniem firm, które generują nowe miejsca pracy. Płace zatrudnianych tam pracowników wpływają na zwiększenie popytu, a to z kolei wpływa na wzrost sprzedaży innych producentów i stymuluje wzrost gospodarczy. Fundusze stają się znaczącym mechanizmem transferu oszczędności w polską gospodarkę. Transfer ten, następuje w warunkach pełnej jawności operacji, transparentności zasad i pod pełnym nadzorem. Rosnąca wartość zainwestowanych oszczędności w polską gospodarkę jest istotnym źródłem jej rozwoju (doświadczenia lat 90-tych wykazały, że najbardziej stabilny wzrost gospodarczy osiąga się, gdy jest on budowany na oszczędnościach obywateli kraju, a nie na kapitale zagranicznym). Tak więc w interesie kraju jest to, aby jak największa ilość oszczędności obywateli była inwestowana w gospodarkę tego kraju⁸¹.

⁸¹ M. Panfil, *Fundusze Private Equity*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin Sp. z o. o., Warszawa 2005, s. 238-240.

3. FUNDUSZE INWESTYCYJNE W POLSCE

3.1. Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce

3.1.1. Faza pierwsza rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce

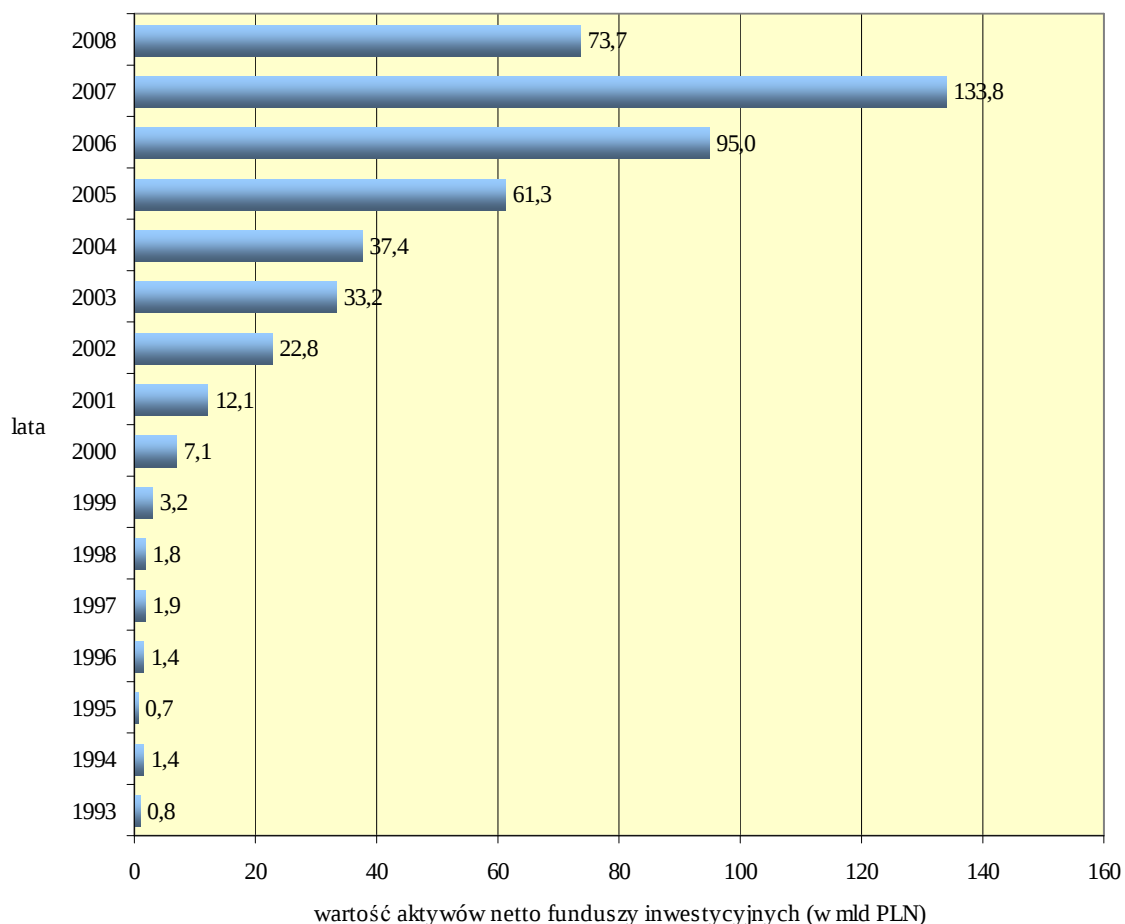
Powstanie w Polsce instytucji wspólnego inwestowania stało się możliwe od chwili wejścia w życie ustawy z dnia 22 marca 1991 roku „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych”. Prace nad tworzeniem tej ustawy trwały już od 1990 roku w Ministerstwie Finansów, następnie w Biurze Komisji Papierów Wartościowych (w ramach Ministerstwa Przekształceń Własnościowych) – wynikiem tych prac, był akt prawny, umożliwiający rozwój polskiego rynku kapitałowego, w tym rynku funduszy inwestycyjnych. Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce ma jeszcze krótką historię i w dalszym ciągu znajduje się w fazie rozwoju. Najstarszą instytucją wspólnego inwestowania, która rozpoczęła swoją działalność w 1992 roku jest Pioneer Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty (była nazwa Pierwszy Polski Fundusz Powierniczy Pioneer). Piętnastoletnia historia rynku funduszy nierozzerwalnie związana jest zarówno z narodzinami polskiego rynku kapitałowego, jak i szeregiem zdarzeń społeczno-gospodarczych, które przetoczyły się przez Polskę i wywarły olbrzymi wpływ na jego działalność. Data rozpoczęcia działalności pierwszego funduszu (lipiec 1992) wyprzedziła o niespełna rok moment, w którym Polacy szerzej zaczęli interesować się rynkiem kapitałowym. W tym okresie, wzrost wartości aktywów funduszu był bardzo skromny (do marca 1993 roku zebrano zaledwie 1,8 mln złotych). Eksplozja zainteresowania nastąpiła dopiero w miesiącach letnich 1993 roku, kiedy to po okrągłym roku działalności, fundusz przyniósł swoim uczestnikom 130,3% zysku, a „rozszałała” giełda niemal codziennie biła rekordy.

Te okoliczności, w bardzo wyraźny sposób przemówiły do Polaków. Od lipca 1993 roku, nastąpił lawinowy napływ środków do funduszu. Przez kolejnych 9 miesięcy pozyskał on 1,8 mln PLN nowej gotówki, osiągając na koniec

marca 1994 roku poziom aktywów równy 2,145 mld PLN, czemu sprzyjała wielka hossa. Pioneer był jedyną instytucją wspólnego inwestowania funkcjonującą na polskim rynku, do sierpnia 1995 roku, gdy sprzedaż jednostek uczestnictwa rozpoczęła Korona – Fundusz Powierniczy Zrównoważony. O ile pod koniec 1996 roku w Polsce istniały trzy towarzystwa funduszy powierniczych, zarządzające łącznie pięcioma funduszami, o tyle w grudniu 1997 roku (roku, który dzięki nowej ustawie o funduszach inwestycyjnych⁸² stał się dla tego rynku rokiem przełomowym), na rynku funkcjonowało już siedem towarzystw, które zarządzały dwudziestoma funduszami. Powyższa ustawa wprowadziła ponadto nowe nazewnictwo – w miejsce dotychczasowych funduszy powierniczych wprowadzono instytucję otwartego funduszu inwestycyjnego. Również towarzystwa funduszy powierniczych, zobowiązano do przekształcenia się w towarzystwa funduszy inwestycyjnych (proces przekształceń został zakończony na początku 2000 roku). Zgodnie z nową ustawą, fundusze uzyskały osobowość prawną. Ustawa wprowadziła również nowe typy funduszy: zamknięte i mieszane, a także fundusze specjalistyczne jako szczególną formę funduszu mieszanego. W 1997 roku pojawiły się pierwsze fundusze bezprowizyjne, fundusz indeksowy oraz pieniężny. W porównaniu z rokiem 1996, w 1997 – wartość aktywów funduszy wzrosła o niemal 40%, natomiast liczba funduszy czterokrotnie. W tymże roku, została również powołana pierwsza organizacja, zrzeszająca polskie towarzystwa funduszy powierniczych, której celem było reprezentowanie środowiska i wspieranie rozwoju rynku (22 września 1997 roku 17 towarzystw podpisało akt założycielski Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce), a 12 czerwca 1998 roku, Stowarzyszenie zostało przyjęte w poczet członków Europejskiej Federacji Towarzystw i Funduszy Inwestycyjnych (FEFSI). W 1998 roku na rynku funduszy inwestycyjnych nastąpiły dynamiczne zmiany jakościowe. Jednak zmiany te, nie pociągały za sobą wzrostu wartości aktywów. W wyniku załamania się koniunktury giełdowej w drugiej połowie roku, wartość aktywów netto spadła do 1,78 mld PLN. Sytuacja uległa diametralnej

⁸² Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o *funduszach inwestycyjnych* (Dz. U. nr 139, poz. 933).

zmianie dopiero w 1999 roku, kiedy to pod wpływem wzrostów na GPW, oraz rosnącej wśród klientów popularności funduszy lokujących środki w papierach dłużnych, aktywa funduszy wzrosły o niemal 60%. Ich wartość pod koniec roku osiągnęła 3,2 mld PLN. Kolejne lata, to systematyczny wzrost aktywów i kolejne rekordy wielkości zarządzanych przez fundusze środków oraz dalsze zmiany jakościowe na rynku.



Wykres 3.1. Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych (powierniczych) w latach 1993-2008 (mld PLN)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IZFiA.

3.1.2. Faza druga rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce

W roku 2000 miała miejsce nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych, na mocy której wprowadzony został nowy rodzaj funduszu zamkniętego typu *venture capital*. Duże znaczenie miały również zmiany, umożliwiające sprzedaż funduszy poza biurami maklerskimi oraz za pośrednictwem osób fizycznych. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd udzieliła pierwszych zezwoleń na nabywanie jednostek uczestnictwa funduszy, za pośrednictwem spółek dystrybucyjnych, agentów transferowych oraz firm doradztwa finansowego. Niektóre Towarzystwa, zaczęły sprzedaż produktów przez internet. Coraz istotniejszą rolę odgrywała również sprzedaż jednostek uczestnictwa za pośrednictwem banków.

Rok 2000 – był okresem dalszego dynamicznego rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce. W tym czasie, działalność statutową zainaugurowały cztery nowe towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W sierpniu swój pierwszy fundusz uruchomiło Invesco TFI oraz Górnśląskie Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych. Miesiąc później rozpoczęła się dystrybucja pierwszego funduszu Union Investment TFI, natomiast w październiku zadebiutowała Warta TFI. Wszystkie działające w 2000 roku towarzystwa funduszy inwestycyjnych utworzyły w ciągu roku 19 funduszy. Największą popularnością wśród TFI, cieszyły się fundusze rynku pieniężnego (przybyło ich osiem) natomiast, znacznie mniejsze zainteresowanie towarzyszyło funduszom agresywnym (trzy fundusze) oraz obligacji i zrównoważonym⁸³.

Oferta funduszy powiększyła się o dziewięć funduszy specjalistycznych otwartych, osiem funduszy otwartych oraz dwa fundusze zamknięte.

Rok 2000 był również rokiem, który na rynku funduszy inwestycyjnych obfitował w fuzje i przejęcia. Pierwszymi towarzystwami, które zdecydowały się na połączenie, były Korona TFI i Union Investment TFI. Z kolei Invesco TFI przejęło zarządzanie funduszami Forum (poprzedni zarządzający – Forum – Zachodnie TFI, wskutek fuzji WBK i Banku Zachodniego został postawiony w stan likwidacji). Ponadto

⁸³ W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek papierów wartościowych w Polsce. Wybrane problemy*, Wydawca AE Poznań, Poznań 2002, s. 151-153.

w 2000 roku poinformowano również o planie połączenia towarzystw funduszy inwestycyjnych Pioneer i Pekao/Alliance. Rok 2000 (zwłaszcza druga połowa), były okresem bardzo dynamicznego wzrostu wartości aktywów netto (WAN) funduszy inwestycyjnych. Główną tego przyczyną, był napływ ogromnych środków do funduszy dywidendowych, w których do końca grudnia ulokowanych było 3 120 mln zł (tj. ok. tyle samo ile wynosiły aktywa pod koniec 1990 roku). Ogólnie w 2000 roku, wartość WAN funduszy inwestycyjnych wzrosła aż o 3 945 mln zł (125,16%), osiągając na koniec roku rekordową wartość 7 098 mln zł. Ponadto w roku 2000 powstały dwa pierwsze fundusze gwarantowane, działające w formie funduszy zamkniętych. Gwarantowały one inwestorowi wypłatę minimalnej wartości certyfikatu inwestycyjnego w terminie likwidacji funduszu. Wśród nowych produktów, znalazły się również fundusze inwestujące poza granicami Polski oraz fundusze globalne inwestujące zarówno w Polsce jak i za granicą⁸⁴.

Rok 2001 to dalszy dynamiczny wzrost aktywów, był to zdecydowanie rok funduszy obligacyjnych oraz rynku pieniężnego – przyczyny: konsekwentne obniżki stóp procentowych przeprowadzane przez Radę Polityki Pieniężnej oraz determinacja banków komercyjnych w obronie osiąganego marży odsetkowej, znacząco zmniejszyły atrakcyjność lokowania środków, w formie depozytów bankowych. Ogłoszone w czwartym kwartale 2001 roku zmiany w przepisach podatkowych, przewidujące szerokie opodatkowanie dochodów kapitałowych, dodatkowo obniżyły atrakcyjność tego najpopularniejszego do tej pory sposobu gromadzenia oszczędności w Polsce. W tej sytuacji, inwestorzy coraz częściej poszukiwali alternatywnych form lokowania oszczędności, takich jak fundusze inwestycyjne. Przesunięcie popytu, na rzecz funduszy inwestycyjnych widoczne było szczególnie w czwartym kwartale 2001 roku, w trakcie którego aktywa funduszy inwestycyjnych wzrosły o 5,8 mld PLN. W roku 2001, w związku ze zmianami w przepisach podatkowych, zlikwidowano część tak zwanych funduszy dywidendowych, niezwykle popularnych w 2000 roku wśród inwestorów instytucjonalnych. Zarejestrowany

⁸⁴ Raport 2000, Izba Zarządzająca Funduszami i Aktywami.

został pierwszy fundusz specjalistyczny zamknięty. Wartość aktywów netto, którymi dysponowały fundusze, wzrosła z 7,1 mld PLN do 12,1 mld PLN na koniec 2001 roku. Duży wpływ na ten wzrost, miał również rozwój systemu dystrybucji jednostek uczestnictwa funduszy⁸⁵.

W 2002 roku, kontynuowany był trwający od początku 2001 roku proces obniżania nominalnych stóp procentowych. Ponadto w marcu 2002 roku, zaczęto pobierać podatek od dochodów kapitałowych. Suma aktywów netto funduszy inwestycyjnych zwiększyła się z 12,1 mld PLN na koniec 2001 do 22,8 mld PLN.

Jak już wspomniano w rozdziale drugim (s. 59) w Polsce w 2002 roku odnotowano najwyższą dynamikę wzrostu WAN na tle zmian w tym zakresie w Europie.

W 2002 roku, utworzono pierwszy fundusz niepubliczny, którego certyfikaty nie zostały wprowadzone do obrotu, i nie były notowane na rynku wtórnym. Na rynku pojawił się również pierwszy fundusz mieszany. Podobnie jak rok wcześniej, w 2002 roku najlepsze wyniki inwestycyjne osiągnęły fundusze obligacji. Było to rezultatem wysokich realnych stóp procentowych, co promowało inwestowanie w instrumenty dłużne oraz bezprecedensowego spadku inflacji, czego konsekwencją był istotny spadek nominalnych stóp procentowych. Czynnikiem, który dodatkowo sprzyjał hossie na rynku obligacji, był popyt ze strony inwestorów zagranicznych. Najbardziej stabilne wyniki inwestycyjne, zanotowały fundusze rynku pieniężnego. Wzrost wartości jednostek uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego zawierał się w przedziale od 8,3% do 10,9%.

Tabela 3.1. Średnie ważone stopy zwrotu funduszy rynku pieniężnego w latach 1998-2002

	1998	1999	2000	2001	2002
Fundusze rynku pieniężnego (%)	19,2	11,0	15,8	16,4	9,4
Oprocentowanie ROR (%)*	12,1	7,3	7,4	5,4	1,9

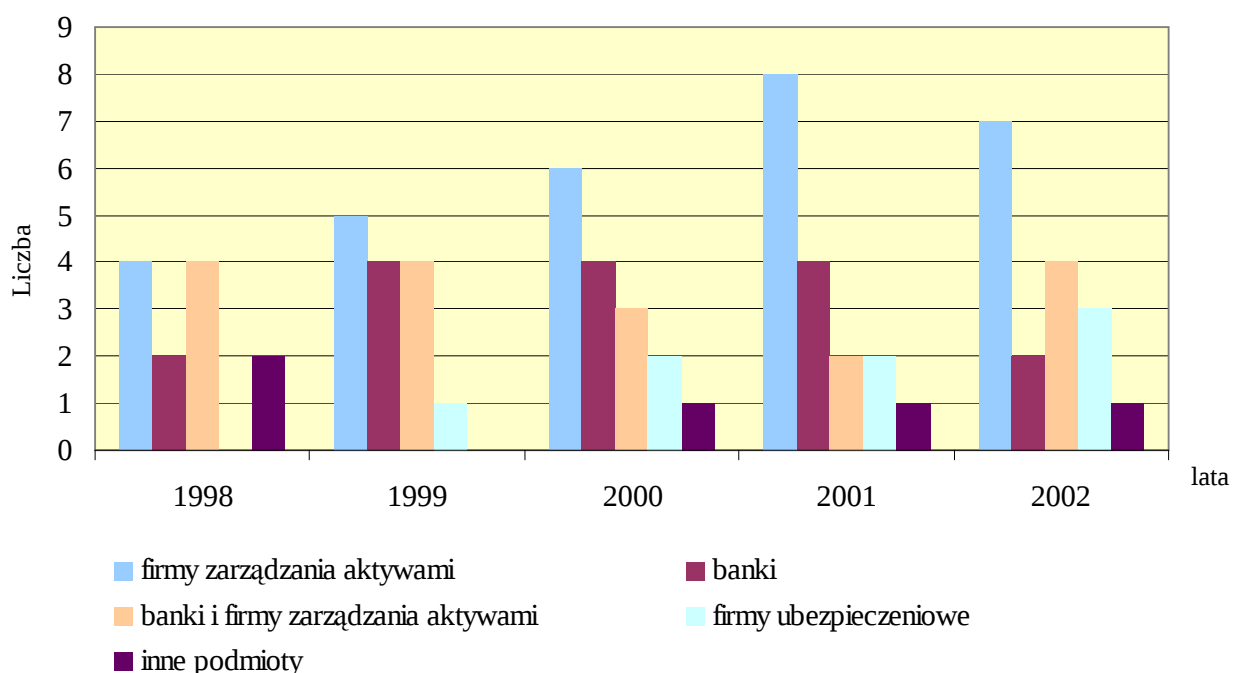
* Średnie oprocentowanie rachunków ROR w danym roku obliczone na podstawie danych NBP z poszczególnych miesięcy.

Źródło: IZFiA.

⁸⁵ Raport 2000, Izba Zarządzająca Funduszami i Aktywami.

W końcu 2002 roku, na polskim rynku funkcjonowało 114 funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez 17 towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI).

Rok 2002, można niewątpliwie uznać za bardzo udany dla rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce. Zapoczątkowany rok wcześniej, wzrost zainteresowania tą formą lokowania oszczędności, spowodowany ucieczką przed podatkiem od dochodów kapitałowych był kontynuowany. Nastąpiło przesunięcie popytu z depozytów bankowych, na rzecz jednostek funduszy inwestycyjnych, świadczy to o tym, iż rozpoczął się proces zmiany struktury oszczędności polskiego społeczeństwa.



Wykres 3.2. Liczba towarzystw funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1998-2002 z podziałem według rodzajów akcjonariuszy

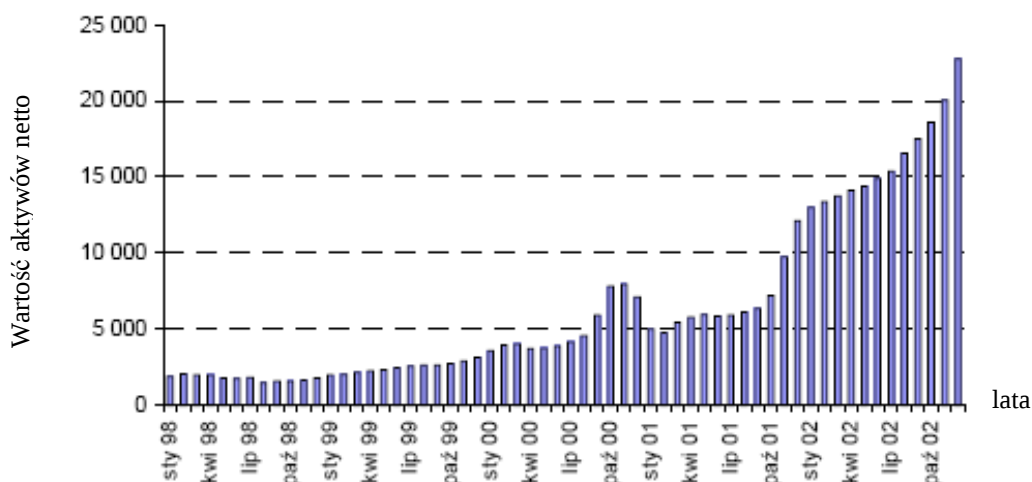
Źródło: IZFiA.

Tabela 3.2. Liczba funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1998-2002 (stan na koniec roku)

	1998	1999	2000	2001	2002
Fundusze akcyjne	17	22	25	26	29
Fundusze hybrydowe	12	19	25	31	35
Fundusze obligacji	7	14	16	19	28
Fundusze rynku pieniężnego	2	7	15	18	22
Liczba funduszy ogółem	38	62	81	94	114

Źródło: IZFiA.

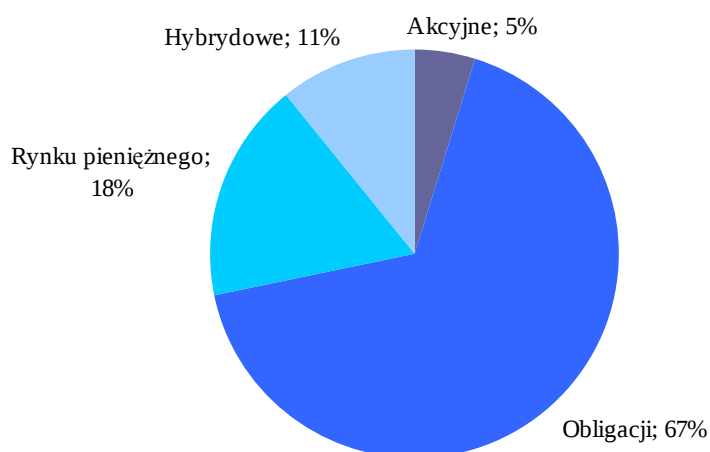
Rok 2002, był kolejnym rekordowym rokiem wzrostu wartości aktywów funduszy inwestycyjnych, funkcjonujących na polskim rynku. Wartość aktywów netto, którymi zarządzały fundusze wzrosła z 12,1 mld zł do 22,8 mld zł, czyli o 88% (w 2002 roku o 71%). Miesięczna dynamika przyrostu aktywów funduszy była przez cały rok dodatnia, co zdarzyło się po raz pierwszy od 1996 roku.



Wykres 3.3. Wartość aktywów funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1998-2002 (w mln zł)

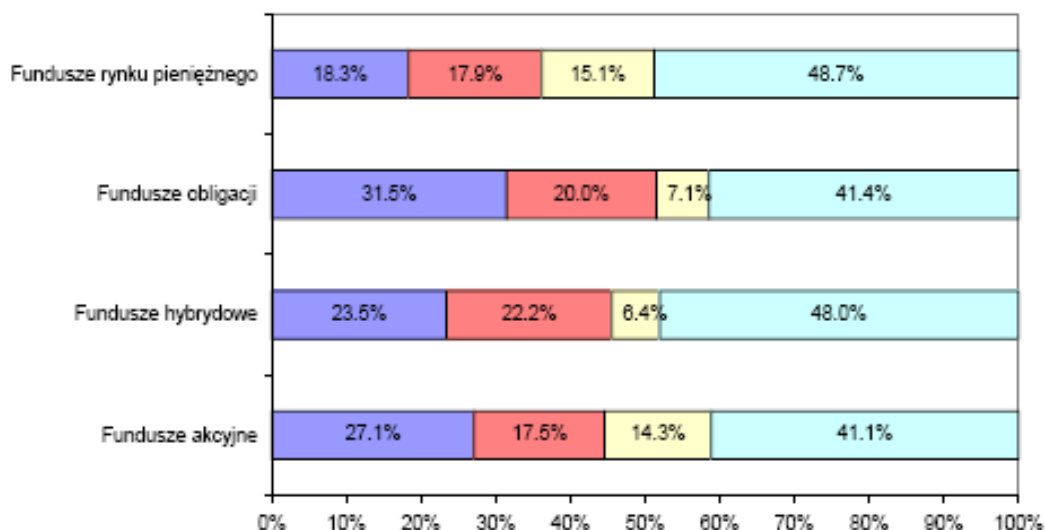
Źródło: IZFiA.

W 2002 roku utrzymał się wysoki stopień koncentracji rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce.



Wykres 3.4. Alokacja aktywów funduszy inwestycyjnych w 2002 roku

Źródło: IZFiA.



Wykres 3.5. Największe fundusze inwestycyjne w poszczególnych kategoriach i ich udział w rynku (w %) według wartości aktywów netto (stan na koniec 2002 roku)

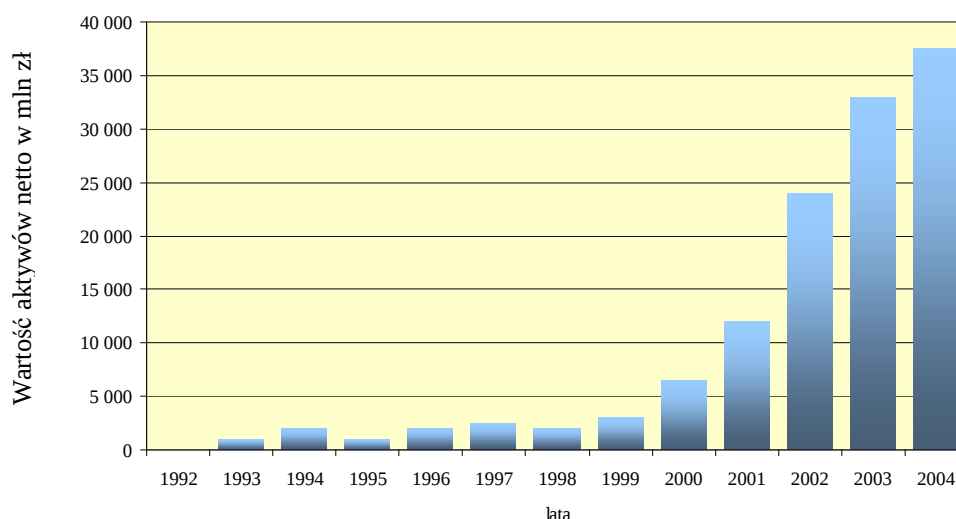
Źródło: IZFiA.

3.1.3. Faza trzecia rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce

Z kolei rok 2004, był pierwszym rokiem funkcjonowania Polski jako kraju członkowskiego Unii Europejskiej. Zakończono prace legislacyjne nad kluczowymi dla sektora aktami prawnymi: ustawą o funduszach inwestycyjnych, ustawami o indywidualnych kontach emerytalnych i pracowniczych programach emerytalnych. W kilka tygodni, po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej została przyjęta przez Sejm ustawa o funduszach inwestycyjnych – uchwalona 27 maja 2004 roku. Ustawa, ta miała na celu przygotowanie polskiego sektora funduszy inwestycyjnych do działania i skutecznego konkurencyjnego na wspólnym rynku europejskich usług finansowych. W 2004 roku nastąpił istotny wzrost inflacji (z 0,8% do 4,4% w grudniu 2003 roku). Wzrost ten okazał się katalizatorem wielu wydarzeń, które zmieniły obraz rynku finansowego w Polsce. Czego konsekwencją był wzrost oficjalnych i rynkowych stóp procentowych. To z kolei wpływało na wzrost konkurencyjności polskiego rynku papierów dłużnych i przyciągało coraz większy kapitał, pochodzący z rynków rozwiniętych. Masowy napływ środków finansowych, powodował z kolei bardzo silną aprecjację polskiej waluty. Napływający kapitał,

kierował się nie tylko ku papierom dłużnym, ale znacznie zasilął rynek giełdowy, który korzystał z ożywienia gospodarczego już od 3 lat. Poprawa finansowa spółek (dzięki ożywieniu gospodarczemu, wzrostowi cen surowców i zwiększeniu rentowności eksportu) wzbudzała chęć inwestowania na warszawskim parkiecie, co potwierdził 28 procentowy wzrost WIG-u w 2004 roku.

W 2004 roku, zaobserwowano również dużo niższą dynamikę wzrostu aktywów netto polskich funduszy inwestycyjnych. Do podstawowych czynników powodujących osłabienie napływu środków do funduszy w 2004 roku, można zaliczyć: wzrost poziomu stóp procentowych, brak zaufania klientów do lokowania środków w fundusze polskich papierów dłużnych, absorpcja oszczędności Polaków przez wchodzące na giełdę nowe spółki, w szczególności przez spółki prywatyzowane przez Skarb Państwa.

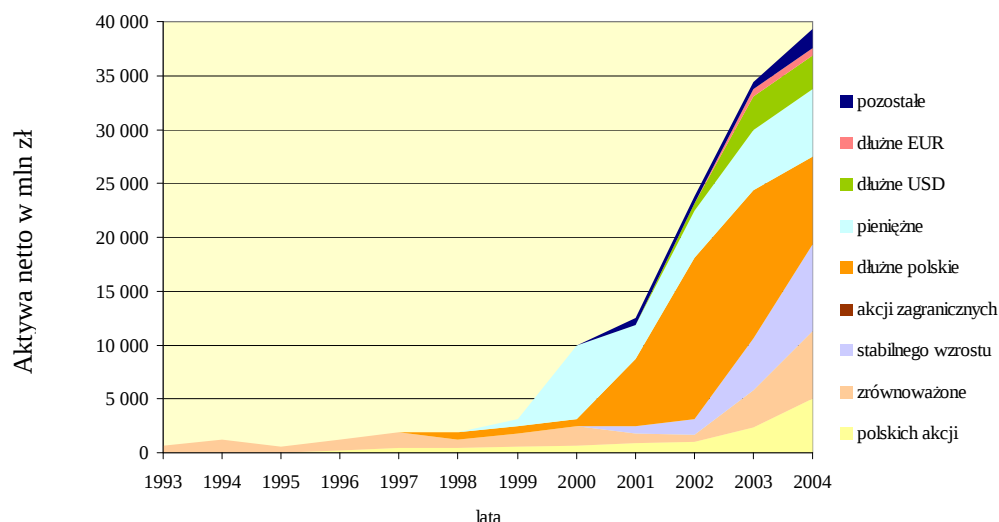


Wykres 3.6. Wartość aktywów netto funduszy w latach 1992-2004 (mln zł)

Źródło: IZFiA.

Rok 2004, podobnie jak 2003, charakteryzował się bardzo zróżnicowaną dynamiką w poszczególnych grupach funduszy inwestycyjnych. Najdynamiczniej w 2004 roku, rozwijał się segment funduszy, których polityka inwestycyjna związana była z polskimi papierami udziałowymi. Jednak grupą funduszy posiadającą największy udział w rynku, nadal pozostawały fundusze polskich papierów dłużnych, których udział w rynku w 2004 roku wyniósł 21,23%. Drugą

pod względem wielkości grupą, były fundusze stabilnego wzrostu (udział w rynku 20,34% rynku).



Wykres 3.7. Aktywa netto poszczególnych grup funduszy

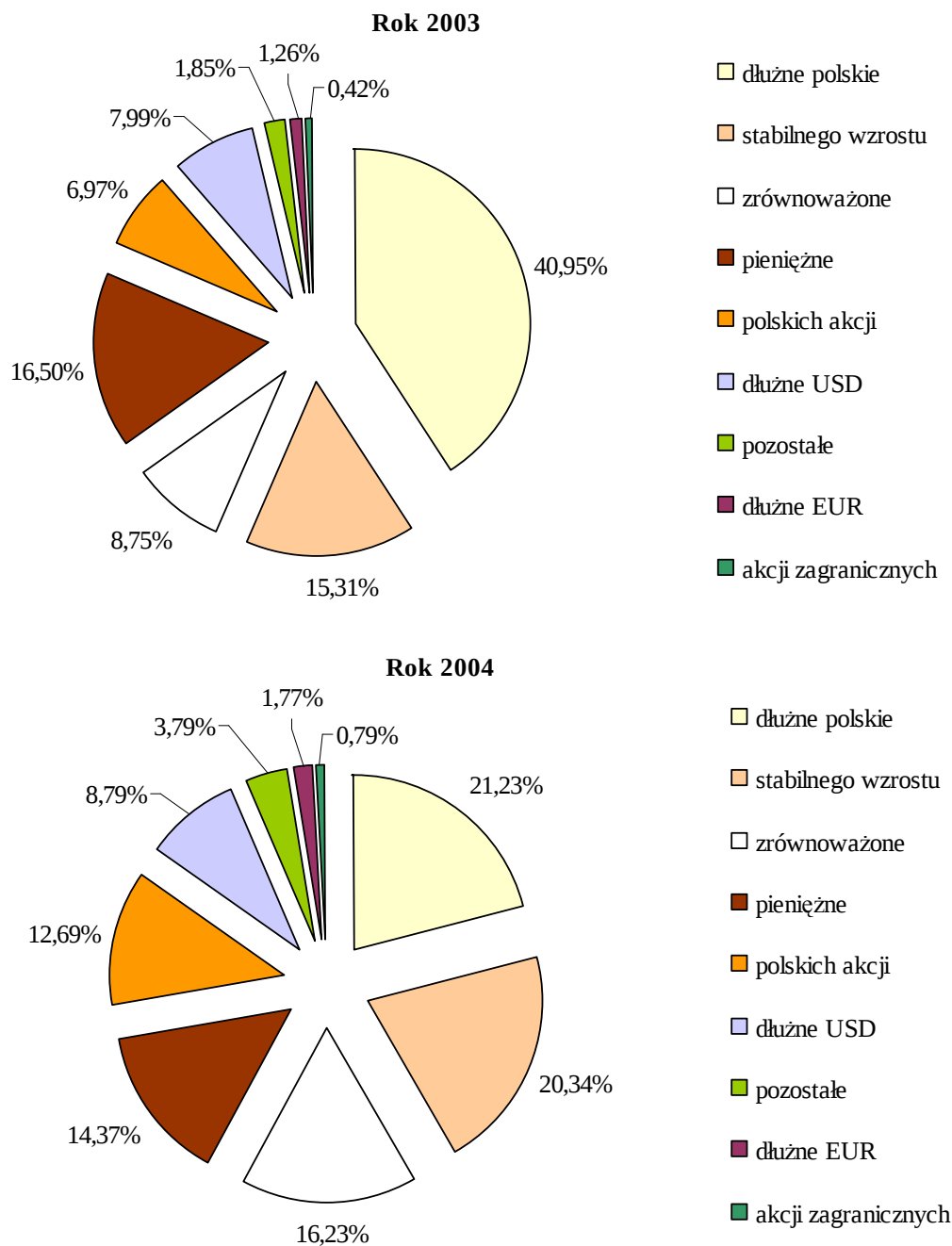
Źródło: IZFiA.

Tabela 3.3. Udział poszczególnych grup funduszy w rynku w latach 2002-2004

	2002	%	2003	%	2004	%
polskich papierów dłużnych	15 453,8	67,1%	13 510,2	41,0%	8 009,4	21,2%
rynku pieniężnego	4 156,5	18,0%	5 439,2	16,5%	5 421,6	14,4%
stabilnego wzrostu	508,8	2,2%	5 037,6	15,3%	7 672,5	20,3%
dłużne dolarowe	334,4	1,5%	2 633,6	8,0%	3 317,4	8,8%
dłużne euro	31,4	0,1%	416,0	1,3%	667,2	1,8%
mieszane (zrównoważone)	1 013,3	4,4%	2 885,8	8,8%	6 121,4	16,2%
akcji polskich	1 004,6	4,4%	2 297,8	7,0%	4 786,6	12,7%
akcji zagranicznych	82,6	0,4%	136,9	0,4%	297,5	0,8%
pozostałe	447,9	1,9%	610,8	1,9%	1 429,9	3,8%

Źródło: IZFiA.

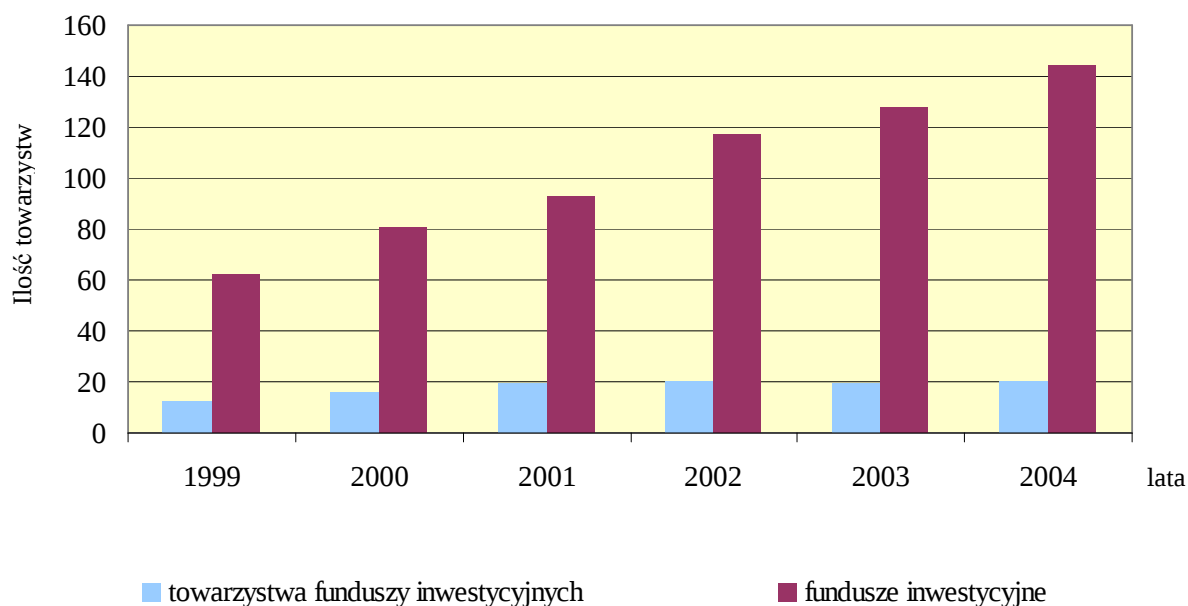
Najwyższy wzrost udziału odnotowały fundusze prowadzące zrównoważoną politykę inwestycyjną (z 8,69% do 16,23%). Na przeciwległym biegunie znalazły się grupy funduszy, zwanych potocznie „bezpiecznymi”. Fundusze rynku pieniężnego oraz polskich papierów straciły najwięcej, (spadek z 40,95% do 20,34% na początku 2003 roku grupa ta miała 70-procentowy udział).



Wykres 3.8. Udział poszczególnych grup funduszy w rynku w 2003 i 2004 roku
Źródło: IZFiA.

W roku 2004 zadebiutowały na rynku trzy towarzystwa funduszy inwestycyjnych: AIG TFI, którego właścicielem jest Amplico Life Pierwsze Amerykańsko-Polskie Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie i Asekuracji, TFI Spółdzielczych Kas Oszczędnościowo-Kredytowych, Copernicus Capital TFI (KP Konsorcjum)⁸⁶.

⁸⁶ Raport 2004, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami.

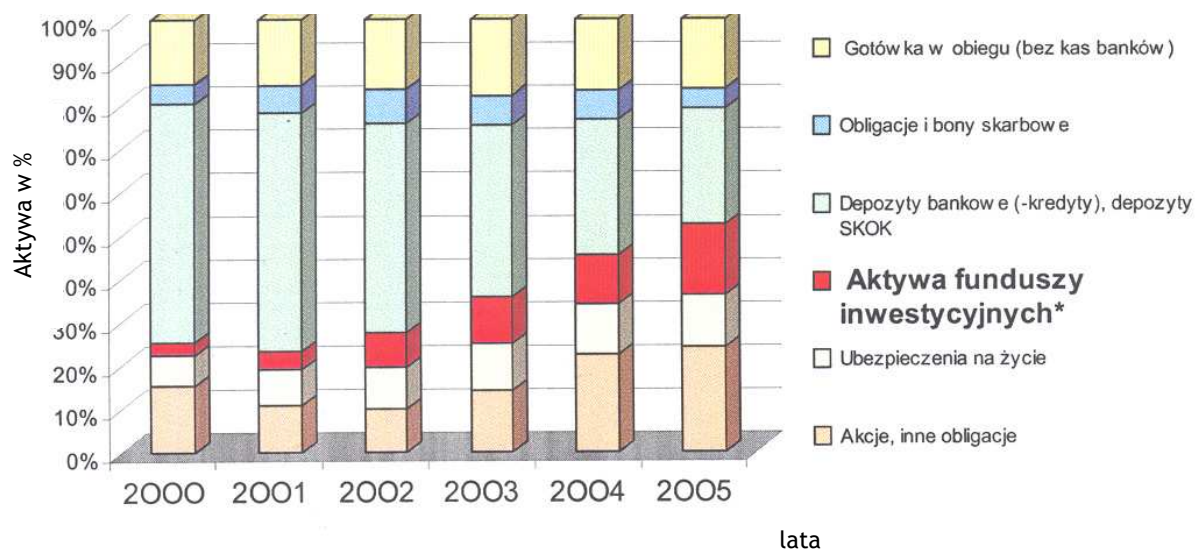


Wykres 3.9. Ilość towarzystw funduszy inwestycyjnych i zarządzanych przez nie funduszy (w latach 1999-2004)

Źródło: IZFiA.

Rok 2005, trzynasty z kolei rok funkcjonowania rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce, był kolejnym pomyślnym rokiem dla funduszy. Aktywa pod zarządem Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych wzrosły z 23,85 mld PLN do ponad 61 mld PLN, Wzrost rynku, który w przeliczeniu na EUR wyniósł ponad 72%, był najwyższym spośród wszystkich krajów europejskich.

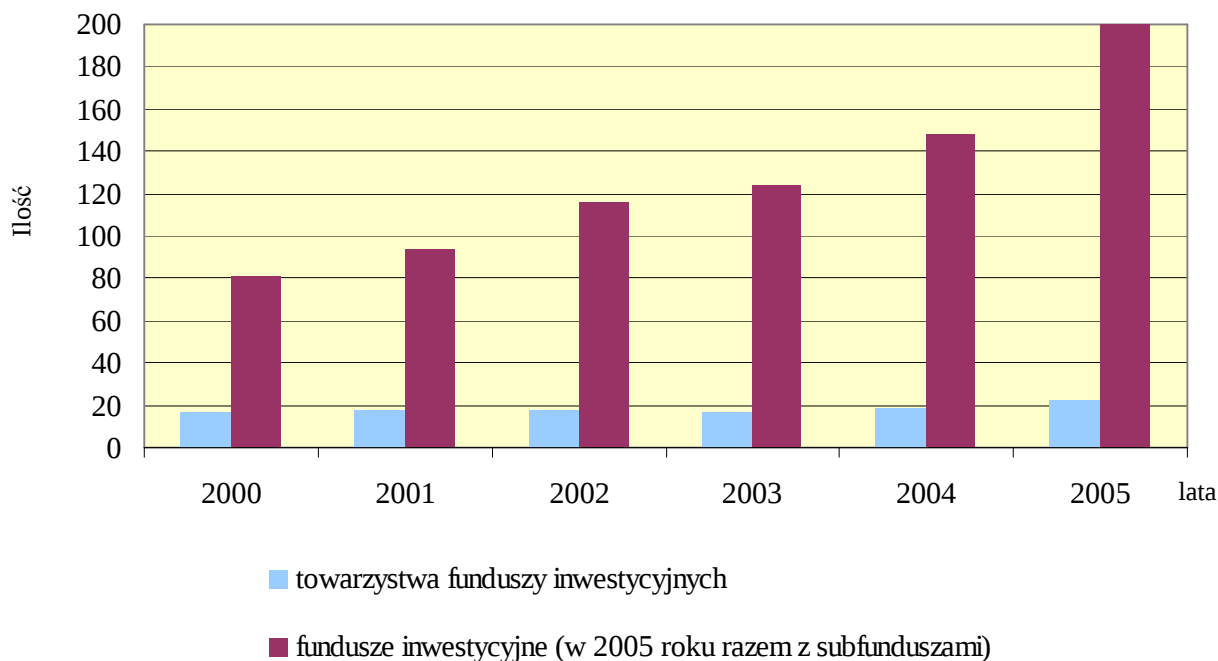
Znaczącej poprawie uległy wszystkie parametry opisujące stan rozwoju i pozycję rynku funduszy inwestycyjnych, na tle krajowego rynku finansowego oraz całej gospodarki. W największym stopniu, zwiększyła się relacja aktywów funduszy do wartości depozytów złotych gospodarstw domowych – z 19,4% w końcu 2004 roku do 30,1% na koniec roku 2005 – co jest potwierdzeniem przepływu oszczędności z lokat bankowych do funduszy.



Wykres 3.10. Aktywa gospodarstw domowych 2000-2005

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych EFAMA.

W 2005 roku nastąpił również szybki rozwój rynku pod względem podmiotowym i produktowym. Na koniec 2005 roku, działalność operacyjną (tj. zarządzanie funduszami inwestycyjnymi) prowadziły 23 towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Zadebiutowało pięć TFI: Opera, Investors, Intrum Justitia, Superfund oraz Copernicus Capital. Opera TFI oraz Investors TFI są pierwszymi na polskim rynku funduszy towarzystwami, których udziałowcami są osoby fizyczne.



Wykres 3.11. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz fundusze inwestycyjne w 2005 roku

Źródło: IZFiA.

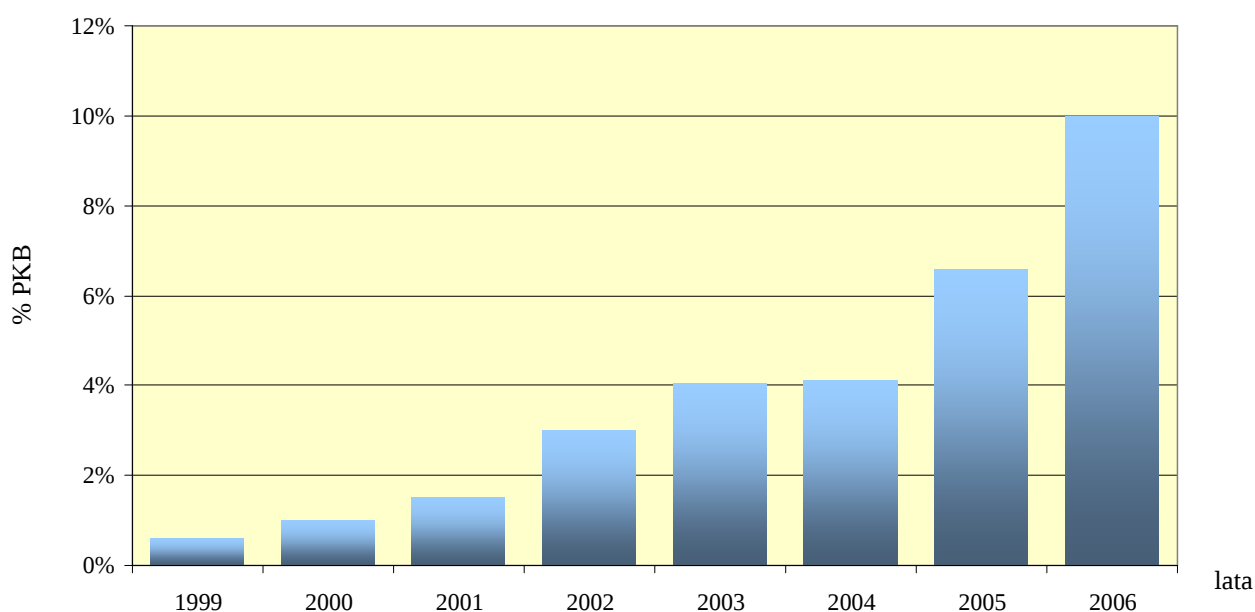
W 2005 roku, na rynku pojawiło się aż 60 nowych podmiotów – najwięcej utworzyło Millenium TFI (10 subfunduszy), Pioneer Pekao TFI (7). Liczba funduszy wzrosła o 55, i na koniec 2005 roku, funkcjonowało 203 funduszy (wraz z subfunduszami).

Również w 2005 roku, rozpoczęły działalność na polskim rynku finansowym, pierwsze fundusze zagraniczne. Systematycznemu wzrostowi, uległa również liczba kanałów dystrybucji funduszy inwestycyjnych – w 2005 roku, tytuły uczestnictwa funduszy można było nabyć za pośrednictwem 92 instytucji (10 więcej niż rok wcześniej). Wśród dystrybutorów istotną rolę pełnią banki (51, w tym banki spółdzielcze) i domy maklerskie, firmy doradztwa finansowego (Expander, Open finance, Xelion, Goldenegg itp.)⁸⁷.

Również w roku 2006 nastąpił dynamiczny wzrost rynku funduszy inwestycyjnych. Wartość aktywów zarządzanych przez fundusze inwestycyjne osiągnęła poziom 98,8 mld PLN. Mimo tego, iż aktywom funduszy nie udało się

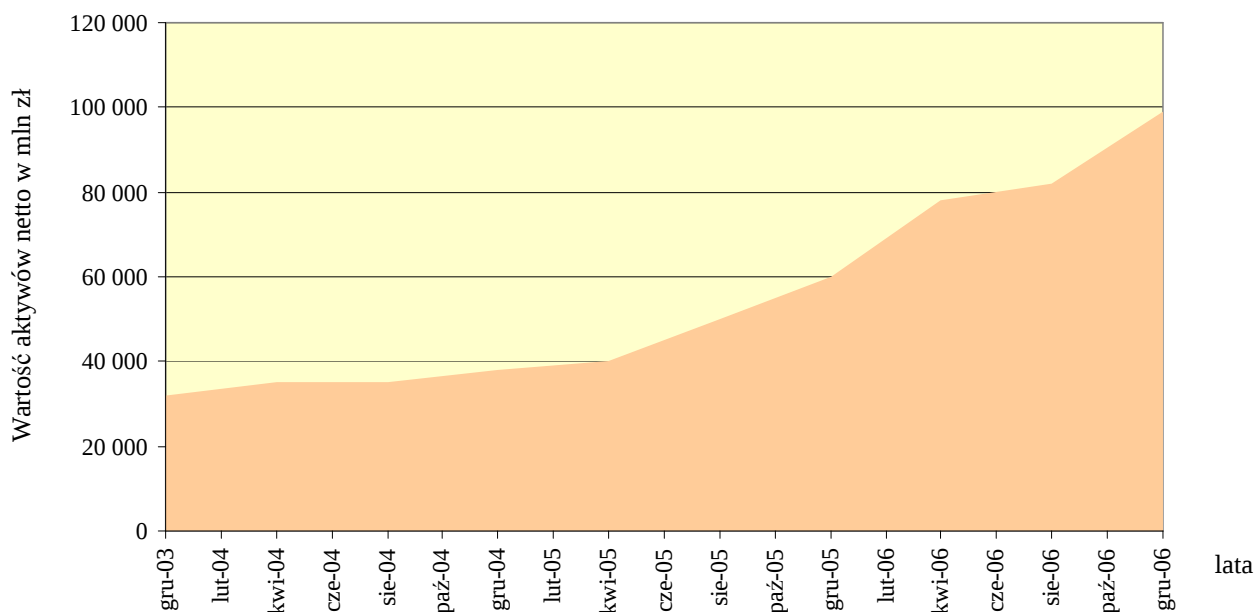
⁸⁷ Raport 2005, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami.

do końca grudnia 2006 roku pokonać bariery 100 mld PLN, rok 2006 zaliczał się do bardzo dobrych dla funduszy inwestycyjnych po świetnym roku 2005, gdzie środki zarządzane przez krajowe fundusze inwestycyjne wzrosły o 63%. Jednakże, kiedy odniosło się wartość aktywów netto krajowych funduszy do poziomu wytworzonego w kraju Produktu Krajowego Brutto (PKB), wówczas okazało się, że w grudniu 2006 roku, ów wskaźnik osiągnął poziom zbliżony do 10%, podczas gdy rok wcześniej – 6,5% (w rozwiniętych krajach Unii Europejskiej relacja aktywów funduszy inwestycyjnych do PKB rzadko pozostaje na poziomie niższym niż 20%). A to oznacza, że w dłuższej perspektywie potrzeba przynajmniej podwojenia środków. Dynamika dalszego wzrostu, będzie z pewnością uzależniona, od skali napływu nowych środków oraz od koniunktury na rynkach finansowych.



Wykres 3.12. Aktywa funduszy jako % PKB

Źródło: Analizy Online.



Wykres 3.13. Miesięczna wartość aktywów netto (mln PLN)

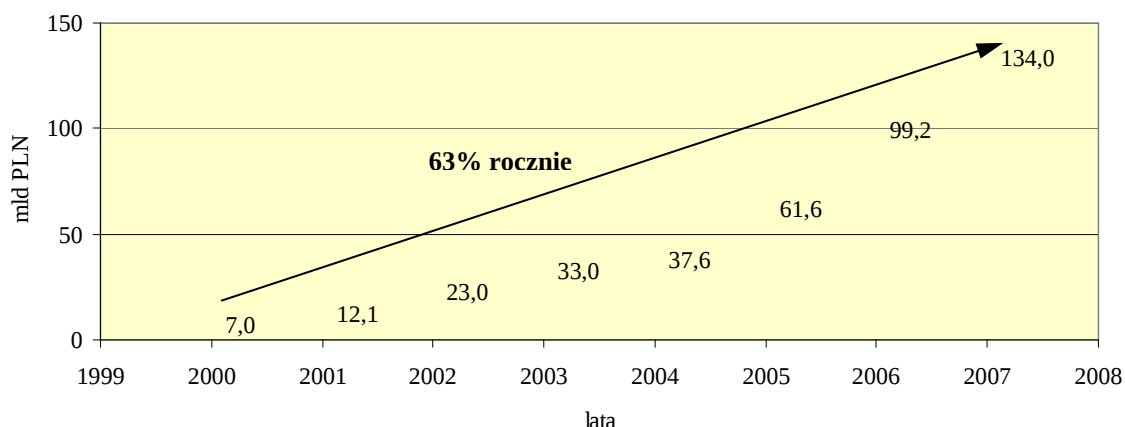
Źródło: Analizy online na podstawie raportów TFI oraz danych IZFIA.

Wysoka dynamika rozwoju polskiego rynku funduszy widoczna jest nie tylko we wzroście wartości aktywów netto, ale również w rozwoju oferty TFI. Liczba zarejestrowanych funduszy i subfunduszy w końcu 2006 roku, przekroczyła 260 produktów i była wyższa o 35% w stosunku do 2005 roku⁸⁸.

Rok 2007 był kolejnym udanym okresem dla inwestorów giełdowych, choć sytuacja na rynku była bardzo zmienna. W pierwszej połowie roku kontynuowany był silny wzrost cen akcji, który zapoczątkowany był jeszcze w 2003 roku. Szczególnym zainteresowaniem inwestorów cieszyły się głównie akcje małych i średnich spółek. W drugiej połowie 2007 roku, w reakcji na wydarzenia w Stanach Zjednoczonych, z których nadchodziły coraz gorsze informacje o rynku kredytów hipotecznych oraz stanie gospodarki, spowodowały dużą zmienność oraz znaczny spadek kursów na światowych giełdach. Ostatecznie WIG wzrósł w 2007 roku o 10,4%, a WIG 20 o 5,2%.

⁸⁸ Raport 2006, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, s. 1-11.

Rok 2007 był kolejnym rokiem dynamicznego rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych. Szacunkowy napływ nowych kapitałów do funduszy wyniósł 30,6 mld PLN i był o 18% większy niż rok wcześniej. Wartość aktywów netto wzrosła już dziewiąty raz z rzędu o 34,7 mld PLN, osiągając na koniec grudnia poziom 134 mld PLN. W 2007 roku aktywa funduszy zwiększyły się przede wszystkim w pierwszym półroczu; w marcu i maju miesięczny przyrost aktywów przekraczał wartość 9 mld PLN. W drugim półroczu, charakteryzującym się zmienną koniunkturą na rynku akcji, trzykrotnie odnotowano spadki aktywów. Największy miał miejsce w listopadzie, kiedy wartość aktywów netto zmniejszyła się aż o 9,6 mld PLN.

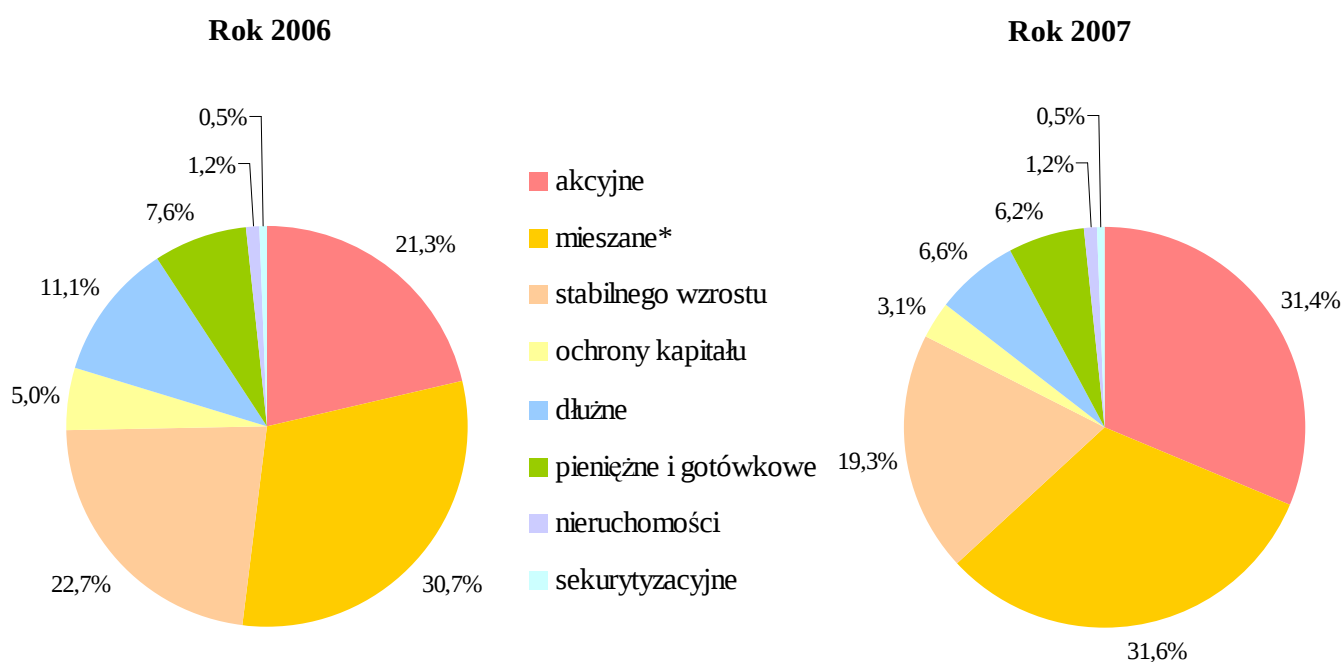


Wykres 3.14. WAN funduszy w latach 2000-2007 (mld PLN)

Źródło: TFI.

W 2007 roku nastąpiły istotne zmiany w strukturze aktywów, w podziale na poszczególne segmenty rynku. Największy segment tworzyły fundusze akcji, których aktywa na przestrzeni roku uległy podwojeniu i wyniosły w grudniu 42,1 mld PLN. Udział w rynku tej grupy funduszy wzrósł w 12 miesięcy łącznie o 10 punktów procentowych i na koniec roku stanowił 1/3 środków zgromadzonych w krajowych instytucjach wspólnego inwestowania. Następny segment, który w ciągu roku istotnie zwiększył swoje aktywa to fundusze mieszane (roczna dynamika 39%). Tworzą one drugą, obok funduszy akcyjnych grupę funduszy, która w ciągu roku poprawiła swój rynkowy udział o 0,9 punktu procentowego.

Dzięki temu udział funduszy mieszanych w tym rynku był największy i na koniec 2007 roku wynosił 31,6%. Kolejne segmenty funduszy odnotowały spadek udziału w rynku funduszy inwestycyjnych: fundusze stabilnego wzrostu (spadek o 3,4 punktu procentowego), fundusze pieniężne i gotówkowe (spadek o 1,4 punktu procentowego), fundusze papierów dłużnych (spadek o 4,5 punktu procentowego), fundusze z ochroną kapitału (spadek o 1,9 punktu procentowego). Pozostałe dwie grupy: fundusze nieruchomości oraz fundusze sekurytyzacyjne pozostały na niezmiennym poziomie.



Wykres 3.15. Struktura aktywów netto w podziale na grupy

Źródło: TFI.

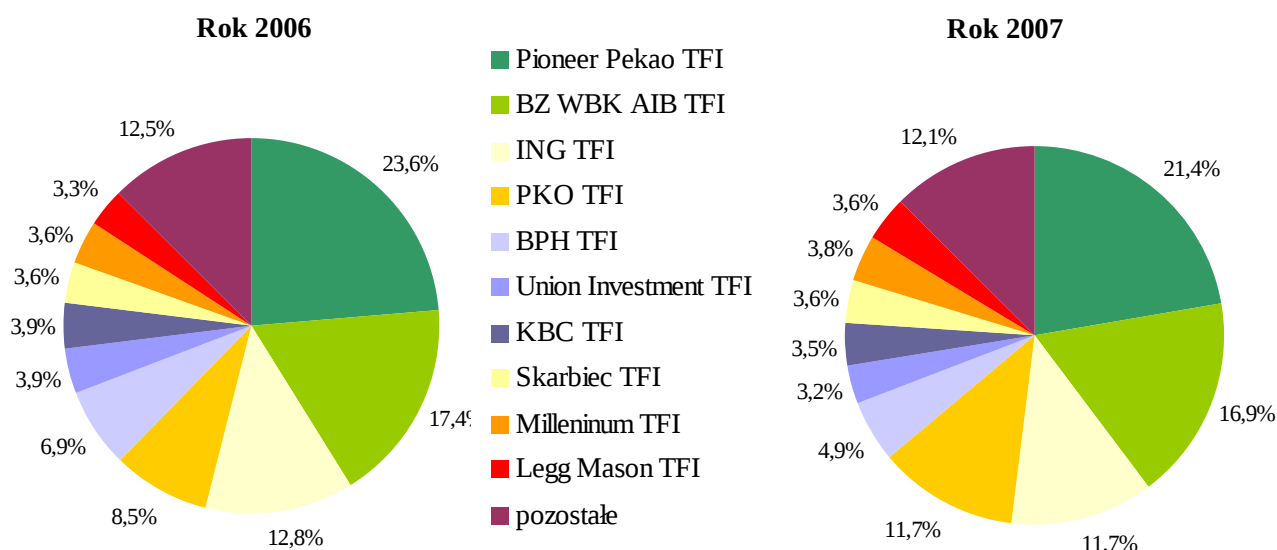
W 2007 roku niemal wszystkie towarzystwa funduszy inwestycyjnych powiększyły swoje aktywa, a niektóre je zwielokrotniły. najwyższą roczną dynamikę odnotowały PKO TFI oraz Legg Mason TFI (o 85,7% oraz 46,8%). Ze wszystkich towarzystw największą dynamikę wzrostu aktywów odnotowało Noble TFI, które na koniec 2007 roku zarządzało aktywami niemal 40-krotnie wyższymi niż rok wcześniej.

Tabela 3.4. Dynamika zmian WAN poszczególnych TFI (mln PLN)

Kraj	aktywa (mln)		udział w rynku (%)		zmiana	
	2006	2007	2006	2007	mln PLN	dynamika (%)
AIG TFI	1 532	2 807	1,5	2,1	1275	83
BPH TFI	6 794	6 530	6,9	4,9	-264	-4
BZ WBK AIB TFI	17 242	22 626	17,4	16,9	5384	31
Copernicus Capital TFI	646	2 085	0,7	1,6	1439	223
CU Polska TFI	1 792	2 624	1,8	2,0	832	46
DWS Polska TFI	2 356	2 774	2,4	2,1	418	18
IDEA TFI	236	306	0,2	0,2	69	29
ING TFI	12 720	15 694	12,8	11,7	2974	23
Intrum Justitia TFI	3	14	0,0	0,0	11	389
Investors TFI	78	900	0,1	0,7	822	1056
IPOPEMA TFI	0	370	0,0	0,3	370	n.a.
KBC TFI	3 898	4 714	3,9	3,5	817	21
Legg Mason TFI	3 265	4 792	3,3	3,6	1527	47
Millennium TFI	3 584	5 061	3,6	3,8	1477	41
Noble Funds TFI	30	1 124	0,0	0,8	1095	3685
OPERA TFI	687	1 361	0,7	1,0	674	98
Pioneer Pekao TFI	23 390	28 718	23,6	21,4	5328	23
PKO TFI	8 469	15 731	8,5	11,7	7262	86
SEB TFI	1 571	1 911	1,6	1,4	340	22
Skarbiec TFI	3 580	4 812	3,6	3,6	1231	34
SUPERFUND TFI	76	98	0,1	0,1	22	29
TFI Allianz Polska	1 231	1 468	1,2	1,1	237	19
TFI PZU	1 683	2 605	1,7	1,9	922	55
TFI SKOK	421	633	0,4	0,5	212	50
Union Investment TFI	3 879	4 276	3,9	3,2	397	10

Źródło: TFI

Towarzystwem, któremu udało się w największym stopniu zwiększyć aktywa netto (7,3 mld PLN) było PKO TFI. Na kolejnym miejscu znalazły się towarzystwa: BZ WBK AIB TFI (wzrost o 5,4 mld PLN) oraz Pioneer Pekao TFI (5,3 mld PLN).



Wykres 3.16. Struktura rynku według TFI w latach 2006-2007

Źródło: TFI.

Pod względem udziału w rynku, zdecydowanym liderem pozostaje Pioneer Pekao TFI, które na koniec 2007 roku posiadało na kontach swoich funduszy środki finansowe odpowiadające 21,4% rynku, a ponad 2 punkty procentowe mniej niż w 2006 roku, kiedy wynosił 23,6%. Również, drugie w kolejności BZ WBK AIB TFI zmniejszyło swój udział w rynku o 0,5 punktu procentowego do 16,9% na koniec 2007 roku. Na trzecie miejsce awansowało natomiast PKO TFI, które zwiększyło swój udział w rynku o 3,2% wyprzedzając ING TFI. Mimo stale rosnącej liczby towarzystw inwestycyjnych, rynek wciąż wykazuje duży poziom koncentracji. Udział trzech największych TFI w całym rynku z roku na rok maleje (50% w porównaniu do 53,8% na koniec 2006 roku). Łącznie na 25 towarzystw funduszy inwestycyjnych, w 16 przypadkach udział w rynku wzrósł, natomiast pozostałe 9 odnotowało spadek.

Głównym czynnikiem, który wpłynął na wzrost wartości aktywów funduszy inwestycyjnych w 2007 roku była korzystna koniunktura na krajowych i zagranicznych rynkach akcji w pierwszej połowie roku. Dużą rolę odgrywał również wzrost zamożności polskiego społeczeństwa oraz wzrost skłonności

do oszczędzania. Część środków pochodziła nadal z transferu oszczędności ulokowanych w systemie bankowym. Natomiast w drugiej połowie roku nastąpił częściowy odwrót od inwestycji w fundusze, czego przyczyną była trudna sytuacja na rynku akcji w połączeniu z procesem podwyżek stóp procentowych. Spowodowało to wzrost opłacalności inwestowania w depozyty bankowe oraz detaliczne obligacje skarbowe.

Do podstawowych czynników, które przyczyniły się do rozwoju rynku funduszy w 2007 roku można zaliczyć:

rynkowe:

- wzrost skłonności Polaków do ryzyka,
- wydłużanie horyzontu inwestycyjnego,
- wzrost świadomości inwestycyjnej,
- emigracja zarobkowa,
- spadek bezrobocia,
- umacnianie się polskiej waluty,
- dynamiczny wzrost polskiej gospodarki,
- utrzymywanie się niskiej atrakcyjności lokat bankowych i innych instrumentów dłużnych,

strukturalne:

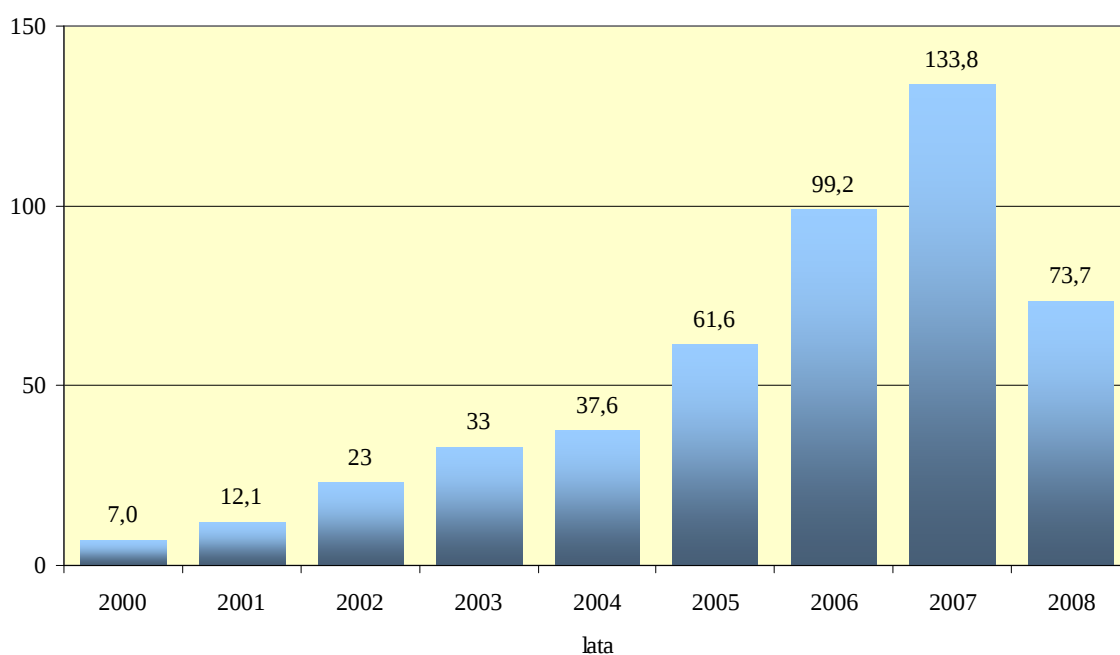
- rozwój palety funduszy i oferowanie przez TFI bogatej oferty możliwości inwestycyjnych,
- kampanie reklamowe TFI,
- wzrost zainteresowania mediów rynkiem funduszy,
- rozwój produktów ubezpieczeniowych z częścią inwestycyjną
- dalszy rozwój dystrybucji funduszy mierzony ilością produktów, jak również ilością osób zatrudnionych w tej branży.

Z kolei rok 2008 był jednym z najgorszych w historii warszawskiej giełdy, która należała do najsłabszych parkietów na świecie. Największy wpływ na trendy rynkowe miały negatywne informacje ze Stanów Zjednoczonych (pogarszająca się kondycja sektora bankowego oraz słabe dane makroekonomiczne). Do pogłębienia się spadków przyczynił się również wzrost awersji do ryzyka. Nastąpiło znaczne pogorszenie relacji między aktywami a wartością PKB. Wskaźnik ten spadł w ciągu 12 miesięcy z poziomu 11,4% do niecałych 6,0%.

Tabela 3.5. Wartość i dynamika PKB wg cen bieżących (w mld PLN)

Wyszczególnienie	2006	2007	2008
Wartość PKB (mld PLN)	1060	1175	1266
Produkt krajowy brutto	6,2%	6,7%	4,8%
Spożycie ogółem w tm:	5,2%	4,7%	4,0%
spożycie indywidualne	5,0%	5,0%	5,4%
Nakłady brutto na środki trwałe	14,9%	17,6%	7,9%
Wartość dodana brutto, w tym:	6,0%	6,6%	4,9%
przemysł	10,0%	9,9%	3,7%
budownictwo	11,6%	12,5%	11,3%
usługi rynkowe	5,0%	6,4%	5,6%

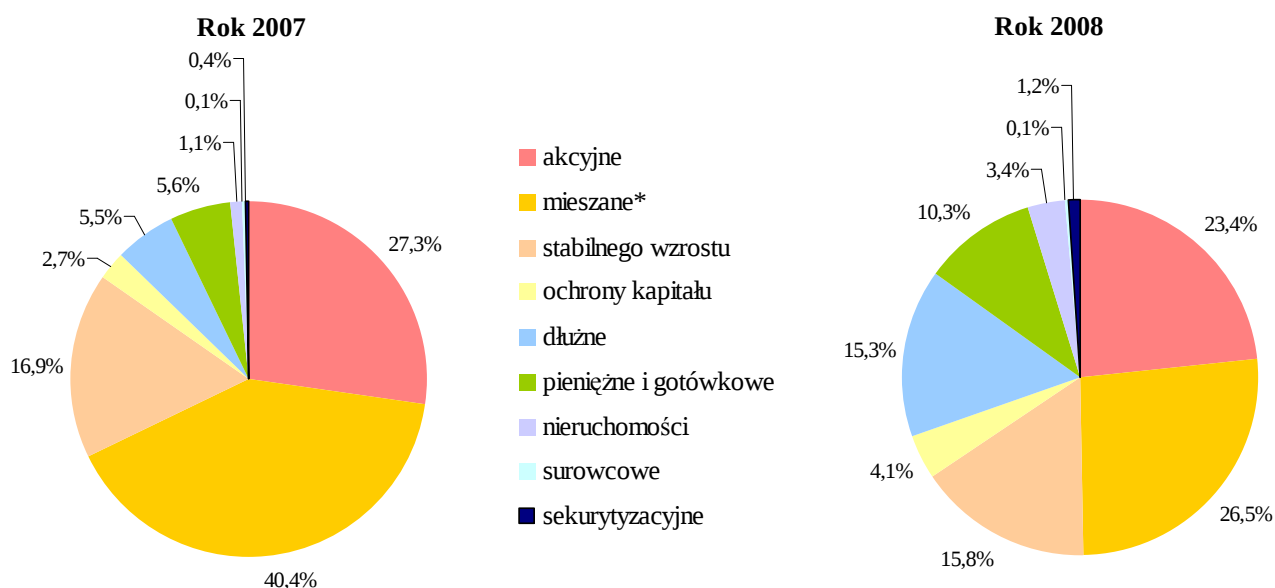
Źródło: GUS.



Wykres 3.17. Aktywa funduszy w latach 2001-2008 (mld PLN)

Źródło: TFI, obliczenia Analizy Online.

W 2008 roku aktywa funduszy zmniejszały się przez pierwsze jedenaście miesięcy. Największe spadki miały miejsce: w styczniu (-21 mld PLN), w czerwcu (-8,5 mld PLN) oraz w październiku (-15,4 mld PLN). Na obniżenie wartości aktywów wpłynął spadek wartości akcji znajdujących się w portfelach funduszy oraz masowe odkupienia środków przez klientów. Saldo nabyć i odkupień wynosiło -28,8 mld PLN i było niższe o 59,5 mld PLN od salda w 2007 roku. Spadki w największym stopniu dotknęły funduszy akcji, których aktywa zmniejszyły się o 58,8% (nieco więcej niż spadek WIG- 51,1%). Nieco niższy spadek odnotowały fundusze stabilnego wzrostu (-55,1%). Natomiast fundusze sekurytyzacyjne oraz surowcowe zdołały powiększyć swoje aktywa o +32,5%.



*fundusze zrównoważone i inne mieszane (aktywnej alokacji, absolutnego zwrotu itp.)

Wykres 3.18. Struktura aktywów netto w podziale na segmenty

Źródło: Analizy Online na podstawie danych TFI oraz IZFiA..

Dynamika spadku aktywów funduszy inwestycyjnych w Polsce w 2008 roku wynosiła -53,5% (wg EFAMA). W szybszym tempie aktywa spadały jedynie w Bułgarii (-62,4%) oraz Grecji i Słowenii (po -54,9%).

Tabela 3.6. Polska na tle krajów europejskich (WAN w mld EUR)

Kraj	2008			2007			2006		
	wartość	udział %	zmiana %	wartość	udział %	zmiana %	wartość	udział %	zmiana %
Luxemburg	1 560	25,4	-24,3	2 059	26,0	11,6	1 845	24,4	21,0
Francja	1 293	21,1	-14,3	1 508	19,0	0,9	1 494	19,7	17,6
Niemcy	911	14,8	-12,5	1 042	13,1	2,4	1 018	13,4	5,2
Irlandia	647	10,5	-19,7	806	10,2	12,3	718	9,5	22,8
Wielka Brytania	458	7,5	-39,0	751	10,1	-0,2	753	10,3	20,5
Włochy	247	4,0	-31,0	358	4,3	-6,6	383	5,1	-7,3
Hiszpania	203	3,3	-27,0	279	3,5	-3,1	288	3,8	4,6
Szwajcaria	157	2,6	-7,0	169	2,0	12,7	150	2,0	30,0
Austria	128	2,1	-22,9	166	2,1	-1,9	169	2,2	7,8
Belgia	104	1,7	-18,1	127	1,6	-1,1	128	1,7	10,0
Dania	98	1,6	-25,6	131	1,7	7,2	123	1,6	15,2
Szwecja	87	1,4	-37,9	139	1,8	-1,1	141	1,9	25,1
Holandia	72	1,2	-21,2	91	1,1	-10,7	102	1,3	6,3
Finlandia	41	0,7	-37,4	66	0,8	8,3	61	0,8	36,4
Norwegia	30	0,5	-41,6	51	0,7	23,3	41	0,5	20,7
Portugalia	25	0,4	-30,8	36	0,5	-6,9	39	0,5	6,7
Lichtenstein	19	0,3	-5,4	20	0,3	36,7	15	0,2	12,9
Polska	17	0,3	-53,5	38	0,5	45,6	26	0,3	62,5
Turcja	13	0,2	-26,6	18	0,2	34,8	13	0,2	-33,5
Grecja	10	0,2	-54,9	23	0,3	-7,7	25	0,3	-12,3
Węgry	9	0,2	-24,8	13	0,2	24,8	10	0,1	16,5
Czechy	4	0,1	-30,5	6	0,1	19,3	5	0,1	22,1
Słowacja	3	0,1	-17,4	4	0,0	29,2	3	0,0	-6,7
Słowenia	2	0,0	-54,9	4	0,1	46,7	3	0,0	bd
Rumunia	2	0,0	-51,6	4	0,0	1 329,7	0	0,0	bd
Bułgaria	0	0,0	-62,4	0	0,0	100,0	bd	bd	bd
Łącznie	6 142	100,0	-22,3	7 909	100,0	4,7	7 552	100,0	14,9
UCITS	4 593	74,8	-25,4	6 160	77,9	3,5	5 951	78,9	15,1
Non-UCITS	1 549	33,7	-11,5	1 749	22,1	9,3	1 600	21,1	14,6

Źródło: EFAMA.

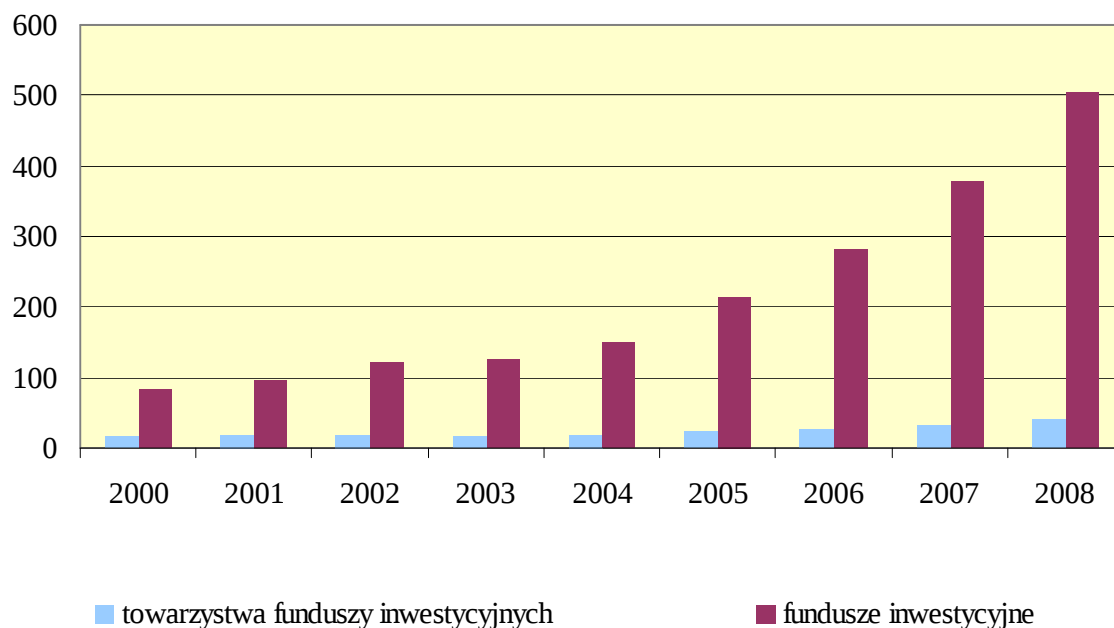
Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych krajów zrzeszonych w European Fund and Asset Management Association (EFAMA) spadła w 2008 roku o -22,3% (1 767 mld EUR), do 6 142 mld EUR.

W ciągu 2008 roku na rynku pojawiło się 140 nowych produktów (biorąc pod uwagę zarówno fundusze, jak i subfundusze). Najwięcej nowości pojawiło się w Ipopema TFI (29 funduszy zamkniętych), DWS TFI (fundusz DWS SFIO z 15 subfunduszami), KBC TFI (11 funduszy, w tym 10 zamkniętych z ochroną kapitału) oraz Copernicus Capital TFI (11 funduszy o charakterze zamkniętym).

Tabela 3.7. Ilość TFI i zarządzanych przez nie funduszy

Wyszczególnienie	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
towarzystwa funduszy inwestycyjnych	16	19	18	17	20	23	26	33	39
fundusze inwestycyjne	83	97	120	126	151	215	281	378	503
przyrost ilości funduszy	19	14	23	6	25	64	66	97	125

Źródło: KNF, TFI, obliczenia Analizy Online.

**Wykres 3.19.** Ilość TFI i zarządzanych przez nie funduszy w latach 2000-2008

Źródło: KNF, TFI, obliczenia Analizy Online.

Ogółem liczba funduszy oferowanych przez TFI w 2008 roku zwiększyła się o 125. W efekcie w 2008 roku towarzystwa zarządzały aktywami 503 funduszy i subfunduszy inwestycyjnych, w tym 322 o charakterze otwartym i 181 o charakterze zamkniętym.

Rekordowy odpływ środków z funduszy inwestycyjnych w 2008 roku (-28,8 mld PLN) oraz spadek ich aktywów wywołanych przez bessę na warszawskiej giełdzie, znalazł odzwierciedlenie w wartości wskaźników opisujących pozycję funduszy inwestycyjnych w polskiej gospodarce oraz strukturze oszczędności Polaków. Według danych na koniec 2008 roku, gospodarstwa domowe

dysponowały oszczędnościami o wartości 671,3 mld PLN, a wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych w portalach gospodarstw domowych zmniejszyła się o -66,7 mld PLN. Tym samym dynamika spadku (-61%) była najwyższa ze wszystkich form oszczędzania. Udział funduszy w oszczędnościach Polaków spadł z 16,0% do 6,3% w ciągu 12 miesięcy.

Tabela 3.8. Wartość i struktura oszczędności gospodarstw domowych (mld PLN)

Wyszczególnienie	2008	udział %	2007	udział %	dynamika %
akcje spółek publicznych	26,6	4,0	43,0	6,3	-38,1
obligacje i bony skarbowe	13,6	2,0	10,7	1,6	27,5
fundusze inwestycyjne	42,6	6,3	109,2	16,0	-61,0
fundusze zagraniczne	1,8	0,3	2,5	0,4	-30,2
ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe	25,8	3,8	35,5	5,2	-27,3
otwarte fundusze emerytalne	138,3	20,6	140,	20,6	-1,2
depozyty złotowe i walutowe	332,0	49,5	262,8	38,6	26,3
gotówka w obiegu poza kasami banków	90,7	13,5	77,2	11,3	17,5
suma	671,3	100,0	680,9	100,0	-1,4

Źródło: *Analizy Online*, na podstawie danych NBP, MF, GUS, TFI, PTE TUNŻ.

Natomiast wskaźnik opisujący relację aktywów netto funduszy inwestycyjnych do wartości PKB spadł w 2008 roku z 11,4% do 6% (poziom z 2005 roku). Udział funduszy w sumie aktywów funduszy i depozytów gospodarstw domowych spadł w ciągu roku z poziomu 33,8% do 18,5%.

Tabela 3.9. Udział aktywów netto funduszy w wybranych kategoriach makroekonomicznych (mld PLN)

Wyszczególnienie	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
aktywa netto funduszy inwestycyjnych	23,0	33,0	37,6	61,6	99,2	134,0	73,7
wartość PKB (mld PLN)	808,6	843,2	924,5	983,3	1 060,2	1 166,8	1 231,6
udział funduszy (%)	2,8	3,9	4,1	6,3	9,4	11,5	6,0
depozyt gospodarstw + aktywa netto funduszy	240,0	245,6	247,4	282,4	338,5	396,8	397,8
udział funduszy (%)	9,6	13,4	15,2	21,8	29,3	33,8	18,5
wartość kredytów gospodarstw domowych	89,8	102,0	115,5	140,9	187,5	258,1	259,1
udział funduszy (%)	25,6	32,4	32,6	43,7	52,9	51,9	28,4

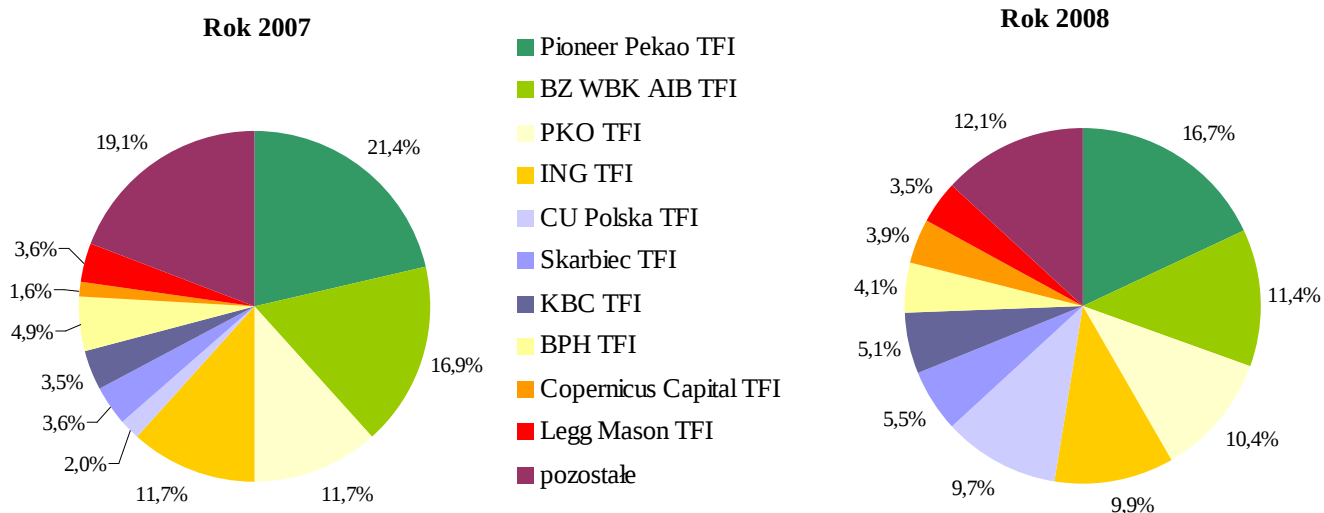
Źródło: *TFI, GUS, NBP, obliczenia Analizy Online.*

Wraz ze zmniejszającymi się wartościami środków polskich funduszy inwestycyjnych, spadł również udział w rynku europejskim z 0,5% (2007 rok) do 0,3% (2008 rok). Statystyczny Polak w 2008 roku miał ulokowane w funduszach inwestycyjnych 458 EUR w porównaniu do 988 EUR w 2007 roku. Polska zajęła czwartą pozycję od końca wśród krajów monitorowanych przez EFAMA. Wyprzedzamy jedynie Turcję, Czechy i Rumunię.

Tabela 3.10. WAN na głowę mieszkańca (tys. EUR)

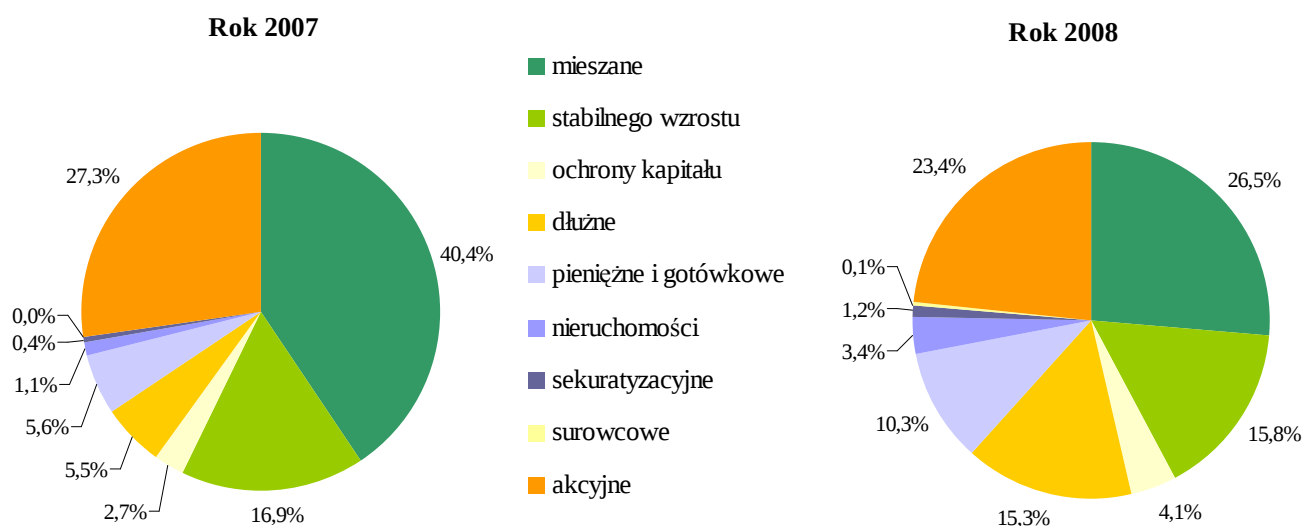
Kraj	2008
Luxemburg	3 223,76
Lichtenstein	544,97
Irlandia	147,01
Szwajcaria	20,68
Francja	20,29
Dania	17,86
Austria	15,33
Niemcy	11,08
Belgia	9,72
Szwecja	9,43
Finlandia	7,80
Wielka Brytania	7,49
Norwegia	6,24
Hiszpania	4,49
Holandia	4,37
Włochy	4,14
Portugalia	2,36
Węgry	0,94
Słowenia	0,92
Grecja	0,92
Słowacja	0,61
Polska	0,46
Czechy	0,43
Turcja	0,19
Rumunia	0,08

Źródło: EFAMA.



Wykres 3.20. Udział poszczególnych grup funduszy w rynku w 2007 i 2008 roku

Źródło: TFI.



Wykres 3.21. Udział poszczególnych grup funduszy w rynku w 2007 i 2008 roku

Źródło: TFI.

W roku 2007 zadebiutowały na rynku funduszy inwestycyjnych fundusze mieszane (40,4%), fundusze akcyjne (27,3%) oraz stabilnego wzrostu (16,9%). W 2008 roku podobnie, ale ze znacznym spadkiem funduszy mieszanych (26,5%), fundusze akcyjne (23,4%), natomiast stabilnego wzrostu (15,8%).

Podmioty rynku funduszy inwestycyjnych można podzielić na trzy kategorie. W pierwszej, obejmującej największe towarzystwa, znajdują się Pioneer Pekao TFI (21,4% udziału w rynku) oraz BZ WBK AIB TFI (16,9%). Oba towarzystwa zawdzięczają w dużej mierze dominującą pozycję na rynku, bardzo skutecznej sieci dystrybucyjnej, prowadzonej w placówkach banków ze swojej grupy kapitałowej (Pekao SA i PKO BP). Drugą kategorię stanowią średnie towarzystwa – ING TFI (11,7%). Do trzeciej kategorii, skupiającej małe TFI, należą pozostałe towarzystwa.

Tabela 3.11. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych i ich udział w rynku (w %) według wartości aktywów netto (lata 2007-2008)

Kraj	aktywa (mln)		udział w rynku (%)		zmiana	
	2007	2008	2007	2008	mln PLN	dynamika (%)
AIG TFI	2 791	1 140	2,1	1,5	-1 652	-59
AKJ TFI	54	42	0,0	0,1	-12	-22
BPH TFI	6 520	3 009	4,9	4,1	-3 511	-54
BZ WBK AIB TFI	22 619	8 381	16,9	11,4	-14 239	-63
Copernicus Capital TFI	2 084	2 902	1,6	3,9	817	39
CU Polska TFI	2 624	7 138	2,0	9,7	4 514	172
DWS Polska TFI	2 761	1 227	2,1	1,7	-1 534	-56
IDEA TFI	306	280	0,2	0,4	-26	-9
ING TFI	15 694	7 284	11,7	9,9	-8 410	-54
Intrum Justitia TFI	14	15	0,0	0,0	1	12
Investors TFI	865	662	0,6	0,9	-203	-24
IPOPEMA TFI	370	948	0,3	1,3	579	157
KBC TFI	4 645	3 737	3,5	5,1	-908	-20
Legg Mason TFI	4 814	2 585	3,6	3,5	-2 229	-46
Millennium TFI	5 058	1 664	3,8	2,3	-3 394	-67
Noble Funds TFI	1 125	776	0,8	1,1	-345	-31
OPERA TFI	1 331	723	1,0	1,0	-608	-46
Pioneer Pekao TFI	28 702	12 308	21,4	16,7	-16 393	-57
PKO TFI	15 659	7 676	11,7	10,4	-7 983	-51
Quercus TFI		84	0,0	0,1	84	n/a
SEB TFI	1 903	686	1,4	0,9	-1 216	-64
Skarbiec TFI	4 803	4 016	3,6	5,5	-787	-16
SUPERFUND TFI	97	110	0,1	0,1	13	13
TFI Allinz Polska	1 469	957	1,1	1,3	-511	-35
TFI PZU	2 609	2 268	1,9	3,1	-342	-13
TFI SKOK	633	600	0,5	0,8	-33	-5
Union Investment TFI	4 263	2 450	3,2	3,3	-1 813	-43

Źródło: TFI

3.2. Podstawy prawne działalności funduszy inwestycyjnych w Polsce

Wraz z intensywnymi zmianami ustroju społeczno-gospodarczego Polski, które rozpoczęły się od 1990 roku, pojawiła się potrzeba rozszerzenia działalności pośredników finansowych. Przesłanką tej konieczności był wymóg instytucjonalnego wzmocnienia rynku oszczędności i tworzenia podstaw rozwoju rynków finansowych. W początkowej fazie przemian ustrojowych, transformacją oszczędności zajmowały się banki komercyjne oraz towarzystwa ubezpieczeniowe. Stosunkowo wcześniej, bo już w 1991 roku, stworzono warunki prawne do powstania funduszy inwestycyjnych. Podstawę ich działalności stanowiła ustawa z dnia 22 marca 1991 roku – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Ustawa ta obowiązywała w latach 1991-1997. Zgodnie z tą Ustawą, mogły funkcjonować tylko fundusze powiernicze, których zasady działania były podobne do uregulowań prawnych dotyczących funduszy otwartych, które rozumiano jako wyodrębnioną masę majątkową uczestników o zmiennej wartości i stałym przeznaczeniu gospodarczym, zarządzaną przez towarzystwa funduszy powierniczych. Fundusze nie posiadały osobowości prawnej, tylko ich towarzystwa.

Ustawa z dnia 22 marca 1991 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz. U, Nr 35 poz. 155⁸⁹ wprowadziła do polskiego ustawodawstwa i praktyki gospodarczej instytucję funduszu powierniczego. Tworzone na podstawie tej ustawy fundusze miały służyć do zbiorowego lokowania środków pieniężnych na powstającym równolegle rynku kapitałowym. Zgodnie z tą ustawą fundusz powierniczy był wyodrębnioną finansowo masą majątkową uczestników, o zmiennej wartości i stałym przeznaczeniu gospodarczym. Termin „fundusz powierniczy” wprowadzony przez omawianą ustawę był mylący i w rzeczywistości stanowił synonim otwartego funduszu inwestycyjnego⁹⁰. Miał on być zarządzany przez spółkę akcyjną, której w art. 91 nadano nazwę towarzystwa funduszy powierniczych. Aby towarzystwo mogło prowadzić swą działalność, musiało uzyskać

⁸⁹ Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z 22 marca 1991 roku, Dz. U. Nr 35, poz. 155 z późn. zm.

⁹⁰ N. Marska, *Fundusze powiernicze – uwagi terminologiczne*, „Bank i Kredyt”, nr 7-8, 1996.

zgode Komisji Papierów Wartościowych, tzw. licencję. Komisja posiadająca w stosunku do towarzystw uprawnienia kontrolno-nadzorcze, zatwierdzała również statut spółki, regulamin, wszelkie zmiany zachodzące w tych dokumentach oraz wybór banku powiernika, czyli banku który miał przechowywać aktywa funduszu⁹¹.

Zasadniczą, wykorzystywaną cechą funduszu był brak powiązań organizacyjno-prawnych między inwestorem a spółką zarządzającą majątkiem pochodzącym z wpłat wszelkich uczestników funduszu⁹².

Dnia 28 sierpnia 1997 roku weszła w życie nowa ustawa o funduszach inwestycyjnych, która w pełniejszy sposób regulowała działalność funduszy oraz zmieniała koncepcję funduszy i ich działalności⁹³. Zgodnie z dyrektywą Unii Europejskiej koncepcja tych instytucji oparła się na dwóch osobach prawnych: funduszu inwestycyjnym oraz towarzystwie funduszy inwestycyjnych⁹⁴, co było *novum* w polskim prawodawstwie. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych zorganizowane w formie spółek akcyjnych i będące jednocześnie organem funduszu, stały się organizacjami wyspecjalizowanymi w zarządzaniu majątkiem i ograniczającymi wyłącznie do tego przedmiot swojego działania⁹⁵.

Do towarzystwa, zgodnie z ustawą należy określenie strategii inwestycyjnych, podejmowanie decyzji w zakresie inwestycji oraz reprezentowanie funduszu na zewnątrz. Zarządzanie funduszem przez towarzystwo odbywa się na zasadach komercyjnych, a zatem odpłatnie, a utworzenie towarzystwa funduszy inwestycyjnych wymaga zgody Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG). Minimalna wysokość kapitału akcyjnego towarzystwa to 3 mln zł, a jeżeli ma ono zarządzać więcej niż jednym funduszem, kwota ta musi być powiększona o 1 mln zł na każdy kolejny fundusz.

Akcje towarzystwa są zawsze imienne i nie można dokonywać ich zamiany na akcje na okaziciela, a przekroczenie 20%, 33% i 50% liczby głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy wymaga zgody KPWiG, w związku z tym, koncentracja

⁹¹ S. Owsiak, *Sektor finansowy w Polsce*, PWE, Warszawa 2002, s. 134-137.

⁹² M. Michalski, D. Szcześniak, *Towarzystwa funduszy powierniczych. Prawne formy instytucjonalnego uczestnictwa na rynku papierów wartościowych*, „Rzeczpospolita”, 16 października 1996 roku.

⁹³ Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 28 sierpnia 1991 roku, Dz. U. Nr 139, poz. 933 z późn. zm.

⁹⁴ Dyrektywa z 1985 roku.

⁹⁵ M. Jakubek, *Prawo funduszy inwestycyjnych*, Lubuskie Wydawnictwo Prawnicze, Lublin 1998, s. 6.

akcji znajduje się pod ścisłą kontrolą Komisji. Ustawa wprowadziła również pojęcie depozytariusza, jako podmiotu aktywnie uczestniczącego w funkcjonowaniu funduszy. Ustawodawca oddzielił funkcje zarządzania funduszem i przechowywania jego aktywów. Poza tym, depozytariusz został zobowiązany do występowania w imieniu uczestników z powództwem przeciwko towarzystwu, z tytułu szkody lub nienależytego wykonania obowiązków w zakresie zarządzania. Pełni on zatem funkcję, rzecznika interesów uczestników funduszu. Natomiast sam fundusz inwestycyjny, został zdefiniowany jako osoba prawna, której wyłącznym przedmiotem działania, jest lokowanie środków pieniężnych zebranych poprzez publiczne zapisy. Fundusz został uznany za instytucję zaufania publicznego, co uzasadnia ograniczenie swobody jego działania oraz działa poprzez swój organ, jakim jest towarzystwo funduszu inwestycyjnego.

W funduszu inwestycyjnym zamkniętym oprócz towarzystwa, musiał działać jeszcze jeden organ – rada inwestorów⁹⁶.

Nowym rozwiązaniem było również wprowadzenie rejestru funduszy inwestycyjnych. Rejestr prowadzony jest przez Sąd Wojewódzki w Warszawie. Jest jawny i ogólnie dostępny. W świetle ustawy, w fundusze inwestycyjne mogą inwestować zarówno osoby fizyczne, jak i osoby prawne oraz jednostki nie posiadające osobowości prawnej⁹⁷. Za wniesione środki inwestorzy otrzymują, w zależności od rodzaju funduszu, jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne. Nowa ustawa przewidziała tworzenie czterech podstawowych rodzajów funduszy:

- funduszu otwartego,
- specjalistycznego funduszu otwartego,
- funduszu zamkniętego,
- funduszu mieszanego⁹⁸.

⁹⁶ Również jak w specjalistycznym otwartym funduszu inwestycyjnym.

⁹⁷ Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 28 sierpnia 1997 roku, art. 5.

⁹⁸ Ibidem, art. 60.

Fundusze otwarte

Podobnie jak funkcjonujące wcześniej fundusze powiernicze, zbywają i odkupują tzw. jednostki uczestnictwa stanowiące udziały uczestników w aktywach funduszu, a zarazem tytuł do uzyskania dochodów z ulokowanych środków. Jednostki uczestnictwa nie mogą być przedmiotem obrotu wtórnego. Liczba uczestników funduszu jest nieograniczona. Podlega ona ciągłym zmianom. Każdy bowiem w dowolnym czasie może nabyć i zbyć posiadane przez siebie jednostki uczestnictwa. Dla zmniejszenia ryzyka, związanego z inwestowaniem w ustawie, zostały określone zasady dywersyfikacji ryzyka, z których wynika, że fundusz otwarty, nie może lokować więcej niż 5% wartości swoich aktywów w papiery wyemitowane przez jeden podmiot. Statut może jednak dopuszczać takie sytuacje, w których możliwe jest ulokowanie w papiery jednego podmiotu i wierzytelności wobec tego podmiotu do 10% wartości aktywów. Łączna wartość takich lokat nie może jednak przekroczyć 40% wartości wszystkich aktywów.

Fundusz otwarty był funduszem bezpiecznym, dlatego też polegał on na ostrych ograniczeniach inwestycyjnych⁹⁹.

Fundusze zamknięte

Emitują certyfikaty inwestycyjne, będące papierami wartościowymi na okaziciela. Certyfikaty inwestycyjne danego funduszu reprezentują jednakowe prawa majątkowe. W odróżnieniu od jednostek uczestnictwa, certyfikaty mogą być przedmiotem obrotu, tak więc po dopuszczeniu do obrotu publicznego, mogą być notowane na giełdzie lub na rynku pozagiełdowym. W przypadku korzystnej lokaty środków, wartość certyfikatów inwestycyjnych danego funduszu rośnie. Natomiast w przypadku fiaska polityki inwestycyjnej – maleje. Nabywca certyfikatu, realizuje swój zysk podobnie jak akcjonariusz. Kapitał funduszu zamkniętego jest stały, jednak fundusz może wprowadzać do obrotu kolejne emisje certyfikatów inwestycyjnych.

⁹⁹ Ibidem, art. 70-72.

Fundusz inwestycyjny zamknięty mógł lokować aktywa w następujące, zbywalne instrumenty finansowe¹⁰⁰:

- transakcje terminowe,
- prawa pochodne od prawa majątkowych,
- waluty,
- udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością,
- papiery wartościowe,
- wierzytelności, z wyjątkiem wierzytelności wobec osób fizycznych.

W przeciwieństwie do funduszu otwartego, który musi zapewnić większą płynność lokat, fundusz zamknięty, nastawia się na inwestycje długookresowe, bardziej zyskowe. Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych, jednostka uczestnictwa nie jest papierem wartościowym, a więc nie może być przedmiotem obrotu na giełdzie. Certyfikaty są natomiast papierami wartościowymi na okaziciela zachowują się więc podobnie jak akcje spółek notowanych na Giełdzie¹⁰¹. Certyfikaty tym różnią się od jednostek, że nie można ich umorzyć, tj. odsprzedać w dogodnym dla inwestora momencie – można nimi tylko handlować jak akcjami. W przypadku, jeśli inwestor będzie szybko potrzebował pieniędzy, musi wówczas mieć tylko nadzieję, że znajdzie się ktoś, kto będzie chciał odkupić posiadane przez niego certyfikaty. Certyfikaty można nabyć podczas publicznej subskrypcji lub po wprowadzeniu do publicznego obrotu na regulowanym rynku (giełdowym lub pozagiełdowym). Ponieważ certyfikaty są papierami wartościowymi, w niektórych przypadkach, ich posiadacz może uzyskać dywidendę. Certyfikaty są poddawane wycenie. Fundusz podaje co pewien czas, wartość aktywów netto przypadających na jeden certyfikat (nie rzadziej niż raz na 6 miesięcy), z drugiej strony jest podawana również wycena rynkowa, zgodna z prawami i tendencjami panującymi na rynku. Wycena podana przez emitenta (fundusz), niekoniecznie musi się pokryć z wyceną rynkową. Możliwości inwestowania funduszy zamkniętych, są zdecydowanie większe od funduszy otwartych. Zakres instrumentów finansowych pozostających

¹⁰⁰ Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 28 sierpnia 1997 roku, art. 98.

¹⁰¹ M. Jakubek, op. cit., s. 2-7.

do dyspozycji zarządzających zawiera instrumenty pochodne, waluty, wierzytelności czy udziały w spółkach z o. o., tj. lokaty niedostępne dla funduszy otwartych. Sprawia to, że fundusze zamknięte mają znacznie większe możliwości tworzenia strategii inwestycyjnych. Ponadto, fundusz zamknięty może być utworzony tylko na określony czas.

Fundusze specjalistyczne

Są to szczególne fundusze umowne, otwarte. Przeznaczone są dla ograniczonego kręgu inwestorów. Ich udziałowcami są z reguły towarzystwa ubezpieczeniowe, instytucje charytatywne, kościelne oraz fundacje. Podstawową różnicą dzielącą te fundusze od otwartych, jest możliwość określenia w statucie funduszu specjalistycznego, wymogów formalnych w stosunku do uczestników funduszu oraz określenia warunków, na jakich uczestnik może żądać odkupienia jednostek. Do szczególnych cech tego rodzaju funduszy należy to, że minimalna opłata za zarządzanie i kwota powierzona do zarządzania jest bardzo duża i w praktyce zaporowa dla drobnych inwestorów¹⁰².

Statut funduszu specjalistycznego przewiduje również możliwość utworzenia rady inwestorów, jako organu kontrolnego. Rada inwestorów kontroluje, realizuje politykę inwestycyjną, działalność funduszu oraz stosowanie wskazanych w statucie ograniczeń. W skład rady inwestorów może wchodzić uczestnik posiadający ponad 5% ogólnej liczby jednostek w danym funduszu.

¹⁰² G. Kościelniak, op. cit., s. 21-28.

Fundusze mieszane

Fundusze tego rodzaju emitują certyfikaty inwestycyjne oraz wykupują je na żądanie uczestników funduszu. Cechą charakterystyczną tych funduszy jest ograniczona liczba inwestorów oraz obowiązek wykupywania przez fundusz udziałów inwestorów, na ich żądanie. Rozwiązanie takie, polega na połączeniu zalet funduszu otwartego i zamkniętego, dlatego też fundusze mieszane określa się często jako półotwarte. Z chwilą wykupienia, certyfikaty – będące dopuszczonymi do publicznego obrotu papierami wartościowymi na okaziciela, są umarzane z mocy prawa. Jest to podstawowa cecha, która odróżnia fundusze mieszane od zamkniętych.

Fundusze tego rodzaju, mogą lokować swoje aktywa w papiery wartościowe, wierzytelności pieniężne (okres wymagalności nie dłuższy niż rok), udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością oraz waluty¹⁰³. Ograniczenia inwestycyjne w przypadku tych funduszy są bardziej liberalne w porównaniu z funduszami otwartymi.

Ponadto ustawa z 1997 roku określiła cele inwestycyjne, które mógł przyjąć fundusz:

- wzrost wartości aktywów w wyniku wzrostu lokat,
- ochrona realnej wartości aktywów,
- osiąganie dochodu z lokowania jego aktywów.

Każdy fundusz powinien w statucie określić zasady polityki inwestycyjnej, tj.

- kryteria doboru lokat,
- zasady dywersyfikacji oraz inne ograniczenia inwestycyjne,
- rodzaje papierów wartościowych i innych praw majątkowych będących przedmiotem lokat funduszu,
- statut powinien zawierać zapis, że nie gwarantuje osiągnięcia założonego celu.

Ustawa wprowadziła nowe rozwiązania w kwestii ścisłej kontroli nad tworzeniem i funkcjonowaniem funduszy inwestycyjnych, oraz zarządzających nimi towarzystwami, które zostały powierzone depozytariuszowi. W przypadku funduszy

¹⁰³ Ibidem, art. 113.

specjalistycznych otwartych, zamkniętych i mieszanych ustawa przewidywała również możliwość powołania rady inwestorów jako organu kontrolnego. Funkcje organu nadzorczego pełnione są także przez walne zgromadzenie akcjonariuszy towarzystwa, które zatwierdza sprawozdania finansowe funduszy. Novum jest również wprowadzenie rejestru funduszy inwestycyjnych. Rejestr funduszy inwestycyjnych prowadzi Sąd Wojewódzki w Warszawie¹⁰⁴. Fundusz inwestycyjny nabywa osobowość prawną z chwilą wpisu do rejestru funduszy inwestycyjnych. Z tą chwilą, towarzystwo staje się organem funduszu.

Fundusz prowadzi działalność, przestrzegając zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego, które (w zależności od rodzaju funduszu) określa ustawa. Uczestnikami funduszu mogą być osoby fizyczne, osoby prawne, a także jednostki organizacyjne nie posiadające osobowości prawnej. W zależności od rodzaju funduszu, jego uczestnicy za wnoszone wpłaty nabywają jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne. Fundusze są zarządzane przez towarzystwo na zasadach komercyjnych (odpłatnie), a utworzenie towarzystwa funduszy inwestycyjnych wymaga zgody Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Minimalna kwota kapitału akcyjnego to 3 mln zł, która jest podwyższana o 1 mln zł na każdy kolejny fundusz, którym ma zarządzać towarzystwo. Akcje towarzystwa są zawsze imienne i nie ma możliwości ich zamiany na akcje na okaziciela, a samo przekroczenie 20%, 33% i 50% liczby głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy wymaga zgody KPWiG. Celem zwiększenia bezpieczeństwa inwestowania, ustawodawca oddzielił funkcje zarządzania funduszem i przechowywania jego aktywów poprzez wprowadzenie depozytariusza, którym może być bank lub również Krajowy Depozytariusz Papierów Wartościowych Spółka Akcyjna. Aby bank mógł spełniać rolę depozytariusza, musi mieć siedzibę na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej oraz posiadać fundusze własne, wynoszące co najmniej 100 mln zł. Poza tym, depozytariusz został między innymi zobowiązany do występowania w imieniu uczestników z powództwem przeciw

¹⁰⁴ W. Przybylska-Kapuścińska, op. cit., s. 160-164.

towarzystwu z tytułu szkody spowodowanej niewykorzystaniem lub nienależytym wykonaniem obowiązków.

Dnia 21 marca 2001 roku, weszła w życie nowela ustawy z roku 1997. Ustawa ta, wprowadziła wiele istotnych zmian dostosowujących polskie prawo w tym zakresie do prawa Unii Europejskiej¹⁰⁵. Najważniejsze rozwiązania to:

- możliwość tworzenia nowego rodzaju funduszu inwestycyjnego – specjalistycznego zamkniętego,
- zmiana trybu tworzenia towarzystw funduszy inwestycyjnych,
- możliwość łączenia funduszy inwestycyjnych i specjalistycznych otwartych – odpowiednie procedury,
- możliwość zarządzania przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych zbiorczym portfelem papierów wartościowych,
- możliwość składania zleceń nabycia i odkupienia jednostek za pomocą elektronicznych nośników informacji.

Nowelizacja tej ustawy wprowadziła ponadto wiele modyfikacji, które poprawiły ewidentnie błędy w ustawie z 1997 roku, oraz doprecyzowały zapisy budzące wiele wątpliwości interpretacyjnych oraz dostosowała wiele przepisów, do nowych bądź zmienionych aktów prawnych np. Kodeksu spółek handlowych¹⁰⁶.

W ramach dostosowania do prawa wspólnotowego, ustawa dopuszczała m.in. możliwość dokonywania lokat w tzw. instrumenty rynku pieniężnego oraz umożliwia TFI zarządzanie pakietami papierów wartościowych indywidualnych klientów oraz świadczenie doradztwa w zakresie obrotu papierami wartościowymi. Ponadto, nowe przepisy ustawy, wprowadziły również możliwość obniżenia kosztów związanych z bezpieczeństwem każdego funduszu przy zachowaniu zasady, że aktywa funduszu nadal stanowią odrębny majątek od majątku TFI. Podmiot zarządzający mógł oferować różne strategie (od bezpiecznej po agresywną), w tym celu nie musiał tworzyć odrębnych funduszy. Mógł powołać jeden fundusz inwestycyjny z określoną liczbą subfunduszy. W konsekwencji, fundusz

¹⁰⁵ Ustawa o zmianie ustawy o fundusztach inwestycyjnych, z 16 listopada 2000 roku, Dz. U. Nr 114.

¹⁰⁶ W. Przybylska-Kapuścińska, op. cit., s. 161-179.

zachowywał odrębność majątkową i równocześnie oferował różne strategie inwestowania. Dzięki takiemu rozwiązaniu nie zostaje naruszona podstawowa korzyść oszczędzania w funduszach czyli pełne bezpieczeństwo majątku, a jednocześnie zostają obniżone koszty.

Fundusz z wydzielonymi subfunduszami, oferuje uczestnikom funduszy także dodatkową korzyść. Przy aktualnie obowiązujących rozwiązaniach, dokonując konwersji środków między funduszami, zostaje potrącony podatek od zysków kapitałowych. Tymczasem, przeniesienie środków między subfunduszami, jest wolne od podatku. Stanowi to duże ułatwienie dla tych inwestorów, którzy często zmieniają fundusze przy okresowych stratach. Inną zaletą odroczenia podatku, jest jego reinwestycja, co w konsekwencji pozwala uzyskać wyższą stopę zwrotu. Standardowo, podatek zabierany przy każdej konwersji, nie może być inwestowany, a przez to nie ma szansy na wypracowanie kolejnych zysków. Osobną kwestią są opłaty za wejście do nowego funduszu przy każdej konwersji. W funduszach, z wydzielonymi subfunduszami konwersja jest „zamianą jednostek” – tyle pieniędzy ile warte są aktywa w jednym subfunduszu zostanie zainwestowanych w drugim subfunduszu¹⁰⁷. Jednakże fundusz funduszy, różni się od funduszu z wydzielonymi subfunduszami poziomem bezpieczeństwa. Subfundusze nie mają osobowości prawnej, a w konsekwencji jeden subfundusz odpowiada za zobowiązania innego. Jak wyżej wspomniano, w oparciu o ustawę mogą być tworzone fundusze typu *venture capital* jako nowe specjalistyczne fundusze zamknięte. Emitowane przez nie certyfikaty, nie będą musiały być upublicznione, pod warunkiem jednak, że oferta emisyjna zostanie skierowana do mniej niż 300 osób. Fundusze tego rodzaju mogą również inwestować bezpośrednio w nieruchomości, a inwestycje których wartości przekraczałyby 15% aktywów funduszu muszą być przygotowane przez zgromadzenia inwestorów. Konstrukcja tych funduszy nie sprzyja drobnym inwestorom, ponieważ będą one emitować certyfikaty inwestycyjne, a nie jednostki uczestnictwa, tak jak zwyczajne fundusze otwarte.

¹⁰⁷ www.stti.pl

Ustawodawca zamierzał upodobnić te fundusze, do funduszy w Stanach Zjednoczonych, inwestujących wyłącznie w instrumenty rynku pieniężnego.

Inwestycje w papiery wartościowe i wierzytelności w państwach nienależących do OECD, wymagały zgody Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Fundusze tego rodzaju mogły nabywać jednostki uczestnictwa w innych funduszach inwestycyjnych oraz tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania mające swoją siedzibę za granicą. Obowiązywały je również ograniczenia inwestycyjne oraz w zaciąganiu zobowiązań, podobnie jak inne fundusze. Lokaty funduszu w papiery wyemitowane przez jeden podmiot nie mogły przekraczać 5% wartości aktywów, jak również waluta jednego państwa nie mogła przekraczać tego poziomu w portfelu funduszu (statut może dopuszczać podniesienie tego progu do 10%). Jednakże łączna wartość wszystkich lokat, nie mogła przekraczać 40% wartości aktywów funduszu.

Ograniczeń tych nie stosuje się w stosunku do papierów Skarbu Państwa oraz Narodowego Banku Polskiego. Fundusze tego rodzaju, mogą zaciągać pożyczki i kredyty do poziomu 30% wartości aktywów.

Tymczasem np. w Niemczech, otwarte fundusze inwestycyjne nieruchomości, funkcjonują już od kilkadziesiąt lat i pełnią bardzo istotną rolę – zwiększają skłonność ludzi do długoterminowego oszczędzania. Guido Rene Kenzi z Deutsche Grundbesitz (spółka zarządzająca jednym z największych funduszy nieruchomości w Niemczech), stwierdziła, że niemieckie gospodarstwa domowe zainwestowały w różnego rodzaju nieruchomości ponad połowę swoich oszczędności. Łączne aktywa tego typu funduszy wynosiły na koniec 2005 roku aż 48,2 mld EUR (tj. ok. 189 mld zł), pięćdziesiąt razy więcej, niż środki zgromadzone we wszystkich polskich funduszach inwestycyjnych. Jednakże Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, wyklucza możliwość powstania funduszu otwartego, inwestującego w nieruchomości, wyklucza to bowiem dyrektywa Unii Europejskiej z 1985 roku, która nie pozwala na utworzenie otwartego funduszu nieruchomości¹⁰⁸.

¹⁰⁸ www.inwestycje.pl

Podstawowym aktem prawnym regulującym 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 jest ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. Nr 146 poz. 1546).

Zgodnie z tą ustawą, fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, której podstawowym przedmiotem działalności, jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze publicznego oraz 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 majątkowe¹⁰⁹. Fundusz inwestycyjny zgodnie z ustawą, ma obowiązek prowadzenia działalności, przestrzegając zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego oraz szczególnego uwzględniania interesu uczestników. Organem, który zarządza funduszem inwestycyjnym i reprezentuje go wobec osób trzecich, jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych, oraz jako organ działania, również rada inwestorów lub zgromadzenie inwestorów (w przypadku i na warunkach określonych w ustawie).

Zgodnie z ustawą, fundusz inwestycyjny może być utworzony jako:

- fundusz inwestycyjny otwarty,
- specjalistyczny fundusz otwarty,
- fundusz inwestycyjny zamknięty.

Ponadto, ustawa przewiduje następujące konstrukcje funduszy inwestycyjnych:

- fundusze inwestycyjne z różnymi kategoriami jednostek uczestnictwa,
- fundusze inwestycyjne z wydzielonymi subfunduszami,
- fundusze inwestycyjne podstawowe i powiązane

oraz szczególne typy funduszy inwestycyjnych:

- fundusze aktywów niepublicznych,
- fundusze rynku pieniężnego,

¹⁰⁹ W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, PWN, Warszawa 1996, s. 43.

- fundusze portfelowe,
- fundusze sekuratyzyjne.

Aktywa funduszu inwestycyjnego przechowywane są przez wybranego przez fundusz depozytariusza, lub Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. Do podstawowych obowiązków depozytariusza zgodnie z powyższą ustawą należy:

- prowadzenie rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego,
- zapewnienie, aby zbywanie i odkupywanie jednostek uczestnictwa, emitowanie, wydawanie i wykupywanie certyfikatów inwestycyjnych odbywało się zgodnie ze statutem i przepisami prawa,
- rozliczanie umów dot. aktywów funduszu inwestycyjnego, oraz kontrolowanie terminowości rozliczania z uczestnikami funduszu,
- wartość netto aktywów i jednostek uczestnictwa powinna być obliczana zgodnie ze statutem i przepisami prawa,
- wykonywanie poleceń funduszu.

Działalność funduszy inwestycyjnych w Polsce, jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego¹¹⁰. Nadzór nad działalnością Komisji jest sprawowany przez Prezesa Rady Ministrów.

W skład Komisji Nadzoru Finansowego Rady Ministrów wchodzi:

1. przewodniczący – powoływany przez Prezesa Rady Ministrów na pięcioletnią kadencję,
2. dwóch zastępców przewodniczącego,
3. czterech członków
 - minister właściwy do spraw instytucji finansowych,
 - minister właściwy do spraw zabezpieczenia społecznego,
 - Prezes Narodowego Banku Polskiego,
 - przedstawiciel Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej.

¹¹⁰ Zakres i zasady tego nadzoru określa ustawa z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. Nr 157 poz. 1119), ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. Nr 183, poz. 1537) oraz ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. Nr 146, poz. 1576).

W połowie listopada 2007 roku, przez Komisję Europejską została opublikowana Biała Księga (*White Paper on enhancing the single market framework for investment funds*). Zawiera ona ramy prawne wspólnego rynku, dla funduszy inwestycyjnych. Określa ona swoistą strategię działań paraeuropejskich dot. funduszy oraz wskazuje kierunki ewolucji unijnych ram prawnych, dzięki którym zostanie osiągnięty adekwatny do dynamiki, rozwój usług finansowych, poziom elastyczności i koherentności, co przyczyni się do efektywności działania funduszy w UE¹¹¹.

W 2007 roku Sejm przesłał do komisji finansów publicznych nowelizację ustawy o funduszach inwestycyjnych. Projekt tej ustawy, przenosi do polskiego prawa rozwiązania UE, oraz uwzględnia zmiany na rynku. Najważniejsze zmiany dotyczą:

- skrócenia do jednego miesiąca terminu na wydawanie zgody na tworzenie nowych funduszy przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF),
- skrócenie terminów wydawania zezwoleń do jednego miesiąca, na wykonywanie działalności przez Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (TFI), zarządzanie portfelami oraz doradztwo inwestycyjne (tylko w uzasadnionych przypadkach KNF termin może być wydłużony do dwóch miesięcy),
- uporządkowanie zakresu informacji, jakie powinny się znaleźć w statucie funduszu, prospekcie informacyjnym oraz prospekcie emisyjnym w celu zwiększenia przejrzystości dokumentów,
- możliwość przekształcania funduszu inwestycyjnego otwartego z wydzielonymi subfunduszami,
- różnicowanie opłat pobieranych od jednostek subfunduszy. Rozważa się możliwość premiowania niższymi opłatami długoterminowych oszczędności,
- funduszy nieruchomości działających jako fundusze zamknięte. Przyjęcie przez Sejm tej zmiany oznaczałoby, że do funduszy inwestycyjnych zamkniętych mogłyby być wnoszone nieruchomości oraz budynki i lokale – jako odrębne nieruchomości,
- możliwość zlecenia przez TFI zarządzania sekurytyzowanymi wierzytelnościami firmom zewnętrznym oraz wprowadzenie licencji dla takich firm,

¹¹¹ www.mt.gov.pl

- liberalizacja zasad kupowania wierzytelności przez standaryzowane fundusze sekurytyzacyjne (regularna dopłata kapitału musi wynosić 75% wartości puli wierzytelności, a nie jak dotychczas – każda wierzytelność),
- zdyscyplinowanie TFI. Od dnia wydania zezwolenia na utworzenie TFI będzie miała 12 miesięcy na rozpoczęcie zarządzania tym funduszem,
- zasady dystrybucji – eliminacja nieuczciwego promowania jednych funduszy kosztem innych,
- sprzedaż nowych typów funduszy zagranicznych na polskim rynku¹¹².

3.3. Mechanizm funkcjonowania funduszy inwestycyjnych

Fundusze inwestycyjne, są instytucjami wspólnego inwestowania o specjalnym przeznaczeniu oraz charakterze. Mechanizm funkcjonowania tych instytucji można rozpatrywać przez pryzmat funduszu inwestycyjnego, oraz inwestora. Fundusz inwestycyjny może być utworzony wyłącznie przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych po uzyskaniu zezwolenia KNF. Fundusz może być utworzony jako fundusz otwarty, specjalistyczny fundusz otwarty, fundusz zamknięty lub fundusz mieszany. Towarzystwo może powołać do życia więcej niż jeden fundusz inwestycyjny.

Utworzenie funduszu wymaga przeprowadzenia następujących czynności:

- nadanie funduszowi statutu przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych,
- zawarcie umowy o przechowywanie aktywów funduszu z depozytariuszem,
- złożenie przez TFI do KNF wniosku o utworzenie funduszu inwestycyjnego,
- wydanie zezwolenia przez KNF (do 2 miesięcy od momentu złożenia wniosku),
- zapisy na tytuły uczestnictwa funduszu inwestycyjnego, zebranie wpłat do funduszu w wysokości określonej w jego statucie, jednak nie mniejszej niż 4 000 000 zł,
- wpisanie funduszu do rejestru funduszy inwestycyjnych¹¹³.

Do wniosku towarzystwa o wydanie zezwolenia na utworzenie funduszu inwestycyjnego załącza się:

- statut funduszu inwestycyjnego,

¹¹² Projekt ustawy został opracowany jeszcze przez rząd PiS. jednak Sejm nie zdążył się nią zająć przed przyspieszonymi wyborami. <http://gospodarka.gazeta.pl>

¹¹³ M. Jakubek, op. cit., s. 19.

- statut towarzystwa tworzącego fundusz, dane osobowe członków jego zarządu i rady nadzorczej (komisji rewizyjnej) oraz dane osobowe osób zatrudnianych w towarzystwie, które mają istotny wpływ na decyzje inwestycyjne funduszu,
- umowa z depozytariuszem,
- informacje o kwalifikacjach i doświadczeniu osób zatrudnianych w towarzystwie i funduszu.

Do dnia wpisania funduszu inwestycyjnego do rejestru, Komisja może cofnąć zezwolenie na utworzenie funduszu, jeśli przy zbieraniu wpłat towarzystwo naruszyło przepisy ustawy, statut funduszu lub warunki zezwolenia. Zezwolenie na utworzenie funduszu wygasa jeżeli:

- w ustalonym statutowo terminie na dokonanie zapisów na jednostki uczestnictwa, (certyfikaty inwestycyjne) towarzystwo nie zebrało wpłat w odpowiedniej wysokości,
- towarzystwo nie złożyło wniosku o wpisanie funduszu do rejestru przed upływem miesiąca.

W powyższych przypadkach, towarzystwo jest zobowiązane zwrócić wpłaty do funduszu wraz z odsetkami, które zostały naliczane przez depozytariusza.

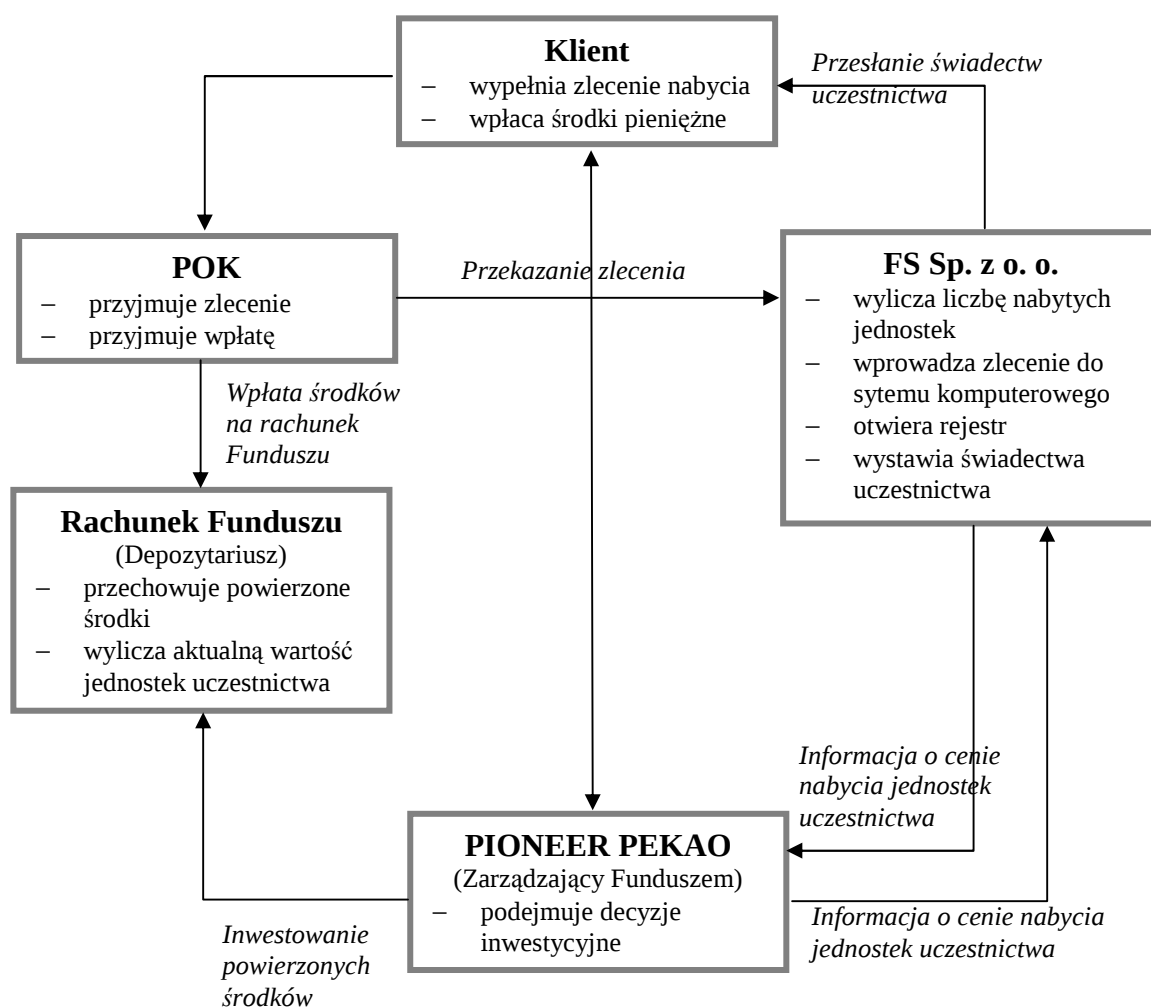
Wpłaty do funduszu zbierane są w drodze zapisów. Termin na zbieranie wpłat biegnie od dnia doręczenia zezwolenia na jego utworzenie, i nie może być krótszy niż 7 dni ani dłuższy niż cztery miesiące.

Z chwilą wpisania do rejestru funduszy inwestycyjnych, fundusz inwestycyjny nabywa osobowość prawną, a towarzystwo staje się jego organem.

Osoby zapisujące się na jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne, dokonują wpłat do funduszu inwestycyjnego i otrzymują pisemne potwierdzenie wpłat. Sam zapis na jednostki uczestnictwa, bądź certyfikaty inwestycyjne jest nieodwołalny i bezwarunkowy. Zapisy są prowadzone przez towarzystwa bezpośrednio lub pośrednio przez podmioty prowadzące działalność maklerską. Przyjmowanie zapisów na jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne funduszu inwestycyjnego, rozpoczyna się nie wcześniej niż w dniu następnym, po dniu doręczenia zezwolenia na utworzenie funduszu. Termin przyjmowania zapisów nie może być dłuższy niż dwa miesiące. Jeśli wpłaty na dokonanie zapisów na jednostki

albo certyfikaty inwestycyjne dokonano w terminie i wysokości określonej w statucie, to towarzystwo do 14 dni, od dnia zakończenia przyjmowania zapisów, przydziela jednostki uczestnictwa bądź certyfikaty inwestycyjne.

Sam proces, przystąpienia do funduszy inwestycyjnych, kończy się w momencie przydziału inwestorom nabytych przez nich tytułów uczestnictwa.



Rys. 3.1. Poszczególne etapy nabywania jednostek uczestnictwa

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Prospekt informacyjny Pioneer Pekao S.A.*, Warszawa 2008, s. 9.

3.4. Podmioty zaangażowane w funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych

Do instytucji obsługujących fundusz inwestycyjny, zalicza się takie podmioty, jak: towarzystwo funduszy inwestycyjnych, depozytariusz, dystrybutor jednostek uczestnictwa, przedsiębiorstwa maklerskie, agent transferowy, Komisja

Nadzoru Finansowego (KNF), Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA) oraz inne. Najważniejszym podmiotem w działalności funduszy inwestycyjnych w Polsce jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych (spółka akcyjna z siedzibą na terytorium RP), która na prowadzenie swojej działalności uzyskała zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego. Jako organ funduszu inwestycyjnego towarzystwo jest upoważnione wyłącznie do:

- tworzenia funduszy inwestycyjnych,
- zarządzania nimi,
- reprezentowania funduszy wobec osób trzecich,
- zarządzania zbiorczym portfelem papierów wartościowych.

Po uzyskaniu zezwolenia KNF, towarzystwo może rozszerzyć przedmiot działalności o:

- pośrednictwo w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych utworzonych przez inne towarzystwa lub tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych,
- zarządzanie na zlecenie pakietem papierów wartościowych,
- doradztwo w zakresie obrotu papierami wartościowymi,
- pełnienie funkcji przedstawiciela funduszy zagranicznych.

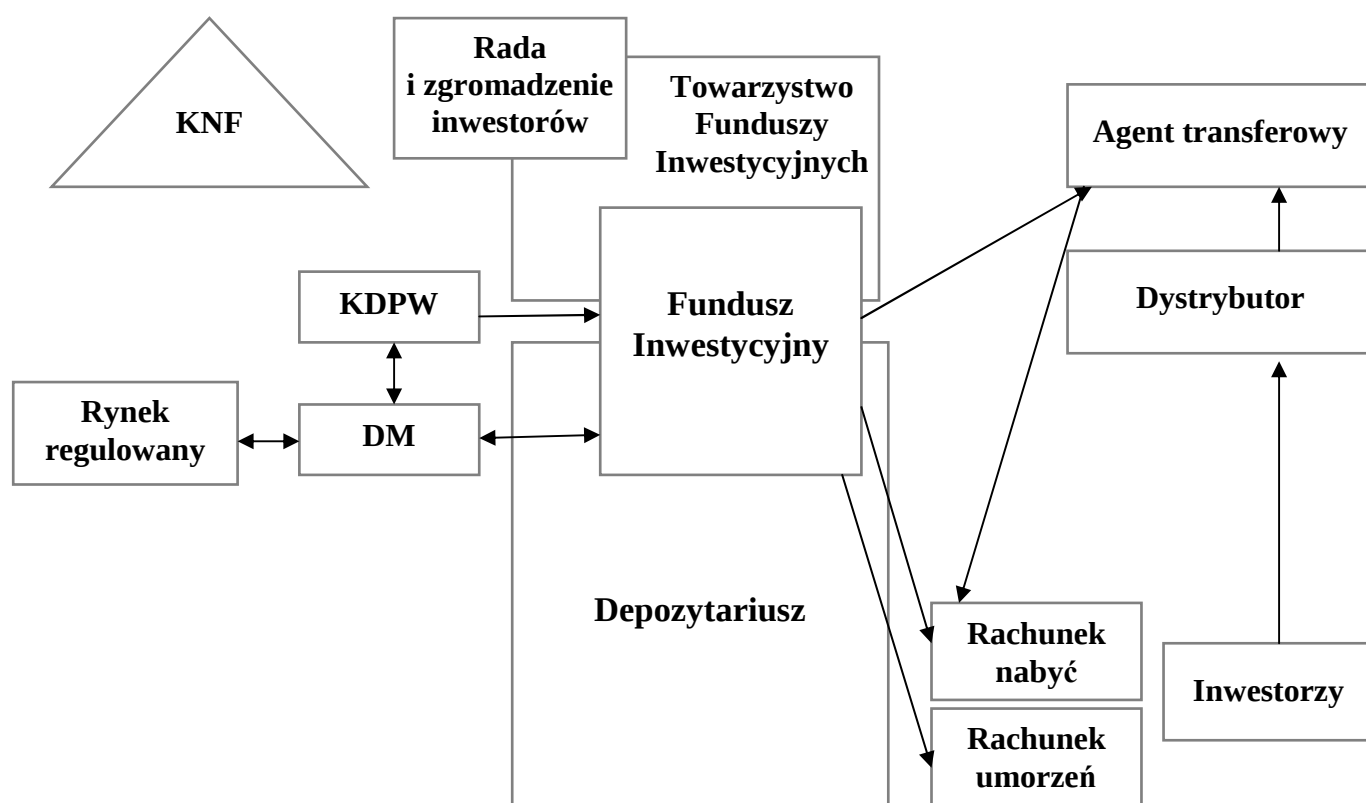
Towarzystwo w celu prowadzenia działalności podstawowej, aby rozpocząć działalność musi posiadać kapitał początkowy co najmniej 125 tys. EUR; w przypadku prowadzenia działalności rozszerzonej kwota ta ulega powiększeniu do 730 tys. EUR. Towarzystwo działa odpłatnie i jest zobowiązane do zatrudnienia co najmniej dwóch doradców inwestycyjnych¹¹⁴.

Z kolei podmiotem, który został zobowiązany do bezpiecznego przechowywania aktywów funduszy oraz pełnienia funkcji nadzorczej i kontrolnej jest depozytariusz. Istnienie depozytariusza jest wymogiem ustanowionym przez prawo. Jest również zobowiązany do obliczania wartości netto aktywów funduszu, oraz do ogłaszania dochodów funduszu. Za powyższe usługi, depozytariusz otrzymuje

¹¹⁴ K. Gabryelczyk, op. cit., s. 76-77.

wynagrodzenie ze środków funduszu. Przedsiębiorstwa maklerskie dokonują transakcji związanych z nabywaniem papierów wartościowych, na rzecz funduszu.

Podmioty zaangażowane w funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych oraz występujące między nimi zależności prezentuje rysunek 3.2.



Rys. 3.2. Podmioty zaangażowane w funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych

Źródło: K. Sas-Kulczycka, D. Choryło, J. Król, Z. Lasota, *Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce. Fundusze inwestycyjne i emerytalne*, WIG PRESS, Warszawa 1998..

Innym podmiotem jest prowadzący dystrybucję, który jest uprawniony do występowania w imieniu towarzystwa w zakresie zbywania i umarzania jednostek uczestnictwa. Z kolei podmiotem, który obsługuje uczestników funduszu są instytucje, które rejestrują uczestników funduszu, dokonują transakcji rozliczeń nabywania oraz umarzania jednostek uczestnictwa oraz pełnienia innych funkcji¹¹⁵.

¹¹⁵ M. Jakubek, op. cit., s. 70-71.

Depozytariusz

Do podstawowych obowiązków depozytariusza należy:

1. Przyjmowanie i bezpieczne przechowywanie papierów wartościowych funduszu z zachowaniem przepisów ustawy i prawa.
2. Prowadzenie rejestru aktywów funduszu.
3. Odkupywanie jednostek uczestnictwa odbywa się zgodnie z przepisami prawa i statutem.
4. Wartość jednostek uczestnictwa oraz wartość netto aktywów funduszu obliczana jest zgodnie z przepisami prawa i statutem.
5. Wykonywane są również polecenia funduszu za wyjątkiem tych, które są sprzeczne z prawem lub statutem.
6. Występowanie w imieniu uczestników funduszu z powództwem przeciwko towarzystwu, za szkody z tytułu niewykonania lub, nienależytego wykonania obowiązków z tytułu zarządzania funduszem.
7. Powiadania Komisję Nadzoru Finansowego, gdy fundusz działa na szkodę uczestników funduszu z naruszeniem prawa lub nienależycie uwzględnia interesy uczestników.
8. Jest likwidatorem funduszu na mocy Ustawy (wyjątkiem jest wyznaczenie innego likwidatora przez Komisję Nadzoru Finansowego).

Zgodnie z art. 102 ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi, towarzystwo powierza na mocy ustawy kustoidalnej aktywa funduszu do przechowywania, w związku z tym depozytariusz jest obowiązany do:

- 1) Bezpiecznego przechowywania aktywów.

Jest to podstawowa funkcja banku, która wynika z zasady przyjętej w większości ustawodawstw europejskich, polegająca na oddzieleniu zarządzania funduszem, od przechowywania jego aktywów. Gdyby aktywa były przechowywane przez towarzystwo, wówczas utrudniona byłaby kontrola jego polityki inwestycyjnej, mógłby być naruszony również interes inwestorów. Przepisy nie regulują sposobu przechowywania aktywów, a ich jedynym wymogiem jest to, żeby było ono bezpieczne.

2) Obliczenia wartości netto aktywów funduszu zgodnie z prawem i regulaminem funduszu.

Według ustawy, depozytariusz jest jedynym podmiotem, który jest zobowiązany do obliczania tej wartości. Obliczając wartość aktywów, bank opiera się na informacjach, które są powszechnie dostępne oraz od podmiotów z nim współpracujących (biura maklerskie, towarzystwa). Natomiast zasady obliczania aktywów dostępne są dla uczestników w regulaminie, który jest częścią umowy, między uczestnikiem funduszu a zarządzającym. Zgodnie z regulaminem, wartość netto aktywów funduszu jest wyceniana zgodnie z zasadą ostrożnej wyceny w dniu wyceny. Dni te, przypadają na wszystkie dni sesji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Wartość netto aktywów funduszu jest równa wartości wszystkich aktywów funduszu, pomniejszonej o wartość zobowiązań funduszu (wynagrodzenia, prowizje) w dniu wyceny. Dniem wyceny jest natomiast dzień, w którym ustala się wartość składników majątkowych oraz zobowiązań funduszu. Głównym źródłem informacji dla wyceny wartości aktywów, są notowania akcji i obligacji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Wszystkie papiery wartościowe, które są notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, są wyceniane stosownie do kursu dnia lub kursu odniesienia w przypadku notowań w systemie jednolitego kursu dnia lub kursu zamknięcia w przypadku papierów notowanych w systemie ciągłym. Papiery wartościowe, które nie są notowane na giełdzie, mogą być wyceniane na podstawie ostatniej ceny sprzedaży. Wartość netto aktywów funduszu obliczana jest w dniu wyceny, którym jest dzień sesji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Wartość netto aktywów funduszu na jednostkę uczestnictwa jest równa wartości netto aktywów funduszu w dniu wyceny, podzielonej przez całkowitą liczbę jednostek uczestnictwa, które w tym dniu znajdują się w posiadaniu uczestników funduszu. Dzięki takiej wycenie, inwestor może znać bieżącą wartość jednostki uczestnictwa oraz porównywać opłacalność swoich inwestycji.

Następnym obowiązkiem banku-powiernika jest:

- 3) Wykonywanie poleceń towarzystwa z wyjątkiem sytuacji niezgodnych z prawem lub regulaminem funduszu.

Wszystkie polecenia towarzystwa są poddawane wnikliwej analizie pod względem tej zgodności. Jeśli stwierdza się niezgodność, wówczas bank odmawia spełnienia tych poleceń i ma obowiązek powiadomienia o tej niezgodności Komisję Papierów Wartościowych, wynika to z jego funkcji kontrolnych. Istotna jest również kontrola zgodności poleceń towarzystwa z regulaminem funduszu.

- 4) Zapewnienie o terminowych rozliczeniach transakcji dotyczących aktywów funduszu. Depozytariusz jest obowiązany do zapewnienia, że transakcje, które dotyczą aktywów funduszu będą rozliczane w regulaminowych terminach. Transakcje nabywania i zbywania papierów wartościowych funduszu powinny być rozliczane możliwie szybko, gdyż dopiero po ich rozliczeniu możliwa jest wycena aktywów netto. Najczęściej są to transakcje kupna i sprzedaży papierów wartościowych, które są dopuszczone do publicznego obrotu.

- 5) Zapewnienia regulaminowego ogłaszania dochodów funduszu.

Zadaniem banku-powiernika jest czuwanie nad tym, aby ogłaszanie dochodów funduszu, następowało zgodnie z prawem i regulaminem funduszu. Dochód funduszu stanowią zyski, które są wynikiem korzystnej sprzedaży papierów wartościowych, wypłaty dywidend oraz oprocentowanie papierów dłużnych. Pojęcie dochodu funduszu różni się od wartości netto aktywów funduszu, który stanowią wszelkie aktywa funduszu powiększone o dochody. Dochody funduszu mogą być wypłacane uczestnikom funduszu, bez konieczności umarzania jednostek uczestnictwa lub reinwestowane przez towarzystwo¹¹⁶.

¹¹⁶ Prospekt informacyjny, Pioneer Pierwszy Fundusz Powierniczy, Warszawa 2008, s. 17.

6) Likwidacja funduszu i rozdział uzyskanych środków między uczestników funduszu. Likwidację towarzystwa funduszy powierniczych – spółki akcyjnej regulują przepisy Kodeksu Handlowego. Kodeks, jako przyczyny rozwiązania spółki wymienia w art. 444 kolejno:

- przyczyny przewidziane w statucie,
- uchwałę walnego zgromadzenia o rozwiązaniu spółki lub o przeniesieniu siedziby,
- ogłoszenie upadłości spółki,
- inne przyczyny przewidziane przez prawo¹¹⁷.

Postawienie spółki akcyjnej w stan likwidacji następuje w drodze uchwały walnego zgromadzenia, wskutek przyczyn wymienionych w Kodeksie, a także w drodze zarządzenia sądu rejestrowego w przypadkach przewidzianych w Kodeksie. Chwilą otwarcia likwidacji, jest uchwała walnego zgromadzenia towarzystwa. Zaistnienie przesłanek do otwarcia likwidacji albo uprawomocnienie się orzeczenia sądowego¹¹⁸. Po wygaśnięciu uprawnień towarzystwa do zarządzania funduszem (funduszami) z mocy prawa przysługują one bankowi, przy czym okres ten nie może być dłuższy niż 6 miesięcy, a za zgodą Komisji może być przedłużony o następne sześć miesięcy¹¹⁹.

Samo pojęcie uprawnień, oznacza nie tylko prawa towarzystwa, ale również obowiązki względem uczestników. Z chwilą kiedy wygasają prawa towarzystwa, uprawnienia te przejmuje bank. W ustawie, brak jest uregulowań odnośnie pozycji jaką zajmuje bank w stosunku do podmiotów obsługujących uczestników funduszy min. (agentem transferowym, któremu towarzystwo zlecało prowadzenie rejestrów uczestników, świadczenia na ich rzecz obsługi rachunkowo-księgowej, prowadzenie rozliczeń pieniężnych na bankowych rachunkach, nabyć i umorzeń jednostek uczestnictwa funduszu). Ta kwestia wydaje mi się problematyczna, ponieważ z ustawy nie wynika, że w tym przypadku bank staje się stroną umowy. Uważam, że bank powinien być stroną umowy, ponieważ rozdział środków funduszu pomiędzy uczestników byłby bardzo trudny. W przypadku przyjęcia tej koncepcji,

¹¹⁷ art. 102 ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi.

¹¹⁸ art. 444 Kodeksu Handlowego.

¹¹⁹ art. 101 ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi.

należałoby stosować przepisy k.c. o przelewie wierzytelności. Obowiązkiem banku jest likwidacja funduszu i rozdziału środków funduszu, między uczestników, proporcjonalnie do posiadanych przez nich jednostek uczestnictwa. Bank nie może również zbywać nowych jednostek uczestnictwa¹²⁰. Autorka uważa, że uprawnienia banku zostały zawężone w stosunku do uprawnień, które przysługiwały towarzystwu. W regulaminach brak jest również sprecyzowanych zasad likwidacji funduszu, które ograniczają się jedynie do powtórzeń sformułowań ustawy. Bank powinien dokonać likwidacji funduszu w okresie sześciu miesięcy, zaś za zezwoleniem KPW, okres ten może być wydłużony o następne sześć miesięcy. Zdaniem autorki okres ten jest zbyt krótki, ponieważ może być tak, że bank jest zobowiązany do likwidacji kilku funduszy, które były zarządzane przez towarzystwo i wówczas może np. zaistnieć zła sytuacja na rynku papierów wartościowych, a bank w tym momencie będzie zmuszony do zbycia aktywów funduszy. W ustawie brak, jest również przepisu mówiącego o publikowaniu sprawozdania po likwidacji funduszu, z czego wnioskuję, że uczestnicy funduszu nie mogą kontrolować przebiegu procesu likwidacyjnego funduszu i mogą w tym przypadku podnosić roszczenia w stosunku do banku. W czasie likwidacji funduszu, bank jest również zobowiązany do rozdzielenia środków funduszu między uczestników, proporcjonalnie do posiadanych przez nich jednostek uczestnictwa. Środkami funduszu są środki pieniężne, które bank uzyskuje w wyniku sprzedaży papierów wartościowych wchodzących w skład masy majątkowej. Zapis ustawy, chroni interesy inwestorów gwarantując, że zostaną oni zaspokojeni w jednakowym stopniu, nie zaś w kolejności zgłaszanych roszczeń. Obowiązkiem banku jest wypłacenie pieniędzy uczestnikom przez cały czas likwidacji funduszu. Ustawa nie zawiera również sposobu rozdzielania środków. W tym przypadku bank może korzystać z trzech możliwości:

1. wypłacanie pieniędzy przez dotychczasową sieć dystrybutorów funduszu,
2. wypłacanie pieniędzy przez sieć swoich placówek,
3. możliwość korzystania z obu sieci dystrybucyjnych.

¹²⁰ art. 101 §4 ustawy o publicznym obrocie.

7) Odpowiedzialność Depozytariusza.

W momencie likwidacji funduszu, bank odpowiada samodzielnie wobec uczestników funduszu. Jest odpowiedzialny wobec uczestników za szkody jakie ponieśli oni w wyniku jego działań bądź zaniechań. Uczestnicy funduszu, wszystkie skargi w związku z działalnością banku, mogą składać do Komisji. W ustawie brak jest również uregulowań odnośnie odpowiedzialności banku oraz odszkodowań na rzecz uczestników. W związku z powyższym, powinno się stosować ogólne uregulowania zawarte w kodeksie cywilnym¹²¹.

8) Przekazanie zarządzania funduszem.

Depozytariusz w przypadku zaprzestania działalności, może w całości lub w części przekazać zarządzanie funduszem innemu towarzystwu za zezwoleniem i na warunkach określonych przez Komisję. Komisja udzielając zezwolenia, określa warunki na jakich następuje przekazanie funduszu¹²².

Prowadzący dystrybucję

Dystrybutor jednostek uczestnictwa jest podmiotem, który po uprzednim uzyskaniu zgody KNF na zbywanie jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, na podstawie umowy dystrybucyjnej zawartej z funduszem inwestycyjnym, pośredniczy w zawieraniu umowy o zarządzanie powierzonymi środkami oraz przyjmuje środki pieniężne od uczestników. Prowadzący dystrybucję jest pośrednikiem, w nabywaniu i umarzaniu jednostek uczestnictwa w funduszu.

Prowadzący dystrybucję zobowiązany jest również do innych świadczeń na rzecz funduszu:

- zawierania umów o uczestnictwo w funduszach oraz przystąpienia do wyspecjalizowanych programów inwestycyjnych,
- przyjmowania zleceń nabycia jednostek uczestnictwa,
- przyjmowania zleceń odkupienia i konwersji jednostek uczestnictwa,

¹²¹ A. Kościelniak, op. cit., s. 154-165.

¹²² art. 101 §5 ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi.

- przyjmowanie oświadczeń woli od uczestników związanych z uczestnictwem w funduszu,
- przyjmowania wpłat z tytułu nabycia jednostek uczestnictwa,
- dokonywania wypłat z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa.

Podmioty sprawujące kontrolę nad Funduszem i Towarzystwem

- Komisja Nadzoru Finansowego

Komisja Nadzoru Finansowego¹²³ powołana została do zapewnienia przestrzegania prawa na rynku papierów wartościowych. Jej zadaniem jest nadzór nad funkcjonowaniem towarzystw-funduszy inwestujących i funduszy inwestycyjnych, w celu ochrony interesów inwestorów¹²⁴. Komisja Nadzoru Finansowego w stosunku do towarzystw i funduszy pełni następujące funkcje:

- 1) reglamentacyjne – polegające na udzielaniu różnych zezwoleń,
- 2) kontrolno-nadzorcze – ich celem jest czuwanie nad funkcjonowaniem towarzystw i funduszy zgodnie z prawem,
- 3) policyjne – stosowanie określonych sankcji wobec towarzystw naruszających przepisy prawa, warunków określonych w udzielonych im zezwoleniach lub naruszających reguły uczciwego obrotu.

Komisja Nadzoru Finansowego kontroluje funkcjonowanie towarzystwa i funduszy, od chwili zakładania spółki do momentu likwidacji lub zaprzestania działalności. KNF pełni również funkcje kontrolno-nadzorcze wobec banku-powiernika.

Komisja Nadzoru Finansowego działa poprzez indywidualne akty administracyjne podejmowane w formie uchwał, na podstawie przepisów ustawy. Mają one charakter wiążący i wywołują skutki prawne dla swoich adresatów. Akty te mogą być różnie klasyfikowane, a decyzje dotyczące towarzystw można podzielić na następujące grupy:

¹²³ Komisja Nadzoru Finansowego funkcjonuje od 19 września 2006 roku.

¹²⁴ art. 7 §1 pkt 2 ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi.

- 1) akty o charakterze reglamentacyjnym, które wyrażają się w udzielaniu zezwoleń na podejmowanie różnych czynności,
- 2) akty nadzoru – przybierają najczęściej formę zatwierdzania lub nałożenia określonych obowiązków,
- 3) akty administracyjne o charakterze policyjnym, do których zalicza się zakazy i nakazy dokonywania pewnych czynności, cofania i zawieszania zezwoleń oraz wymierzania kar pieniężnych.

Komisja Nadzoru Finansowego kontroluje również działalność towarzystw funduszy inwestycyjnych. Zadaniem kontroli jest stwierdzenie czy zachodzi potrzeba stosowania przewidzianych w ustawie środków nadzoru weryfikacyjnego lub środków policyjnych (cofnięcia zezwolenia, wymierzania kary pieniężnej). Niekiedy w wyniku kontroli Komisja podejmuje uchwały, które nie mają formy decyzji administracyjnej, ale zaleceń.

Innym podmiotem, który czuwa nad właściwym funkcjonowaniem funduszy inwestycyjnych jest organizacja pozarządowa zrzeszająca na zasadach dobrowolności działające w Polsce towarzystwa funduszy inwestycyjnych, czyli Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA). Została ona powołana 28 października 2004 roku i jest członkiem European Fund and Asset Management Association (EFAMA) – europejskiego stowarzyszenia zrzeszającego towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz spółki *asset management*. Do głównych zadań Izby należą:

- wspieranie rozwoju towarzystw funduszy inwestycyjnych w Polsce,
- reprezentowanie środowiska towarzystw funduszy inwestycyjnych,
- upowszechnianie wiedzy o funduszach inwestycyjnych.

Na koniec 2007 roku członkami IZFiA było osiemnaście z funkcjonujących w Polsce trzydziestu trzech towarzystw funduszy inwestycyjnych¹²⁵.

¹²⁵ www.izfa.pl

Typowe formy kontroli dotyczą prawa wstępu do określonych pomieszczeń towarzystwa, wglądu w dokumenty oraz sporządzanie kopii tych dokumentów, czuwania nad przestrzeganiem obowiązków zachowania tajemnicy.

3.5. Czynniki determinujące rozwój rynku funduszy inwestycyjnych

3.5.1. Czynniki makroekonomiczne

Fundusze inwestycyjne rozwinęły się prawie we wszystkich gospodarkach światowych (w których odgrywają rolę bardzo istotnej siły ekonomicznej, bądź niewielkiej instytucji o nieistotnym znaczeniu). Różnice w roli tych instytucji, w gospodarkach różnych krajów, wynikają z oddziaływania splotu różnych czynników, mających wpływ na rozwój gospodarczy tych krajów. Do podstawowych czynników wpływających na rozwój funduszy inwestycyjnych można zaliczyć: czynniki ekonomiczne, w tym makro i mikroekonomiczne, społeczno-psychologiczne oraz prawno podatkowe.

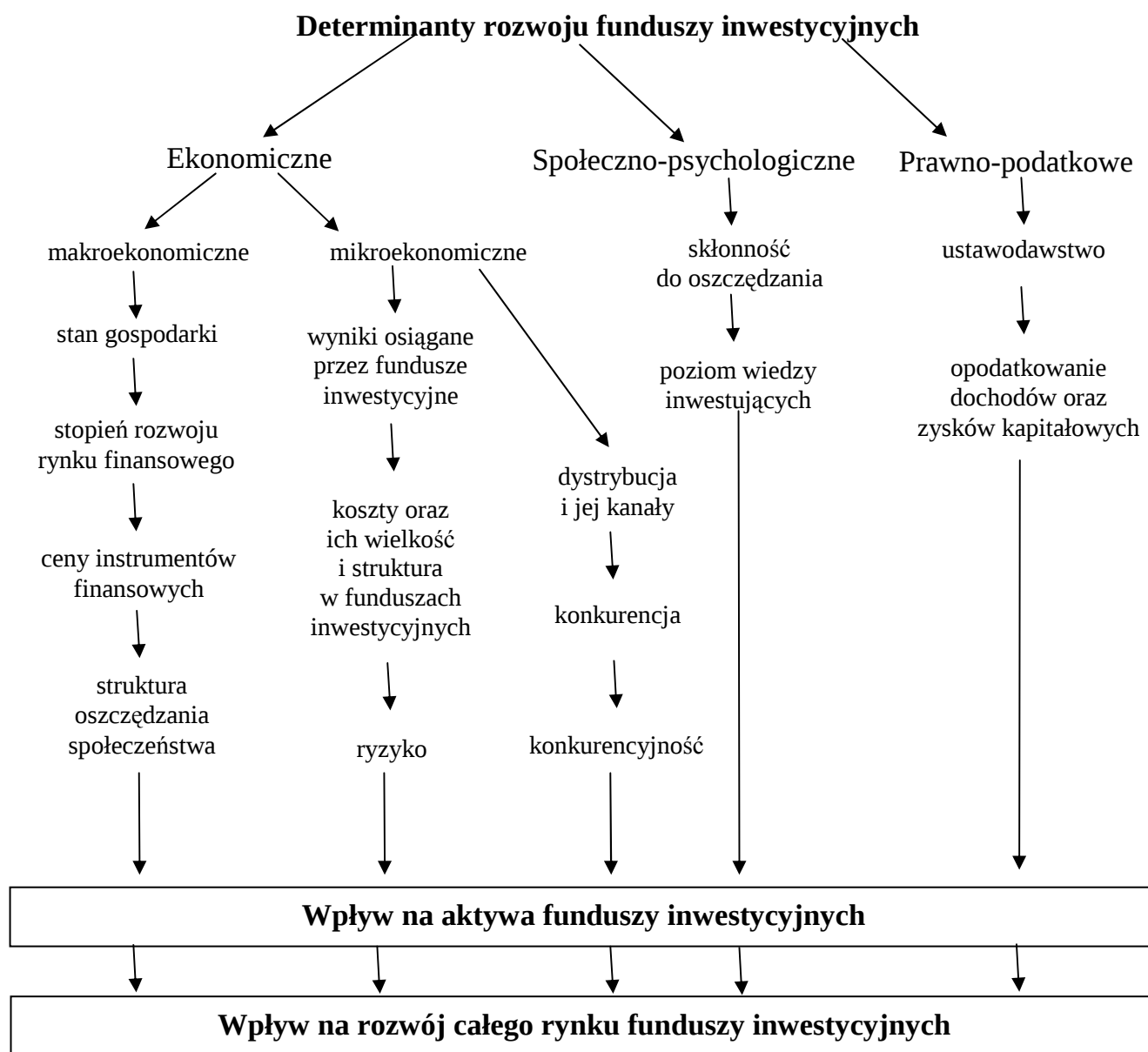
Z makroekonomicznego punktu widzenia istotny wpływ na rozwój funduszy, ma koniunktura panująca na rynkach finansowych, która ma bezpośredni wpływ na dochodowość funduszy. Rozwój funduszy, jest ponadto uzależniony od wielu różnych wskaźników makroekonomicznych. Można wyliczać ich nieskończenie wiele, ale wśród tych, które odgrywają kluczowe znaczenie, znajdują się między innymi PKB, wysokość inflacji i stopy bezrobocia, stopa skłonności do oszczędzania i inwestowania, stopy procentowe depozytów, a także stopy zwrotu uzyskiwane z alternatywnych źródeł lokowania kapitałów.

Czynniki makroekonomiczne uważane są za niezależne zarówno od działań samych funduszy inwestycyjnych, jak i inwestorów¹²⁶. Jednakże czynniki te przyczyniają się do tego, iż fundusze inwestycyjne wykorzystują pojawiające się sytuacje w celu wzbogacenia swojej oferty oraz przyciągnięcia jak największej liczby potencjalnych uczestników funduszy¹²⁷.

¹²⁶ W. Przybylska-Kapuścińska, K. Gabryelczyk, *Czynniki determinujące decyzje inwestorów indywidualnych o wyborze funduszy inwestycyjnych jako formy alokacji kapitału w Polsce*, [w:] D. Dziawgo (red.), *Indywidualni...*, s. 344.

¹²⁷ Ibidem.

Wśród czynników makroekonomicznych istotny jest przede wszystkim stopień rozwoju gospodarczego danego państwa, który jest wiernym odbiciem sytuacji w koniunkturze na rynku finansowym.



Rys. 3.3. Determinanty rozwoju funduszy inwestycyjnych

Źródło: Opracowanie własne.

Ustawodawstwo

Powstanie funduszy inwestycyjnych w Polsce umożliwiła pierwsza regulacja prawna w tym zakresie – prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z 22 marca 1991 roku, która weszła w życie 25 kwietnia 1991 roku. Przepisy dotyczące funduszy powierniczych zostały ujęte w rozdziale 8 tej ustawy. W polskim ustawodawstwie fundusz powierniczy rozumiano jako „wyodrębnioną finansowo wspólną masę majątkową uczestników, o zmiennej wartości i stałym przeznaczeniu gospodarczym, zarządzanym przez towarzystwo funduszy powierniczych. Zgodnie z tą ustawą fundusz powierniczy służył do zbiorowego lokowania środków pieniężnych. Zasadniczą cechą był brak powiązań organizacyjno-prawnych między inwestorem a spółką zarządzającą majątkiem pochodzącym z wpłat uczestników funduszu. Fundusz powierniczy nie miał osobowości prawnej, dlatego też nie mogły być wobec niego zastosowane korporacyjne powiązania między funduszem a uczestnikiem. Uczestnictwo w funduszu opierało się głównie na zbywanych przez fundusz jednostkach uczestnictwa, które nie mogły być przedmiotem obrotu, natomiast mogły być przedmiotem dziedziczenia. Organem, który zarządzał funduszem, było towarzystwo funduszu powierniczego. Mogło być ono utworzone wyłącznie w formie spółki akcyjnej z siedzibą na terytorium Polski.

Zezwolenie na działalność towarzystwa wydawane było przez Komisję Papierów Wartościowych, która również zatwierdzała statut towarzystwa oraz wybór banku powiernika. Przechowywaniem aktywów zajmował się bank-powiernik. Założycielami towarzystwa mogły być osoby krajowe, jak i zagraniczne. Wysokość minimalnego kapitału założycielskiego uzależniona była od liczby funduszy zarządzanych przez to towarzystwo (w przypadku jednego funduszu powierniczego towarzystwo musiało dysponować kapitałem o wysokości 4 mln PLN, a na każdy dodatkowy fundusz 2 mln PLN). Ponadto środki funduszy nie mogły być przeznaczane na dokonywanie innych lokat niż w papiery wartościowe. Istotne znaczenie dla polityki inwestycyjnej każdego z funduszy powierniczych miały limity inwestycyjne, które chroniły w pewnym sensie interesy drobnych inwestorów

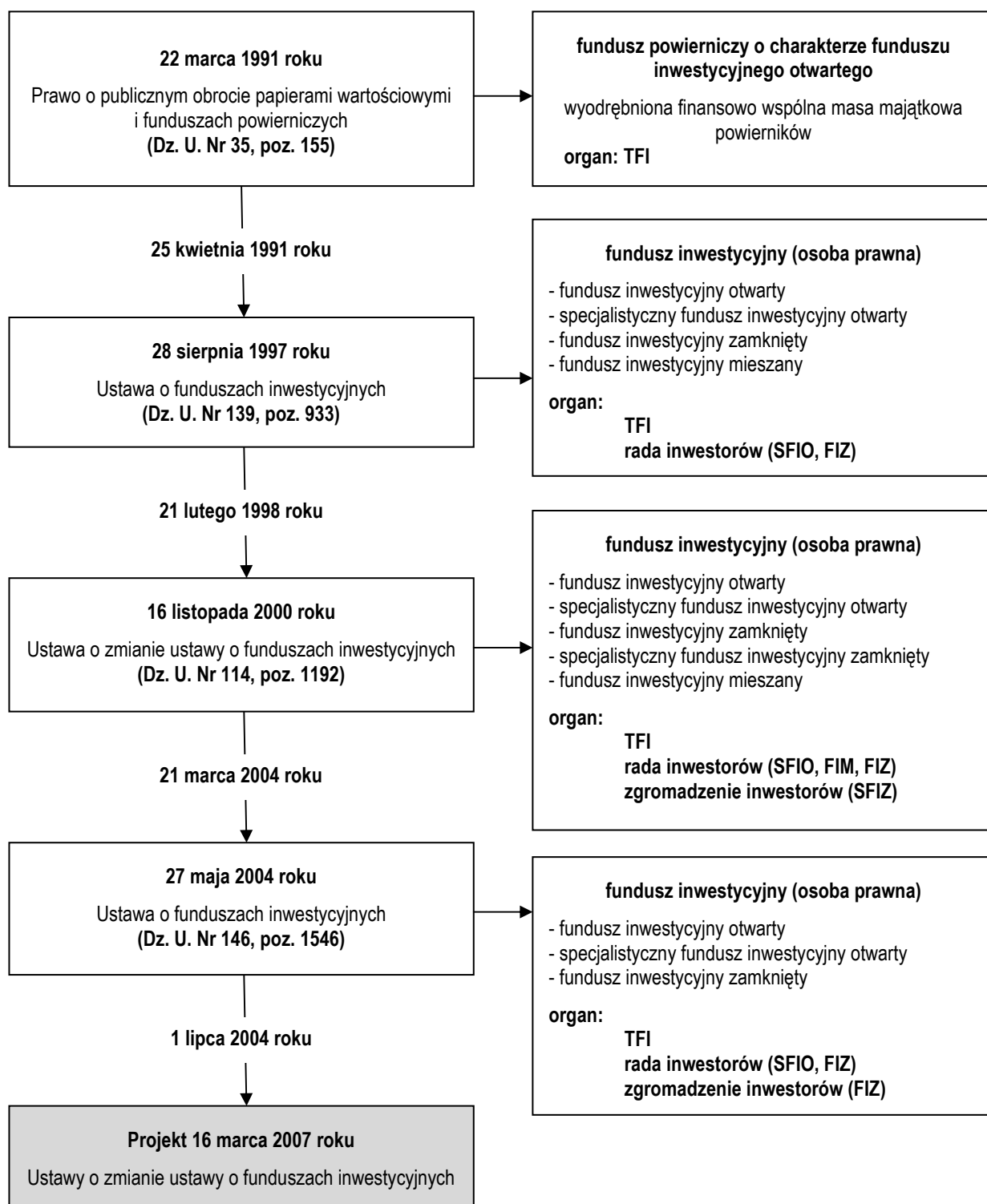
(90% wartości środków funduszu mogło być zainwestowane w papiery wartościowe, natomiast pozostałe 10% w inne walory). Również w papiery wartościowe jednego emitenta nie mogło być zainwestowane więcej niż 5% wartości środków funduszu. Fundusze powiernicze zobowiązane były również nie rzadziej niż raz w miesiącu przedstawiać w jednym z ogólnopolskich dzienników informacji o wartości aktywów netto (WAN) każdego funduszu oraz co najmniej raz w roku do ogłaszania sprawozdań finansowych w odpowiednich do tego celach przeznaczonych do publikacji pismach¹²⁸. Rozwój rynku finansowego przyczynił się do powiększenia oferty instytucji zbiorowego inwestowania, gdyż dotychczasowa stała się niewystarczająca. W związku z tym w 1993 roku zostały podjęte prace nad projektem nowelizacji ustawy z 1991 roku, która zakładała wprowadzenie funduszy o charakterze zamkniętym, które miały stanowić bazę tworzenia funduszy emerytalnych. Jednakże projekt nowelizacji ustawy nie został zrealizowany (stanowił punkt sporny między Ministerstwem Przekształceń Własnościowych a Komisją Papierów Wartościowych). Jednakże w ostateczności wszelkie regulacje prawne dotyczące funduszy powierniczych zostały zawarte w odrębnym akcie prawnym¹²⁹.

Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 28 sierpnia 1997 roku

Ustawa ta miała przełomowe znaczenie dla rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce. Ten pierwszy odrębny akt prawny stwarzał całkowicie nowe możliwości i perspektywy dla funkcjonujących już funduszy inwestycyjnych i jak dla tych, które miały dopiero powstać. Jedną z najważniejszych zmian była koncepcja dwóch osób prawnych, funduszu inwestycyjnego i towarzystwa funduszy inwestycyjnych, zamiast dotychczasowej osoby prawnej, jaką było towarzystwo funduszy powierniczych.

¹²⁸ Ustawa *prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych* z 22 marca 1991 roku, art. 89.

¹²⁹ Ibidem.



Rys. 3.4. Etapy wprowadzania aktów prawnych regulujących rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce

Źródło: Opracowanie na podstawie D. Krupa, *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 156.

Fundusz mógł być utworzony wyłącznie przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, za zezwoleniem Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, którego działalność regulowana była przez wspomnianą ustawę oraz statut funduszu. Natomiast fundusz inwestycyjny nabywał osobowość prawną z chwilą wpisania do rejestru funduszy inwestycyjnych. Organem funduszu – mogło być tylko towarzystwo funduszy inwestycyjnych w formie spółki akcyjnej. Towarzystwo mogło rozpocząć działalność dopiero po otrzymaniu zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Kapitał akcyjny towarzystwa wynosił co najmniej 3 mln PLN (kwota uległa powiększeniu o 1 mln PLN na każdy kolejny fundusz).

Ustawa również przewidywała oddzielenie przechowywania aktywów, poprzez powierzenie ich depozytariuszowi, który w rezultacie zastąpił miejsce banku powiernika (określonego w poprzedniej ustawie). Depozytariuszem mógł zostać bank, który na podstawie umowy zawartej z towarzystwem i za zezwoleniem Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, mający siedzibę na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej, posiada fundusze własne w wysokości co najmniej 100 mln PLN albo Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych¹³⁰. Wyłącznym przedmiotem działalności funduszu było lokowanie środków pieniężnych zebranych publicznie w określone w Ustawie papiery wartościowe i inne prawa majątkowe. Uczestnikami funduszu inwestycyjnego mogły być osoby fizyczne, prawne oraz jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej. Wartość aktywów netto funduszu inwestycyjnego nie mogła być niższa niż 2,5 mln PLN. Ustawa wprowadziła cztery typy funduszy inwestycyjnych:

- fundusz otwarty,
- fundusz specjalistyczny otwarty,
- fundusz zamknięty,
- fundusz mieszany.

Jedną z konsekwencji uchwalenie ustawy o funduszach inwestycyjnych było przekształcenie istniejących na rynku towarzystw funduszy inwestycyjnych

¹³⁰ W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek papierów wartościowych w Polsce. Wybrane problemy*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002, s. 162.

(od lutego 1998 roku do października 1998 roku). Natomiast proces przekształcania funduszy powierniczych w otwarte fundusze inwestycyjne trwał od listopada 1998 roku do połowy 2000 roku. Ustawa regulowała również funkcjonowanie funduszu inwestycyjnego zamkniętego, który emitował nieistniejące dotychczas na polskim rynku finansowym certyfikaty inwestycyjne, które były niepodzielnymi papierami wartościowymi na okaziciela. Certyfikaty inwestycyjne reprezentowały jednakowe prawa majątkowe i były dopuszczone do publicznego obrotu. Ich emisja wymagała zgody Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Fundusz ten nie mógł nabywać certyfikatów inwestycyjnych, które wyemitował.

Ustawa z 16 listopada 2000 roku o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych

Konieczność stworzenia nowych możliwości inwestycyjnych oraz dostosowania polskiego ustawodawstwa do regulacji obowiązujących w Unii Europejskiej przyczyniła się do wprowadzenia w listopadzie 2000 roku ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych. Znowelizowana ustawa weszła w życie 21 marca 2001 roku. Nowelizacja ta wprowadziła szereg nowych przepisów oraz doprecyzowała istniejące:

- unormowano tryb łączenia dwóch funduszy inwestycyjnych otwartych lub specjalistycznych, pod warunkiem zarządzania przez to samo towarzystwo,
- połączenie funduszy następowało przez przeniesienie majątku funduszu przejmowanego do funduszu przejmującego,
- łączenie funduszy mogło nastąpić wyłącznie za zgodą Komisji Papierów Wartościowych i Giełd,
- fundusz, którego majątek przeniesiono, był wykreślany z rejestru funduszy.

W osobnym rozdziale nowelizacji ustawy zostały zawarte przepisy dotyczące zbiorowego portfela papierów wartościowych, który towarzystwo mogło utworzyć poprzez nabycie papierów wartościowych na własny rachunek. Towarzystwo we własnym imieniu wykonywało prawa i obowiązki wiążące się z poszczególnymi składnikami portfela i zarządzania nim. Walory wchodzące w skład zbiorczego portfela nie podlegały egzekucji, mogła ona nastąpić tylko przez odkupienie

jednostek. Towarzystwu nie wolno było zmieniać procentowego składu portfela papierów wartościowych. Dopuszczalne to było jedynie w sytuacjach wyjątkowych (np. zdarzenie losowe). Ustawa uprościła również procedurę utworzenia towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Upřednio na utworzenie towarzystwa, wymagane było zezwolenie Komisji Papierów Wartościowych i giełd. Po otrzymaniu takiego zezwolenia towarzystwo mogło złożyć następny wniosek o utworzenie funduszu. Po nowelizacji, spółka ubiegająca się o zezwolenie na tworzenie funduszy, miała obowiązek złożyć jednocześnie wniosek o zezwolenie na utworzenie funduszu inwestycyjnego. Kolejną zmianą była zmiana zasad dystrybucji tytułów uczestnictwa. Wprowadzono nowy dodatkowy sposób składania zleceń nabycia lub odkupienia jednostek uczestnictwa za pośrednictwem osób fizycznych.

Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 roku

Obowiązująca obecnie ustawa o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 roku weszła w życie 1 lipca 2004 roku¹³¹. Ustawa ta zastąpiła dotychczasową ustawę o funduszach inwestycyjnych z 28 sierpnia 1997 roku i jej nowelizacji z 16 listopada 2000 roku, związane to było z koniecznością dostosowania polskiego prawa do regulacji europejskich w obszarze funduszy inwestycyjnych czyli dyrektyw zwanych UCITS III. Ponadto zmiany jakie zaszły na rynku finansowym w Polsce od momentu wejścia nowelizacji poprzedniej ustawy, jak również niekompletność poprzednich aktów prawnych wymusiły na ustawodawcy istotne zmiany i ustanowienia nowych regulacji w zakresie nieokreślonym przez ustawodawstwo Unii Europejskiej. Ustawa ta dostosowała przede wszystkim przepisy w zakresie działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych otwartych do dwóch dyrektyw unijnych: dyrektywy nr 2001/107/EC Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 stycznia 2002 roku zmieniającej dyrektywę Rady nr 85/611/EWG (dyrektywę UCITS) odnośnie działalności spółek zarządzających i uproszczonych prospektów oraz dyrektywę nr 2001/108/EC Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 stycznia 2002 roku

¹³¹ Dz. U. Nr 146 poz. 1546 z późn. zm.

zmieniającej dyrektywę UCITS w odniesieniu do inwestycji przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania. W ramach dostosowań krajowego ustawodawstwa do dyrektywy UCITS III szczególną rolę odegrały przepisy dotyczące wymogów kapitałowych oraz zasad funkcjonowania i wykonywania działalności przez spółki zarządzające funduszami. Oprócz przesłanek związanych z dostosowaniem polskiego prawa do *acqui communautaire*, uelastyczniono również reguły funkcjonowania funduszy inwestycyjnych bazując na dotychczasowych doświadczeniach. Do istniejących zmian należała również rezygnacja z regulowania funduszy inwestycyjnych mieszanych (FIM) i specjalistycznych funduszy zamkniętych (SF-IZ) i zastąpienie trzech rodzajów funduszy emitujących certyfikaty inwestycyjne jednym – funduszem inwestycyjnym zamkniętym. Nowa ustawa obniżyła przede wszystkim wymogi kapitałowe stawiane TFI (minimalny kapitał początkowy towarzystwa określono na 125 tys. euro, podczas gdy wcześniej kapitał zakładowy TFI musiał wynosić co najmniej 3 mln zł), w związku z czym „otworzyła” rynek funduszy inwestycyjnych dla bardzo zamożnych osób fizycznych. Na rezultaty nie trzeba było długo czekać. Pierwszymi niezależnymi od banków, firm ubezpieczeniowych i innych instytucji finansowych towarzystwami, który otrzymały zasada organu nadzoru na zarządzania funduszami, były: Opera TFI w maju 2005 roku oraz Inwestors TFI – w lipcu 2005 roku. Nowa ustawa zawiera również wiele dodatkowych regulacji związanych z ochroną konsumenta, rozwojem rynku i podmiotów na nim działających.

W ustawie udzielono zezwolenia dla funduszy otwartych na udzielanie pożyczek środków pieniężnych oraz poręczeń i gwarancji. Natomiast inne zapisy ustawowe rozszerzyły z kolei kompetencje rady inwestorów i zgromadzenia inwestorów. Ustawa umożliwiła także towarzystwom funduszy inwestycyjnych zarządzanie cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie i doradztwo w zakresie obrotu papierami wartościowymi (obecnie „zarządzanie portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych oraz

doradztwo inwestycyjne)¹³². Odrębna grupa zmian odnosi się do zasad inwestycyjnych i dopuszczalnych limitów inwestycyjnych, będących odrębnymi normami bezpieczeństwa. Chodzi o swoistą dywersyfikację w tym zakresie, aby zbyt duża część kapitału funduszu nie była ulokowana w taki sam sposób. W ustawie zliberalizowano istniejące dotychczas limity inwestycyjne, między innymi zmieniono limity funduszy, których polityka inwestycyjna sprowadza się do odzwierciedlenia struktury uznanego indeksu akcji lub dłużnych papierów wartościowych. Wzorując się na doświadczeniach państw zachodnioeuropejskich wprowadzono regulacje dotyczące szczególnych konstrukcji funduszy inwestycyjnych i szczególnych typów funduszy inwestycyjnych. W ramach trzech podstawowych rodzajów funduszy (otwartego, specjalistycznego, otwartego i zamkniętego) umożliwiono TFI tworzenie trzech szczególnych konstrukcji funduszy inwestycyjnych i funduszy z różnymi kategoriami jednostek uczestnictwa, funduszy z wydzielonymi subfunduszami oraz funduszy podstawowych i powiązanych.

Zdecydowanie największym sukcesem okazała się konstrukcja funduszu z wydzielonymi subfunduszami, czyli funduszu parasolowego. Konstrukcja ta dała towarzystwom możliwość tworzenia w ramach jednego funduszu inwestycyjnego (w każdej dopuszczalnej formie prawnej) dowolnej liczby subfunduszy, z których każdy może realizować inną politykę inwestycyjną – od bezpiecznej po agresywną. Okazała się ona niezwykle popularna głównie jednak ze względu na korzyści podatkowe (od października 2005 roku) inwestorzy dokonujący zamiany jednostek między subfunduszami nie muszą płacić podatku od osiągniętego zysku kapitałowego. Ustawa zliberalizowała również obowiązki informacyjne funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych, ograniczając je do publikowania prospektów informacyjnych oraz ich skrótów, półrocznych sprawozdań finansowych na stronach internetowych. Istotnym zapisem nowej ustawy jest możliwość utworzenia przez polskie towarzystwa funduszy inwestycyjnych i domy maklerskie

¹³² Ibidem.

izby gospodarczej, co podkreśla tym samym rosnące znaczenie funduszy na rynku finansowym.

Projekt z 16 marca 2007 roku Ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 2004 roku

Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce oraz potrzeba implementacji kolejnych aktów prawnych prawa wspólnotowego na grunt krajowy, przygotowany został projekt Ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 roku. Projekt ten transponuje do polskiego porządku prawnego z zakresu funduszy inwestycyjnych postanowienia dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2004/39/WE z 21 kwietnia 2004 roku w sprawie instrumentów finansowych oraz Dyrektywy Komisji 2006/73/WE z 10 sierpnia 2006 roku, wprowadzającej środki wykonawcze do Dyrektywy 2004/39/WE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne. w projekcie ustawy zaprojektowano cały szereg zmian systemowych w zakresie całego rynku funduszy inwestycyjnych między innymi:

- skrócenie do 1 miesiąca terminów wydawania zezwoleń związanych z:
 - wykonywaniem działalności przez towarzystwo,
 - utworzeniem funduszu inwestycyjnego,
 - zarządzaniem portfelami oraz doradztwo inwestycyjne,
 - wyłączenie wpłat do funduszy z postępowania egzekucyjnego,
 - wprowadzenie możliwości przekształcenia otwartego funduszu inwestycyjnego w subfundusz z wydzielonymi subfunduszami,
 - wprowadzenie możliwości różnicowania jednostek uczestnictwa subfunduszy pod względem opłat,
 - umożliwienie członkom rady inwestorów funduszu inwestycyjnego wykonywania praw i obowiązków również poprzez pełnomocnika,
 - wprowadzenie obowiązku uzyskania zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego na dokonanie zmian w statucie w zakresie utworzenia nowego subfunduszu,

- ujednolicenie limitu ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy lub udziale w kapitale zakładowym towarzystwa,
- ograniczenie do 12 miesięcy okresu na rozpoczęcie przez towarzystwo zarządzania funduszem inwestycyjnym od dnia wydania zezwolenia na utworzenie tego funduszu.

Natomiast zawarte w projekcie propozycje zmian dotyczące funduszy inwestycyjnych zamkniętych dotyczą:

- wprowadzania zasady „licencjonowania” podmiotów zarządzających sekurytyzowanymi wierzytelnościami,
- umożliwienie zlecania podmiotom zewnętrznym zarządzania sekurytyzowanymi wierzytelnościami w drodze umów,
- umożliwienie tworzenia niestandardyzowanych funduszy sekurytyzacyjnych,
- wprowadzenie możliwości wnoszenia do funduszy inwestycyjnych zamkniętych nieruchomości oraz budynków i lokali,
- zmiana definicji „puli wierzytelności”, poprzez wskazanie, iż regularny dopływ kapitału ma przynosić cała pula wierzytelności.

Regulacje prawne dotyczące funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej

Duże rozbieżności regulacyjne w zakresie funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w poszczególnych krajach członkowskich Unii Europejskiej spowodowały to, iż tą kwestię postanowiono uregulować na poziomie wspólnotowym.

Podstawowym aktem prawnym regulującym funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej jest dyrektywa nr 85/611/EEC z 20 grudnia 1985 roku w sprawie koordynacji przepisów dotyczących przedsięwzięć zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe, tak zwana dyrektywa UCITS (*undertaking for collective investment in transferable securities*), która miała służyć ujednoliceniu przepisów w poszczególnych państwach członkowskich w zakresie wspólnego rynku funduszy inwestycyjnych. Dokument ten jest powszechnie nazywany dyrektywą UCITS I. Dyrektywy UCITS umożliwiły wprowadzenie zasady jednolitego paszportu dla instytucji wspólnego inwestowania. Jednolity

paszport umożliwia instytucjom powołanym i działającym zgodnie z regulacjami dyrektywy UCITS, oferowanie tytułów uczestnictwa w krajach UE bez konieczności ubiegania się o zezwolenie w każdym kraju członkowskim. Ponadto Dyrektywa UCITS określa formy prawne funduszy zharmonizowanych, zakres ich działalności, wymagania dotyczące inwestowania posiadanych środków, zasady odkupu jednostek uczestnictwa. Dyrektywa zawęziła również pojęcie instytucji wspólnego inwestowania do podmiotów mających siedzibę na terytorium jednego z państw członkowskich Unii europejskiej i spełniających następujące warunki:

- emitują udziały (tytuły uczestnictwa), które są zbywane i odkupywane na każde żądanie uczestnictwa tej instytucji,
- wyłącznym przedmiotem ich działalności jest inwestowanie powierzonych przez inwestorów publicznie zebranych środków pieniężnych w zbywalne papiery wartościowe.

Dyrektywa UCITS została znowelizowana kolejnymi dwiema dyrektywami Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 stycznia 2002 roku, 2001/107/EC oraz 2001/108/EC.

Pierwsza z nich dotyczyła uregulowania działalności spółek zarządzających i uproszczonych prospektów emisyjnych, druga – rozszerzenia katalogu instrumentów, w które fundusze inwestycyjne mogły lokować powierzony im kapitał oraz ich limitów inwestycyjnych. Znowelizowana dyrektywa nazywana jest potocznie dyrektywą UCITS III. Regulacje te zawierają przepisy mające wprowadzić harmonizację i standaryzację przyjętych rozwiązań prawnych w UE w zakresie funkcjonowania funduszy inwestycyjnych.

Podstawową przesłanką stworzenia aktu prawa wspólnotowego był zamiar wprowadzenia tzw. zasady jednolitej licencji (*single passport*), umożliwiającej instytucjom zbywanie oferowanych przez nie tytułów uczestnictwa na terytorium wszystkich państw członkowskich, bez konieczności ubiegania się o odrębne zezwolenie. Dyrektywa określa wymagania co do sposobu licencjonowania przez nie działalności zapewniającej jednolity poziom bezpieczeństwa środków powierzanych funduszom, niezależnie od państwa, w jakim uzyskały zezwolenie

na działalność. Dyrektywa zawiera również zapisy dotyczące instytucji wspólnego inwestowania oraz dwóch najważniejszych podmiotów i spółki zarządzającej i depozytariusza. Wskazuje również na obowiązek nadzoru nad instrumentami wspólnego inwestowania ze strony odpowiednich organów władzy państwowej w każdym z krajów członkowskich. Dyrektywa UCITS III obowiązuje jedynie w wypadku funduszy otwartych (*open-ended*), które oferują jednostki uczestnictwa na publicznym rynku papierów wartościowych Unii Europejskiej, a jej regulacjom nie podlegają fundusze zbiorowego inwestowania, w tym:

- fundusz zbiorowego inwestowania typu zamkniętego,
- instytucje zbiorowego inwestowania, które gromadzą kapitał przez oferowanie swoich tytułów uczestnictwa na rynku niepublicznym UE,
- fundusze UCITS, których jednostki uczestnictwa mogą być zbywane jedynie na rynku publicznym poza obszarem UE.

Dyrektywy UCITS III wprowadzają regulacje między innymi w obszarach:

- sposobu wyceny aktywów,
- ograniczeń inwestycyjnych funduszy UCITS dotyczących instrumentów i proporcji, w jakich fundusze mogą w nie inwestować,
- obowiązków informacyjnych,
- prospektów informacyjnych,
- depozytariusza.

Na rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Europie istotny wpływ miało również przyjęcie 21 kwietnia 2004 roku przez Radę Wspólnoty Europejskiej dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych, która zastąpiła dyrektywę o usługach inwestycyjnych z 1993 roku (*ISD Directive*). Dyrektywa ta wprowadziła także zmiany do trzech innych dyrektyw: UCITS, CAD (*Capital Adequacy Directive*) oraz CBD (*Consolidated Banking Directive*). Dyrektywa FIM zmieniała dyrektywę UCITS w zakresie dotyczącym prowadzenia przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych działalności polegającej na zarządzaniu cudzym projektem papierów wartościowych na zlecenie oraz doradztwa w zakresie obrotu papierami wartościowymi. Głównym celem dyrektywy FIM jest

unowocześnienie usług inwestycyjnych w UE, wzmocnienie jej przejrzystości, efektywności i integralności oraz wprowadzenie mechanizmów zapewniających bezpieczeństwo inwestorom. W wyniku przeprowadzonej przez Komisję Europejską procesu rewizji dyrektywy w sprawie koordynacji przepisów ustawowych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania. W lipcu 2005 roku powstał dokument konsultacyjny, tak zwana **Zielona Księga**, który przedstawiał funkcjonowanie unijnych regulacji w zakresie rynku funduszy inwestycyjnych w UE oraz prezentował szereg propozycji, których celem było zwiększenie efektywności działania funduszy. W wyniku konsultacji i dyskusji przeprowadzanych przez Komisję Europejską w ramach Zielonej Księgi w listopadzie 2006 roku powstał dokument ostateczny – **Biała Księga** w sprawie ram prawnych dla wspólnego rynku funduszy inwestycyjnych. Główne działania w Białej Księdze dotyczą:

- umożliwienia inwestorom podejmowania świadomych decyzji,
- wzmocnienia swobód wspólnego rynku,
- rozpoczęcia prac nad systemem prywatnego plasowania, w celu usprawnienia w innych państwach członkowskich sprzedaży funduszy niezharmonizowanych (non-UCITS).

Segment funduszy inwestycyjnych niezharmonizowanych (non-UCITS) nie jest objęty formalnymi ramami umożliwiającymi sprzedaż transgraniczną inwestorom indywidualnym. Obecnie rozważana jest przez Komisję Europejską kwestia rozwoju i uregulowania tego typu funduszy na poziomie europejskim.

3.5.2. Czynniki mikroekonomiczne

Do najczęściej analizowanych czynników, zaliczane są czynniki mikroekonomiczne, gdzie najwięcej uwagi zwraca się na **wyniki inwestycyjne** funduszy inwestycyjnych i związanym z tym ryzykiem oraz **wielkością kosztów**. Powyższe wskaźniki, wpływają na poziom stóp zwrotu z funduszy inwestycyjnych, które określają rentowność. Do oceny skuteczności funduszu stosuje się najczęściej realizowaną stopę zwrotu (roczna stopa zwrotu wyraża zysk z zysku z roku

poprzedniego). Aby ocenić skuteczność funduszu, inwestorzy sprawdzają roczną stopę zwrotu z funduszu w okresie dwóch czy pięciu lat, w różnych okresach. Celem, jest znalezienie funduszu, który osiąga dobre wyniki nie tylko sezonowo, czy w ostatnim czasie. Osiągnięcia wyników na poziomie wyższym lub co najmniej takim jak średnia rynkowa (tzw. benchmark, którym może być np. indeks giełdowy) jest jednym z podstawowych celów, jakie chcą osiągnąć zarządzający każdym funduszem inwestycyjnym. Jest to również czynnik decydujący o atrakcyjności funduszu inwestycyjnego, z punktu widzenia inwestora, w porównaniu z innymi formami alokacji kapitału. Bardzo istotnym jest również profesjonalizm kadry zarządzającej, który można sprawdzić poprzez pryzmat wyników osiągniętych przez dany fundusz. Fundusze docelowe powinny tracić każdego miesiąca mniej niż pozostałe fundusze. Dotyczy to również funduszy bezpiecznych, których wyniki pomimo inwestowania w bezpieczne instrumenty finansowe, takie jak obligacje i bony skarbowe mogą się różnić, a w skrajnych przypadkach inwestycja w nie może nawet przynieść straty. Przy wyborze funduszu, powinniśmy odpowiedzieć sobie na pytanie, jaki stopień ryzyka jesteśmy skłonni zaakceptować, oraz jaki jest nasz horyzont inwestycyjny. Poszukując najbardziej odpowiedniego funduszu, inwestor powinien porównać cele inwestycyjne funduszu i podejmowane przez jego menedżerów ryzyko z własnymi celami i potrzebą bezpieczeństwa. Towarzystwa mają w swojej ofercie zarówno fundusze bezpieczne, do których można zaliczyć fundusze rynku pieniężnego, obligacyjne, jak i fundusze o większym stopniu ryzyka, inwestujące znaczną część aktywów w akcje oraz fundusze zrównoważone i agresywne.

W przypadku wyboru inwestowania długookresowego, tzn. w horyzoncie 1,5-2 lat, inwestor powinien się zdecydować na fundusze lokujące swoje aktywa na rynku akcji, w perspektywie przynoszą one z reguły wyższy zysk, niż inwestycje w papiery dłużne. Gdy inwestorowi zależy na bezpiecznym wzroście wartości oszczędności dłuższym niż rok, to alternatywą dla kupna obligacji, są fundusze obligacyjne, inwestujące w szeroką gamę papierów wartościowych, zarówno o zmiennym, jak i stałym oprocentowaniu, co zapewnia stabilny wzrost powierzonych

środków. Inwestor powinien również zwrócić uwagę na opłaty i prowizje różnych funduszy. Powinno się również sprawdzić stopę wydatków funduszu, czyli ile fundusz wydaje w przeliczeniu na aktywa netto. Im wyższe są wydatki, tym mniej środków pozostanie na rachunku klienta.

Oddziaływanie wyżej wymienionych czynników, wpływających na stopę zwrotu jednostki uczestnictwa, uzależnione jest od dynamiki napływu kapitału na rynek funduszy inwestycyjnych. Bowiem im większa ilość kapitału napływa na ten rynek – tym w konsekwencji jest większy ilościowy i jakościowy rozwój tego segmentu rynku finansowego, co potwierdzają wyniki funduszy inwestycyjnych osiągane w poszczególnych latach. Na wielkość zgromadzonego kapitału przez fundusze inwestycyjne, istotny wpływ ma również ich dystrybucja. Zwiększenie ilości kanałów dystrybucji, zwiększa dostępność udziałów funduszy inwestycyjnych, tym samym, wzrasta ilość klientów funduszy oraz konkurencja ze strony innych funduszy. W tym zakresie wiele się zmieniło i nadal zmienia, ponieważ ze strony towarzystw podają różnego rodzaju propozycje dystrybucyjne. Jednostki uczestnictwa dostępne są nie tylko u akwizytora czy w biurze maklerskim, ale także w bankach, w internecie, można je kupić w bankomacie, przy pomocy karty magnetycznej wybierając pieniądze z osobistego konta. Kanały dystrybucyjne są cały czas otwarte¹³³.

3.5.3. Czynniki społeczno-psychologiczne

Napływ oszczędności społeczeństwa do funduszy inwestycyjnych, jest również związany z rozwojem gospodarczym, który w tym przypadku również oddziałuje w dwóch kierunkach, tzn. wpływa na popyt na inwestycje w fundusze inwestycyjne, a z drugiej strony wpływa na podaż usług funduszy inwestycyjnych. Z tym również, wiążą się czynniki społeczno-psychologiczne. Wzrost poziomu zamożności społeczeństwa zwiększa jego skłonność do oszczędzania, a to z kolei wpływa na decyzje podejmowane przez społeczeństwo odnośnie lokat pieniężnych, w tym decyzji dotyczących inwestowania w funduszach inwestycyjnych.

¹³³ BRE-BANK-CASE, Zeszyty, fundacja Naukowa CASE, 1994, s. 24.

Im wyższy poziom zamożności społeczeństwa, tym wyższa skłonność do oszczędzania. Również bardzo istotny jest poziom wiedzy inwestorów o mechanizmach działania rynku finansowego, o funkcjonowaniu gospodarki rynkowej oraz o formach alokacji kapitału, instrumentach finansowych itp. Ma to bardzo istotne znaczenie przede wszystkim na rynkach wschodzących, ponieważ ilość zainwestowanych oszczędności w instrumenty finansowe, w tym w fundusze inwestycyjne ma bardzo istotne znaczenie do rozwoju rynków finansowych. Jednakże badania przeprowadzane w Polsce, potwierdzają stosunkowo małą wiedzę społeczeństwa na temat funduszy inwestycyjnych¹³⁴, a wśród tych, którzy się z nimi zetknęli – niski stopień zaufania do nich. Obie te kwestie mają bardzo duże znaczenie dla rozwoju rynku. Pierwszy problem może być dość szybko przezwyciężony, np. poprzez rozpowszechnienie pracowniczych programów emerytalnych opartych właśnie na funduszach inwestycyjnych, wówczas większa liczba ludzi poznałaby zasady funkcjonowania funduszy. Niestety brak koncesji podatkowych dla uczestników tych programów, słaba kondycja finansowa większości polskich przedsiębiorstw nie rokuje szybkiego rozwoju dobrowolnych ubezpieczeń społecznych. Natomiast jeśli chodzi o nieufność, to została ona zasiana przez bessę w latach 1997-1998, gdzie uczestnicy pierwszych funduszy ponieśli straty, tym bardziej przez nich dotkliwie odczuwane, że nominalne i realne stopy odsetkowe płacone przez banki od depozytów terminowych były bardzo wysokie. Sytuacja taka, wzmocniła konserwatywne podejście społeczeństwa do form lokowania oszczędności, podnosząc preferencje do terminowych depozytów bankowych. To właśnie te czynniki, spowodowały odpływ środków z rynku funduszy inwestycyjnych w 1998 roku, szczególnie z funduszy akcyjnych i mieszanych¹³⁵.

3.5.4. Czynniki prawno-podatkowe

Czynniki prawno-podatkowe są bardziej istotne z punktu widzenia ochrony praw inwestorów oraz sprawnego i efektywnego funkcjonowania funduszy inwestycyjnych. Jak również, wysokość opodatkowania dochodów i zysków kapitałowych

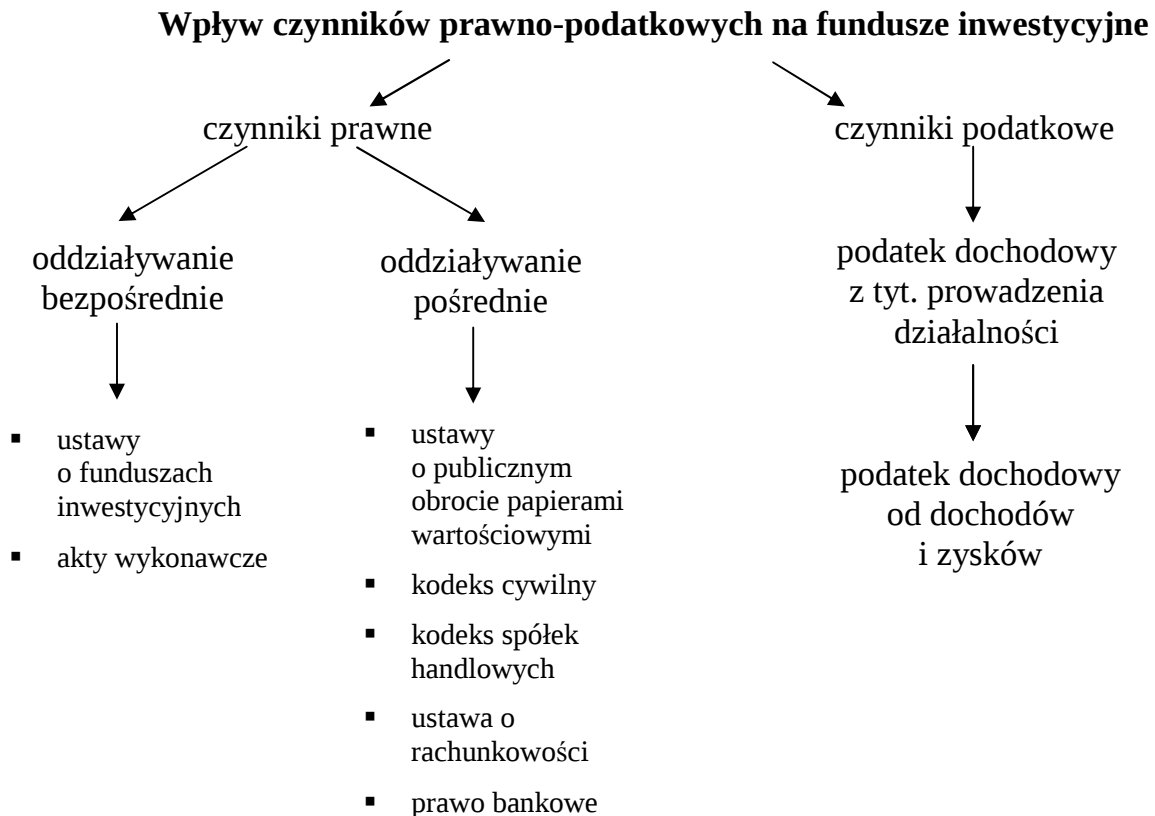
¹³⁴ R. Garbarczyk, op. cit., s. 200-220.

¹³⁵ Zeszyt BRE-BANK, Fundusze inwestycyjne na polskim rynku, Fundacja Naukowa CASE, s. 14.

na poziomie instytucji wspólnego inwestowania, jak i inwestorów, które ma istotne, właściwie decydujące znaczenie o wielkości kosztów oraz dochodów z danej inwestycji.

W celu dokładnego uzasadnienia działalności funduszy inwestycyjnych, przyjmuję kryterium prawno-podatkowe. Osobno jednak traktuję o podstawach prawnych i systemie podatkowym, ponieważ zarówno normy prawne jak i system podatkowy, dotyczą skali całych układów gospodarczych, jak i podmiotów wchodzących w ich skład. Mówiąc wprost, skutki działania norm prawnych i podatkowych występują w mikro i makro skali.

Oddziaływanie regulacji prawnych może mieć charakter bezpośredni (ustawy o funduszach inwestycyjnych lub akty wykonawcze) albo pośredni (przez akty prawne dotyczące funkcjonowania rynku finansowego działania instytucji finansowych lub innych podmiotów związanych z ich funkcjonowaniem). Natomiast zagadnienia związane z podatkami dotyczą podatku dochodowego z tytułu prowadzenia działalności gospodarczej lub podatku dochodowego od dochodów i zysków kapitałowych.



Rys. 3.5. Wpływ czynników prawno-podatkowych na fundusze inwestycyjne

3.5.5. Czynniki behawioralne

Literatura przedmiotu dotycząca czynników determinujących napływ kapitału do funduszy inwestycyjnych jest bogata, jednak dość rozproszona i bardzo często traktuje o poszczególnych determinantach w sposób wybiórczy. Jednakże na jej podstawie można wyodrębnić trzy grupy czynników, które decydują o napływie do funduszy inwestycyjnych, a mianowicie:

- czynniki ekonomiczne,
- czynniki społeczno-psychologiczne,
- czynniki prawno-podatkowe.

Czynniki decydujące o napływie kapitału do funduszy inwestycyjnych pochodzą ze wszystkich wyżej wymienionych grup determinant. Jednakże, nie da się w prosty sposób stwierdzić, który z tych czynników ma dominujące znaczenie, ponieważ są one od siebie zależne. Jednakże można wskazać, iż w pierwszych latach funkcjonowania rynku funduszy inwestycyjnych największe znaczenie miały czynniki prawne, następnie dynamika napływu kapitału zwiększyła się dzięki czynnikom podatkowym. Obecnie dominujące znaczenie mają czynniki ekonomiczne i jak się wydaje, psychologiczne, związane zarówno z wiedzą i doświadczeniem oraz z zachowaniem inwestorów. Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce jest wciąż rynkiem rozwijającym się, w związku z tym w latach 1992-2007 przeważały okresy napływu kapitału. Sytuacja zmieniła się dopiero pod koniec 2007 roku, kiedy to na GPW w Warszawie rozpoczął się okres systematycznych spadków notowań akcji. W tym czasie odpłynęło z rynku funduszy inwestycyjnych ponad 30 mld zł, czyli niemal tyle kapitału, ile napłynęło do niego w całym 2007 roku. Taki stan rzeczy najbardziej niepokoi przede wszystkim zarządzających, którzy wynagradzani są za wielkość zgromadzonego kapitału. Niemal wszystkie miesiące 2008 roku, wykazały, że obie te zmienne są ze sobą ściśle skorelowane, czego dowodem są paniczne ucieczki inwestorów indywidualnych, którzy realokują swoje środki w instrumenty charakteryzujące się mniejszym ryzykiem inwestycyjnym albo przeznaczają je na konsumpcję.

Tabela 3.12. Wydarzenia istotne dla napływu kapitału do funduszy inwestycyjnych w latach 1992-2008

Rok	WAN (mln PLN)	Czynniki
1992	2	lipiec – rozpoczęcie sprzedaży Pioniera Zrównoważonego
1993	828	pierwsza hossa na GPW w Warszawie
1994	1 423	15 marca – koniec pierwszej hossy na GPW w Warszawie - maj – odpływ kapitału z Pioniera Zrównoważonego (2,15 mln PLN)
1995	696	- grudzień – Pioneer Zrównoważony osiąga najniższą wartość WAN w wys. 666,6 mln zł - utworzono nowe towarzystwo TFP Korona
1997	1 900	21 sierpnia – uchwalenie pierwszej ustawy o funduszach inwestycyjnych
1998	1 788	dynamiczny wzrost liczby TFI i FI
1999	3 130	- pojawił się na rynku funduszy pierwszy fundusz dywidendowy - hossa na GPW
2000	6 579	fundusze dywidendowe
2001	11 864	- fundusze terminowe - nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych - grudzień – podatek Belki
2002	22 294	- hossa na rynku pieniężnym - dynamiczny napływ kapitału do funduszy inwestycyjnych
2003	33 231	hossa giełdowa
2004	37 724	1 maja – wejście Polski do UE 27 maja – uchwalenie drugiej ustawy o funduszach inwestycyjnych
2005	61 284	hossa giełdowa
2006	98 785	kontynuacja hossy giełdowej – bardzo wysokie stopy zwrotu z funduszy akcyjnych i hybrydowych
2007	134 787	- lipiec/sierpień – załamanie się na rynku kredytów w USA – ogromne straty finansowe największych banków inwestycyjnych na świecie - bessa na światowym rynku kapitałowym - od listopada – trwałe spadki na GPW w Warszawie - odpływ kapitału z funduszy inwestycyjnych
2008	73,7	Rok 2008 był jednym z najgorszych w historii warszawskiej giełdy, która należała do najsłabszych parkietów na świecie, na co wpływ miały negatywne informacje płynące przede wszystkim ze Stanów Zjednoczonych (słabe dane makroekonomiczne oraz pogarszająca się kondycja sektora bankowego). Spadek WIG o -51,1% w skali roku.

Źródło: Opracowanie własne.

Z punktu widzenia napływu kapitału do funduszy inwestycyjnych przełomowe były lata 2000 i 2001. W 2000 roku wartość aktywów netto zwiększyła się o 6,5 mld zł (wprowadzenie korzystnych podatkowo funduszy dywidendowych), a w 2001 roku (funduszy terminowych). Czynnikiem, który jednak w najbardziej spektakularny sposób przyczynił się do napływu kapitału do funduszy inwestycyjnych, był tzw. podatek Belki (zaczął obowiązywać od 1 marca 2002 roku) i obejmował dochody z oszczędności ulokowanych od 1 grudnia 2001 roku, między innymi w funduszach inwestycyjnych. Zakładał on 20% opodatkowanie zysków z lokat bankowych i dochodów kapitałowych osób fizycznych. Ku ogromnemu zaskoczeniu zarządzających jak również obserwatorów tego rynku, rozpoczął się gwałtowny napływ środków pieniężnych do funduszy inwestycyjnych przede wszystkim inwestorów indywidualnych. Decyzja o wprowadzeniu opodatkowania dochodów i zysków kapitałowych osób fizycznych wyzwoliła wśród inwestorów indywidualnych najprawdopodobniej (nie jest to udokumentowane badaniami), zachowania tzw. behawioralne, które wiążą się z podejmowaniem decyzji inwestycyjnych na podstawie przesłanek nieracjonalnych (wręcz emocjonalnych). Można się zastanawiać, czy wystąpiły w tym wypadku efekty naśladownictwa, domina lub inne¹³⁶.

Kluczowym zagadnieniem jest tutaj sam proces podejmowania decyzji inwestycyjnych. Proces ten został opisany przy użyciu teorii perspektywy opracowanej przez Daniela Kahnemana i Amosa Tversky'ego, za którą ten pierwszy (Amos Tversky zmarł w 1996 roku) otrzymał w 2002 roku Nagrodę Nobla z ekonomii. Z teorii tej wynika, że decyzja o zakupie bądź sprzedaży akcji zależy od dwóch czynników: kształtu funkcji użyteczności inwestora oraz wartości prawdopodobieństwa przypisywanego przyszłym zmianom ceny. Prace poświęcone behawioralnym aspektom podejmowania decyzji inwestycyjnych bazują na opisie zachowań inwestorów, które w sposób naukowy je wyjaśniają. Behawioryzm jest deskryptywnym

¹³⁶ K. Gabryelczyk, *Czynniki determinujące napływ kapitału*, w: *Współczesne problemy rynku pieniężnego i kapitałowego*, K. Gabryelczyk, E. Gruszczyńska-Broźbar, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009, s. 195-206.

podejściem do rynku objaśniającym procesy poznawcze i motywacyjne zachowań uczestników rynku. Autorzy prac z dziedziny finansów behawioralnych zakwestionowali prawdziwość dwóch założeń finansów klasycznych.

Na poziomie analizy rzeczywistych procesów podejmowania decyzji poddano w wątpliwość założenie o pełnej racjonalności inwestorów. Zauważono bowiem, że wykazują oni silne inklinacje behawioralne w sferze poznawczej i motywacyjnej. Poddano w wątpliwość również hipotezę efektywności rynku, za przyczyną badań empirycznych, które wykazały występowanie wielu anomalii, takich jak inercja cen akcji, czyli krótkoterminowe dodatnie autokorelacje stóp zwrotu (Jegadeesh i Titman, 1993, 2001, 2002) oraz regresja cen do średniej, czyli długoterminowe ujemne autokorelacje stóp zwrotu (De Bondt i Thaler, 1985).

W latach dziewięćdziesiątych XX wieku zaczęto budować modele zakładające powszechność nieracjonalnych zachowań inwestorów, nazwane zostały modelami behawioralnymi. Anomalie starano się wyjaśnić za pomocą skłonności behawioralnych inwestorów. Skłonności te zostały podzielone na dwie grupy:

- 1) dotycząca sfery poznawczej inwestorów czyli opinii,
- 2) dotycząca sfery motywacyjnej, czyli preferencji.

Zauważono, że w sferze poznawczej inwestorzy posługują się licznymi heurystykami, czyli uproszczonymi sposobami rozumowania, które mogą prowadzić do błędnych wniosków. Do najczęstszych heurystyk zalicza się:

- nadmierna pewność własnej wiedzy i umiejętności, złudzenie kontroli oraz nadmierny optymizm, polegające na przecenianiu własnej wiedzy i zdolności, zbytnej ufności we własną kontrolę nad zachodzącymi procesami oraz bezpodstawnym zakładaniu optymistycznego przebiegu realizowanych projektów;
- heurystyka dostępności – przypisywanie tym wyższego prawdopodobieństwa jakiemuś zdarzeniu im bardziej jest ono nagłaśniane;
- heurystyka zakotwiczenia – uznawanie niektórych wartości za znaczące dla formułowania prognoz;
- heurystyka reprezentatywności – wnioskowanie na podstawie zbyt małej próby;

- konserwatyzm – niedocenywanie wagi nowej informacji z powodu silnego przywiązania do posiadanych już opinii;
- dodatni efekt świeżości – prognozowanie kontynuacji obserwowanego trendu oraz ujemny efekt świeżości – prognozowanie odwrócenia trendu.

Do najczęstszych inklinacji w sferze motywacyjnej zalicza się:

- awersja do strat – podejmowanie nadmiernego ryzyka w obliczu potencjalnych strat;
- efekty dyspozycji – skłonność do wyzbywania się akcji, których ceny zwyżkują oraz zbyt długie przetrzymywanie akcji zniżkujących;
- efekt utopionych kosztów – niechęć do wycofywania się z projektu, który przyniósł stratę;
- krótkowzroczne unikanie strat – nadmierny niepokój z powodu krótkoterminowych wahań cen posiadanych aktywów w przypadku długoterminowych inwestycji;
- księgowanie mentalne – odmienne traktowanie środków w zależności od tego, jak zostały wcześniej „zaksięgowane” w umyśle.

Żaden z wielu opisanych modeli behawioralnych nie stanowił opisu rynku. Ich autorzy wyróżniali jedynie pojedyncze heurystyki, którymi mieli charakteryzować się inwestorzy i na podstawie tych heurystyk starano się wyjaśnić wybrane anomalie.

Z przeprowadzonych eksperymentów wyciągnięto następujące wnioski:

1. Inwestorzy zwykle nie akceptują losowości procesów na rynku finansowym i doszukują się związków przyczynowo-skutkowych.
2. Niektóre sygnały analizy technicznej stanowią odzwierciedlenie podstawowych inklinacji poznawczych takich jak dodatni i ujemny efekt świeżości czy pułapka zakotwiczenia.
3. Inwestorzy, wierząc w istnienie powtarzających się formacji na wykresach cen akcji, realizują ogólniejszą tendencję do dopatrywania się trendów w obserwowanych sekwencjach niepewnych zdarzeń.
4. Analitycy finansowi cechują się nadmierną pewnością własnej wiedzy i umiejętności. Zawyżają precyzję stawianych przez siebie prognoz. Podawane

przez nich wyjaśnienia nietrafnych predykcji nie odnoszą się do probabilistycznego charakteru zjawisk rynkowych, odwołują się natomiast do występowania niespodziewanych zjawisk lub braku wystarczającej ilości danych podczas formułowania predykcji¹³⁷.

¹³⁷ P. Zielonka, *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, CeDeWu, Warszawa 2006, s. 173-177.

4. FUNDUSZE INWESTYCYJNE PIONEER PEKAO INV.

4.1. Historia działalności Funduszy Pioneer na świecie

Początki działalności firmy Pioneer sięgają 1928 roku, kiedy to powstał załączek jednej z pierwszych instytucji inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych – Pioneer Group Inc, która zarządza funduszami o łącznej wartości aktywów, ponad 200 miliardów dolarów, powierzonych przez indywidualnych inwestorów jak i wiele różnych instytucji. Wejście w 1992 roku do Polski The Pioneer Group Inc, nie było przypadkiem. Już wówczas inwestowano w 17 krajach poza USA, stosując politykę tzw. ostrożnego zarządzania inwestycyjnego. Mając na uwadze przede wszystkim minimalizację ryzyka lokat, firma unika spekulacyjnych inwestycji, a skupia się na wynajdywaniu korzystnych możliwości inwestycyjnych. Od samego początku, u podstaw polityki inwestycyjnej oraz sukcesów The Pioneer Group Inc., leży ciągle ta sama filozofia – czyli inwestowanie w tzw. wartość bazową. Strategia ta opiera się na założeniu, że wartości giełdowe są określane przez rzeczywistą wartość przedsiębiorstwa, ustalaną przez analizy jego aktywów i potencjału dochodowego. Właściwe i konsekwentne stosowanie wartości bazowej, w okresach dłuższych niż chwilowe metody na rynku, przynosi znacznie przekraczające przeciętne wpływy z inwestycji. Metodę tą wykorzystują wszystkie fundusze zarządzane przez The Pioneer Group Inc.¹³⁸.

Zainteresowanie inwestowaniem w Stanach Zjednoczonych za pośrednictwem Funduszy osiągnęło wówczas apogeum. W 1993 roku do funduszy wpłynęły środki o wartości 128,2 miliardów dolarów. Największą popularnością cieszyły się kraje Ameryki Łacińskiej i Azji, nieco mniejszą Europy i Afryki. W zestawieniu, które obejmowało 43 fundusze, wówczas powiernicze, według danych za 1993 rok nie znalazł się w Polsce Pioneer. Z zestawienia tego wynikało, że nie było zarobku bez ryzyka. Pioneer w Polsce zaliczany był wówczas do funduszy średniej wielkości, a jego aktywa wyniosły w 1993 roku 2 mln złotych, wzrastając

¹³⁸ Stare i nowe fundusze, „Gazeta Bankowa” nr 12/529, marzec 1994.

o 14% w stosunku do 1992 roku. W grupie 119 funduszy o podobnym celu działania Pioneer zajmował 43 miejsce¹³⁹.

Początki działalności Pioneera w Polsce, były próbą przyzwyczajania Polaków do nowej formy inwestowania, jednakże kampania reklamowa ówczesznie stosowana, oraz kilka skandali z firmami przyjmującymi depozyty pieniężne nauczyło ludzi nieufności. Wśród kilku tysięcy funduszy działających w USA, Pioneer Fund dzięki swoim wynikom, zalicza się do tych, które odniosły największy sukces w historii Ameryki.

1928 – USA

Pioneer wprowadza na rynek amerykański pierwszy fundusz powierniczy – Pioneer Fund – czwarty w historii Stanów Zjednoczonych.

1968 – Niemcy

Rejestracja i dopuszczenie do udziału w sprzedaży funduszy Pioneera w Niemczech.

1988 – Afryka

Pioneer przejmuje 90% udziałów kopalni złota w Ghanie.

1990 – Rosja

Pioneer wchodzi na rynek rosyjski: 1990 – produkcja i dystrybucja metali, 1993 – produkcja drewna, 1994 – prywatne inwestycje akcyjne, 1995 – większościowy udział w funduszu prywatyzacyjnym.

1991 – Polska

Otwarcie filii Pioneera w Warszawie i wprowadzenie na rynek pierwszego w Polsce funduszu powierniczego.

1993 – Indie

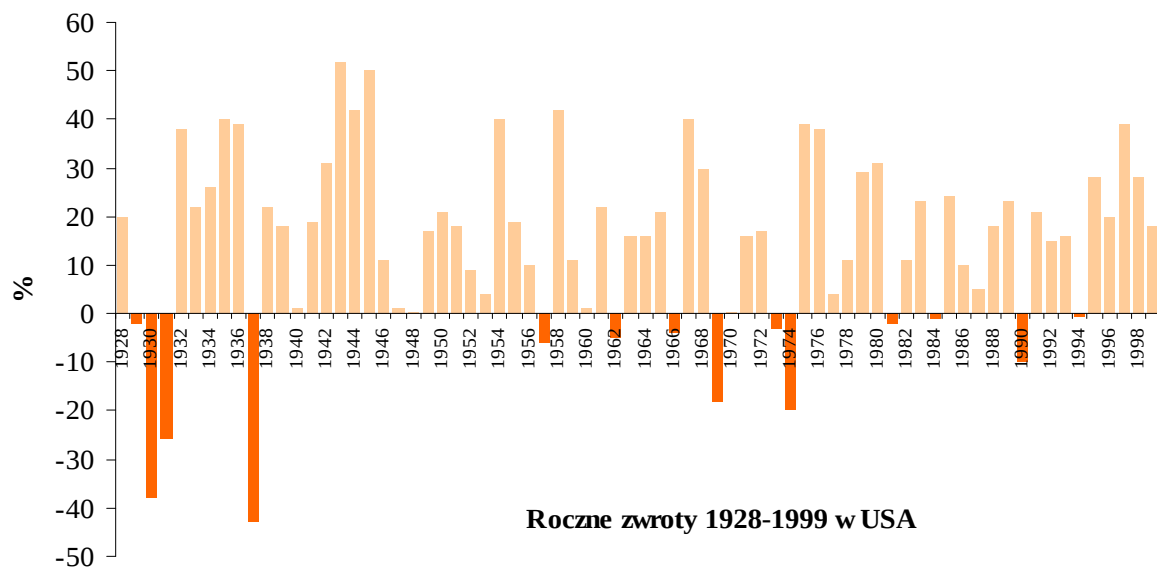
Uruchomienie pierwszego w Indiach otwartego funduszu powierniczego inwestującego w sektor prywatny.

1995 – Czechy

Pioneer wchodzi na rynek czeski ze swoim funduszem powierniczym.

Fundusz Pioneer posiada tradycje, które są godne uwagi.

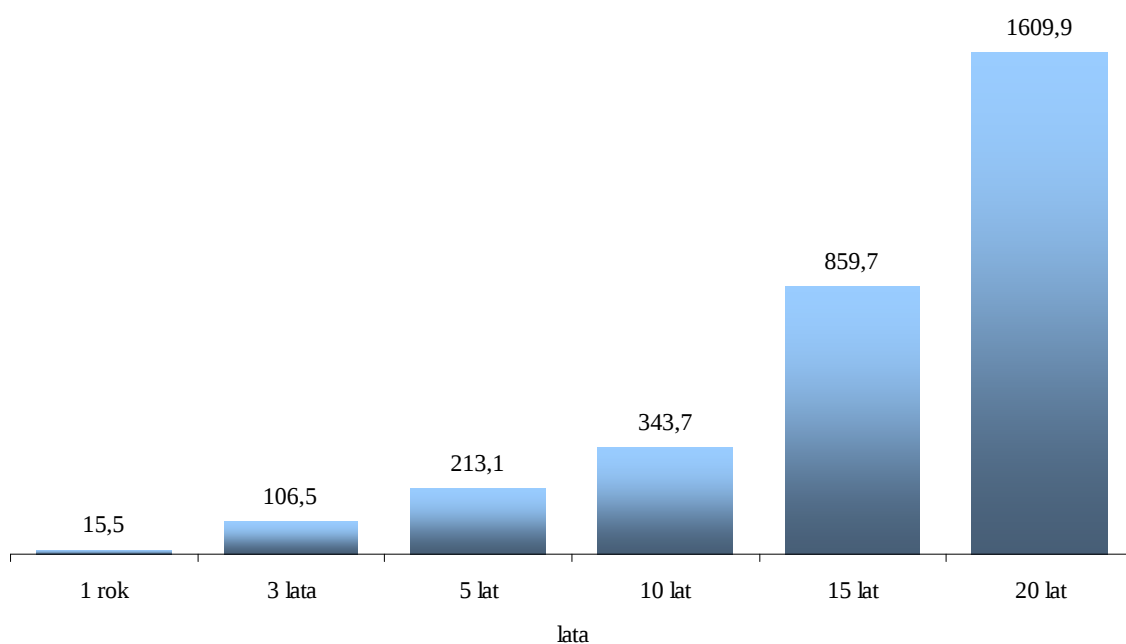
¹³⁹ *Stare i nowe fundusze*, „Gazeta Bankowa” nr 12/529, marzec 1994.



W ciągu 71 lat Fundusz przyniósł zysk aż 57 razy i tylko 14 razy stratę

Wykres 4.1. Wyniki Pioneer Fund

Źródło: Pioneer Fund.



Wykres 4.2. Skumulowany wzrost wartości Pioneer Fund (liczony od 1999 roku wstecz)

Źródło: Pioneer Fund.

Założyciele Pioneera

Założycielem Pioneera, jego pierwszym szefem – przez 55 lat – a od 1983 roku, Honorowym Prezesem Grupy Pioneera był Philip L. Carret. Założyciel Pioniera, przez długie lata, był prawdopodobnie najstarszym czynnym finansistą na świecie. Carret urodził się w tym samym roku, w którym, na giełdzie nowojorskiej po raz pierwszy zastosowano wskaźnik Dow Jones. W 1929 roku uczestniczył w jej wielkim krachu. Kiedy założył Pioneera – początkowo jako fundusz zarządzający pieniędzmi powierzonymi przez rodzinę i przyjaciół – miał 32 lata.

Carret cieszył się wielkim autorytetem, jako założyciel pierwszego funduszu powierniczego. Inwestycja 1000 dolarów w momencie założenia funduszu, dzisiaj byłaby warta ponad 2,3 mln dolarów. Wynik osiągnięty przez Carreta, Warren Buffet nazwał najlepszym długoterminowym wynikiem inwestycyjnym w Ameryce¹⁴⁰.

Dożył prawie 102 lat i do końca, bardziej ufał swojej głowie niż komputerom. Nawet po przejściu na emeryturę, pięć dni w tygodniu spędzał w swoim nowojorskim biurze, analizując kursy akcji. „Nigdy nie paliłem i nigdy się nie martwiłem” – tłumaczył tajemnicę swojej długowieczności.

Sukces przyniosła Carretowi wiara w rozsądek. Aby odnieść sukces na rynku kapitałowym, potrzebny jest przede wszystkim zdrowy rozsądek, a nie jakiejkolwiek formułki matematyczne. „Trzeba dobrze poznać przedsiębiorstwa, w jakie chce się inwestować, ich plany rozwoju, rezerwy” – mówił. Zarządzanie pieniędzmi polega na stosowaniu bardzo prostych technik – wyszukiwaniu okazji inwestycyjnych oraz cierpliwym czekaniu aż rynek doceni ich wartość.

Cała osiemdziesięcioletnia działalność Pioneera, charakteryzuje się stosowaniem kilku zasad. Jedną z nich jest stabilność kadry kierowniczej, która nie ma precedensu w innych instytucjach tego typu w USA. Kierujący Pioneerem John F. Cogan Jr. (prawnik, absolwent Uniwersytetu Harvarda) jest zaledwie drugim prezesem w historii firmy.

¹⁴⁰ P. L. Carret, *Nauka spekulacji*, K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 2.

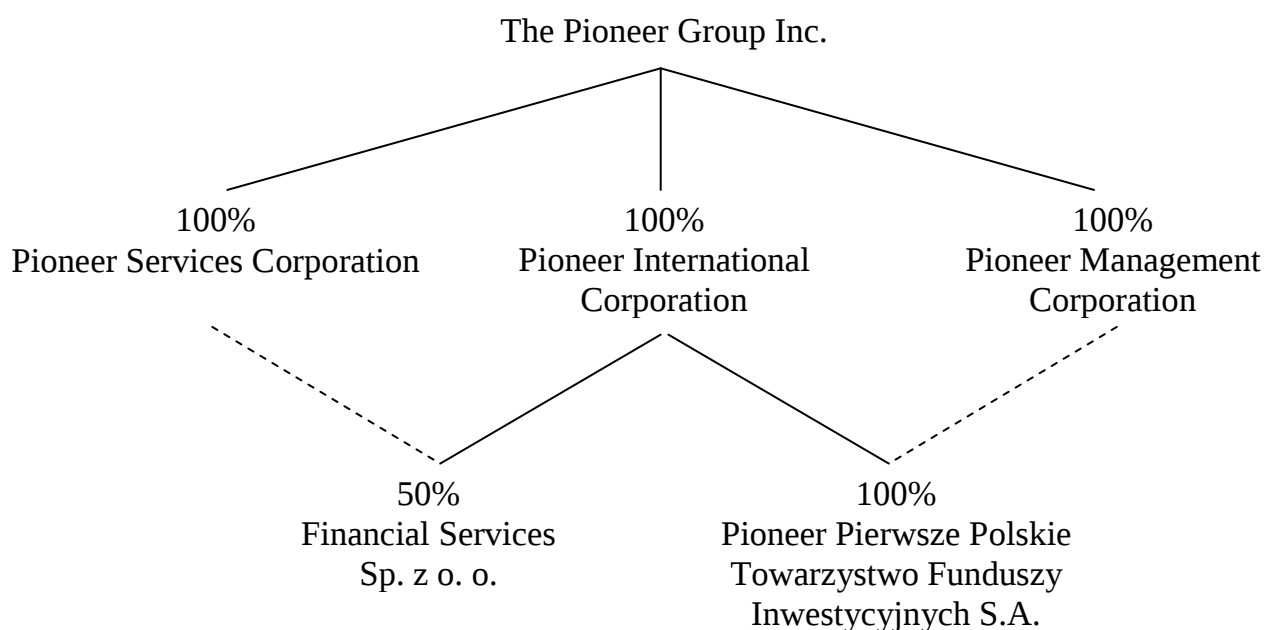
4.2. Geneza powstania pierwszego funduszu powierniczego w Polsce

Pioneer Pierwsze Polskie Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. zostało założone w lutym 1992 roku. W lipcu tego samego roku Towarzystwo powołało do życia Pierwszy Polski Fundusz Powierniczy Pioneer (późniejsza nazwa Pierwszy Polski Otwarty Fundusz Inwestycyjny powstał z przekształcenia funduszu powierniczego zgodnie z art. 154 Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 roku o *funduszach inwestycyjnych*) – pierwszy w Polsce profesjonalnie zarządzany fundusz inwestycyjny. Istotą funduszu było połączenie zasobów kapitałowych indywidualnych inwestorów, które następnie inwestowano we wspólnym interesie i na wspólny rachunek uczestników funduszu w papiery wartościowe. Pioneer zapewniał polskim inwestorom korzyści płynące z profesjonalnego zarządzania pieniędzmi (zatrudniał w Warszawie ponad 80-ciu pełnoetatowych pracowników, a wśród nich 14 analityków rynku i ekonomistów, którzy wybierali polskie akcje i obligacje, a także śledzili ich zachowanie pod kątem długoterminowego potencjału wzrostu).

Pioneer Pierwsze Polskie Towarzystwo Funduszy Powierniczych S.A. jest filią Pioneer Group Inc. z Bostonu (USA). Pioneer, założony w roku 1928, był jednym z pierwszych funduszy powierniczych w Stanach Zjednoczonych. Wśród ponad 7000 funduszy istniejących obecnie w USA – wyróżnia się długofalową i nieprzerwaną historię doskonałych wyników. Realizował cele swoich inwestorów w okresach kryzysów ekonomicznych i ożywienia gospodarczego, recesji i znakomitej koniunktury, wojen i pokoju. Inwestycja w amerykańskim funduszu Pioneer przynosiła zyski w każdym 10, 20 i 30 letnim okresie jego historii, a ponadto Fundusz Pioneer od roku 1928 corocznie wypłaca posiadaczom jednostek uczestnictwa dywidendę, bez żadnych przerw i wyjątków. Pioneer przynosił stale swoim inwestorom wyższe zyski długoteminowe niż lokaty bankowe, bony skarbowe, obligacje, a nawet rynek akcji w całości.

W 1992 roku The Pioneer Group zarządzał funduszami powierniczymi o łącznej wartości aktywów ponad 24 miliardów USD powierzonych przez indywidualnych inwestorów, jak i wiele różnych instytucji.

Działalność firmy nie ogranicza się tylko do Stanów Zjednoczonych. Już w pierwszym portfelu Pioneer Fund znajdowały się walory zagraniczne. The Pioneer Group Inc. inwestuje w 40 krajach, poza USA. W Europie firma jest najbardziej zaangażowana w Niemczech. The Pioneer Group Inc. jest właścicielem 100% udziałów w Pioneering Management Corporation, bezpośrednio kierującej inwestycjami całej rodziny amerykańskich funduszy powierniczych Pioneer, jak również świadczącej usługi doradztwa inwestycyjnego na rzecz Towarzystwa. Pod kontrolą The Pioneer Group Inc. znajduje się także Pioneer International Corporation, posiadająca 100% akcji w kapitale akcyjnym Towarzystwa (Pioneer PPTFI S.A.) oraz 50% udziałów w kapitale zakładowym Agenta Obsługującego Uczestników Funduszu (FS Sp. z o. o.).



Rys. 4.1. Struktura organizacyjna The Pioneer Group Inc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.

Obecność Pioneera w Polsce potwierdzała świetne wyczucie długofalowych tendencji rynkowych przez bostońskie kierownictwo firmy. Na początku lat 90. Pioneer uznał Polskę – z jej dynamiczną gospodarką – za kraj oferujący doskonałe możliwości rozwoju rynku kapitałowego. Dostrzegł też, że rozwój gospodarki

rynkowej oznaczał, iż prawie cały ciężar odpowiedzialności za osobiste zabezpieczenie finansowe Polaków spadł na ich własne barki. Powstała więc potrzeba zaoferowania ludziom bardziej efektywnych – niż dostępne dotychczas – sposobów oszczędzania. Pioneer uznał, że idealnym sposobem realizacji obu tych potrzeb będą krajowe fundusze inwestycyjne. Kapitał założycielski Pioneer Pierwszego Polskiego Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych S.A. na dzień 28 lutego 1992 roku wynosił 4 000 000,00 zł. Wyemitowano 1000 akcji imiennych o wartości nominalnej 400 zł każda. Kapitał akcyjny został opłacony gotówką. Jedynym (100% akcji Towarzystwa) akcjonariuszem był Pioneer International Corporation z siedzibą Corporation Trust Center, 1209 Orange Street, Wilmington, Delaware 1901, USA. Akcjonariusz był właścicielem 100% kapitału akcyjnego i miał prawo do 100% głosów na walnym zgromadzeniu. W dniu 06.02.1995 roku decyzją Zarządu Firmy w USA podwyższono kapitał akcyjny o 300 000 zł – IV emisja akcji imiennych o wartości nominalnej i emisyjnej 400 zł każda. Następną podwyżka kapitału akcyjnego nastąpiła 18 lipca 1995 roku o 2 150 000 zł – emisja akcji imiennych o wartości nominalnej i emisyjnej 400 zł każda – związane to było z utworzeniem Funduszu Obligacji (Pioneer Otwarty Fundusz Inwestycyjny Wierzycielskich Papierów wartościowych, który rozpoczął działalność 13 czerwca 1995 roku.

27 września 1995 roku podwyższono kapitał akcyjny o 2 450 000 zł, wyemitowano akcje imienne o wartości nominalnej i emisyjnej 400 zł każda, związane to było z utworzeniem następnego funduszu inwestycyjnego – Funduszu Akcji (Pioneer Otwarty Fundusz Inwestycyjny Agresywnego Inwestowania), który rozpoczął działalność 18 grudnia 1995 roku.

Następna podwyżka była związana z utworzeniem Funduszu Prywatyzacji (Pioneer Otwarty Fundusz Inwestycyjny Polskiej Prywatyzacji), 27 kwietnia 1997 roku podwyższono kapitał akcyjny o 2 000 000 zł, wyemitowano akcje imienne o wartości emisyjnej i nominalnej 400 zł każda.

Kapitał akcyjny 10 000 000 zł dzielił się na 25 tys. akcji serii A, B, C, D, E i S:

- seria A – kapitał akcyjny – 400 000 zł dzieli się na 1 000 akcji imiennych o wartości nominalnej 400 zł każda,
- seria B – kapitał akcyjny – 2 800 000 zł dzieli się na 7 000 akcji imiennych o wartości nominalnej 400 zł każda,
- seria C – kapitał akcyjny – 2 050 000 zł dzieli się na 5 125 akcji imiennych o wartości nominalnej 400 zł każda,
- seria D – kapitał akcyjny – 300 000 zł dzieli się na 750 akcji imiennych o wartości nominalnej 400 zł każda,
- seria E – kapitał akcyjny – 2 450 000 zł dzieli się na 6 125 akcji imiennych o wartości nominalnej 400 zł każda,
- seria S – kapitał akcyjny – 2 000 000 zł dzieli się na 5 000 akcji imiennych o wartości nominalnej 400 zł każda.

Depozytariuszem funduszy Pioneer Pekao Investments jest Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna. Bank używa skrótu firmy: Bank Pekao S.A. lub Bank Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie przy ul. Grzybowskiej 53/57. Bank Pekao S.A. jest spółką publiczną w rozumieniu art. 4 pkt 9 Prawa publiczne w obrocie. Wysokość kapitałów własnych Banku Pekao S.A., na dzień 31.12.2000 roku wynosiła 5 520 824 000 zł.

Akcjonariusze depozytariusza:

1. Uncredito Italiano S.p.A. z siedzibą Piazza Cordusioz, Mittaly posiada 88 121 725 głosów, co daje 53,17% ogólnej liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy.
2. Skarb Państwa reprezentowany przez Ministra Skarbu Państwa ul. Krucza 36. Warszawa posiada 13 234 957 głosów, co daje 7,98% ogólnej liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy.
3. Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju z siedzibą w Londynie One Exchange Square, posiada 10 994 459 głosów, co daje 6,63% ogólnej liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy.

Podmiotem dominującym w stosunku do depozytariusza jest Unicredito Italiano S.p.A., która posiada większość głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy (53,17%).

W dniu 3 lipca 2001 roku, w Krajowym Rejestrze Sądowym, zarejestrowano połączenie obydwu towarzystw, Pioneer Pierwszego Polskiego Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych oraz Pekao Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (do 1 czerwca 2001 roku – Pekao/Alliance TFI) oraz nową nazwę towarzystwa Pioneer Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. Oznaczało to zakończenie procesu zmian organizacyjno-prawnych, będącego konsekwencją zakupu The Pioneer Group przez UniCredito Italiano, drugiej co do wielkości grupy bankowo-finansowej, która w Polsce jest dominującym udziałowcem Banku Pekao S.A. Pioneer Pekao Investment Management S.A. (PPIM) jest jedną z największych w Polsce firm wyspecjalizowanych w zarządzaniu aktywnymi, Pioneer Investments (który powstał z połączenia europejskich struktur bostońskiej firmy The Pioneer Group oraz EuroPlus, części firmy Asset Management należącej do UniCredito Italiano) oraz Bank Pekao S.A. utworzyły wspólnie firmę zarządzającą aktywami – Pioneer Pekao Investment Management S.A. Do PPIM została również włączona część Centralnego Domu Maklerskiego Pekao S.A, a mianowicie Departament Zarządzania Aktywami wraz z grupą doskonałych specjalistów od rynków finansowych. Decyzją właścicieli do PPIM zostały wniesione akcje dwóch towarzystw Pioneer Pierwszego Polskiego Towarzystwa funduszy Inwestycyjnych S.A oraz Pekao/Alliance Towarzystwa funduszy Inwestycyjnych S.A.¹⁴¹. Kapitał akcyjny w wyniku połączenia tych dwóch towarzystw wynosił 37 804 000 złotych.

Podmioty świadczące doradztwo w zakresie obrotu papierami wartościowymi

W zakresie zarządzania pakietem papierów wartościowych fundusze Pioniera zawarły umowę na zlecenie ze spółką Pioneer Asset Management S.A. Pioneer Asset Management S.A. w dniu 29 grudnia 2000 roku zmienił nazwę na Pioneer Pekao Investment Management S.A.

¹⁴¹ Informacje prasowe, Pioneer Pekao TFI, Warszawa 04.07.2001 r.

Dane o Pioneer Pekao Investment Management S.A.

Firma: Pioneer Pekao Investment Management S.A.

Siedziba: Warszawa

Adres: ul. Marynarska 19A, Warszawa

Kapitał akcyjny: 28 914 000 zł

Podstawa uprawnień do wykonywania czynności doradztwa w zakresie obrotu Papierami Wartościowymi: Decyzja Komisji Papierów Wartościowych i Giełd z dnia 13 września 2000 roku (KPWiG – 4027 – 12/2000).

Agent Transferowy

Podmiot prowadzący rejestr uczestników funduszy.

Firma: Pekao Financial Services Spółka z o. o.

Siedziba: Warszawa

Adres: ul. Marynarska 19A, Warszawa

Forma prawna: spółka z ograniczoną odpowiedzialnością

Jedynym udziałowcem jest Bank Pekao S.A. z siedzibą w Warszawie ul. Grzybowska 53/57. Natomiast podmiotem dominującym wobec Agenta Transferowego jest Bank Polska kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie przy ul. Grzybowskiej 53/57, który posiada 100% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy Agenta Transferowego.

Prowadzącymi dystrybucję są:

- 1) Bank Gospodarki Żywnościowej Spółka Akcyjna, Warszawa, ul. Kasprzaka 10/16,
- 2) Dom Maklerski Banku Handlowego S.A., Warszawa, ul. Chałubińskiego 8,
- 3) Bank Przemysłowo-Handlowy Spółka Akcyjna, Kraków, al. Pokoju 1,
- 4) Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A., Warszawa, ul. Wspólna 47/49,
- 5) Polski Dom Maklerski Spółka Akcyjna, Bielsko Biała, ul. Stojanowskiego 27,
- 6) Centralny Dom Maklerski Pekao S.A., Warszawa, ul. Wołowska 18,
- 7) Bank Inicjatyw Społeczno-Ekonomicznych S.A., Warszawa, ul. Dubois 5a,
- 8) Dom Maklerski Banku Śląskiego S.A., Katowice, ul. 3 Maja 9,
- 9) Dom Maklerski Penetrator S.A., Kraków, ul. Gołębia 6,

- 10) Kraków Dom Maklerski S.A., Kraków, ul. Mały rynek 7,
- 11) Kredyt Bank S.A. w Warszawie Inwestycyjny Dom Maklerski, Warszawa, ul. Krucza 24/26,
- 12) Fortis Securities Polska S.A., Warszawa, ul. Postępu 15,
- 13) PKO BP S.A. Bankowy Dom Maklerski, Warszawa, ul. Puławska 15,
- 14) Dom Maklerski PBK S.A., Warszawa, ul. Towarowa 25,
- 15) Profit 4U Dom Maklerski S.A., Poznań, ul. Św. Czesława 6,
- 16) Dom Maklerski BZ WBK S.A, Poznań, Pl. Wolności 16,
- 17) Małopolski Bank Regionalny S.A. w Krakowie, Kraków, ul. Bożego Ciała 23,
- 18) Pioneer Nationwide Spółka z o. o., Warszawa, al. Jana Pawła II 29,
- 19) LG Petro Bank S.A., Łódź, ul. Rzgowskiej 34/36,
- 20) Pioneer Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A., Warszawa, ul. Marynarska 19a.

4.3. Uczestnictwo w funduszu – prawa i obowiązki uczestnika funduszu

Uczestnikiem funduszu może być osoba fizyczna, prawna lub jednostka organizacyjna nie posiadająca osobowości prawnej. Natomiast uczestnikiem funduszu, nie może być fundusz inwestycyjny otwarty, fundusz zagraniczny lub instytucja wspólnego inwestowania z siedzibą za granicą, zarządzane przez towarzystwo lub podmiot z grupy kapitałowej towarzystwa. Nabycie statusu uczestnika funduszu, następuje, poprzez zapisanie na rzecz danego uczestnika, jednostek uczestnictwa w rejestrze uczestników, wskutek dokonania wpłaty do funduszu, w terminie nie dłuższym niż dziewięćdziesiąt dni od dnia otwarcia konta w funduszu, w kwocie co najmniej pierwszej minimalnej wpłaty. Zbycie jednostek uczestnictwa następuje w momencie wpisania do rejestru uczestników, liczby jednostek uczestnictwa nabytych przez uczestnika za dokonaną wpłatę. Wpisanie zbytych jednostek uczestnictwa do rejestru uczestników następuje w dniu wyceny, w którym agent transferowy otrzymuje informację o spełnieniu przez przedmiot dokonujący wpłaty, warunku określonego powyżej oraz, o wpłynięciu środków pieniężnych na rachunek bankowy funduszu. Jeśli agent transferowy

otrzyma informację do godziny 9, w dniu wyceny, wówczas wpisanie zbytych jednostek do rejestru uczestników następuje, w tym dniu wyceny. Natomiast jeśli agent transferowy otrzyma informacje po godzinie 9, w dniu roboczym poprzedzającym dzień wyceny, wówczas, wpisanie zbytych jednostek do rejestru uczestnictwa nastąpi, w następnym dniu wyceny. Termin na zbycie jednostek przez fundusz podmiotom po dokonaniu wpłaty na jednostki uczestnictwa, nie może być dłuższy niż pięć dni roboczych. Jednakże termin ten może ulec wydłużeniu, w przypadku braku, lub wadliwości informacji niezbędnej do nabycia jednostek uczestnictwa.

W tym przypadku, fundusz niezwłocznie podejmuje działania w celu uzyskania tych informacji, a wpisanie zbytych jednostek uczestnictwa do rejestru uczestników następuje w dniu wyceny, w którym agent transferowy otrzyma wszystkie informacje niezbędne do realizacji nabycia. Wpłaty na nabycie jednostek uczestnictwa, mogą być dokonywane w środkach pieniężnych wyrażonych w walucie polskiej bezpośrednio na rachunek funduszu lub przelewem. Fundusz zbywa jednostki uczestnictwa, po cenie wynikającej z wartości aktywów netto na jednostkę uczestnictwa w dniu wyceny, wraz z pobraniem opłaty manipulacyjnej według następującego wzoru:

$$C = \frac{WAN_{ju}}{(100\% - Som)},$$

gdzie:

C – cena jednostki uczestnictwa,

WAN_{ju} – wartość aktywów netto funduszu na jednostkę uczestnictwa,

Som – stawka opłaty manipulacyjnej.

Stawki opłaty manipulacyjnej określone są w tabeli opłat manipulacyjnych. Maksymalna stawka opłaty manipulacyjnej wynosi 5,5%, wartości dokonanej wpłaty. Pobrane opłaty manipulacyjne są rozliczane comiesięcznie pomiędzy towarzystwem a funduszem, i nie powiększają wartości aktywów netto funduszu. Z kolei przy odkupienia jednostek uczestnictwa przez fundusz, pobierana jest opłata

odkupieniowa. Maksymalna stawka opłaty odkupieniowej wynosi 0,5% wartości dokonywanej wpłaty. Opłaty odkupieniowe pobierane przez fundusze, stanowią przychody funduszy, od momentu dokonanej transakcji na jednostki uczestnictwa, od której pobierana jest ta opłata. Opłaty odkupieniowe są potrącane przez fundusz z kwoty, do przekazania uczestnikowi funduszu przed opodatkowaniem.

Uczestnictwo w funduszu, wymaga zawarcia z towarzystwem umowy o uczestnictwo w funduszu. Uczestnikiem funduszu, tj. stroną umowy o uczestnictwo w funduszu, może być osoba fizyczna, osoba prawna oraz jednostka organizacyjna, która nie posiada osobowości prawnej. Do zawierania umów o uczestnictwo w funduszu, oraz odbierania oświadczeń woli są uprawnieni prowadzący dystrybucję, którzy działają zgodnie z instrukcją ustaloną przez towarzystwo w uzgodnieniu z bankiem-powiernikiem. Umowa o uczestnictwo w funduszu, zostaje zawarta w chwili złożenia przez osobę powierzającą środki pieniężne prawidłowego pisemnego zlecenia otwarcia rejestru uczestnika funduszu, z zastrzeżeniem zlecenia nabycia jednostek uczestnictwa, oraz przekazania prowadzącemu dystrybucję środków pieniężnych, w kwocie nie niższej niż obowiązująca w dniu zawarcia umowy początkowa minimalna lokata. Dla osób, które zawarły z towarzystwem umowę o uczestnictwo w funduszu, zostaje otwarty rejestr uczestnika funduszu. Każdy uczestnik może posiadać kilka rejestrów, z których każdy jest prowadzony na podstawie odrębnych umów. Rejestry uczestnika zawierają w szczególności:

1. dane identyfikujące uczestnika funduszu,
2. liczbę jednostek uczestnictwa należących do uczestnika funduszu,
3. datę nabycia, liczbę i cenę nabycia jednostek uczestnictwa,
4. datę umorzenia, liczbę i cenę umorzenia jednostek uczestnictwa funduszu oraz kwotę wypłaconą uczestnikowi za umorzone jednostki,
5. informacje o udzieleniu i odwołaniu pełnomocnictw przez uczestnika funduszu,
6. informacje o ustanowieniu, zakresie i odwołaniu blokady rejestru.

Towarzystwo, na wniosek uczestnika funduszu, może dokonać całkowitej lub częściowej blokady rejestru uczestnika. Blokada rejestru uczestnika oznacza,

że przez okres, i w zakresie wskazanym przez uczestnika funduszu, zawiesza się możliwość umarzania jednostek uczestnictwa przez uczestnika funduszu lub jego przedstawiciela. Blokadę odwołuje się na żądanie uczestnika. Oświadczenie uczestnika o ustanowieniu i odwołaniu blokady rejestru staje się skuteczne, w momencie odebrania tego oświadczenia przez agenta transferowego w terminie pięciu dni roboczych. Uczestnik funduszu, może również żądać od towarzystwa, ustanowienia blokady nieodwołalnej, w związku z udzielonym przez niego zabezpieczeniem wykonania zobowiązań umownych, na okres udzielonego zabezpieczenia. Żądanie odwołania blokady w czasie jej trwania jest niemożliwe.

- Towarzystwo może również zawrzeć umowę o uczestnictwo w funduszu bez konieczności powierzenia mu środków pieniężnych:
 - ze spadkobiercą uczestnika funduszu,
 - w związku z realizacją wyspecjalizowanych programów inwestycyjnych,
 - przy łączeniu i wyodrębnianiu rejestrów.
- Umowa o uczestnictwo w funduszu może być również zawarta na warunkach wspólnego rejestru małżonków zwanego „Wspólnym rejestrem małżeńskim”. Małżonkowie są współuprawnieni do jednostek uczestnictwa, pozostających we wspólnym rejestrze małżeńskim. Otwarcie wspólnego rejestru małżeńskiego następuje po złożeniu przez małżonków oświadczenia, że:
 - pozostają w chwili zawarcia umowy we wspólnocie małżeńskiej;
 - wyrażają zgodę na umorzenie przez każdego z nich bez ograniczeń jednostek uczestnictwa znajdujących się na wspólnym rejestrze małżeńskim;
 - przyjmują do wiadomości, że towarzystwo nie ponosi odpowiedzialności za skutki złożonych przez małżonków i ewentualnych pełnomocników zleceń umorzenia;
 - zobowiązaniu się do niezwłocznego zawiadomienia prowadzącego dystrybucję, o ustaniu wspólności majątkowej;
 - zrzeczeniu się podnoszenia wobec towarzystwa jakichkolwiek zarzutów i roszczeń, w związku z umorzeniem jednostek uczestnictwa o łącznej wartości przekraczającej udział każdego z małżonków.

Rozwiązanie umowy w sprawie uczestnictwa w funduszu, zawartej na warunkach wspólnego rejestru małżeńskiego następuje w przypadku ustania wspólności majątkowej w wyniku:

- rozvodu,
- unieważnienia małżeństwa,
- rozdzielności majątkowej,
- ustania małżeństwa wskutek śmierci,
- orzeczenie sądowe o zniesieniu wspólności majątkowej,
- ubezwłasnowolnienie jednego z małżonków,
- umorzenia wszystkich jednostek uczestnictwa znajdujących się we wspólnym rejestrze małżeńskim.

Rozwiązanie umowy, następuje po otrzymaniu przez agenta transferowego dokumentów, zaświadczających o powyższych okolicznościach, w terminie pięciu dni roboczych, od dnia złożenia dokumentów prowadzącemu dystrybucję. W przypadku śmierci jednego z małżonków, pozostających na wspólnym rejestrze małżeńskim, stawia się do dyspozycji pozostałego przy życiu małżonka, połowę salda jednostek uczestnictwa, a pozostałą część do sądowego podziału spadku. Przy zawieraniu umowy o uczestnictwo w funduszu, jak i w czasie jej trwania uczestnik funduszu, może ustanowić co najwyżej dwóch pełnomocników. Uczestnicy funduszu, mogą udzielać pełnomocnictwa do dokonania czynności w ich imieniu i na ich rzecz. Pełnomocnictwo powinno być udzielone w formie pisemnej w obecności pracownika prowadzącego dystrybucję albo z podpisem poświadczonym notarialnie. Można wyróżnić następujące rodzaje pełnomocnictw¹⁴²:

1. Pełnomocnictwo stałe – wygasa z chwilą odwołania lub śmierci mocodawcy. Można go udzielić jako pełnomocnictwo ogólne lub rodzajowe (szczególne).
2. Pełnomocnictwo jednorazowe (szczególne) – do dokonania jednej określonej czynności.

¹⁴² Regulamin, Fundusz Inwestycyjny Pioneer Pekao, Warszawa 2007.

3. Pełnomocnictwo ogólne – do dokonania wszelkich czynności prawnych związanych z rejestrem uczestnika funduszu.
4. Pełnomocnictwo rodzajowe – do dokonywania czynności określonego typu.
5. Pełnomocnictwo nie wygasające z chwilą śmierci uczestnika funduszu – udzielane w celu zabezpieczenia instytucji kredytowych.

Pełnomocnictwa można udzielać do jednego lub kilku rejestrów. Do jednego rejestru, można ustanowić najwyżej dwóch pełnomocników, a pełnomocnik nie może udzielać dalszych pełnomocnictw¹⁴³.

Uczestników funduszu inwestycyjnego wiąże z towarzystwem funduszy inwestycyjnych stosunek obligacyjny, poprzez zawartą między nimi umowę o zarządzanie powierzonymi środkami. W prawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz funduszy, nie istnieje definicja tej umowy. Również brak jest tej definicji w regulaminie funduszy. W wyniku tej umowy, towarzystwo funduszy inwestycyjnych zobowiązuje się, za wynagrodzeniem, w zakresie działalności swojego przedsiębiorstwa do zarządzania powierzonymi środkami, czyli do podejmowania czynności faktycznych i prawnych związanych z lokowaniem środków inwestora. Natomiast zgodnie z art. 105 §1a ustawy o publicznym obrocie, uczestnik zobowiązuje się do przekazania pieniędzy lub papierów wartościowych na rzecz funduszu, do zapłaty wynagrodzenia za zarządzanie oraz ponoszenia innych kosztów związanych z funkcjonowaniem funduszu. Inwestor staje się uczestnikiem funduszu poprzez wpłatę określonej kwoty, która wchodzi w skład wyodrębnionej finansowo masy majątkowej. Towarzystwo nie staje się więc właścicielem powierzonych środków lecz zajmuje się ich lokowaniem. Istotnym składnikiem umowy, jest regulamin funduszu inwestycyjnego, który określa podstawowe zasady lokowania powierzonych środków, organizację funduszu. Określa szczegółowo, przede wszystkim, część wzajemnych praw i obowiązków stron. Regulamin funduszu uchwalany jest przez założycieli towarzystwa, bądź walne zgromadzenie jego akcjonariuszy, jednoznacznie podlega zatwierdzeniu przez Komisję Nadzoru Finansowego.

¹⁴³ Prospekt Informacyjny, Pioneer Pekao, Warszawa 2008.

Regulamin zawiera postanowienia określające sposób obliczania wartości netto aktywów funduszu, wytyczne odnośnie celów, zasad lokat i dystrybucji zysków funduszu. W umowie zawartej pomiędzy uczestnikiem funduszu a towarzystwem nie mogą być określone inne warunki niż jest to określone w regulaminie¹⁴⁴. Zgodnie z przepisami ustawy regulamin powinien regulować następujące kwestie:

- nazwa funduszu,
- cel funduszu,
- zasady funkcjonowania funduszu,
- sposób wydawania i umarzania jednostek uczestnictwa,
- sposób i częstotliwość obliczania wartości netto aktywów funduszu,
- zasady udostępniania do publicznej wiadomości informacji o stanie funduszu,
- zasady polityki inwestycyjnej oraz związany z nią stopień ryzyka,
- zasady dystrybucji lub reinwestowania do celów funduszu,
- zasady likwidacji funduszu,
- wysokość opłat i prowizji.

Oprócz ustawowej treści, regulamin może również zawierać inne postanowienia m.in.:

- zasada tworzenia wspólnego rejestru małżeńskiego uczestników,
- udzielanie pełnomocnictw przez uczestników,
- przenoszenie środków z jednego funduszu do drugiego,
- dotyczące roli i zagadnień agenta prowadzącego dystrybucję¹⁴⁵.

4.3.1. Certyfikat inwestycyjny

W funduszach inwestycyjnych, ustawodawca wprowadził różnego rodzaju tytuły uczestnictwa, przyznając im tym samym odmienny charakter prawny. Tytułem uczestnictwa w funduszu otwartym oraz specjalistycznym otwartym, jest jednostka uczestnictwa, zaś w funduszu zamkniętym, funduszu specjalistycznym zamkniętym oraz funduszu mieszanym – certyfikat inwestycyjny. Certyfikat

¹⁴⁴ Regulamin, Fundusz Inwestycyjny Pioneer Pekao, Warszawa 2008.

¹⁴⁵ art. 96a ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi.

inwestycyjny (świadcstwo udziałowe w funduszach inwestycyjnych jest papierem wartościowym, który reprezentuje udział ich posiadaczy w majątku funduszu oraz ograniczają ryzyko inwestowania przez rozłożenie go na wiele różnych papierów wartościowych¹⁴⁶). Certyfikat inwestycyjny jest papierem wartościowym na okaziciela.

- Certyfikat inwestycyjny jest niepodzielny.
- Certyfikaty inwestycyjne danego funduszu reprezentują jednakowe prawa majątkowe.
- Certyfikaty inwestycyjne umarza się wyłącznie w przypadkach przewidzianych w ustawie¹⁴⁷.

Niepodzielność certyfikatu inwestycyjnego, oznacza niemożność dokonania podziału i dokonywania obrotu ułamkową częścią certyfikatu, a w konsekwencji ułamkową częścią praw w nim wyrażanych.

Niepodzielność certyfikatu, nie wyklucza dokonania przez fundusz podziału certyfikatów inwestycyjnych, jeśli zezwala na to statut funduszu. W tym przypadku, certyfikat dzieli się na równe części, w ten sposób, aby jego całkowita wartość odpowiadała wartości certyfikatu przed podziałem. Niepodzielność certyfikatu, została wprowadzona w celu uniemożliwienia sprawowania kontroli funduszu, nad liczbą certyfikatów inwestycyjnych posiadanych przez poszczególnych uczestników.

Certyfikaty inwestycyjne umarza się wyłącznie w przypadkach przewidzianych w ustawie. Są nimi:

- likwidacja funduszu (zamkniętego, specjalistycznego zamkniętego lub mieszanego art. 141 ustawy o funduszach),
- nabywanie przez fundusz specjalistyczny zamknięty własnych certyfikatów nie podlegających obowiązkowi wprowadzenia do publicznego obrotu, w celu ich umorzenia,
- wykupywania certyfikatów inwestycyjnych na żądanie uczestnika funduszu mieszanego zgodnie ze statutem, nie rzadziej niż raz w roku,

¹⁴⁶ J. Duraj, op. cit., s. 20.

¹⁴⁷ M. Jakubek, op. cit., s. 79.

W ustawie nie zostały jednak określone prawa majątkowe, jakie zawarte są w certyfikacie inwestycyjnym, jedynie to, że certyfikaty inwestycyjne reprezentują jednakowe prawa majątkowe jakimi są:

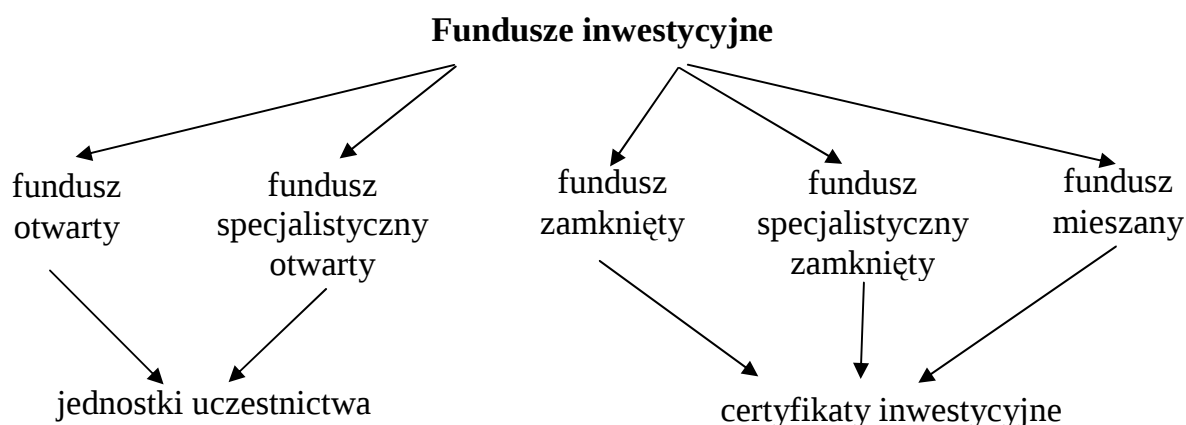
- określone wierzytelności pieniężne w stosunku do funduszu,
- prawo do środków pieniężnych w przypadku wypłacania dochodów uczestnikom funduszu,
- prawo głosu na walnym zgromadzeniu,
- określona wierzytelność pieniężna w stosunku do likwidatora funduszu¹⁴⁸.

Jeśli chodzi o fundusze inwestycyjne zamknięte, to charakteryzują się one stałą liczbą certyfikatów inwestycyjnych w określonym czasie, niezależną od uczestników funduszu. Zwiększenie liczby certyfikatów inwestycyjnych, może nastąpić jedynie przez nową emisję certyfikatów. W tym funduszu, nie ma możliwości odkupywania przez fundusz tytułów uczestnictwa, ponieważ na fundusz tego rodzaju, został nałożony zakaz nabywania certyfikatów inwestycyjnych, które zostały przez fundusz wyemitowane. W funduszach specjalistycznych zamkniętych, odstąpiono od wymogu wprowadzenia certyfikatów inwestycyjnych do publicznego obrotu, nie oznacza to jednak, że nie dopuszcza się występowania w funduszach tego rodzaju certyfikatów nie dopuszczonych do obrotu publicznego. Natomiast w funduszach mieszanych nie istnieje możliwość stałego kreowania tytułów uczestnictwa, liczba certyfikatów jest ograniczona wielkością emisji. Jednak w tym typie funduszu, można jednak w przeciwieństwie do funduszu zamkniętego, wykupywać certyfikaty inwestycyjne na żądanie uczestników funduszu, które są umarzane z chwilą wykupienia. Czyli liczba certyfikatów inwestycyjnych, w tym przypadku, tego rodzaju funduszu nie jest stała, zmniejsza się w przypadku umorzeń, a wzrasta w wyniku kolejnych emisji certyfikatów, inwestycyjnych. Natomiast zmniejszenie liczby certyfikatów, uzależnione jest od częstości umorzeń. Jednak zgodnie ze statutem funduszu, nie może być to rzadziej niż raz w roku, co nie zapewnia stałej periodyczności, związanej z wykupem certyfikatów inwestycyjnych.

¹⁴⁸ M. Dyl, *Fundusze inwestycyjne*, Wydawnictwo KiK Konieczny i Kruszewski, Warszawa 2001, s. 66-67.

4.3.2. Jednostka uczestnictwa

Jednostka uczestnictwa w myśl zapisu ustawy, stanowi tytuł do udziału w dochodach funduszu, zgodnie z jego regulaminem uchwalonym przez towarzystwo¹⁴⁹. Zgodnie z art. 27 ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. nr 139). Jednostka uczestnictwa jest prawem majątkowym, a jednostki uczestnictwa danego funduszu reprezentują jednakowe prawa majątkowe. Ustawodawca wprowadził różnego rodzaju tytuły uczestnictwa, przyznając im przy tym odmienny charakter prawny. Jednostki uczestnictwa są tytułem uczestnictwa w funduszach otwartych oraz w funduszach specjalistycznym otwartych, natomiast w funduszu zamkniętym, funduszu specjalistycznym zamkniętym, oraz w funduszu mieszanym – tytułem uczestnictwa są certyfikaty inwestycyjne.



Rys. 4.2. Rodzaje funduszy inwestycyjnych i emitowanych przez nie tytułów uczestnictwa

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Prospekt informacyjny Pioneer Pekao S.A.*, Warszawa 2008, s. 9.

Jednostki uczestnictwa wyrażają udziały inwestorów w aktywach funduszu, jednakże, zgodnie z prawem nie są papierami wartościowymi, nie mogą być przedmiotem obrotu lub odsprzedaży osobom trzecim, a ponadto jednostki uczestnictwa podlegają dziedziczeniu. Posiadają również inne cechy charakterystyczne dla udziałowych papierów wartościowych. Każda jednostka uczestnictwa, w specjalistycznym

¹⁴⁹ G. Kościelniak, op. cit., s. 93.

funduszu otwartym posiadana przez członka rady inwestorów, daje mu prawo do jednego głosu. Jednostki uczestnictwa mogą być również przedmiotem zastawu. Zaspokojenie zastawnika z przedmiotu zastawu, następuje wyłącznie w wyniku odkupienia jednostek uczestnictwa przez fundusz, na żądanie zgłoszone w postępowaniu egzekucyjnym. Jednostki uczestnictwa, w zależności od momentu pobierania opłaty manipulacyjnej, można podzielić na różne typy:

1) Jednostka uczestnictwa typu A

W momencie nabywania jednostek typu A, jest pobierana opłata manipulacyjna o znaczącej dla potencjalnego inwestora wpłaty. Opłata ta jest jednocześnie kosztem, który utrudnia inwestorowi wejście do funduszu z psychologicznego punktu widzenia, a jednocześnie determinantą pozostawania inwestora w danym funduszu, co najmniej, do momentu takiego wzrostu wartości jednostki uczestnictwa, która wyrównałaby te koszty.

2) Jednostka uczestnictwa typu B

Przy nabywaniu jednostek uczestnictwa typu B, nie jest pobierana opłata manipulacyjna, opłatą tą są obciążone odkupywane jednostki uczestnictwa, której wielkość uzależniona jest od okresu powierzenia środków pieniężnych funduszowi. Wielkość tej opłaty maleje, w miarę dłuższego trwania inwestycji, zachęcając tym samym uczestnika funduszu do dłuższego inwestowania.

3) Jednostka uczestnictwa typu C

Przy nabywaniu jednostek uczestnictwa typu C, pobierana jest opłata manipulacyjna w dwóch częściach, jedna ze środków wpłacanych na poczet nabywania jednostek uczestnictwa, a druga w momencie odkupywania jednostek uczestnictwa.

4.3.2.1. Sposób i warunki konwersji jednostek uczestnictwa

Uczestnik funduszu może dokonywać konwersji jednostek uczestnictwa na podstawie jednego zlecenia, w którym jednostki uczestnictwa funduszu Pioneer mogą być nabywane oraz odkupywane, lub odpowiednio odkupywane i nabywane. Możliwości dokonywania konwersji do funduszu jak i z funduszu, ogłaszane są w statucie funduszu oraz udostępniane są odpowiednie informacje u prowadzących dystrybucję. Konwersja jednostek uczestnictwa, dokonywana jest na koncie tego

samego rodzaju, co konto, z którego nastąpiło odkupienie jednostek uczestnictwa funduszu, lub jednostek uczestnictwa funduszy Pioneera. Odkupienie jednostek uczestnictwa z funduszu źródłowego, odbywa się na zasadach określonych dla odkupienia jednostek uczestnictwa w statucie funduszu źródłowego, natomiast nabycie odbywa się na zasadach określonych dla nabycia jednostek uczestnictwa w statucie funduszu docelowego.

4.3.2.2. Sposób i warunki wypłat kwot z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa

Wypłaty z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa, mogą być dokonywane gotówką przez prowadzących dystrybucję, lub przelewem na rachunek bankowy uczestnika. Wypłaty, mogą być również dokonywane na inne rachunki, jeżeli upoważnienie do wskazania takiego rachunku przez uczestnika, wynika z odrębnych przepisów prawa. Z kwot, jakie przypadają do wypłaty z tytułu zlecenia zamiaru odkupienia, potrącany jest zryczałtowany podatek dochodowy. Wypłaty kwot z tytułu odkupienia, dokonywane są przez fundusz, w trzecim dniu roboczym po dniu odkupienia jednostek uczestnictwa.

Fundusz może zawiesić odkupywanie jednostek uczestnictwa na dwa tygodnie, jeżeli w okresie ostatnich dwóch tygodni, suma wartości odkupionych przez fundusz jednostek uczestnictwa, oraz jednostek uczestnictwa, których odkupienia zażądano stanowi kwotę przekraczającą 10% wartości aktywów funduszu, lub nie można dokonać wiarygodnej wyceny istotnej części aktywów, z przyczyn niezależnych od funduszu. Informacja o zawieszeniu odkupywania jednostek uczestnictwa, jest podawana do publicznej wiadomości, na stronie internetowej oraz u prowadzących dystrybucję. Również za zgodą i na warunkach określonych przez Komisję:

- odkupywanie jednostek uczestnictwa może zostać zawieszone na okres dłuższy niż dwa tygodnie, lecz nie przekraczającym dwóch miesięcy,
- jednostki uczestnictwa mogą być odkupywane przez fundusz w ratach, jednakże w okresie nie dłuższym, niż sześć miesięcy przy zastosowaniu proporcjonalnej redukcji.

Uczestnik funduszu może żądać odkupienia jednostek uczestnictwa, pod warunkiem uprzedniego zgłoszenia przez uczestnika funduszu, zamiaru odkupienia jednostek uczestnictwa. Fundusz jest obowiązany odkupić te jednostki uczestnictwa po cenie równej wartości aktywów netto na jednostkę uczestnictwa w dniu wyceny, jednocześnie pobierając przy tym opłatę odkupieniową (maksymalna stawka opłaty odkupieniowej wynosi 0,5% wartości dokonywanej wpłaty). Samo odkupienie jednostek uczestnictwa następuje w momencie wpisu do rejestru uczestników funduszu, liczby odkupionych jednostek uczestnictwa i kwoty należnej uczestnikowi z tytułu odkupienia. Cena odkupienia jednostek uczestnictwa jest obliczana, w najbliższym dniu wyceny, przypadającym po dniu roboczym, w którym zostało złożone żądanie odkupienia. Termin pomiędzy dniem, w którym zostało złożone żądanie odkupienia zgodnie ze statutem funduszy nie może być dłuższy, niż pięć dni roboczych, może jednakże ulec zmianie (wydłużeniu) na skutek braku, lub błędnej informacji służącej do realizacji odkupienia jednostek uczestnictwa. W tym przypadku, fundusze podejmują niezwłocznie niezbędne działania celem uzyskania tych informacji.

Fundusz odkupuje jednostki uczestnictwa wg następującego wzoru:

$$OO = WAN_{ju} \times IJU \times Soo ,$$

gdzie:

OO – opłata odkupieniowa,

WAN_{ju} – wartość aktywów netto na jednostkę uczestnictwa,

IJU – liczba jednostek uczestnictwa,

Soo – stawka opłaty manipulacyjnej.

4.3.2.3. Sposób i warunki odkupywania jednostek uczestnictwa

Jednostki uczestnictwa na żądanie uczestnika są zbywane i odkupywane przez fundusz w dniu wyceny. Nabycie jednostek uczestnictwa wiąże się z koniecznością poniesienia opłaty manipulacyjnej, natomiast odkupienie jednostek uczestnictwa, wymaga poniesienia opłat odkupieniowej. Pierwsza minimalna wpłata za jaką jednorazowo można nabyć jednostki uczestnictwa, wynosi 1000 złotych (jeden tysiąc), a każda następna minimalna wpłata wynosi 500 złotych (pięćset). Fundusz

ma możliwość zmiany kwoty początkowej minimalnej wpłaty, lub minimalną wysokość następnych wpłat, w ramach prowadzonych wyspecjalizowanych programów inwestycyjnych, w szczególności pracowniczych programów emerytalnych prowadzonych w formie wnoszenia składek do funduszy.

W sensie ekonomicznym, jednostka uczestnictwa przedstawia określoną wartość aktywów netto funduszu. Wartość netto funduszu, jest to wartość ogółem aktywów funduszu w danym dniu, pomniejszona o wynagrodzenie towarzystwa oraz inne koszty potrącone przez zarządzającego¹⁵⁰. Jednostki uczestnictwa nie są oprocentowane, i nie mogą być zbywane przez uczestników funduszy, jedynie podlegają dziedziczeniu. Uczestnicy funduszy otrzymują taką liczbę jednostek uczestnictwa, jaką mogą nabyć za kwotę zainwestowaną w fundusz. Zainwestowana kwota, jest pomniejszona o opłatę manipulacyjną, i podzielona przez wartość aktywów funduszu na jednostkę uczestnictwa w dniu wyceny. Uczestnicy funduszy, w zamian, za zainwestowane pieniądze w fundusz otrzymują „Świadectwa Uczestnictwa”, gdzie określona jest data wystawienia tego świadectwa, nazwa funduszu oraz liczba nabytych lub umorzonych jednostek uczestnictwa. Nabycie jednostek uczestnictwa następuje na podstawie umowy zawartej pomiędzy osobą powierzającą środki pieniężne a zarządzającym funduszem. Zarządzający funduszem, jest zobowiązany zbywać bez ograniczeń jednostki uczestnictwa na warunkach określonych w regulaminie w dniu zawarcia umowy. Nabywcą jednostek może być osoba fizyczna, osoba prawna i jednostka organizacyjna nie posiadająca osobowości prawnej. W przypadku osób nie posiadających zdolności do czynności prawnych, oświadczenie woli składa w ich imieniu przedstawiciel ustawowy (pełnomocnik)¹⁵¹.

¹⁵⁰ L. Bagiński, A.C. Stańczyk, *Fundusze powiernicze czyli zbiorowy inwestor*, Rzeczpospolita 1992, nr 223.

¹⁵¹ *Regulamin*, Fundusz Powierniczy Wierzycielskich Papierów Wartościowych, Warszawa 1998, s. 15.

4.3.2.4. Roszczenie o nabycie jednostek uczestnictwa

Zgodnie z art. 109 ustawy o publicznym obrocie, towarzystwo jest obowiązane zbywać bez ograniczeń jednostki uczestnictwa¹⁵². Oznacza to, że potencjalnemu inwestorowi przysługuje w razie odmowy roszczenie o zawarcie umowy. Przepis ten, wyłącza swobodę zawierania umowy ze strony towarzystwa i tworzenia funduszy, które byłyby powoływane dla pewnych grup społecznych. To unormowanie ustawy, jest jednym z najbardziej chroniących inwestorów. Fundusz, w myśl zamierzeń ustawodawcy, jest funduszem powszechnym, na którym ciąży ustawowy obowiązek kontraktowania. Obowiązek ten nie może być ograniczony w regulaminie ani statucie towarzystwa. Ograniczeniem zbywalności jednostek uczestnictwa, nie jest ustalenie pewnego minimum początkowej wpłaty czy każdorazowej wypłaty.

4.3.2.5. Ustalenie liczby nabytych jednostek uczestnictwa oraz ich ceny

Towarzystwo zbywa jednostki uczestnictwa po cenie, która wynika z wartości aktywów netto funduszu w dniu wydania, podzieloną przez ogólną liczbę jednostek uczestnictwa w funduszu. Ustalenie liczby nabytych jednostek uczestnictwa, następuje dopiero w dniu wydania, który jest z reguły dniem wyceny netto aktywów funduszu. Ustalenie w regulaminie dnia wydania, ma znaczenie dla określenia liczby nabytych jednostek uczestnictwa, ich ceny i ustalenia wartości aktywów funduszu. Jak najszybsze ustalenie dnia wydania, zapewnia uczestnikom, to że cena jednostek będzie bliska cenie z dnia, w którym powierzyli pieniądze, z drugiej strony, z punktu widzenia towarzystwa, do wartości aktywów będą się liczyć wpłaty, które mogły nie zostać zainwestowane, a nawet którymi towarzystwo jeszcze nie dysponuje. Jeśli chodzi o ceny nabycia jednostek uczestnictwa, to są one zbywane po cenie w ofercie publicznej. Są one określane w dniu wyceny i równe wartości netto aktywów funduszu na jednostki uczestnictwa powiększone o należną opłatę manipulacyjną. Jednostki uczestnictwa są wyceniane pięć razy w tygodniu (poniedziałek, wtorek, środa, czwartek i piątek) po zamknięciu sesji Giełdy

¹⁵² art. 109 ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi.

Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie¹⁵³. Do liczby jednostek, nie są wliczane jednostki, które mają być wydane w tym dniu, ponieważ ich cena zostanie dopiero ustalona na podstawie ilorazu wartości netto aktywów i liczby jednostek. Uczestnik, może nabyć dowolną liczbę, również nabyć jednostki za określoną kwotę, gdyż jednostki uczestnictwa są podzielne. Okres pomiędzy złożeniem zlecenia nabycia jednostek uczestnictwa i powierzeniem przez inwestora prowadzącemu dystrybucję środków pieniężnych związanych z tym zleceniem a dniem wyceny (w przypadku funduszu Pioneer) nie jest dłuższy niż pięć dni roboczych, chyba że opóźnienie jest skutkiem wadliwości informacji którą, przedstawił klient¹⁵⁴.

Prawo do otrzymania informacji o stanie funduszu

Zgodnie z ustawą, inwestor ma prawo do określonego typu informacji, oraz do otrzymywania ich w sformalizowanej formie. Inwestor, ma przede wszystkim prawo do zapoznania się z regulaminem funduszu – celem zapoznania się z warunkami na jakich zawiera umowę z towarzystwem. Zgodnie z ustawą, towarzystwo ogłasza regulamin w dwóch dziennikach ogólnopolskich przed rozpoczęciem działalności funduszu oraz udostępnia ten regulamin w miejscach zbywania jednostek¹⁵⁵. Zapoznanie się z regulaminem, jest bardzo istotne z punktu widzenia inwestora, ponieważ umożliwia podjęcie właściwej decyzji o dokonaniu lokaty w fundusz. Towarzystwo jest również obowiązane, co najmniej raz w roku obrachunkowym, ogłaszać w piśmie przeznaczonym do publikacji sprawozdań finansowych oraz w jednym dzienniku ogólnopolskim, osobne sprawozdania o stanie każdego funduszu. Sprawozdanie to powinno zawierać dane niezbędne inwestorowi do właściwej oceny stanu funduszu i zmiany jego wartości w roku obrachunkowym, a w szczególności:

- wyliczenie wchodzących w skład funduszu papierów wartościowych i przysługujących z tytułu ich posiadania praw poboru,
- cena nabycia, liczba i wartość rynkowa tych papierów,

¹⁵³ Regulamin, Fundusz Powierniczy Wierzycielskich Papierów Wartościowych, Warszawa 1998, s. 18.

¹⁵⁴ Prospekt Informacyjny, *Pioneer Fundusz Powierniczy Wierzycielskich Papierów Wartościowych*, Warszawa 1995, s. 1.

¹⁵⁵ Ustawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi, art. 96 §4.

- stan pozostałych aktywów oraz pasywa funduszu,
- zmianę stanu ilości jednostek uczestnictwa oraz zmianę wartości netto aktywów na jednostkę uczestnictwa.

Przewodniczący Komisji Nadzoru Finansowego, może ponadto w drodze zarządzenia, określić zakres, tryb, częstotliwość ogłaszania sprawozdań i innych informacji dotyczących towarzystw i funduszy¹⁵⁶.

Ponadto towarzystwo jest obowiązane ogłaszać sprawozdania roczne w ciągu trzech miesięcy, od zakończenia połowy roku kalendarzowego. Sprawozdania te mają kompleksowy charakter, i zawierają dane, oraz ogólne wskaźniki, które umożliwiają inwestorowi orientację w całorocznych trendach i zmianach sytuacji funduszu. W sprawozdaniach powinny być również zamieszczone informacje, o sytuacji podmiotu zarządzającego, a także o kosztach funduszu, w tym o wynagrodzeniach dla zarządzającego, oraz podmiotów zaangażowanych w obsługę funduszu. Towarzystwo nie rzadziej niż raz w miesiącu, powinno przedstawić do publicznej wiadomości informacje o stanie funduszu i wartość aktywów netto na jednostkę uczestnictwa, oraz stopę zmian tych wartości w ciągu ostatniego miesiąca¹⁵⁷. Miesięczne sprawozdania zawierają dane, które są bardzo istotne dla oceny aktualnej sytuacji ekonomicznej funduszu, dzięki czemu uczestnicy funduszu mogą porównywać opłacalność swoich inwestycji z innymi podobnymi formami lokat, w tym także inne fundusze inwestycyjne, zarządzane przez odrębne towarzystwa. Prawo do informacji, jest jednym z najważniejszych uprawnień inwestora, gdyż dzięki nim może on zweryfikować działalność podmiotu zarządzającego. Publikacja informacji o stanie funduszu, uniemożliwia zarządzającemu sprzeniewierzenie środków inwestorów.

¹⁵⁶ Ustawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi, art. 113a.

¹⁵⁷ Ibidem, art. 113b.

Prawo do dochodów powiększających wartość funduszu bez umarzania jednostek uczestnictwa

W myśl ustawy o publicznym obrocie, wszelkie dochody funduszu, pomniejszone o statutowe wynagrodzenie towarzystwa, powiększają jego wartość¹⁵⁸. Generalną zasadą tej ustawy jest powołanie funduszy tezauryzujących, gdzie uczestnik chcąc uzyskać dochód, powinien dokonać umorzenia jednostki uczestnictwa. Źródłem dochodu funduszu są zyski, uzyskane w wyniku sprzedaży papierów wartościowych, wypłat dywidend, oprocentowania papierów, oprocentowania papierów dłużnych. Zgodnie z art. 108 ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi, towarzystwo może wypłacać kwoty, które stanowią dochód powiększający wartość funduszu, bez konieczności umarzania jednostek uczestnictwa, na warunkach określonych w regulaminie funduszu. Przepis ten jest podstawą do powołania funduszy dystrybucyjnych, lub kumulatywnych, które część swoich dochodów wypłacają uczestnikom. Częstotliwość jak i sposób wypłaty określonych dochodów funduszu określa regulamin¹⁵⁹.

Prawo do umorzenia jednostek uczestnictwa

Uczestnicy funduszu nie mogą zbyć jednostek uczestnictwa. Mają jedynie prawo umorzenia swoich jednostek uczestnictwa, co oznacza (w sensie ekonomicznym) wycofanie się z inwestycji. W celu umorzenia jednostek uczestnictwa, należy złożyć zlecenie umorzenia jednostek uczestnictwa u prowadzącego dystrybucję. Cena wykupu umarzanych jednostek uczestnictwa jest określana w dniu wyceny po otrzymaniu od Financial Services Sp. z o. o. wszystkich dokumentów w ciągu 5 dni od dnia złożenia przez klienta zlecenia umorzenia jednostek uczestnictwa. Istnieje również możliwość wyboru umorzenia określonej liczby jednostek uczestnictwa, lub umorzenia takiej liczby posiadanych jednostek uczestnictwa, która zapewni w zamian za umorzenie, uzyskanie żądanej kwoty pieniężnej. W wyniku umorzenia inwestor otrzymuje kwotę równą iloczynowi liczby umorzonych jednostek uczestnictwa i wartości netto aktywów na jednostkę uczestnictwa, która jest

¹⁵⁸ G. Kościelniak, op. cit., s. 114-115.

¹⁵⁹ Ibidem, s. 120-121.

ustalana w najbliższym dniu wyceny. Cena umorzenia jednostek uczestnictwa, może być wyższa, równa lub niższa od ceny zapłaconej przy jej nabyciu, w zależności od wartości aktywów netto funduszu na jednostkę uczestnictwa w dniu umorzenia¹⁶⁰. Regulamin funduszu nie określa dnia wypłaty środków, gdyby np. wypłata nie miała nastąpić natychmiast po ustaleniu wartości umorzonych jednostek. Zgodnie z ustawą wypłaty następują w terminach określonych przez towarzystwo, nie rzadziej jednak niż raz w miesiącu. Pierwsza wypłata powinna nastąpić w terminie najpóźniej sześciu miesięcy, od daty umorzenia funduszu¹⁶¹.

Uprawnienia towarzystwa

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych są wyspecjalizowanymi podmiotami na rynku kapitałowym, których podstawowym zadaniem jest pełnienie funkcji organu funduszu inwestycyjnego¹⁶². Jediną, dopuszczalną formą organizacyjno-prawną towarzystw funduszy inwestycyjnych jest forma spółki akcyjnej z siedzibą na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej, po uzyskaniu zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego. Siedziba towarzystwa musi się znajdować na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej (ustawodawca nie dopuścił do działania w char. towarzystwa zagranicznych osób prawnych). Przedmiotem działalności towarzystw, jest wyłącznie tworzenie funduszy inwestycyjnych, zarządzanie nimi oraz reprezentowanie ich wobec osób trzecich. kapitał akcyjny towarzystwa wynosi co najmniej 3 000 000 zł, jeżeli towarzystwo ma zarządzać więcej niż jednym funduszem kwota ta ulega wówczas powiększeniu o 1 000 000 zł na każdy kolejny fundusz. Ponadto towarzystwo ma obowiązek utrzymywania kapitałów własnych na poziomie, nie niższym niż 50% minimalnego kapitału akcyjnego. Komisja może cofnąć zezwolenie na utworzenie towarzystwa, jeżeli wysokość kapitałów własnych towarzystwa nie zostanie uzupełniona w terminie trzech miesięcy do wymagalnego poziomu.

¹⁶⁰ Prospekt Informacyjny, *Pioneer funduszu powierniczy wierzycielskich papierów wartościowych*, Warszawa 1995, s. 15.

¹⁶¹ G. Kościelniak, op. cit., s. 116-117.

¹⁶² M. Dyl, op. cit., s. 78.

4.3.2.6. Opodatkowanie uczestników funduszu

Opodatkowanie osób fizycznych

Zgodnie z art. 30a ust. 1 pkt 5 ustawy z dnia 26 lipca 1991 roku o podatku dochodowym od osób fizycznych (tekst jednolity Dz. u. z 2000 Nr 14, poz. 176 z późn. zm.) od dochodów uzyskiwanych na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej z tytułu udziału w funduszach inwestycyjnych, pobiera się 19% zryczałtowany podatek dochodowy.

Zgodnie z art. 23 ust. 1 pkt 38 powyższej ustawy, przy ustalaniu dochodu z umorzenia (odkupienia) jednostek uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym, wydatek na nabycie tych jednostek uczestnictwa, uważa się za koszt uzyskania przychodów. Opodatkowanie to dotyczy dochodów z tytułu zbycia jednostek uczestnictwa, nabytych za wpłaty dokonane począwszy od dnia 1 grudnia 2001 roku.

Zgodnie z art. 52a ust. 1 pkt 3 powyższej ustawy, dochody z tytułu udziału w funduszach kapitałowych, zwolnione są z podatku dochodowego, jeżeli dochody te są wypłacane podatnikowi z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa, z tytułu wpłat dokonanych przez uczestnika przed dniem 1 grudnia 2001 roku. Obliczenie wysokości należnego podatku dokonuje fundusz, potrąca obliczony podatek od kwoty przypadającej do wypłaty z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa, i następnie odprowadza do właściwego urzędu skarbowego. Obliczenia podatku, dokonuje się od każdej wpłaty dokonanej na nabycie jednostek uczestnictwa, gdzie stosowana w tym przypadku jest zasada, że w pierwszej kolejności odkupywane są jednostki uczestnictwa nabyte przez uczestnika w ramach tego samego konta w Rejestrze Uczestników Funduszu wg najwyższej ceny (metoda FIFO).

Natomiast, w przypadku jednostek uczestnictwa zbywanych w walutach obcych, podatek oblicza się po przeliczeniu dochodu na złote zgodnie z art. 11 ust. 3 powyższej ustawy.

W stosunku do osób, które nie mają miejsca zamieszkania lub czasowego pobytu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, uwzględnia się oprócz przepisów prawa polskiego, charakter ustroju podatkowego krajów zamieszkania tych osób oraz treści umów międzynarodowych w sprawie zapobiegania podwójnemu

opodatkowaniu zawartych przez Rzeczpospolitą Polską z krajami zamieszkania tych osób. Zastosowanie stawki wynikającej z tych umów, albo niepobranie podatku, jest możliwe wówczas, jeśli podatnik przedstawi funduszowi stosowne zaświadczenie o miejscu zamieszkania lub siedzibie za granicą do celów podatkowych wydane przez właściwą zagraniczną administrację podatkową (certyfikat rezydencji).

Opodatkowanie osób prawnych

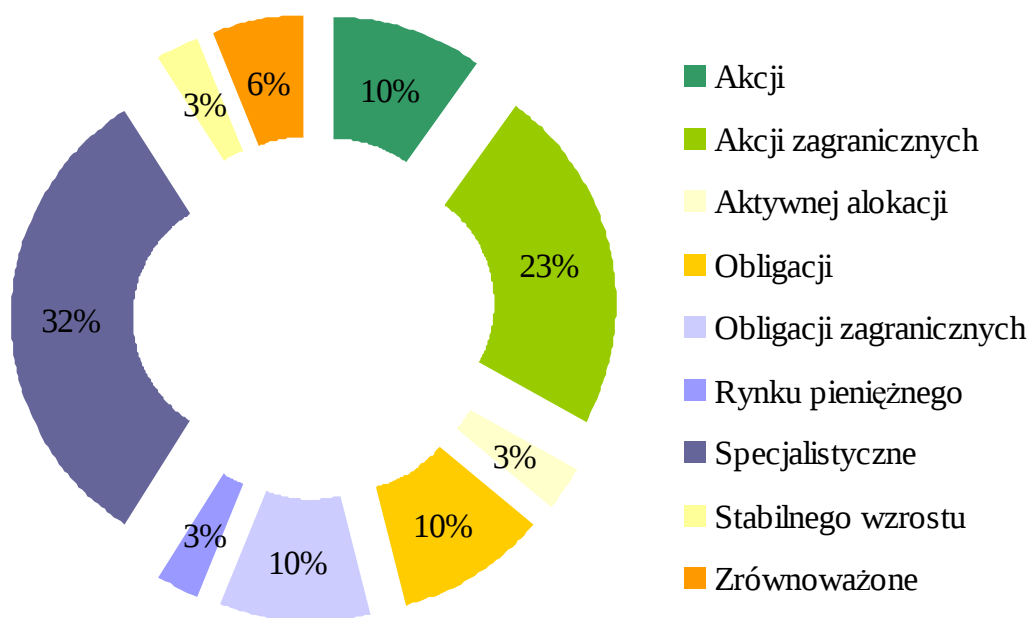
Zgodnie z art. 7 ustawy z dnia 15 lutego 1992 roku o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz. U. z 2000 Nr 54, poz. 654 z późn. zm.). Osoby prawne są zobowiązane do zapłacenia podatku dochodowego od dochodu, bez względu na rodzaj przychodu, w tym także, od dochodu uzyskanego z tytułu uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym. Obowiązek podatkowy powstaje z chwilą dokonania przez uczestnika zbycia lub umorzenia jednostek uczestnictwa. Zgodnie z art. 19 ust. 1 powyższej ustawy, podatek od osób prawnych wynosi 19% podstawy opodatkowania. Natomiast podatnicy, którzy nie mają siedziby, lub zarządu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, podlegają obowiązkowi podatkowemu tylko od dochodu, które osiągną na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej¹⁶³.

¹⁶³ Prospekt emisyjny, 2007, s. 111.

5. STRUKTURA PRZEDMIOTOWA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH PIONEER PEKAO INV.

5.1. Sprzedaż jednostek uczestnictwa

Pioneer Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. jest największym, pod względem zarządzanych aktywów, towarzystwem funduszy inwestycyjnych w Polsce i zarządza najstarszym, utworzonym w 1992 roku funduszem Pioneer Zrównoważony FIO. Fundusze Pioneer wybrało ponad 600 tys. klientów. W swoich działaniach Pioneer Pekao TFI S.A. kieruje się dewizą, by dostarczyć klientom nowoczesne fundusze inwestycyjne oraz udostępnić im nowatorskie i wartościowe możliwości inwestowania. Oferuje 30 funduszy i subfunduszy, które są zróżnicowane horyzontem czasowym (1992-2008) i strategicznym. Dzięki tym funduszom klienci Pioneerera mogą lokować pieniądze na największych światowych rynkach kapitałowych.



Wykres 5.1. Pioneer Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.
(dane za 2008 rok)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych *inwestycje.elfin.pl*.

Tabela 5.1. Fundusze Inwestycyjne Pioneer Pekao Investment S.A.

Lp.	Nazwa funduszu	Rok powstania
1.	Pioneer Zrównoważony FIO	1992
2.	Pioneer Obligacji Plus FIO	1995
3.	Pioneer Akcji Polskich FIO	1995
4.	Pioneer Obligacji FIO	1997
5.	Pioneer Akcji Amerykańskich FIO	2000
6.	Pioneer Pieniężny FIO	2001
7.	Pioneer Stabilnego Wzrostu fio (do 2003 roku Pioneer Zrównoważony Plus)	2003
8.	Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty Telekomunikacji Polskiej	2001
9.	Pioneer Obligacji Dolarowych FIO	2002
10.	Pioneer Obligacji Dolarowych Plus FIO	2002
11.	Pioneer Obligacji Skarbowych FIO	2003
12.	Pioneer Obligacji Europejskich Plus FIO	2003
13.	Pioneer Akcji Europejskich FIO	2004
14.	Ochrony Kapitału FIO	2004
15.	Pioneer Lokacyjny	2005
16.	Pioneer Zrównoważony Rynku Amerykańskiego FIO	2005
17.	Pioneer Dynamicznej Ochrony Kapitału Specjalistyczny FIO	2005
18.	Pioneer Wzrostu i Dochodu Mix 20 FIO	2005
19.	Pioneer Wzrostu i Dochodu Mix 40 FIO	2005
20.	Pioneer Wzrostu Mix 60 FIO	2005
21.	Pioneer Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego FIO	2005
22.	Pioneer Średnich Spółek Rynku Polskiego FIO	2006
23.	Pioneer Dochodu i Wzrostu Rynku Chińskiego	2006
24.	Pioneer Dochodu i Wzrostu Regionu Pacyfiku	2006
25.	Pioneer Zabezpieczony Rynku Polskiego SFIO	2006
26.	Pioneer Aktywnej Alokacji	2007
27.	Pioneer Akcji Rynków Wschodzących	2007
28.	Pioneer Akcji Małych i Średnich Spółek Rynków Rozwiniętych	2007
29.	Pioneer Akcji Rynków Dalekiego Wschodu	2007
30.	Pioneer Obligacji Strategicznych	2007
31.	Pioneer Akcji Europy Wschodniej	2008
32.	Pioneer Surowców i Energii	2008
33.	Fundusze Zagraniczne	2008
34.	Zagraniczne Fundusze Akcyjne	2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych: www.money.pl

Tabela 5.2. Rodzaje Funduszy Inwestycyjnych Pioneer Pekao Investment S.A.

Lp.	Nazwa	Rodzaj
1.	Pioneer Akcji Polskich FIO	akcji
2.	Pioneer Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego FIO	akcji
3.	Pioneer Zabezpieczony Rynku Polskiego SFIO	akcji
4.	Pioneer Funduszy Globalnych SFIO subfundusz Pioneer Akcji Rynków Dalekiego Wschodu	akcji zagranicznych
5.	PIONEER Akcji Europejskich FIO	akcji zagranicznych
6.	Pioneer Funduszy Globalnych SFIOsubf. Pioneer Akcji Europy Wschodniej	akcji zagranicznych
7.	Pioneer Fund. Globalnych SFIO subfundusz Akcji Małych i Średnich Spółek Rynków Rozwiniętych	akcji zagranicznych
8.	Pioneer Funduszy Globalnych SFIO subfundusz Pioneer Akcji Rynków Wschodzących	akcji zagranicznych
9.	Pioneer Akcji Amerykańskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty	akcji zagranicznych
10.	Strategie Funduszowe SFIO Subfundusz Zagraniczne Fundusze Akcyjne	akcji zagranicznych
11.	Pioneer Aktywnej Alokacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty	aktywnej alokacji
12.	Pioneer FIO Lokacyjny	obligacji
13.	Pioneer Obligacji Plus FIO	obligacji
14.	Pioneer Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty	obligacji
15.	Pioneer Obligacji Dolarowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty	obligacji zagranicznych
16.	Pioneer Obligacji Europejskich Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty	obligacji zagranicznych
17.	PIONEER Obligacji Dolarowych Plus FIO	obligacji zagranicznych
18.	Pioneer Pieniężny Fundusz Inwestycyjny Otwarty	rynku pieniężnego
19.	Pioneer FIO Wzrostu i Dochodu MIX 40 FIO	specjalistyczne
20.	Pioneer FIO Wzrostu Mix 60	specjalistyczne
21.	Pioneer Funduszy Globalnych SFIO subfundusz Pioneer Obligacji Strategicznych	specjalistyczne
22.	Pioneer Funduszy Globalnych SFIO subfundusz Pioneer Dochodu i Wzrostu Regionu Pacyfiku	specjalistyczne
23.	Pioneer Funduszy Globalnych SFIO subfundusz Pioneer Dochodu i Wzrostu Rynku Chińskiego	specjalistyczne
24.	Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty Telekomunikacji Polskiej	specjalistyczne
25.	Pioneer Funduszy Globalnych SFIO subfundusz Pioneer Surowców i Energii	specjalistyczne
26.	Pioneer Zmiennej Alokacji 2 SFIO	specjalistyczne
27.	Pioneer Zmiennej Alokacji SFIO	specjalistyczne
28.	Strategie Funduszowe SFIO subfundusz Fundusze Zagraniczne	specjalistyczne
29.	Pioneer Stabilnego Wzrostu Fundusz Inwestycyjny Otwarty	stabilnego wzrostu
30.	Pioneer Zrównoważony Rynku Amerykańskiego FIO	zrównoważone
31.	Pioneer Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty	zrównoważone

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych: www.inwestycje.elfin.pl.

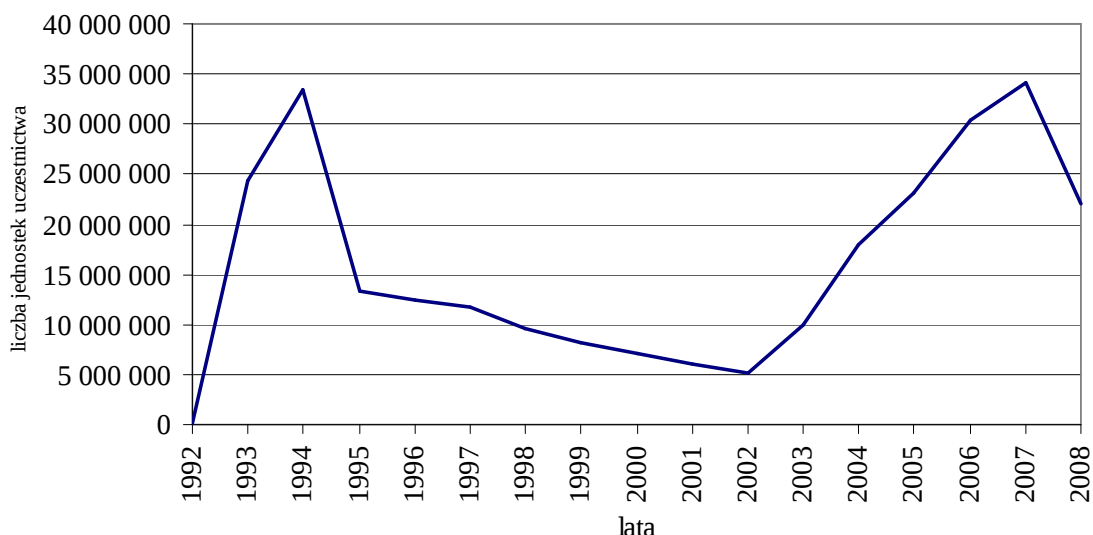
Pioneer Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty

Sprzedaż jednostek uczestnictwa, Pioneer Zrównoważonego Funduszu Inwestycyjnego Otwartego wzrastała do 1994 roku. Przyczyną wzrostu liczby jednostek uczestnictwa, była hossa na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W 1993 roku, obserwowano wzmożoną aktywność inwestorów i bardzo wysoki wzrost kursów akcji. Wartość obrotów globalnych, na rynku podstawowym, w tym okresie osiągnęła kwotę 77,5 bln zł, i w porównaniu z 1999 rokiem, wzrosła 34 krotnie. Taki wzrost wartości obrotów, był rezultatem zarówno większej liczby sprzedawanych akcji, jak też wzrostu ich notowań. Liczba spółek notowanych na rynku podstawowym wzrosła z 16 do 21.

Tabela 5.3. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1992-2008

Cechy	Lata	1992	1993	1994	1995	1996	1997
cena jednostki uczestnictwa		10,00	35,15	42,60	49,74	75,23	81,74
liczba jednostek uczestnictwa		174 544	24 272 518	33 361 919	13 382 584	12 419 682	11 704 438
Cechy	Lata	1998	1999	2000	2001	2002	2003
cena jednostki uczestnictwa		77,27	98,99	105,13	99,95	104,86	125,66
liczba jednostek uczestnictwa		9 655 904	8 177 740	7 139 878	6 020 813	5 218 917	9 873 189
Cechy	Lata	2004	2005	2006	2007	2008	
cena jednostki uczestnictwa		140,87	162,53	187,56	193,75	116,67	
liczba jednostek uczestnictwa		17 969 413	23 176 863	30 334 634	34 171 917	22 043 300	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1992-2008.



Wykres 5.2. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1992-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1992-2008.

W stosunku do 1992 roku, liczba sesji giełdowych zwiększyła się o 52 (w wyniku zwiększenia liczby sesji do trzech w tygodniu, 9-krotnie zwiększyła się liczba akcji, które zmieniły właściciela. Impulsem wpływającym pozytywnie na rozwój rynku, było między innymi, obniżenie przez NBP o 3 punkty stopy kredytu refinansowego, i w konsekwencji obniżenie oprocentowania lokat depozytów bankowych, zaangażowanie inwestorów zagranicznych, niewspółmiernie wysokie w porównaniu z innymi formami lokowania środków pieniężnych. Powodowało to napływ nowych inwestorów indywidualnych, i wzrost popytu na akcje. Do końca 1992 roku, wartość łącznych obrotów obligacjami jednorocznymi i trzyletnimi wynosiła 165,7 mld zł. W 1993 roku wartość obrotów wzrosła do 1 841,4 mld zł. Począwszy od 1995 roku sprzedaż jednostek uczestnictwa systematycznie maleje. W 1994 roku, sytuacja na giełdowym rynku akcji, uległa znacznym zmianom. Po hossie zapoczątkowanej w 1993 roku w połowie marca 1994 roku, nastąpiło gwałtowne odwrócenie wzrostowego trendu. Do końca roku, odnotowano systematyczny spadek kursów akcji. Spadek ten był tak duży, że mimo coraz większej liczby akcji w obrocie, giełdowym, łączna wartość obrotów na rynku podstawowym obniżyła się w stosunku do I kwartału o 72,8%. Zmniejszona sprzedaż jednostek uczestnictwa, wynika

przede wszystkim, z pogorszenia koniunktury na giełdzie. Wobec zmiany sytuacji na rynku giełdowym akcji, wielu inwestorów wybrało bezpieczniejszą formę lokat, tj. obligacje skarbowe. W porównaniu z 1993 rokiem, globalna wartość obrotów obligacjami wzrosła ponad siedmiokrotnie.

W 1997 roku, nastąpiło przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego. Produkt Krajowy Brutto, wzrósł o prawie 7%, wobec 6,1% w 1996 roku. Przyspieszenie dynamiki PKB w 1997 roku, związane było z szybszym niż przed rokiem wzrostem wartości dodanej brutto w przemyśle (9,7% wobec 7,1% w 1996 roku) i bardzo wysokim wzrostem w budownictwie (17,6% wobec 3,5% przed rokiem). Wzrost PKB w 1997 roku, był kreowany przez wysoką dynamikę popytu krajowego – zarówno inwestycyjnego i konsumpcyjnego. W końcu 1997 roku, na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, wskaźniki (WIG, WIG-20 i WIRR) określające kondycję giełdy kształtowały się na poziomie zbliżonym, do notowanego w końcu 1996 roku. W badanym okresie, nastąpił wzrost wartości obrotów na rynku akcji, przy spadku wartości obrotów obligacjami. W lutym 1997 roku, wyodrębniono wolny rynek akcji, a w czerwcu wprowadzono do obrotu giełdowego akcje Narodowych Funduszy Inwestycyjnych. Liczba notowanych spółek na rynku podstawowym¹⁶⁴ wzrosła w 1997 roku z 66 do 96. Wartość obrotów na tym rynku wg kursu jednolitego wynosiła 38 132,9 mln zł, tj. o 48,9 więcej niż przed rokiem. Najwyższy wzrost cen akcji odnotowano w lutym, kiedy WIG osiągnął wartość 18 339,4 pkt (wzrost 2,3% w stosunku do 1996 roku). Indeks dwudziestu wiodących spółek WIG-20 w 1997 roku wzrósł o 1,1%. Na rynku równoległym¹⁶⁵ w 1997 roku notowano 29 spółek, w tym zadebiutowało 12 spółek.

Począwszy od 1998 roku, można zaobserwować systematyczny spadek liczby nabytych jednostek uczestnictwa Pioneer Zrównoważonego Funduszu Inwestycyjnego Otwartego, aż do 2003 roku. Spadek sprzedaży jednostek uczestnictwa w 1998 roku spowodowany i jednocześnie zapoczątkowany został

¹⁶⁴ Na rynku podstawowym notowane są akcje spółek, które spełniają określone wymagania kapitałowe oraz kreślony minimalny czas istnienia.

¹⁶⁵ Na rynku równoległym notowane są akcje spółek, które nie spełniają wymagań rynku podstawowego, ale które ze względu na rozmiary emisji i rozproszenie akcji gwarantują płynność obrotu.

między innymi spadkiem cen akcji – na co wpłynął kryzys na giełdach azjatyckich, oraz kryzys w Rosji. W końcu 1998 roku, na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, w porównaniu z analogicznym okresem 1997 roku, wskaźniki WIG, WIG-20 i WIRR określające sytuację na giełdowym rynku akcji kształtowały się na poziomie znacznie niższym niż w 1997 roku. Największy spadek cen akcji odnotowano w III kwartale 1998 roku. Wzrosła wartość obrotów akcjami, przy spadku wartości obrotów obligacjami. Liczba notowanych spółek na rynku podstawowym wzrosła w 1998 roku z 96 do 117. Wartość obrotów na tym rynku wynosiła 40 202,4 mln zł, tj. o 5,4% więcej niż przed rokiem. Warszawski Indeks Giełdowy w końcu 1998 roku ukształtował się na poziomie 12 795,6 pkt (spadek o 12,8% w stosunku do 1997 roku). Indeks dwudziestu wiodących spółek WIG-20 było o 16,2% niższy. Największy spadek cen akcji odnotowano 9 października 1998 roku (WIG kształtował się na poziomie 10 473,7 pkt).

W 1998 roku, odnotowano osłabienie wysokiej w trzech poprzednich latach dynamiki gospodarczej. Produkt krajowy brutto wzrósł realnie o 4,8% (wobec 6,8% w 1997 roku). Obniżeniu uległa również dynamika popytu krajowego, zarówno inwestycyjnego, jak i konsumpcyjnego. Osłabła również dynamika popytu zagranicznego. Wobec niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych, znacznie obniżyła się dynamika eksportu, co pomimo nieco wolniejszego niż przed rokiem wzrostu importu, wpłynęło na istotne pogłębienie ujemnego salda obrotów towarowych, handlu zagranicznego. Zmniejszyła się również relacja oszczędności do dochodów. Spowolnienie dynamiki gospodarczej, znalazło odbicie również w pogorszeniu sytuacji na rynku pracy. W 1998 roku obniżyła się również dynamika produkcji sprzedanej przemysłu. W 1999 roku na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie wskaźniki WIG, WIG-20 i WIRR, określające sytuację na giełdowym rynku akcji były już znacznie wyższe niż przed rokiem. Zwiększyła się wartość obrotów akcjami, przy spadku wartości obrotów obligacjami. Na rynku podstawowym w 1999 roku notowano 119 spółek. Wartość obrotów na tym rynku wynosiła 40 285,4 mln zł, tj. o 0,2% więcej niż w 1998 roku. Tendencja spadkowa liczby jednostek uczestnictwa utrzymuje się również w 2008 roku, czego przyczyną było kryzys na światowych rynkach kapitałowych.

Pioneer Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty

Fundusz działa od 13 czerwca 1995 roku (do 8 sierpnia 2003 roku fundusz nosił nazwę Pioneer Wierzycielskich papierów Wartościowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty). Fundusz ten, należy do grupy funduszy obligacyjnych o podwyższonym ryzyku inwestycyjnym. Polityka inwestycyjna funduszu, skoncentrowana jest na lokowaniu środków w dłużne papiery wartościowe, emitowane przez Skarb Państwa, oraz dobrze rokujące przedsiębiorstwa. W portfelu funduszu, znajdują się obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa, bony skarbowe, obligacje przedsiębiorstw. Proces inwestycyjny, oparty jest na prognozach kierunku zmian stóp procentowych, prognozach wskaźników makroekonomicznych oraz inflacji. Nie mniej niż 90% aktywów funduszu, jest lokowana w wierzycielskich papierach wartościowych i instrumentach rynku pieniężnego. Całkowita wartość lokat, w nieskarbowych wierzycielskich papierach, wynosić będzie 80% wartości aktywów funduszu. Nie mniej, niż 20% wartości aktywów funduszu, będzie inwestowana w skarbowe wierzycielskie papiery wartościowe. Inne niż wierzycielskie papiery wartościowe będą stanowić nie więcej niż 10% aktywów funduszu.

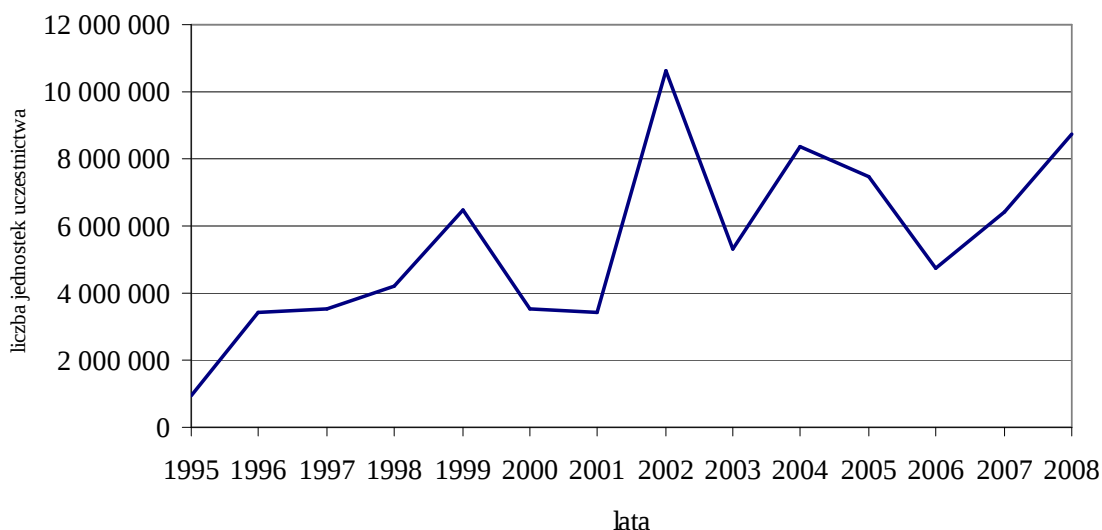
Tabela 5.4. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1995-2008

Cechy	Lata	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
cena jednostki uczestnictwa		10,00	13,39	15,39	19,05	21,17	23,50	26,50
liczba jednostek uczestnictwa		952 194	3 432 573	3 505 392	4 234 754	6 493 657	3 511 241	3 425 440
Cechy	Lata	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		30,10	30,51	32,50	34,88	36,48	38,09	39,74
liczba jednostek uczestnictwa		10 640 302	8 368 850	5 331 625	7 467 717	4 748 537	6 398 542	8 718 856

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1995-2008.

Sprzedaż jednostek uczestnictwa systematycznie wzrasta. W związku ze spadkiem kursów akcji (wynika to z pogorszenia koniunktury na giełdzie) w 1994 roku, wielu inwestorów wybrało bezpieczniejszą formę lokat, tj. obligacje

skarbowe. W 1995 roku, w porównaniu z 1993 rokiem, globalna wartość obrotów obligacjami na Giełdzie w Warszawie, wzrosła ponad siedmiokrotnie. Znaczny wzrost popytu nastąpił w 1999 roku, co spowodowane było między innymi kryzysami na giełdach azjatyckich oraz kryzysem gospodarczym w Rosji.



Wykres 5.3. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1995-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1995-2008.

Bardzo istotnie sprzedaż jednostek uczestnictwa wzrosła w 2002 roku – na skutek wprowadzenia podatku „Belki”, fundusze obligacyjne stały się alternatywą dla depozytów bankowych. W tym czasie, nastąpiła znacząca alokacja środków, pomiędzy poszczególne rodzaje funduszy. W wyniku tych zmian, udział funduszy obligacji w 2002 roku, w aktywach funduszy ogółem wzrósł z 17,1% do 55,7%. Również, wzrost popytu nastąpił w 2008 roku, który był bardzo dobry dla posiadaczy polskich obligacji oraz jednostek uczestnictwa funduszy obligacyjnych.

Pioneer Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty

Fundusz działa od 18 grudnia 1995 roku. Początkowo nosił nazwę Pioneer Fundusz Powierniczy Agresywnego Inwestowania, następnie Pioneer Otwarty Fundusz Inwestycyjny Agresywnego Inwestowania, a później Pioneer Agresywnego Inwestowania Fundusz Inwestycyjny Otwarty. Fundusz kierowany jest do inwestorów, którzy akceptują wysoki poziom ryzyka, wynikający z inwestowania w akcje, oraz są zainteresowani

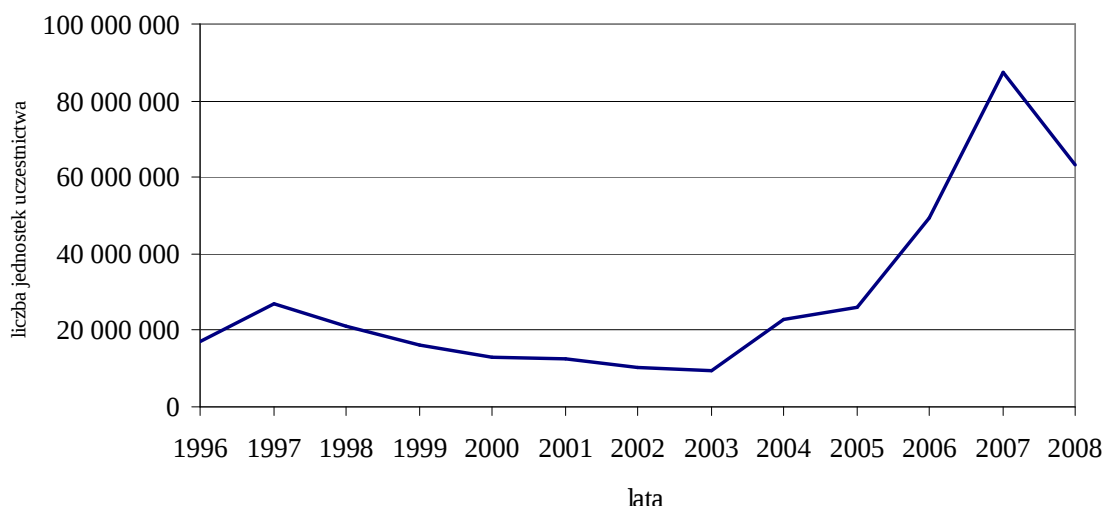
oszczędzaniem długoterminowym. Nie mniej niż 67% wartości swoich aktywów, fundusz lokuje w akcjach spółek, których siedziba znajduje się na terytorium RP lub prowadzących działalność operacyjną na terytorium RP. Część portfela przeznaczona na inne aktywa niż akcje, jest zwykle inwestowana w wierzycielskie papiery wartościowe, w tym polskie papiery skarbowe oraz depozyty bankowe.

Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Polskich FIO wzrosła stopniowo do 1997 roku. Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie wskaźniki (WIG, WIG-20 i WIRR) określające kondycję giełdy kształtowały się na poziomie zbliżonym do notowanego w końcu 1996 roku. W badanym okresie nastąpił znaczny wzrost wartości obrotów na rynku akcji przy spadku wartości obrotów obligacjami (były niższe o 16,8% niż w 1996 roku).

Tabela 5.5. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1995-2008

Cechy	Lata	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
cena jednostki uczestnictwa		10,00	18,21	19,10	16,29	21,97	21,98	18,37
liczba jednostek uczestnictwa		9 645 184	16 818 894	27 122 167	20 955 027	15 935 145	12 986 952	12 545 068
Cechy	Lata	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		18,66	25,92	31,01	38,40	51,29	54,56	22,76
liczba jednostek uczestnictwa		9 995 958	9 574 237	22 985 197	26 181 630	49 391 640	87 317 818	63 323 004

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1995-2008.



Wykres 5.4. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1995-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1995-2008.

Natomiast w 1998 roku nastąpił spadek sprzedaży jednostek uczestnictwa – czego przyczyną, był spadek cen akcji, na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, spowodowany kryzysem na giełdach azjatyckich i kryzysem gospodarczym w Rosji. Istotny wzrost popytu na jednostki uczestnictwa, nastąpił w 2005 roku (wówczas rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce odnotował rekordowy wzrost wartości aktywów netto o 23,85 mld PLN do 61,28 mld PLN). Również imponujące było tempo wzrostu aktywów, wynosiło ono 63,7% i było zdecydowanie wyższe niż w 2004 roku (12,65%). Bardzo wysokie tempo wzrostu wartości aktywów w połączeniu z deprecjacją euro względem złotego, spowodowały, że Polska zanotowała w 2005 roku, jedną z najwyższych dynamik wzrostu aktywów (47,4%) spośród wszystkich krajów europejskich. Najważniejszy wskaźnik z makroekonomicznego punktu widzenia, pokazujący relację aktywów netto funduszy do krajowego PKB, wzrósł w 2005 roku z poziomu 4,1% do 6,3% i był w tym momencie czterokrotnie wyższy niż cztery lata temu.

Spadek atrakcyjności w 2005 roku, depozytów bankowych oraz obligacji skarbowych, spowodował przepływ zahamowanego w 2004 roku procesu transformacji oszczędności polskiego społeczeństwa z sektora bankowego do funduszy

inwestycyjnych. Procesowi temu, sprzyjała bardzo korzystna koniunktura na krajowym rynku akcji, co stanowiło zachętę na samodzielne inwestycje giełdowe.

Natomiast rekordowy wzrost popytu na jednostki uczestnictwa Pioneer Akcji Polskich FIO, nastąpił w 2006 roku, na co wpłynęła niezwykle korzystna koniunktura na krajowym rynku akcji, która spowodowała znaczny wzrost zainteresowania produktami hybrydowymi (fundusze zrównoważone i stabilnego wzrostu) i akcyjnymi. Podkreślić należy przede wszystkim, spektakularny wzrost popularności krajowych funduszy akcyjnych, których oferta zainteresowała dużo większą liczbę inwestorów, niż w latach poprzednich. Było to spowodowane uzyskiwaniem ponadprzeciętnych stóp zwrotu przez te podmioty, które bardzo często w skali miesiąca, zapewniały zyski wyraźnie przekraczające oprocentowanie rocznych depozytów bankowych. W tej sytuacji, coraz większy odsetek Polaków, decydował się na transfer oszczędności do funduszy akcyjnych wiedzionych chęcią zysku w krótkim okresie czasu¹⁶⁶. W 2008 roku nastąpił duży spadek liczby jednostek uczestnictwa na skutek dekonunktury na rynku akcji.

Pioneer Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty

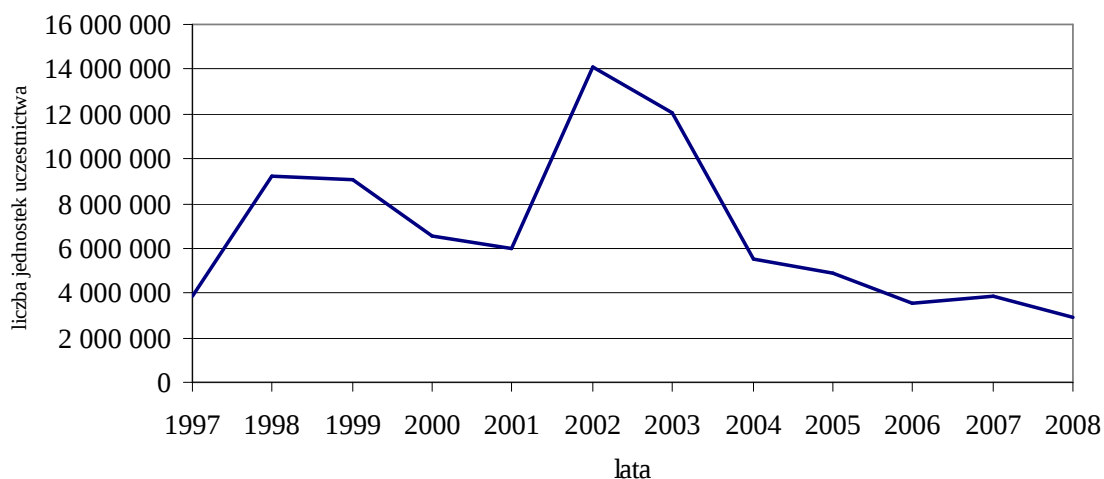
Pioneer Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty oferowany jest od 25 sierpnia 1997 roku. Należy do grupy funduszy bezpiecznych. Do jego podstawowych zalet, należy możliwość osiągnięcia atrakcyjnego zysku w średnim horyzoncie inwestycyjnym. Celem funduszu, jest osiągnięcie zysku przewyższającego oprocentowanie lokat bankowych. Pioneer Obligacji FIO jest funduszem papierów dłużnych. Powierzone środki lokuje głównie w obligacje skarbowe, bony i inne wierzycielskie papiery wartościowe. Celem inwestycyjnym funduszu, jest wzrost jego aktywów, w wyniku wzrostu wartości lokat. Fundusz tego rodzaju, jest dobrą lokatą pieniędzy dla osób, które oczekują przewidywanych dochodów.

¹⁶⁶ www.pioneer.com.pl

Tabela 5.6. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1997-2008

Cechy	Lata	1997	1998	1999	2000	2001	2002
cena jednostki uczestnictwa		10,00	5,37	6,00	6,13	4,45	217,17
liczba jednostek uczestnictwa		3 857 583	9 260 434	9 076 204	6 503 998	6 019 903	14 101 386
Cechy	Lata	2003	2004	2005	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		220,18	235,27	251,66	261,39	270,00	274,89
liczba jednostek uczestnictwa		12 036 627	5 499 879	4 901 846	3 538 122	3 884 040	2 905 450

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1997-2008.



Wykres 5.5. Kształtowanie sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1997-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1997-2008.

Sprzedaż jednostek uczestnictwa tego funduszu była szczególnie wysoka w latach 1998 i 1999, co spowodowane było kryzysami, na giełdach azjatyckich oraz kryzysem gospodarczym w Rosji (bezpieczną formą lokaty w tym przypadku były fundusze obligacji – dlatego tak znacznie w tym czasie wzrosła sprzedaż jednostek uczestnictwa tego rodzaju funduszy).

W szczególny sposób wzrosła sprzedaż jednostek uczestnictwa w 2002 roku, o czym zdecydowały czynniki między innymi takie jak: niekorzystna koniunktura

w 2002 roku na warszawskiej giełdzie, wycofywanie środków z funduszy dywidendowych rynku pieniężnego (na skutek zmian przepisów o podatku dochodowym), proces obniżania stóp procentowych, powodem tego była spadająca inflacja. Na skutek obniżania stóp procentowych, obniżyła się rentowność papierów skarbowych (z 10,8% w 2001 roku do 5,7% w 2002 roku). Nastąpiły również spadki rentowności i wzrost cen obligacji, co było konsekwencją dużego zainteresowania ze strony kapitału zagranicznego, z uwagi na wysoki zysk, i zbliżające się przystąpienie Polski do Unii Europejskiej.

Na skutek wprowadzenia podatku „Belki”, fundusze obligacyjne stały się alternatywą dla depozytów bankowych, stały się również powodem znaczącej zmiany alokacji środków, pomiędzy poszczególne rodzaje funduszy. W wyniku tych zmian, udział funduszy obligacji, w aktywach funduszy ogółem w 2002 roku wzrósł z 17,1% do 55,7%. Począwszy od 2003 roku, następowało sukcesywne ożywienie gospodarcze, które zaczęło się objawiać, wyraźną poprawą wskaźników makroekonomicznych oraz lepszą sytuacją finansową przedsiębiorstw.

Inflacja w 2003 roku, wynosiła 0,8%, i była to najniższa wartość, od początku okresu transformacji polskiej gospodarki. Niska inflacja sprzyjała rozwojowi gospodarki, oraz wpływała pozytywnie na nastawienie Rady Polityki Pieniężnej odnośnie wysokości stóp procentowych. Wartość aktywów zgromadzonych na rynku funduszy inwestycyjnych wzrosła w 2004 roku z 4,50 mld PLN do poziomu 37,73 mld PLN. Dynamika wzrostu aktywów w 2004 roku, wynosiła 13,5% i był to wynik słabszy, w porównaniu do ubiegłych lat. Relacja aktywów netto funduszy, do PKB wzrosła w 2004 roku z 4,0% do poziomu 4,3%, zaś wielkość zgromadzonych aktywów, w stosunku do depozytów gospodarstw domowych zwiększyła się z 17,1% do 19,6%. W 2004 roku, zauważalna była również zmiana preferencji inwestorów, odnośnie poszczególnych kategorii funduszy, która znalazła swoje odzwierciedlenie w zmianie struktury rynku, w 2004 roku. Duży napływ środków do funduszy hybrydowych i akcyjnych sprawił, iż udział tych funduszy w rynku wzrósł z 23,3% do 34,6% (fundusze hybrydowe) oraz z 7,5% do 13,4% (fundusze akcyjne). Wzrost zainteresowania funduszami inwestycyjnymi akcji odbył się kosztem obligacji, których udział w rynku

zmniejszył się z 48,9% do 33,1%. Na prawie niezmiennym poziomie, pozostały w 2004 roku aktywa funduszy pieniężnych i gotówkowych.

W 2008 roku nastąpił spadek jednostek uczestnictwa do poziomu 2 905 450, przyczyną był kryzys na rynkach kredytów w USA oraz bessy na światowym rynku kapitałowym.

Pioneer Akcji Amerykańskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty

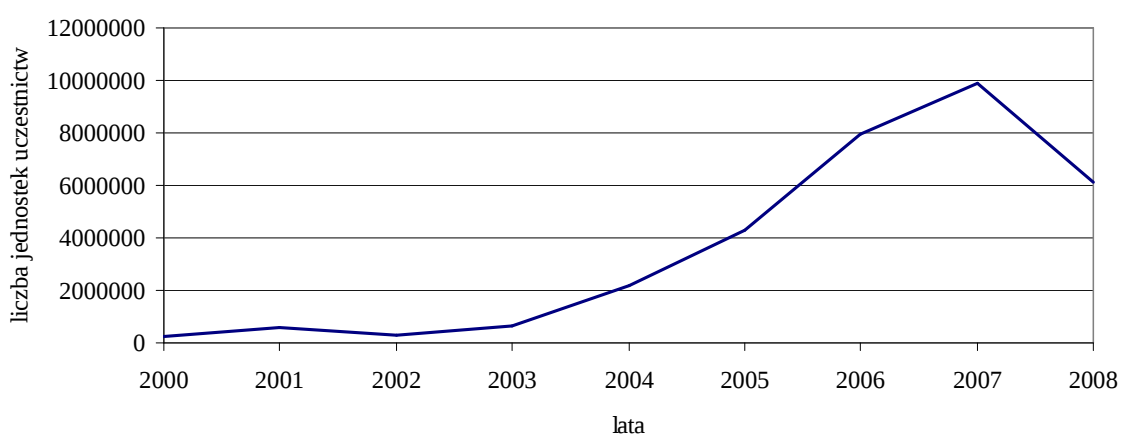
Fundusz jest oferowany od 8 czerwca 2000 roku. Jest to fundusz, inwestujący powierzone aktywa, w akcje spółek najbardziej dynamicznej gospodarki na świecie, tzn. gospodarki USA. Są to spółki o ugruntowanej pozycji rynkowej, działających w uznanych branżach. Nie mniej niż 90% aktywów funduszu, jest lokowane w akcjach dopuszczonych do obrotu na giełdach papierów wartościowych, lub na regulowanym rynku pozagiełdowym w USA, oraz w akcjach dopuszczonych do obrotu publicznego, nabywanych w obrotach pierwotnych lub pierwszej ofercie publicznej w Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej. Nie więcej niż 5% wartości aktywów netto, Fundusz może lokować w wierzytelnościach papierach wartościowych. Polityka inwestycyjna Pioneer Akcji Amerykańskich FIO, została oparta na założeniach amerykańskiego funduszu Pioneer Fund. (założony w 1928 roku). Jest on zaliczany do grupy funduszy, które odniosły największy sukces w historii Ameryki. Inwestycje Funduszu, skupiają się głównie na firmach, o ugruntowanej pozycji rynkowej. Są to głównie duże spółki, notowane na giełdzie w Nowym Jorku (NYSE), lub rynku firm nowych technologii NASDAQ. Portfel tego funduszu charakteryzuje się dużą dywersyfikacją, dzięki temu, że zarządzający dążąc do minimalizacji ryzyka inwestycji w akcje stara się, aby wybrane firmy, reprezentowały możliwie dużą liczbę sektorów np. informatyczny, finansowy czy wytwórczy.

Tabela 5.7. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Amerykańskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2000-2008

Cechy	Lata	2000	2001	2002	2003	2004
cena jednostki uczestnictwa		92,54	80,59	58,41	67,32	59,76
liczba jednostek uczestnictwa		215 508	580 534	298 209	636 899	2 167 706
Cechy	Lata	2005	2006	2007	2008	
cena jednostki uczestnictwa		66,87	67,27	57,27	42,91	
liczba jednostek uczestnictwa		4 271 142	7 955 134	9 872 249	6 137 774	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Akcji Amerykańskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2000-2008.

Sprzedaż jednostek uczestnictwa tego funduszu ma tendencję narastającą. Począwszy od 2000 roku, za wyjątkiem 2002 roku, gdzie spowolnienie gospodarcze, przełożyło się na pogarszające się wyniki spółek połączone z wysokimi stopami procentowymi oraz negatywnymi bodźcami z giełd zagranicznych (w tym szczególnie rynków amerykańskich) doprowadziło do znaczącego spadku indeksu WIG (-22%), oraz największego rocznego spadku WIG-20 w całej dotychczasowej historii GPW (-33,5%). Te czynniki, między innymi wpłynęły na obniżenie sprzedaży jednostek uczestnictwa tego funduszu.



Wykres 5.6. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Amerykańskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2000-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Akcji Amerykańskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2000-2008.

Poziom popytu na jednostki uczestnictwa Pioneer Akcji Amerykańskich FIO, miał tendencję narastającą dopiero od 2003 roku, który był pierwszym po okresie dwuletniego osłabienia gospodarczego, gdzie tempo wzrostu gospodarczego wyraźnie wzrosło. Produkt Krajowy Brutto wyniósł 3,7% podczas gdy w 2002 roku 1,3%. Natomiast znaczny spadek sprzedaży jednostek uczestnictwa nastąpił w 2008 roku na skutek kryzysu na światowych rynkach kapitałowych oraz kryzysu rynku kredytów w USA.

Pioneer Pieniężny Fundusz Inwestycyjny Otwarty

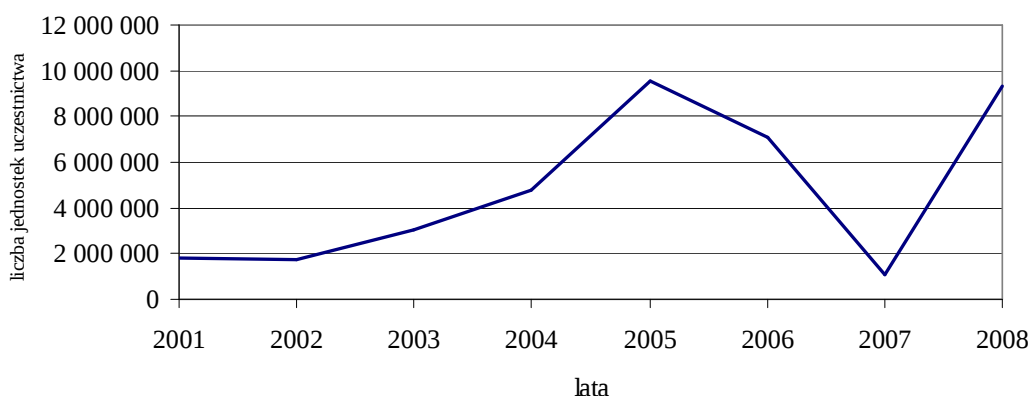
Pioneer Pieniężny FIO, działa od 17 września 2001 roku. Należy do grupy najbezpieczniejszych funduszy inwestycyjnych dostępnych na polskim rynku. Aktywa funduszu, lokowane są przede wszystkim w instrumenty rynku pieniężnego. Wpływa to na cenę jednostki uczestnictwa, która charakteryzuje się stabilnym, systematycznym wzrostem. Fundusz jest kierowany do inwestorów zainteresowanych inwestowaniem środków, w krótkim okresie czasu. Fundusz, może lokować do 100% wartości aktywów w papiery wartościowe emitowane przez dowolny z następujących podmiotów: Skarb Państwa, jednostki samorządu terytorialnego, Narodowy Bank Polski, państwo członkowskie, jednostkę samorządu terytorialnego państwa członkowskiego, państwo należące do OECD lub międzynarodową instytucję finansową, której członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub co najmniej jedno państwo członkowskie¹⁶⁷.

Tabela 5.8. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Pieniężny Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2001-2008

Cechy	Lata	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		104,57	114,68	120,36	126,26	132,46	136,76	141,61	143,74
liczba jednostek uczestnictwa		1 804 921	1 731 485	3 007 986	4 802 604	9 569 758	7 110 635	1 104 291	9 296 351

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Pieniężny Fundusz Inwestycyjny Otwarty za lata 2001-2008.

¹⁶⁷ www.pioneer.com.pl



Wykres 5.7. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Pieniężny Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2001-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Pieniężny Fundusz Inwestycyjny Otwarty za lata 2001-2008.

Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Pieniężny Fundusz Inwestycyjny Otwarty, charakteryzuje systematyczny wzrost w latach (2001-2005). Największa sprzedaż jednostek uczestnictwa nastąpiła w 2005 roku, czego przyczyną była znakomita koniunktura na warszawskim parkiecie. Bardzo wysokie tempo wzrostu wartości aktywów netto, w połączeniu z deprecjacją euro względem złotego, przyczyniły się do tego, iż Polska zanotowała w 2005 roku jedną z najwyższych dynamik wzrostu aktywów (47,4%) spośród wszystkich krajów europejskich. Spadek atrakcyjności depozytów bankowych oraz obligacji skarbowych, spowodował przyspieszenie procesu transformacji oszczędności polskiego społeczeństwa z sektora bankowego, do funduszy inwestycyjnych.

W 2006 roku zauważalny jest już spadek sprzedaży jednostek uczestnictwa do poziomu 7 110 635 – przyczyną tego było pogorszenie sytuacji na rynku papierów skarbowych w II półroczu 2005 roku, co w połączeniu z bardzo dobrą koniunkturą na rynku akcji, skutkowało odpływem środków z funduszy papierów dłużnych, w szczególności w ostatnim kwartale 2005 roku.

Pioneer Stabilnego Wzrostu Fundusz Inwestycyjny Otwarty

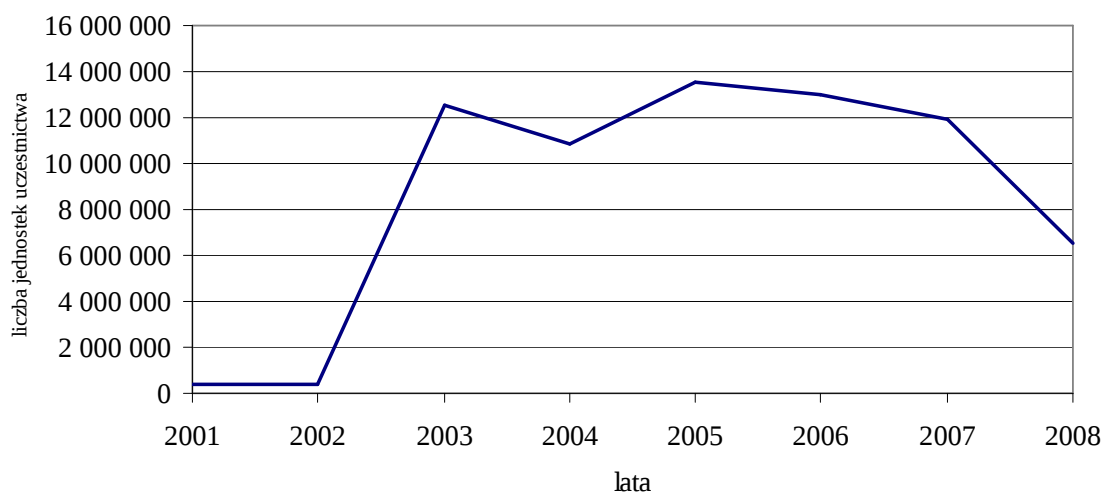
Fundusz działa na rynku od 1996 roku (do 8 sierpnia 2003 roku fundusz nosił nazwę Pioneer Zrównoważony Plus Fundusz Inwestycyjny otwarty). Fundusz ten inwestuje w papiery dłużne (obligacje i bony skarbowe) oraz akcje polskich przedsiębiorstw. W portfelu inwestycyjnym, udział akcji może się zmieniać

w przedziale od 15% do 35%, natomiast minimalna granica udziału papierów wartościowych została ustalona na poziomie minimalnym 65%. Strategia inwestycyjna funduszu Pioneer Stabilnego Wzrostu FIO, została stworzona z myślą o długoterminowym inwestowaniu. Fundusz dąży do uzyskania wysokiego poziomu dochodów, przy umiarkowanym poziomie ryzyka inwestycyjnego.

Tabela 5.9. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Stabilnego Wzrostu Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2001-2008

Cechy	Lata	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		148,47	155,81	167,36	184,05	205,82	227,37	233,35	184,71
liczba jednostek uczestnictwa		395 027	392 286	12 529 243	10 822 450	13 505 217	13 033 025	11 889 163	6 553 646

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Stabilnego Wzrostu Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2001-2008.



Wykres 5.8. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Stabilnego Wzrostu Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2001-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Stabilnego Wzrostu Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2001-2008.

Sprzedaż jednostek uczestnictwa sukcesywnie wzrasta. Największa sprzedaż nastąpiła w latach 2005-2006, czego przyczyną była między innymi hossą na Giełdzie Papierów Wartościowych. Poprawiająca się sytuacja finansowa przedsiębiorstw, utrzymujący się na wysokim poziomie popyt na akcje giełdowych spółek ze strony inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych, sprawiły,

że najważniejsze indeksy giełdowe, zanotowały kilkudziesięcioprocentowe wzrosty¹⁶⁸. Natomiast w 2008 roku nastąpił bardzo duży spadek liczby jednostek uczestnictwa, czego przyczyną był kryzys na światowych rynkach kapitałowych.

Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty Telekomunikacji Polskiej

Fundusz działa od 22 sierpnia 2001 roku. Został utworzony na wyłączne potrzeby Pracowniczego Funduszu Emerytalnego Telekomunikacji Polskiej i lokuje aktywa pochodzące ze składek uczestników pracowniczych programów emerytalnych w TP S.A.

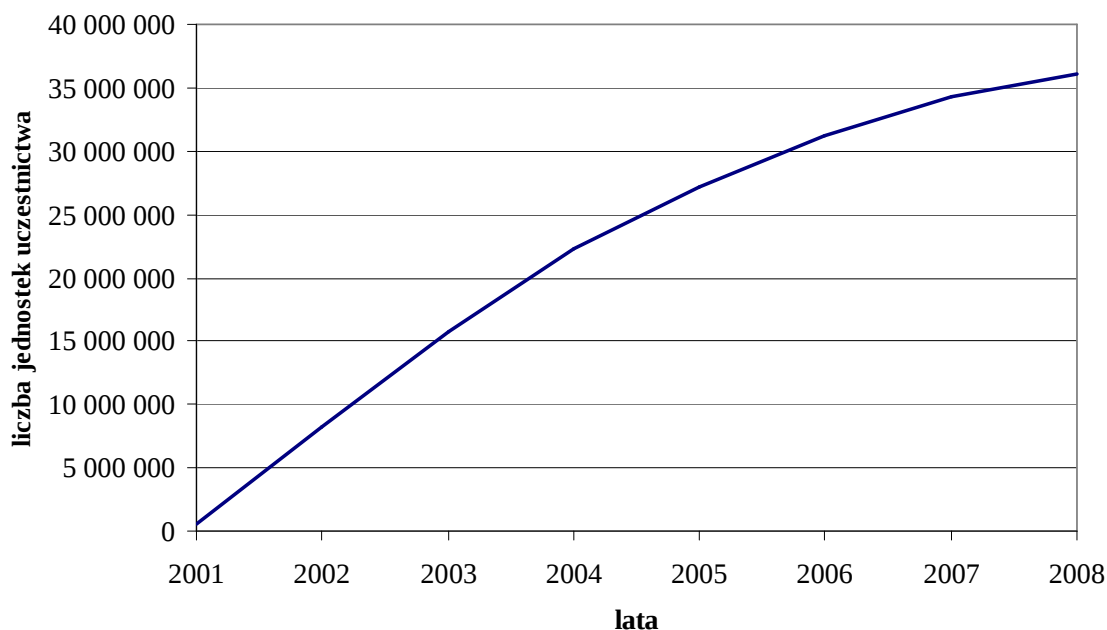
Fundusz jest funduszem zrównoważonym. Aktywa funduszu są lokowane w papiery wartościowe udziałowe (akcje) i dłużne. Fundusz może lokować do 100% wartości aktywów w papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski. Proporcjonalny udział poszczególnych rodzajów papierów wartościowych w aktywach funduszu jest uzależniony od decyzji zarządzającego funduszem z uwzględnieniem warunków ekonomicznych i sytuacji na rynku papierów wartościowych, jak również z uwzględnieniem limitów określonych w statucie

Tabela 5.10. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjnych Otwarty Telekomunikacji Polskiej w latach 2001-2008

Lata Cechy	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa	10,78	11,91	13,14	14,78	16,97	19,60	20,80	17,92
liczba jednostek uczestnictwa	511 460	8 223 526	15 749 466	22 303 726	27 170 276	31 173 979	34 328 966	36 132 077

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjnych Otwarty Telekomunikacji Polskiej w latach 2001-2008.

¹⁶⁸ www.pioneer.com.pl



Wykres 5.9. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjnych Otwarty Telekomunikacji Polskiej w latach 2001-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjnych Otwarty Telekomunikacji Polskiej w latach 2001-2008.

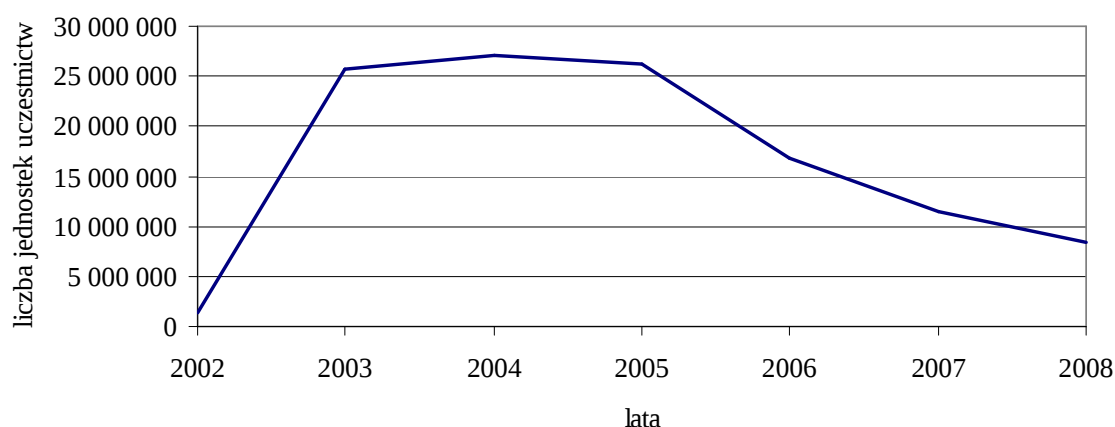
Pioneer Obligacji Dolarowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty

Fundusz ten działa od 24 października 2002 roku. Należy do grupy funduszy inwestujących w bezpieczne, amerykańskie papiery wartościowe. Aktywa funduszu, są lokowane, przede wszystkim w dłużne papiery wartościowe znajdujące się w obrocie w Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej, obligacje zamienne i denominowane w dolarach amerykańskich instrumenty rynku pieniężnego lub depozyty bankowe. Udział innych lokat nie może przekroczyć 20% aktywów funduszu. Fundusz ten może lokować do 100% wartości aktywów funduszu w papiery wartościowe emitowane przez następujące podmioty: Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, Stany Zjednoczone Ameryki Północnej i jego agendy narodowe, Kanadę, państwo członkowskie, jednostkę samorządu terytorialnego państwa członkowskiego, państwo należące do OECD lub międzynarodową instytucję finansową, której członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub co najmniej jedno państwo członkowskie.

Tabela 5.11. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Dolarowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2002-2008

Lata Cechy	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa	38,47	40,01	33,35	36,77	33,67	29,77	35,08
liczba jednostek uczestnictwa	1 298 865	25 681 565	27 079 753	26 163 855	16 885 127	11 400 332	8 326 036

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Obligacji Dolarowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2002-2008.



Wykres 5.10. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Dolarowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2002-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Obligacji Dolarowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2002-2008.

Sprzedaż jednostek uczestnictwa tego funduszu, wzrastał do 2004 roku, a następnie spadała. Najwyższa sprzedaż wystąpiła w 2004 roku. Jak wiadomo, rok 2004 był pierwszym rokiem funkcjonowania Polski jako kraju członkowskiego Unii Europejskiej. W 2004 roku w Polsce wystąpiła dotkliwa inflacja (wzrost wskaźnika inflacji z 0,8% do 4,4% w grudniu 2004 roku). Na wzrost ten wpłynęło na wiele wydarzeń, które zmieniły obraz polskiego rynku finansowego. RPP 3-krotnie zwiększyła wysokość stopy referencyjnej z 5,2% do 6,5% – co negatywnie wpłynęło na wzrost konkurencyjności polskiego rynku papierów dłużnych i przyciągało coraz większy kapitał pochodzący z rynków rozwiniętych, który kierował się ku papierom dłużnym. W 2004 roku, najdynamiczniej rozwijał się segment funduszy, których polityka związana była z polskimi papierami dłużnymi. Dlatego też, w tym roku,

wystąpił największy popyt na tego rodzaju jednostki uczestnictwa. Natomiast w 2005 roku, RPP stopy procentowe obniżyła pięciokrotnie, w wyniku czego stopa referencyjna obniżyła się do rekordowo niskiego poziomu 4,5%. Redukcja stóp procentowych banku centralnego, znalazła wyraz w zdecydowanym spadku oprocentowania obligacji skarbowych, oraz złotych depozytów bankowych gospodarstw domowych. W związku z tym, gwałtownie zmalała atrakcyjność obligacji skarbowych – czego wyrazem był spadek sprzedaży jednostek uczestnictwa, powyższego funduszu w 2005 roku. Sprzedaż jednostek uczestnictwa spadła również w 2007 i 2008 roku na skutek kryzysu na światowych rynkach kapitałowych oraz kryzysu rynku kredytów subprime w USA.

Pioneer Obligacji Dolarowych Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty

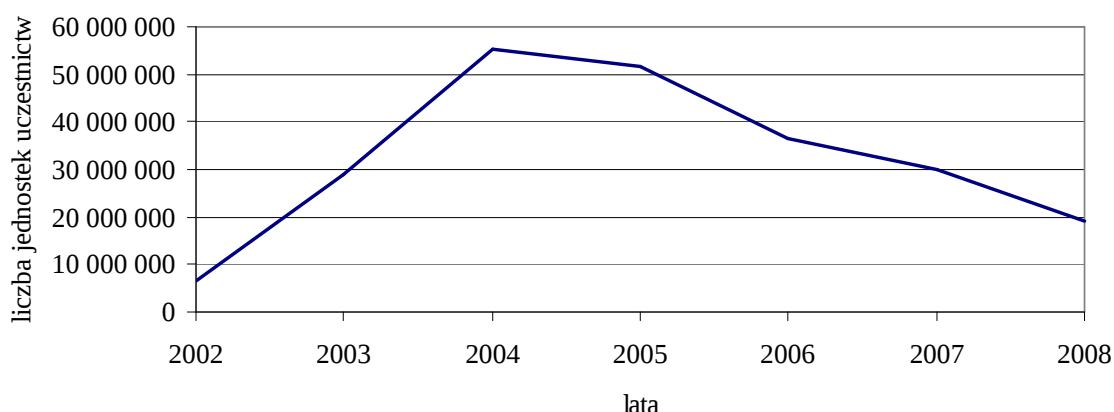
Fundusz ten działa od 2 maja 2002 roku. Inwestuje na amerykańskim rynku, w dopuszczone do publicznego obrotu, wysokodochodowe obligacje przedsiębiorstw. Umożliwia to osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków, z tytułu wzrostu ich wartości, oraz wypłaconych odsetek. Fundusz dąży do osiągnięcia zysku, który przekracza oprocentowanie dolarowych lokat bankowych. Pioneer Pekao Investment Management S.A. z siedzibą w Warszawie, zarządza częścią portfela inwestycyjnego Funduszu, lokowaną w dłużne papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego, nabywane na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Pioneer Investment Management Inc z siedzibą w Bostonie, zarządza pozostałą częścią portfela inwestycyjnego funduszu.

Tabela 5.12. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Dolarowych Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2002-2008

Cechy	Lata	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		40,46	47,36	40,18	43,86	41,63	36,01	27,81
liczba jednostek uczestnictwa		6 368 679	28 899 023	55 396 748	51 562 206	36 540 313	30 023 976	19 313 205

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Obligacji Dolarowych Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2002-2008.

Sprzedaż jednostek uczestnictwa tego funduszu, kształtowała się narastająco do 2004 roku, która była bardzo dobra dla posiadaczy obligacji, oraz jednostek uczestnictwa funduszy obligacyjnych. Nieznaczny spadek, nastąpił w 2005 roku, oraz dużo większy w 2006. Rok 2005, mimo obaw o konsekwencje niekorzystnych zjawisk (wzrost cen ropy naftowej) okazał się dobry dla gospodarki światowej oraz bardzo udany, dla rynków akcji na świecie. Dzięki istotnym wzrostom kursów akcji, inwestorzy mogli zarobić na rynkach wschodzących w Europie oraz w Japonii.



Wykres 5.11. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Dolarowych Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2002-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Obligacji Dolarowych Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2002-2008.

Mimo ogólnie dobrej koniunktury na światowych rynkach akcji, w 2005 roku, zauważalna była nierówna praca głównych światowych gospodarek. Bardzo wolne tempo w strefie euro, kontrastowało z dynamiką USA. Przez prawie cały 2005 rok, amerykański rynek akcji, zachowywał się zdecydowanie słabiej od europejskiego (wynikało to z obaw przed skutkami wzrostu cen ropy naftowej w Stanach Zjednoczonych).

Sprzedaż jednostek uczestnictwa zaczęła spadać w 2007 i 2008 roku na skutek kryzysu na światowych rynkach kapitałowych oraz kryzysu rynku kredytów w USA.

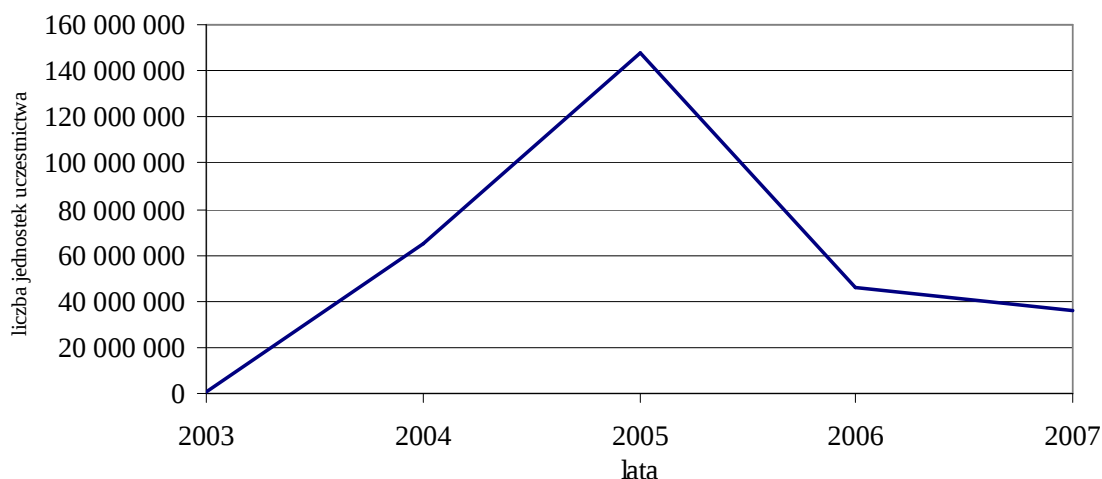
Pioneer Obligacji Skarbowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty

Fundusz rozpoczął działalność 18 sierpnia 2003 roku. Fundusz inwestuje w najbardziej zyskowne i bezpieczne polskie papiery wartościowe emitowane lub gwarantowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski. Fundusz łączy w sobie przewidywalność wyników i bezpieczeństwo inwestycji. Jest przeznaczony dla osób, które oczekują stabilnego wzrostu wartości zgromadzonych oszczędności. Pioneer Obligacji Skarbowych FIO, może do 100% swoich aktywów inwestować w papiery wartościowe emitowane lub gwarantowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski¹⁶⁹.

Tabela 5.13. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Skarbowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2003-2007

Cechy	Lata	2003	2004	2005	2006	2007
cena jednostki uczestnictwa		10,05	11,02	11,76	12,18	12,28
liczba jednostek uczestnictwa		945 772	64 932 777	147 775 349	46 001 937	36 208 306

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Obligacji Skarbowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty za lata 2003-2007.



Wykres 5.12. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Skarbowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2003-2007

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Obligacji Skarbowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty za lata 2003-2007.

¹⁶⁹ 20 kwietnia 2007 roku fundusz Pioneer Obligacji Skarbowych FIO został połączony z Pioneer Obligacji FIO.

Sprzedaż jednostek uczestnictwa tego funduszu, bardzo istotnie wzrosła w 2004 roku. Rok 2004 był pierwszym rokiem funkcjonowania Polski jako kraju członkowskiego Unii Europejskiej. W 2004 roku szczególnie dokuczliwa była inflacja i jej wskaźnik rósł w oszałamiającym tempie, 0,8% w grudniu 2003, do 4,4% w grudniu 2004 roku. Wzrost ten wywołał wiele wydarzeń, które zmieniły obraz polskiego rynku finansowego. Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła stopy procentowe – 3 krotnie zwiększając wysokość stopy referencyjnej z 5,25% – 6,5%, która negatywnie wpływała na wycenę instrumentów finansowych o stałym oprocentowaniu. To z kolei, wpływało na wzrost konkurencyjności polskiego rynku papierów dłużnych i przyciągało coraz większy kapitał pochodzący z rynków rozwiniętych. Znaczny napływ środków, przyczynił się do aprecjacji polskiej waluty. Napływający kapitał, wpływał do funduszy papierów dłużnych, i to było przyczyną wzrostu popytu, na jednostki uczestnictwa Pioneer Obligacji Skarbowych FIO.

20 kwietnia 2007 roku fundusz Pioneer Obligacji Skarbowych FIO został połączony z Pioneer Obligacji FIO.

Pioneer Obligacji Europejskich Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty

Fundusz rozpoczął działalność 6 czerwca 2003 roku. Fundusz ten inwestuje głównie w obligacje najlepszych europejskich przedsiębiorstw, denominowane w euro (obligacje korporacyjne mają większy potencjał rentowności niż obligacje skarbowe). Całkowita wartość tych lokat, stanowi minimum dwie trzecie wartości aktywów funduszu. Pozostałą część, mogą stanowić inne papiery wartościowe, w tym obligacje emitowane przez państwa należące do OECD oraz obligacje emitowane przez międzynarodowe instytucje finansowe, których członkiem jest Polska lub co najmniej jedno państwo należące do OECD. W portfelu funduszu, znajdują się głównie obligacje przedsiębiorstw, które charakteryzują się dużą wiarygodnością. Struktura branżowej części portfela zawierającej obligacje przedstawia się następująco:

- finanse (głównie banki) 57,3%,
- komunikacja 16,5%,

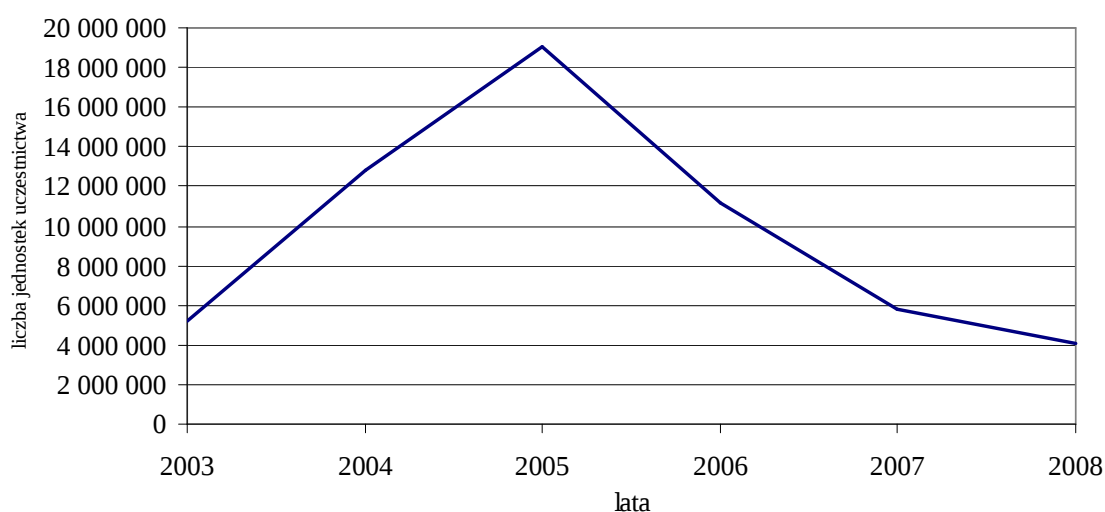
- zakłady użyteczności publicznej 9,88%,
- handel 3,8%.

Tabela 5.14. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Europejskich Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2003-2008

Cechy	Lata	2003	2004	2005	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		42,23	38,25	36,78	35,90	33,00	34,37
liczba jednostek uczestnictwa		5 187 189	12 813 348	19 007 230	11 195 459	5 778 836	4 071 352

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Obligacji Europejskich Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2003-2008.

Sprzedaż jednostek uczestnictwa tego funduszu, wzrastała do 2005 roku. Rok 2005, podobnie jak 2004 był bardzo dobry dla posiadaczy polskich obligacji oraz jednostek uczestnictwa funduszy obligacyjnych. W 2005 roku, bardzo agresywnie obniżano podstawowe stopy procentowe narodowego Banku Polskiego (NBP). W efekcie, po styczniowej (2006) podwyżce stóp w USA i obniżce w Polsce, po raz pierwszy w historii naszego rynku stopy procentowe były w naszym kraju niższe niż w USA.



Wykres 5.13. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Europejskich Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2003-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Obligacji Europejskich Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2003-2008.

W 2005 roku, na rynku obligacji panowała zmienna koniunktura, (wzrost cen w pierwszych miesiącach roku, wiosenne pogorszenie koniunktury, niezmienna poprawa sytuacji w drugim półroczu). Sprzedaż jednostek uczestnictwa tego funduszu znacznie spadła w 2006 roku. Wpłynęła na to hossa na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Największym beneficjentem hossy na warszawskim parkiecie, zostały fundusze akcyjne, które w 2006 roku prawie dwukrotnie powiększyły swój udział w rynku (z 11,9% do 23,1%) na koniec 2006 roku ulokowano w nich 22,9 mld PLN. Natomiast największe straty poniosły w tym roku, fundusze obligacji – ponad połowę udziału w rynku. Ich aktywa na koniec roku zmniejszyły się do poziomu 11,0 mld PLN. Przyczyną tego, był zahamowany w 2006 roku proces obniżek stóp procentowych. Również spadek liczby jednostek uczestnictwa nastąpił w 2008 roku na skutek kryzysu na światowych rynkach kapitałowych.

Pioneer Akcji Europejskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty

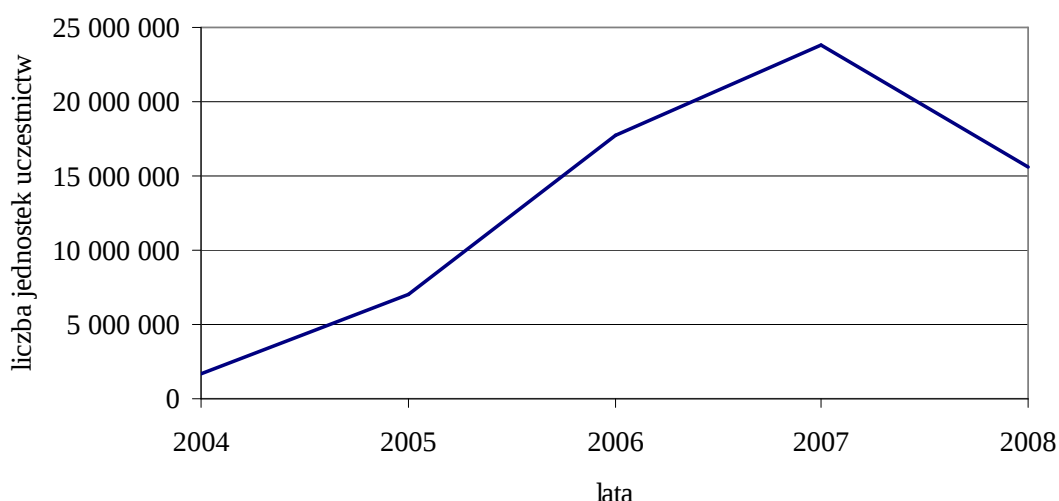
Fundusz ten działa od 29 kwietnia 2004 roku. Jest nowoczesnym produktem finansowym, ponieważ umożliwia wpłaty zarówno w euro, jak i w złotych. Aktywa funduszu, są lokowane w instrumenty finansowe takie jak: akcje (przede wszystkim) oraz inne, których cena, w bezpośredni sposób zależy od ceny jednej lub wielu akcji (kwity depozytowe, prawa do akcji, warianty, kontrakty terminowe na akcje i indeksy akcyjne), jak również na jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych, mających siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub tytuły jednostek uczestnictwa funduszy zagranicznych, oraz tytuły uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania, które lokują aktywa w akcje. Udział lokat innych niż w akcje, nie może być większy niż 20% aktywów funduszu. Do 100% aktywów, może być lokowane w zagraniczne papiery wartościowe. Fundusz, może dodatkowo inwestować aktywa w inne papiery wartościowe, w tym, w dłużne papiery wartościowe, wyemitowane przez przedsiębiorstwa należące do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), a także międzynarodowe

instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub co najmniej jedno państwo należące do OECD.

Tabela 5.15. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Europejskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2004-2008

Cechy	Lata	2004	2005	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		35,46	39,67	43,43	38,68	24,42
liczba jednostek uczestnictwa		1 270 061	7 012 149	17 719 085	23 772 009	15 653 031

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Akcji Europejskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2004-2008.



Wykres 5.14. Kształtowanie sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Europejskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2004-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Akcji Europejskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2004-2008.

Sprzedaż jednostek uczestnictwa tego funduszu bardzo istotnie wzrosła w 2006 roku – przyczyną tego była niezwykle korzystna koniunktura na krajowym rynku akcji, co spowodowało znaczący wzrost zainteresowania funduszami akcyjnymi. Było to konsekwencją osiąganych przez te fundusze ponadprzeciętnych stóp zwrotu (w szczególności funduszy inwestujących w walory małych i średnich spółek), których zyski, niejednokrotnie w skali miesiąca zapewniały zyski przekraczające bardzo istotnie oprocentowanie rocznych depozytów. Natomiast

w 2008 roku nastąpił spadek liczby jednostek uczestnictwa do poziomu 15 653 031, na skutek dekonstrukcji na rynku akcji.

Pioneer Ochrony Kapitału Fundusz Inwestycyjny Otwarty

Pioneer Ochrony Kapitału FIO, podobnie jak Pioneer Pieniężny FIO jest sposobem na krótkoterminowe lokowanie kapitału. Konstrukcja portfela tego funduszu jest nieco inna – z tytułu doboru do portfela instrumentów o dłuższym terminie zapadalności – horyzont inwestycyjny jest nieco dłuższy (do około roku)¹⁷⁰.

Tabela 5.16. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Ochrony Kapitału Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2004-2007

Cechy	Lata	2004	2005	2006	2007
cena jednostki uczestnictwa		103,58	108,84	112,59	113,96
liczba jednostek uczestnictwa		5 629 832	7 903 044	3 424 970	2 335 181

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Ochrony Kapitału Fundusz Inwestycyjny Otwarty za lata 2004-2007.



Wykres 5.15. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Ochrony Kapitału Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2004-2007

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Ochrony Kapitału Fundusz Inwestycyjny Otwarty za lata 2004-2007.

¹⁷⁰ 6 lipca 2007 roku funduszu Pioneer Ochrony Kapitału Fundusz Inwestycyjny Otwarty zostały połączone z Pioneer Pieniężny Kapitału Fundusz Inwestycyjny Otwarty.

Sprzedaż jednostek uczestnictwa, istotnie wzrosła w 2005 roku, czego powodem było to, iż w 2005 roku Rada Polityki Pieniężnej (po zaostreniu polityki monetarnej w 2004 roku) powróciła do procesu obniżek stóp procentowych, które zostały obniżone aż pięciokrotnie, w wyniku czego stopa, referencyjna obniżyła się aż o 200 punktów bazowych do poziomu 4,5%. Redukcje stóp banku centralnego, znalazły wyraz w zdecydowanym spadku oprocentowania detalicznych obligacji skarbowych oraz złotych depozytów bankowych gospodarstw domowych.

Gwałtownie malejąca atrakcyjność obligacji skarbowych (w 2005 roku oprocentowanie obligacji dwuletnich spadło o 185 punktów bazowych), była przyczyną istotnego spadku wartości sprzedaży, w porównaniu z rokiem 2004 (sprzedaż np. obligacji dwuletnich w 2005 roku zmniejszyła się o 41%, zaś obligacji czteroletnich o 50%). Bardzo wyraźny spadek atrakcyjności depozytów bankowych oraz obligacji skarbowych, spowodował przyspieszenie procesu transformacji oszczędności polskiego społeczeństwa, z sektora bankowego do funduszy inwestycyjnych, a ponadto procesowi temu sprzyjała bardzo korzystna koniunktura na krajowym rynku akcji, co stanowiło bardzo istotną zachętę, do samodzielnych inwestycji giełdowych. Również, jednym z istotnych powodów napływu pieniędzy do funduszy, były bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw, co z kolei, powodowało wzrost wynagrodzeń, które zamiast być przeznaczone na bieżącą konsumpcję, były akumulowane w różnorodnych formach oszczędności w tym właśnie w funduszach inwestycyjnych.

W 2006 roku popyt na jednostki uczestnictwa tego rodzaju, diametralnie spadł, tj. prawie o 50% w stosunku do 2005 roku. 2006 rok był czwartym z kolei rokiem hossy na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Bardzo istotnie poprawiła się sytuacja finansowa przedsiębiorstw, która jest pochodną wysokiego tempa wzrostu gospodarczego oraz utrzymujący się na wysokim poziomie popyt na akcje giełdowych spółek, sprawiły, że najważniejsze giełdowe indeksy zanotowały kilkudziesięcioprocentowe wzrosty, WIG zwyżkował w 2006 roku o 41,6%, WIG 20 – 23,7%. Niezwykle korzystna koniunktura na krajowym rynku akcji, spowodowała znaczący wzrost zainteresowania produktami hybrydowymi (fundusze zrównoważone i stabilnego wzrostu) i akcyjnymi. Należy tutaj podkreślić przede

wszystkim spektakularny wzrost popularności krajowych funduszy akcyjnych, których oferta zainteresowała znacznie większą liczbę inwestorów, niż w ubiegłych latach. Było to wynikiem osiągania ponadprzeciętnych stóp zwrotu osiąganych przez te podmioty (w szczególności funduszy inwestycyjnych w walory małych i średnich spółek), które bardzo często w skali miesiąca zapewniały zyski przekraczające oprocentowanie rocznych depozytów, to było właśnie główną przyczyną konwersji środków z jednych funduszy (te które osiągały niższe stopy zwrotu) do funduszy akcyjnych, stąd nastąpił istotny spadek popytu na jednostki uczestnictwa Pioneer Ochrony Kapitału FIO w 2006 roku.

6 lipca 2007 roku funduszu Pioneer Ochrony Kapitału Fundusz Inwestycyjny Otwarty zostały połączone z Pioneer Pieniężny Kapitału Fundusz Inwestycyjny Otwarty.

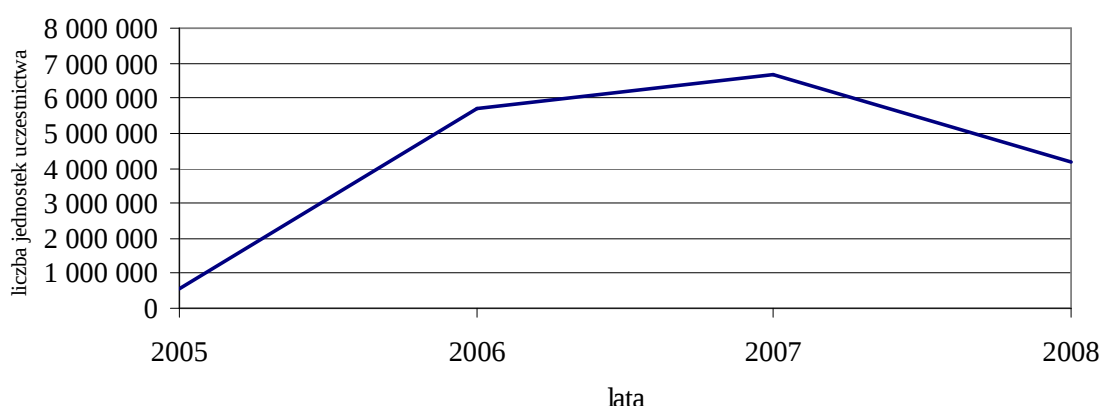
Pioneer Lokacyjny Fundusz Inwestycyjny Otwarty

Fundusz rozpoczął działalność 26 sierpnia 2005 roku. Wartość jednostki uczestnictwa tego funduszu wzrosła na koniec 2005 roku o 1,20%. Pioneer Lokacyjny FIO, pełni rolę pomostu inwestycyjnego pomiędzy Pioneer Pieniężny FIO i Pioneer Ochrony Kapitału FIO. Również – „pośredni” jest także stopień jego ekspansji na ryzyko stopy procentowej. Instrumenty i papiery wartościowe do portfela tego funduszu, tak są dobierane przez zarządzającego funduszem, aby średni termin zapadalności całego portfela był dłuższy od funduszy: Pioneer Pieniężnego FIO i Pioneer Ochrony Kapitału FIO, ale krótszy niż w przypadku „klasycznych” funduszy obligacyjnych.

Tabela 5.17. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Lokacyjny Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008

Cechy	Lata	2005	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		10,15	10,65	10,97	11,70
liczba jednostek uczestnictwa		550 064	5 699 595	6 699 335	4 160 497

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Lokacyjny Fundusz Inwestycyjny Otwarty za lata 2005-2008.



Wykres 5.16. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Lokacyjny Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Lokacyjny Fundusz Inwestycyjny Otwarty za lata 2005-2008.

Sprzedaż jednostek uczestnictwa, bardzo istotnie wzrosła w 2006 roku, czego przyczyną, była z pewnością hossą na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Poprawiającą się sytuację finansową przedsiębiorstw, będącą pochodną wysokiego wzrostu gospodarczego oraz utrzymujący się na wysokim poziomie popyt na akcje giełdowych spółek ze strony inwestorów instytucjonalnych (głównie krajowych), spowodowały, iż najważniejsze giełdowe indeksy zanotowały kilkudziesięcioprocentowe wzrosty. Indeks WIG zwyżkował w 2006 roku o 41,6%, WIG 20 – o 23,7%, MIDWIG – o 69,1% i WIRR – o 132,4%. Natomiast bardzo istotny był spadek sprzedaży tego typu jednostek w 2008 roku, czego przyczyną była bessa na światowym rynku kapitałowym, załamanie rynku kredytów w USA, ogromne straty największych banków na świecie w związku z tym inwestorzy wybrali bardziej bezpieczne fundusze czyli pieniężne i gotówkowe. W 2008 roku liczba jednostek uczestnictwa spadła do poziomu 4 160 496, czego przyczyną był kryzys na rynku kredytów w USA, bessa na światowym rynku kapitałowym i w związku z tym inwestorzy wybrali bezpieczniejszą formę lokat.

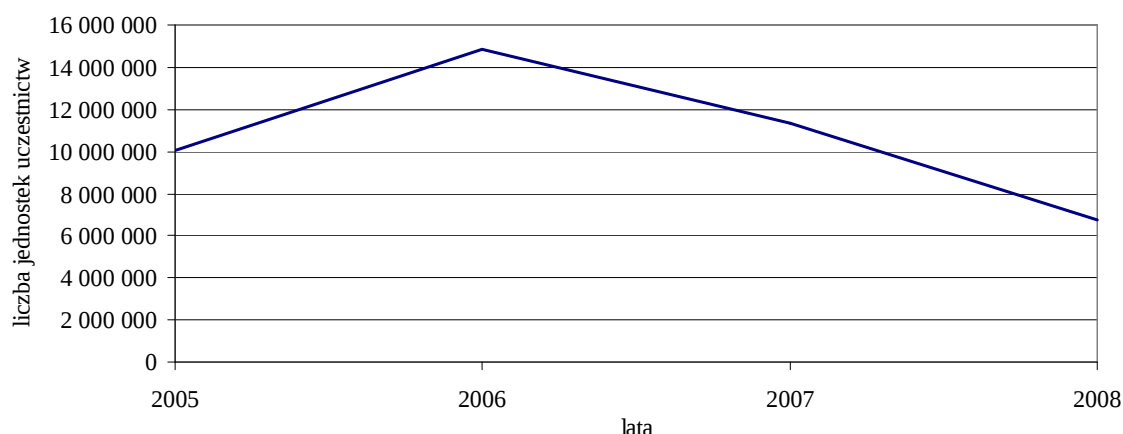
Pioneer Zrównoważony Rynek Amerykańskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty

Fundusz działa od 25 lipca 2005 roku. Jest to fundusz, umożliwiający oszczędzanie zarówno w złotych jak i w dolarach amerykańskich bez konieczności wymiany waluty. Fundusz lokuje w papiery dłużne posiadające *rating* inwestycyjny, amerykańskie listy zastawne, akcje spółek o kapitalizacji porównywalnej do kapitalizacji spółek wchodzących w skład indeksu S&P500, obligacje zamienne na akcje, akcje uprzywilejowane co do wypłaty dywidendy. Udział papierów dłużnych i udziałowych w aktywach funduszu, będzie się zawierał w przedziale (od 35% do 65%). Fundusz jest przeznaczony dla inwestorów, którzy są zainteresowani inwestowaniem w horyzoncie średnio- i długoterminowym, jednocześnie akceptujących wyższe ryzyko inwestycyjne, w związku z dość dużym udziałem w portfelu instrumentów udziałowych.

Tabela 5.18. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Zrównoważony Rynek Amerykańskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008

Cechy	Lata	2005	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		29,34	27,46	24,87	23,14
liczba jednostek uczestnictwa		10 011 652	14 855 581	11 340 634	6 774 075

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Zrównoważony Rynek Amerykańskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008.



Wykres 5.17. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Zrównoważony Rynek Amerykańskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Zrównoważony Rynek Amerykańskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008.

Sprzedaż jednostek uczestnictwa tego funduszu, wzrosła w 2006 roku (przyczyną była hossa na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie). Wysokie tempo wzrostu gospodarczego, poprawiająca się sytuacja finansowa przedsiębiorstw, oraz wysoki poziom popytu na akcje giełdowych spółek, ze strony inwestorów inwestycyjnych. Znaczny spadek popytu na jednostki uczestnictwa nastąpił w 2008 roku – czego przyczyną był światowy kryzys na rynkach kapitałowych.

Pioneer Dynamicznej Ochrony Kapitału Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty

Fundusz ten adresowany jest do osób, o niskiej skłonności do ryzyka, zainteresowanych inwestowaniem środków finansowych w instrumenty, o charakterze udziałowym na rynkach finansowych na całym świecie, z jednoczesnym dążeniem do ochrony kapitału przed spadkami¹⁷¹. Fundusz inwestuje swoje aktywa głównie w dłużne papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego oraz tytuły uczestnictwa, emitowane przez fundusze zagraniczne oraz instytucje wspólnego inwestowania, mające siedzibę za granicą. Fundusz dokonuje w szczególności lokaty w tytuły uczestnictwa subfunduszy, wchodzących w skład Pioneer Funds – funduszu zagranicznego z siedzibą w Luksemburgu – który swoje aktywa inwestuje na rynkach kapitałowych całego świata – ta część stanowi nie więcej niż 50% wartości aktywów funduszu. Fundusz ten, stosuje specjalną strategię inwestycyjną. Jest to strategia zabezpieczania portfela, której głównym celem jest ochrona jednostek uczestnictwa przed spadkiem, poniżej 90% najwyższej wartości historycznej wartości jednostek uczestnictwa. Benchmarkiem dla funduszu jest suma dwóch indeksów: 20% MSCI World Index¹⁷² + 80% WIBID 6M¹⁷³.

¹⁷¹ 30 marca 2007 roku Pioneer Dynamicznej Ochrony Kapitału SFIO został połączony z Pioneer Zabezpieczony Rynku Polskiego SFIO.

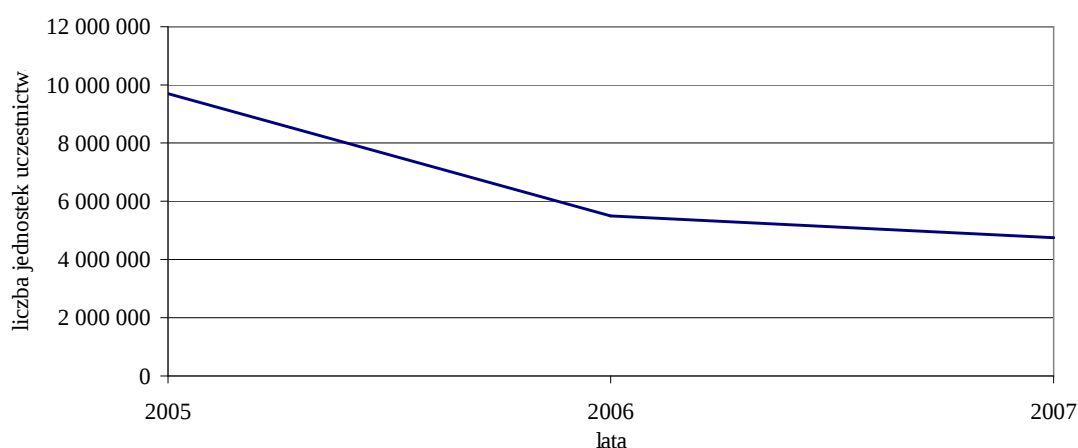
¹⁷² MSCI World Index – indeks ustalony przez Morgan Stanley Capital International Inc. z siedzibą w Nowym Jorku, odzwierciedlający zmiany głównych indeksów giełdowych najbardziej rozwiniętych rynków na świecie, na wartość indeksów wpływają zmiany cen ponad 1500 spółek, które reprezentują około 85% kapitalizacji 23 rynków z całego świata.

¹⁷³ WIBID 6M – (Warsaw Interbank Bid Rate) oznacza oprocentowanie, po jakim banki przyjmują lokaty na rynku międzybankowym na okres 6 miesięcy.

Tabela 5.19. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Dynamicznej Ochrony Kapitału Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2007

Cechy	Lata	2005	2006	2007
cena jednostki uczestnictwa		10,90	11,18	11,16
liczba jednostek uczestnictwa		9 692 178	5 516 171	4 772 686

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Dynamicznej Ochrony Kapitału Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2007.



Wykres 5.18. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Dynamicznej Ochrony Kapitału Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2007

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Dynamicznej Ochrony Kapitału Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2007.

Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Dynamicznej Ochrony Kapitału Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty, wykazuje od 2006 roku tendencję spadkową. Zahamowany w 2006 roku, proces obniżek stóp procentowych, spowodował zatrzymanie spadku opłacalności depozytów bankowych i obligacji skarbowych¹⁷⁴.

Pioneer Dochodu Mix 20 Fundusz Inwestycyjny Otwarty

Fundusz działa od 1 sierpnia 2005 roku. W swoim charakterze jest zbliżony do funduszy obligacji, ale wyróżnia się umiarkowaną ekspozycją na rynek akcji, dlatego też cechuje go duże bezpieczeństwo. Fundusz ten należy do grupy funduszy z linii produktowej typu mix, którą tworzą wspólnie z Pioneer Wzrostu i dochodu Mix 40 FIO, oraz Pioneer Wzrostu Mix 60 FIO. Fundusze tego typu, stanowią

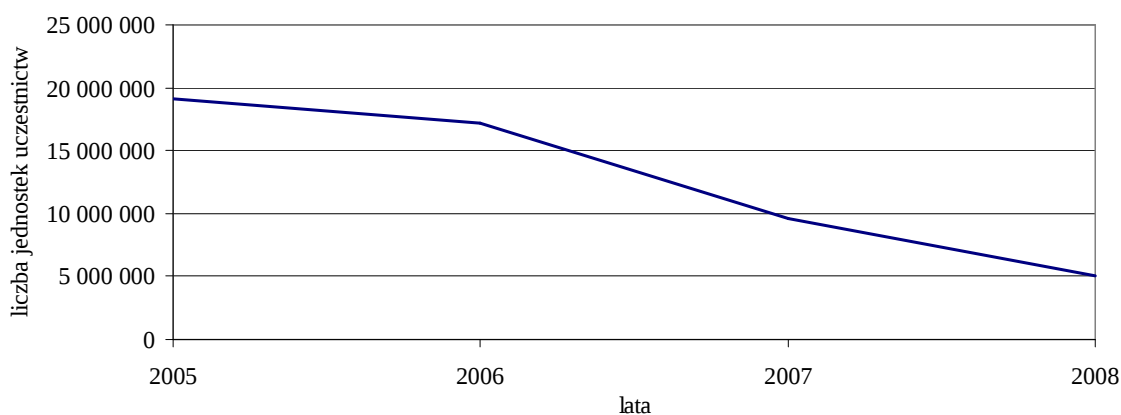
¹⁷⁴ www.finance.gospodarka.pl

nowość na rynku funduszy inwestycyjnych, biorąc pod uwagę szerokie spectrum inwestycyjne. Aktywa funduszy są inwestowane w dłużne papiery wartościowe, oraz instrumenty rynku pieniężnego, denominowane w złotych oraz innych walutach emitentów skarbowych i korporacyjnych. Całkowita wartość lokat w instrumentach dłużnych, nie może być większa niż 40% wartości aktywów funduszu. Fundusz ten koncentruje się również na akcjach spółek o wysokiej stopie dywidendy.

Tabela 5.20. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Dochodu Mix 20 Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008

Cechy	Lata	2005	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		10,34	11,01	11,23	9,69
liczba jednostek uczestnictwa		19 138 290	17 130 512	9 669 036	5 006 825

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Dochodu Mix 20 Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008.



Wykres 5.19. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Dochodu Mix 20 Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Dochodu Mix 20 Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008.

Sprzedaż jednostek uczestnictwa tego funduszu, systematycznie maleje. W 2006 roku, krytyczna koniunktura na krajowym rynku akcji, spowodowała znaczący wzrost zainteresowania produktami hybrydowymi i akcyjnymi. Zahamowany w tym roku, proces obniżek stóp procentowych, spowodował

zatrzymanie spadku opłacalności depozytów bankowych i obligacji skarbowych, co wpłynęło między innymi na spadek popytu na jednostki uczestnictwa¹⁷⁵.

Pioneer Wzrostu i Dochodu Mix 40 Fundusz Inwestycyjny Otwarty

Fundusz rozpoczął działalność od 1 sierpnia 2005 roku. Należy do grupy funduszy z linii produktowej typu mix, którą tworzy z Pioneer Wzrostu i Dochodu Mix 40 FIO oraz Pioneer Dochodu Mix 20 FIO.

Fundusze z linii mix, stanowią nowość na rynku funduszy inwestycyjnych, biorąc pod uwagę szerokie spectrum inwestycyjne. Zarządzający poszczególnymi funduszami, nie koncentrują się tylko na jednym, wybranym rynku, inwestują zarówno w instrumenty emitowane przez podmioty, których siedziba znajduje się na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub innego kraju Unii Europejskiej. Aktywa funduszu są inwestowane w papiery dłużne i instrumenty rynku pieniężnego, denominowane w złotych oraz innych walutach emitentów skarbowych i korporacyjnych. Całkowita wartość lokat, nie będzie większa niż 40% wartości aktywów Funduszu. Lekko przeważający udział w portfelu tego funduszu, stanowią papiery dłużne, co oznacza iż stopa zwrotu z tego portfela – przy umiarkowanych prognozach dla rynku akcji – ma zasadnicze znaczenie dla całkowitej stopy zwrotu funduszu.

Tabela 5.21. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Wzrostu i Dochodu Mix 40 Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008

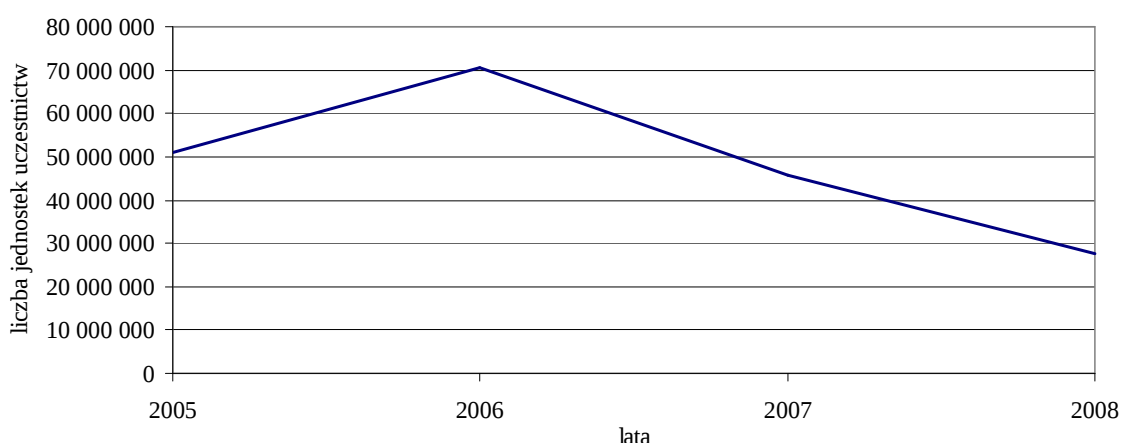
Cechy	Lata	2005	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		10,50	11,59	11,80	68,67
liczba jednostek uczestnictwa		50 920 466	70 676 950	45 885 150	27 755 386

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Wzrostu i Dochodu Mix 40 Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008.

W 2006 roku nastąpił wzrost sprzedaży jednostek uczestnictwa tego funduszu, przyczyną tego była hossa na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, ponadto spektakularny wzrost popularności krajowych funduszy

¹⁷⁵ 4 grudnia 2008 roku Pioneer Dochodu Mix 20 SFIO został połączony z Pioneer Wzrostu i Dochodu Mix 40 FIO.

akcyjnych, których oferta zainteresowała znacznie większą liczbę inwestorów, niż w latach poprzednich, a ponadto ponadprzeciętne stopy zwrotu osiągane przez fundusze inwestujących przede wszystkim w walory małych i średnich spółek¹⁷⁶. Natomiast w 2008 roku sprzedaż jednostek bardzo spadła – przyczyną był kryzys na światowych rynkach kapitałowych.



Wykres 5.20. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Wzrostu i Dochodu Mix 40 Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Wzrostu i Dochodu Mix 40 Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008.

Pioneer Wzrostu Mix 60 Fundusz Inwestycyjny Otwarty

Pioneer Wzrostu Mix 60 Fundusz Inwestycyjny Otwarty, powstał z Pioneer Wzrostu Mix 60 FIO. Subfundusz działa od 25 stycznia 2008 roku. Aktywa są lokowane w akcje spółek o ponadprzeciętnym, w okresie średnio- i długoterminowym potencjale wzrostu, oraz w dłużne papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego. Całkowita wartość lokat w instrumenty finansowe o charakterze udziałowym, tj. akcje oraz inne instrumenty, których cena zależy od ceny jednej lub wielu akcji (kwity depozytowe, prawa do akcji, warranty, kontrakty terminowe na akcje i indeksy akcyjne), jednostki uczestnictwa funduszy Inwestycyjnych Otwartych oraz tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych, których polityka inwestycyjna dopuszcza lokowanie aktywów w akcje nie większym niż 80% wartości aktywów funduszu. W ramach części portfela, obejmującej instrumenty finansowe o charakterze

¹⁷⁶ www.pioneer.com.pl

udziałowym, aktywa funduszu są lokowane w akcje spółek dopuszczonych do obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, oraz innego państwa członkowskiego lub których siedziba znajduje się w Rzeczypospolitej Polskiej, lub innym państwie członkowskim. W ramach części portfela, obejmującej dłużne papiery wartościowe oraz instrumenty rynku pieniężnego aktywa są lokowane w obligacje, emitowane przez Skarb Państwa Rzeczypospolitej Polskiej, oraz przez inne państwa członkowskie dopuszczone do obrotu zorganizowanego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz w instrumenty rynku pieniężnego. Natomiast udział innych lokat, nie będzie przewyższał 20% wartości aktywów powyższego funduszu.

Tabela 5.22. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Wzrostu Mix 60 Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008

Cechy	Lata	2005	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		10,68	12,15	12,42	7,68
liczba jednostek uczestnictwa		21 274 447	74 338 456	56 215 011	29 640 329

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Wzrostu Mix 60 Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008.



Wykres 5.21. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Wzrostu Mix 60 Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Wzrostu Mix 60 Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008.

Sprzedaż jednostek powyższego funduszu, bardzo istotnie wzrosła w 2006 roku. Przyczyną tego była hossa na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych

i wzrost zainteresowania przez inwestorów funduszami akcyjnymi (z uwagi na osiągnięte przez nie wysokie stopy zwrotu wartości jednostek uczestnictwa). W 2008 roku nastąpił spadek sprzedaży jednostek uczestnictwa z powodu kryzysu na światowych rynkach kapitałowych.

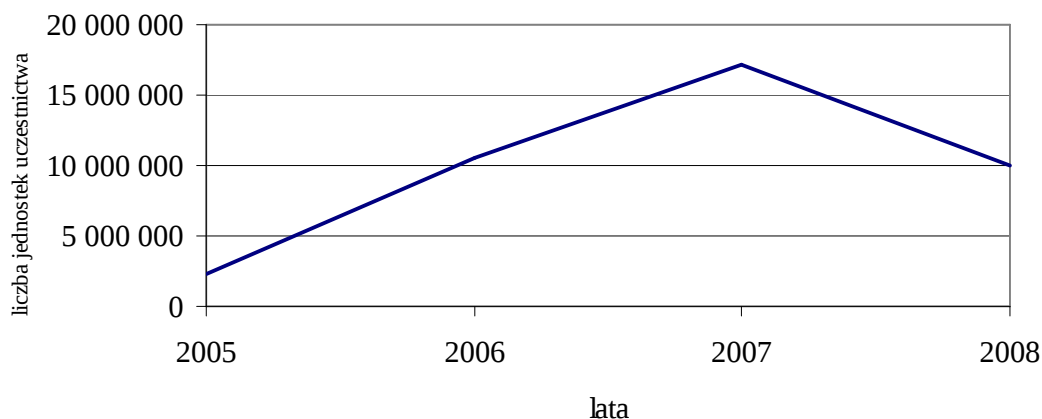
Pioneer Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty

Fundusz działa od 25 lipca 2005 roku. Jest to fundusz akcyjny, który inwestuje w małe i średnie spółki z rynku polskiego, o kapitalizacji poniżej 250 milionów euro. Jest on przeznaczony dla osób, o wyższej skłonności do ryzyka, które są zainteresowane inwestowaniem środków finansowych o horyzoncie długoterminowym. Jest to produkt o najwyższym poziomie ryzyka inwestycyjnego, w całej ofercie Pioneer Pekao TFI SA. Fundusz, od 67% do 100% wartości aktywów, może lokować w akcjach małych i średnich spółek rynku polskiego. Fundusz, od dnia jego rejestracji, na zbudowanie portfela ma czas do 18 miesięcy. W tym czasie udział dłużnych papierów wartościowych o terminie wykupu do 1 roku, i instrumentów rynku pieniężnego może stanowić do 100% wartości portfela funduszu.

Tabela 5.23. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008

Cechy	Lata	2005	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		11,34	18,46	19,75	7,30
liczba jednostek uczestnictwa		2 255 203	10 512 055	17 207 437	10 067 106

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008.



Wykres 5.22. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008.

Sprzedaż tego typu jednostek uczestnictwa, istotnie wzrosła w 2006 roku. Na to wpłynęła w tym czasie tj. w 2006 roku niezwykle korzystna koniunktura na krajowym rynku akcji, która spowodowała znaczący wzrost zainteresowania produktami akcyjnymi, czego przyczyną było osiąganie ponadprzeciętnych stóp zwrotu, osiąganych przez te podmioty (w szczególności funduszy inwestujących w walory małych i średnich spółek), które bardzo często, w skali miesiąca, zapewniały zyski przekraczające bardzo wyraźnie oprocentowanie rocznych depozytów bankowych. Inwestorzy, w przypadku tego rodzaju funduszu, muszą zdawać sobie sprawę z cykliczności wyraźniejszego popytu na akcje tego typu firm, ujawniającego się zwykle wyraźniej w drugiej fazie hossy. Niższa kapitalizacja takich spółek oraz mniejsza płynność ich akcji na giełdzie, czyni inwestycję w nie, bardziej ryzykowną. W 2008 roku nastąpił spadek popytu na jednostki uczestnictwa – przyczyną był kryzys na światowych rynkach kapitałowych.

Pioneer Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty

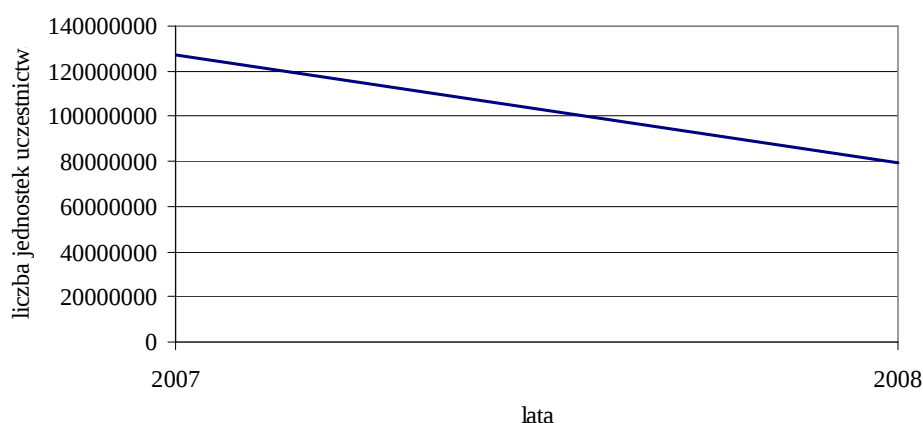
Fundusz działa od 24 października 2006 roku. Fundusz ten, należy do kategorii funduszy akcyjnych. Aktywa funduszu są lokowane w dopuszczone do obrotu regulowanego, lub będące w ofercie publicznej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej

akcje spółek średniej wielkości¹⁷⁷. Całkowita wartość lokat funduszu, innych niż lokaty w akcje spółek średniej wielkości nie będzie większa niż 33% aktywów funduszu. W przypadku inwestycji w papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego nominowane w walutach innych niż złoty polski (PLN), fundusz podejmuje działania mające na celu ograniczanie ryzyka inwestycyjnego związanego ze zmianą kursów walut.

Tabela 5.24. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2006-2008

Cechy	Lata	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		10,29	11,05	4,04
liczba jednostek uczestnictwa			127 520 732	79 751 149

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2006-2008.



Wykres 5.23. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008.

Sprzedaż jednostek uczestnictwa tego funduszu, bardzo istotnie wzrosła w 2006 roku, czego przyczyną była kontynuacja hossy na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Indeksy systematycznie rosły, i przekładało się to na wysokie stopy zwrotu, osiągane przez fundusze inwestycyjne w tym okresie.

¹⁷⁷ Za spółki średniej wielkości są uznawane te spółki, których kapitalizacja rynkowa nie jest większa od kapitalizacji rynkowej spółki wchodzącej w skład indeksu WIG 20 publikowanego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie.

Największym zainteresowaniem w tym okresie, wśród inwestorów cieszyły się krajowe fundusze małych i średnich spółek. Klienci TFI uwierzyli, że przyszłość należy do spółek z tego segmentu i dlatego też powierzali swoje środki w fundusze tego rodzaju. Niekwestionowanym liderem okazał się fundusz PKO Credit Suisse Akcji Małych i Średnich Spółek FIO, wartość jednostek uczestnictwa wzrosła o ponad 66%¹⁷⁸. W 2008 roku nastąpił znaczny spadek sprzedaży jednostek uczestnictwa – przyczyną był kryzys na światowych rynkach finansowych.

Pioneer Dochodu i Wzrostu Rynku Chińskiego

Fundusz działa od 5 maja 2006 roku. Aktywa funduszu mogą być lokowane do 50% w tytuły uczestnictwa emitowane przez subfundusz Pioneer Funds Greater China Equity oraz do 50% w tytuły uczestnictwa emitowane przez subfundusz Pioneer Funds Strategic Income. Subfundusz Pioneer Funds Greater China Equity inwestuje co najmniej dwie swoich aktywów netto w instrumenty finansowe o charakterze udziałowym emitowane przez przedsiębiorstwa utworzone, działające lub osiągające co najmniej dwie trzecie swoich przychodów w Chinach, Hong Kongu i na Tajwanie. Natomiast subfundusz Pioneer Funds Strategic Income lokuje co najmniej 80% swoich aktywów w instrumenty finansowe o charakterze dłużnym denominowanych w dowolnej walucie. Głównym celem inwestycyjnym tego subfunduszu jest uzyskanie wysokiego poziomu bieżącego dochodu. Pierwsza minimalna wpłata wynosi 1000 zł, a każda kolejna – 500 zł¹⁷⁹.

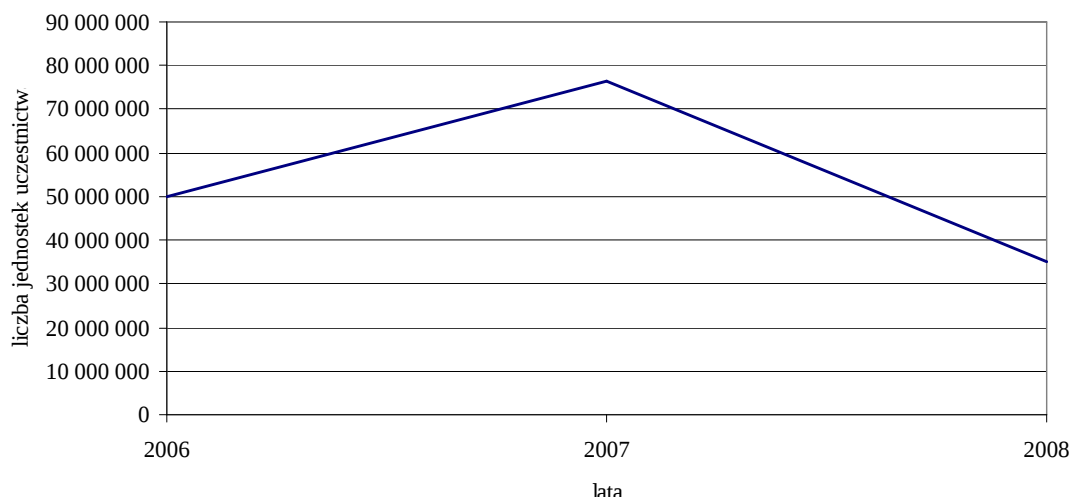
Tabela 5.25. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Dochodu i Wzrostu Rynku Chińskiego w latach 2006-2008

Cechy	Lata	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		10,97	12,60	8,80
liczba jednostek uczestnictwa		50 127 178	76 505 263	35 004 643

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Dochodu i Wzrostu Rynku Chińskiego w latach 2006-2008.

¹⁷⁸ www.finance.egospodarka.pl

¹⁷⁹ www.pioneer.com.pl



Wykres 5.24. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Dochodu i Wzrostu Rynku Chińskiego w latach 2006-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Dochodu i Wzrostu Rynku Chińskiego w latach 2006-2008.

W 2008 roku nastąpił znaczny spadek sprzedaży jednostek uczestnictwa – czego przyczyną był kryzys na światowych rynkach finansowych.

Pioneer Dochodu i Wzrostu Regionu Pacyfiku

Subfundusz działa od 3 lipca 2006 roku. Aktywa subfunduszu mogą być lokowane do 50% w tytuły uczestnictwa emitowane przez subfundusz Pioneer Funds Pacific (ex. Japan) Equity, do 50% w tytuły uczestnictwa emitowane przez subfundusz Pioneer Funds Japanese Equity oraz do 50% w tytuły uczestnictwa emitowane przez subfundusz Pioneer Funds Strategic Income.

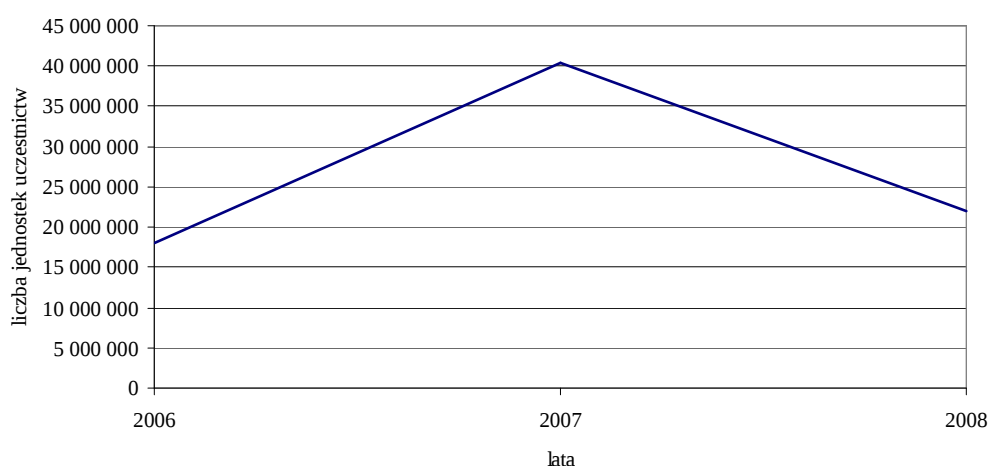
Subfundusz Pioneer Funds Pacific (ex. Japan) Equity inwestuje co najmniej dwie trzecie swoich aktywów netto w instrumenty finansowe o charakterze udziałowym emitowane przez przedsiębiorstwa utworzone, działające lub osiągające co najmniej dwie trzecie swoich dochodów w rejonie basenu Pacyfiku, z wyłączeniem Japonii. Natomiast Pioneer Funds Japanese Equity co najmniej dwie trzecie swoich aktywów netto lokuje w zdywersyfikowany portfel instrumentów finansowych o charakterze udziałowym emitowanych przez przedsiębiorstwa utworzone, działające lub osiągające co najmniej dwie trzecie swoich przychodów w Japonii. Natomiast subfundusz

Pioneer Funds Strategic Income lokuje ok. 80% swoich aktywów netto w instrumenty finansowe o charakterze dłużnym denominowane w dowolnej walucie¹⁸⁰.

Tabela 5.26. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Dochodu i Wzrostu Rynku Pacyfiku w latach 2006-2008

Cechy	Lata	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		10,43	12,42	8,50
liczba jednostek uczestnictwa		18 007 616	40 344 789	22 065 000

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Dochodu i Wzrostu Rynku Pacyfiku w latach 2006-2008.



Wykres 5.25. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Dochodu i Wzrostu Rynku Pacyfiku w latach 2006-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Dochodu i Wzrostu Rynku Pacyfiku w latach 2006-2008.

Od 2007 roku nastąpił znaczny spadek sprzedaży jednostek uczestnictwa, czego przyczyną był kryzys na światowych rynkach finansowych.

Pioneer Zabezpieczony Rynku Polskiego SFIO

Fundusz działa od 10 października 2006 roku. Portfelem Funduszu zarządza Pioneer Pekao Investment Management S.A. z siedzibą w Warszawie. Pierwsza minimalna wpłata wynosi 1000 zł, a następne 500 zł. Fundusz stosuje strategię zabezpieczania portfela polegającą na odpowiednich zmianach udziałów instrumentów finansowych o charakterze udziałowym (np. akcje) oraz instrumentów finansowych

¹⁸⁰ www.pioneer.com.pl

o charakterze dłużnym (np. obligacje) w portfelu Funduszu w zależności od ich aktualnej wartości rynkowej, dąży do ochrony wartości jednostki uczestnictwa na ostatni dzień wyceny okresu rozliczeniowego przed jej spadkiem poniżej zakładanego poziomu minimalnego.

Pioneer Zabezpieczony Rynku Polskiego SFIO jest pierwszym funduszem inwestycyjnym w ofercie towarzystwa, który dąży do zachowania wartości jednostki uczestnictwa na ostatni dzień wyceny okresu rozliczeniowego na poziomie nie niższym niż 100% wartości jednostki uczestnictwa z pierwszego dnia wyceny okresu rozliczeniowego oraz do wypracowania dodatkowych zysków. Fundusz przyjął, że pierwszy okres rozliczeniowy trwa 6 tygodni, drugi i kolejne okresy rozliczeniowe trwają 4 lata licząc od ostatniego dnia wyceny poprzedniego okresu rozliczeniowego. Fundusz ten został przygotowany dla klientów zainteresowanych inwestowaniem środków finansowych na polskim rynku akcji w horyzoncie średnio i długoterminowym. Fundusz może lokować do 100% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe emitowane, poręczone lub gwarantowane przez Skarb państwa lub NBP¹⁸¹.

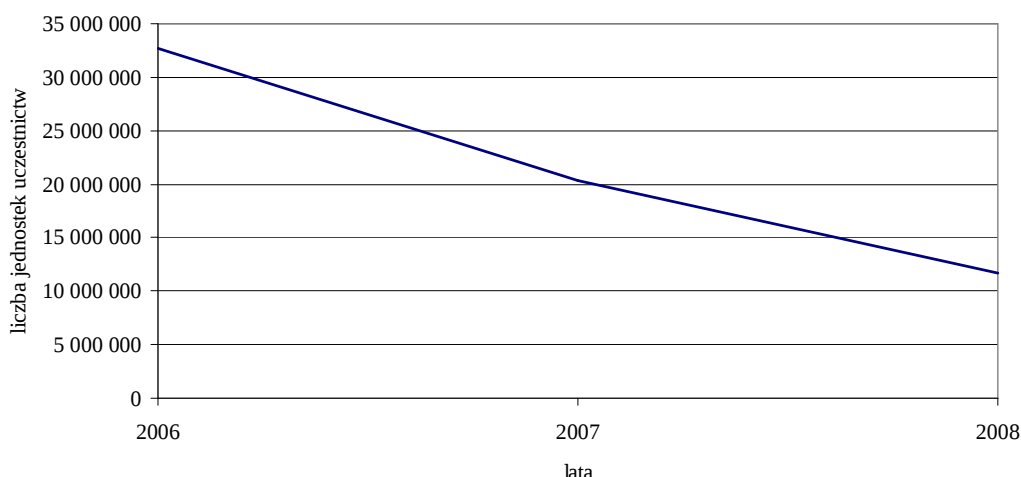
Tabela 5.27. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Zabezpieczony Rynku Polskiego SFIO w latach 2006-2008

Cechy	Lata	2006	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		10,09	10,15	9,62
liczba jednostek uczestnictwa		32 718 759	20 272 538	11 773 065

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Zabezpieczony Rynku Polskiego SFIO w latach 2006-2008.

Znaczny spadek sprzedaży jednostek uczestnictwa wystąpił w 2008 roku, na skutek kryzysu na światowych rynkach finansowych.

¹⁸¹ www.pioneer.com.pl



Wykres 5.26. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Zabezpieczony Rynku Polskiego SFIO w latach 2006-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Zabezpieczony Rynku Polskiego SFIO w latach 2006-2008.

Pioneer Akcji Rynków Wschodzących

Subfundusz działa od 2 marca 2007 roku. Aktywa subfunduszu do 50% mogą być lokowane w tytuły uczestnictwa emitowane przez subfundusz Pioneer Funds Emerging Markets Equity oraz do 50% w tytuły uczestnictwa emitowane przez subfundusz Pioneer Funds Emerging Europe and Mediterranean Equity.

Subfundusz lokuje co najmniej dwie trzecie swoich aktywów netto w instrumenty finansowe o charakterze udziałowym emitowane przez przedsiębiorstwa utworzone, działające lub osiągające co najmniej dwie trzecie swoich przychodów w krajach uznawanych za tzw. rynki wschodzące. Natomiast subfundusz Pioneer Funds Emerging Europe and Mediterranean Equity lokuje dwie trzecie swoich aktywów netto w instrumenty finansowe o charakterze udziałowym emitowane przez przedsiębiorstwa mające siedzibę lub prowadzące swoją działalność gospodarczą w rozwijających się krajach europejskich, włączając kraje znajdujące się w basenie Morza Śródziemnego oraz sąsiadujące z basenem Morza Śródziemnego¹⁸².

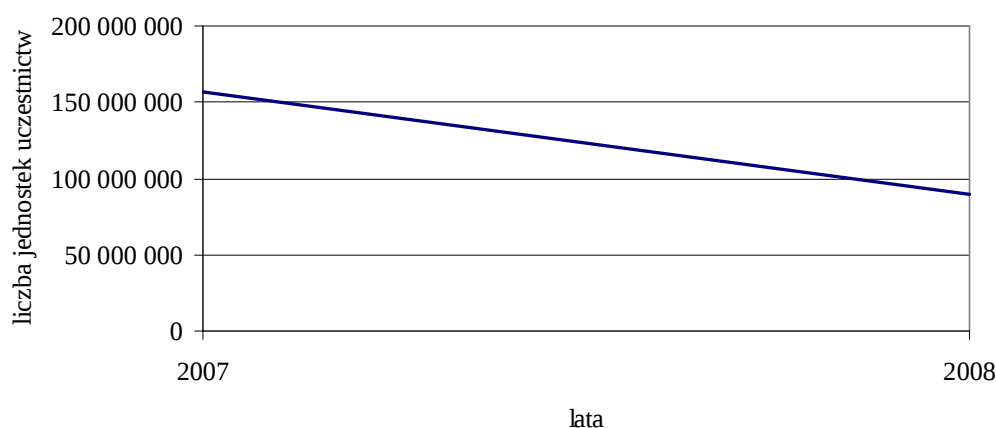
¹⁸² www.pioneer.com.pl

Tabela 5.28. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Rynków Wschodzących w latach 2007-2008

Cechy	Lata	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		13,58	5,09
liczba jednostek uczestnictwa		156 928 583	90 157 633

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Akcji Rynków Wschodzących w latach 2007-2008.

W 2008 roku nastąpił znaczny spadek sprzedaży jednostek uczestnictwa spowodowane to było kryzysem na światowych rynkach finansowych.



Wykres 5.27. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Rynków Wschodzących w latach 2007-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Akcji Rynków Wschodzących w latach 2007-2008.

Pioneer Akcji Małych i Średnich Spółek Rynków Rozwiniętych

Subfundusz działa od 10 kwietnia 2007 roku. Aktywa subfunduszu do 50% mogą być lokowane w tytuły uczestnictwa emitowane przez subfundusz Pioneer Funds European Small Companies, do 50% w tytuły uczestnictwa emitowane przez subfundusz Pioneer Funds European Potential oraz do 50% w tytuły uczestnictwa emitowane przez subfundusz Pioneer Funds U.S. Mid Cap Value.

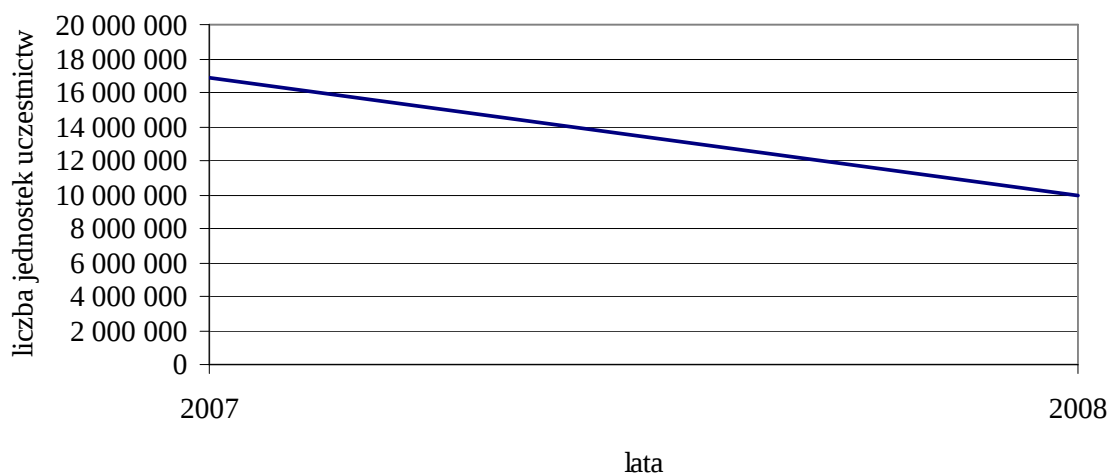
Subfundusz lokuje co najmniej dwie trzecie swoich aktywów netto w instrumenty finansowe o charakterze udziałowym emitowane przez przedsiębiorstwa utworzone, działające lub osiągające co najmniej dwie trzecie swoich przychodów w Europie, o kapitalizacji rynkowej porównywalnej do kapitalizacji spółek wchodzących

w skład indeksu Dow Jones Stoxx Small 200 Index. Z kolei subfundusz Pioneer Funds European Potential co najmniej dwie trzecie swoich aktywów lokuje w zdywersyfikowany portfel instrumentów finansowych o charakterze udziałowym emitowanych przez małe i średnie przedsiębiorstwa mające siedzibę lub prowadzące przeważającą część swojej działalności gospodarczej w Europie. Natomiast subfundusz Pioneer Funds U.S. Mid Cap Value co najmniej dwie trzecie swoich aktywów inwestuje w zdywersyfikowany portfel instrumentów finansowych o charakterze udziałowym emitentów ze Stanów Zjednoczonych Ameryki Północnej, o wartości największej spółki wchodzącej w skład indeksu Russell Midcap Value Index¹⁸³.

Tabela 5.29. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Małych i Średnich Spółek Rynków Rozwiniętych w latach 2007-2008

Cechy	Lata	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		8,90	4,79
liczba jednostek uczestnictwa		16 820 173	9 901 029

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Akcji Małych i Średnich Spółek Rynków Rozwiniętych w latach 2007-2008.



Wykres 5.28. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Małych i Średnich Spółek Rynków Rozwiniętych w latach 2007-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Akcji Małych i Średnich Spółek Rynków Rozwiniętych w latach 2007-2008.

¹⁸³ www.pioneer.com.pl

Sprzedaż jednostek uczestnictwa od 2008 roku ma wyrazistą tendencję spadkową, czego przyczyną był kryzys na światowych rynkach finansowych.

Pioneer Akcji Rynków Dalekiego Wschodu

Subfundusz działa od 5 czerwca 2007 roku. Aktywa subfunduszu do 50% mogą być lokowane w tytuły uczestnictwa emitowane przez subfundusz Pioneer Funds Greater China Equity, do 50% w tytuły uczestnictwa emitowane przez subfundusz Pioneer Funds Japanese Equity oraz do 50% w tytuły uczestnictwa emitowane przez subfundusz Pioneer Funds Pacific (ex. Japan) Equity.

Subfundusz inwestuje co najmniej dwie trzecie swoich aktywów netto w instrumenty finansowe o charakterze udziałowym emitowane przez przedsiębiorstwa utworzone, działające lub osiągające co najmniej dwie trzecie swoich przychodów w Chinach, Hong Kongu i na Tajwanie. Z kolei subfundusz Pioneer Funds Japanese Equity lokuje co najmniej dwie trzecie swoich aktywów netto w instrumenty finansowe o charakterze udziałowym emitowane przez przedsiębiorstwa utworzone, działające lub osiągające co najmniej dwie trzecie swoich przychodów w Japonii.

Pierwsza minimalna wpłata wynosi 1000 zł, a każda kolejna – 50 zł¹⁸⁴.

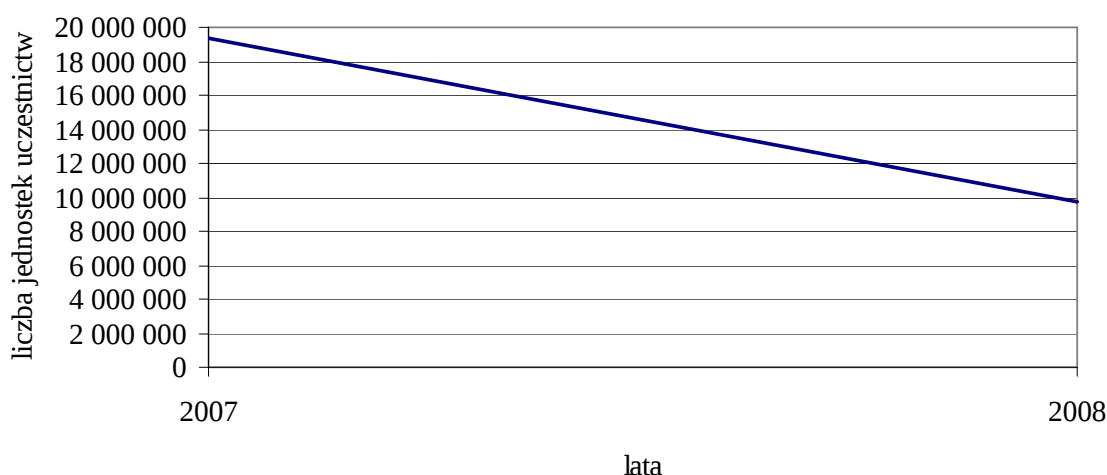
Tabela 5.30. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Rynków Dalekiego Wschodu w latach 2007-2008

Cechy	Lata	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		11,08	6,11
liczba jednostek uczestnictwa		19 393 538	9 682 552

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Akcji Rynków Dalekiego Wschodu w latach 2007-2008.

Od 2008 roku sprzedaż jednostek uczestnictwa ma tendencję spadkową.

¹⁸⁴ www.pioneer.com.pl



Wykres 5.29. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Rynków Dalekiego Wschodu w latach 2007-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Akcji Rynków Dalekiego Wschodu w latach 2007-2008.

Pioneer Obligacji Strategicznych

Subfundusz działa od 23 października 2007 roku. Aktywa subfunduszu do 50% mogą być lokowane w tytuły uczestnictwa emitowane przez subfundusz Pioneer Funds Euro Strategic Bond, do 50% w tytuły uczestnictwa emitowane przez subfundusz Pioneer Funds Strategic Income, do 50% w tytuły uczestnictwa Pioneer Funds Emerging Markets Bond oraz do 50% w tytuły uczestnictwa Pioneer Funds Global High Yield.

Subfundusz Pioneer Funds Euro Strategic Bond inwestuje co najmniej dwie trzecie swoich aktywów netto w instrumenty finansowe o charakterze dłużnym. Z kolei subfundusz Pioneer Funds Strategic Income co najmniej 80% swoich aktywów netto inwestuje w instrumenty finansowe o charakterze dłużnym denominowane w dowolnej walucie, a subfundusz Pioneer Funds Emerging Markets Bond co najmniej dwie trzecie swoich aktywów netto lokuje w instrumenty finansowe o charakterze dłużnym emitowane przez kraje uznawane za tzw. rynki wschodzące. Natomiast subfundusz Pioneer Funds Global High Field co najmniej 50% swoich aktywów netto inwestuje w instrumenty finansowe o charakterze

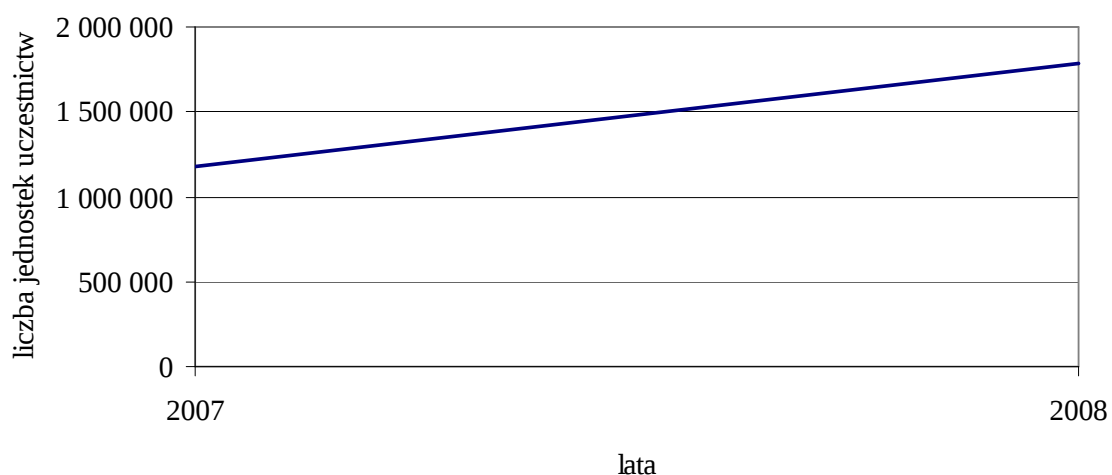
dłużnym o ratingu nie-inwestycyjnym, zarówno emitentów amerykańskich, jak i spoza Stanów Zjednoczonych Ameryki Północnej¹⁸⁵.

Tabela 5.31. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Strategicznych w latach 2007-2008

Cechy	Lata	2007	2008
cena jednostki uczestnictwa		10,00	7,31
liczba jednostek uczestnictwa		1 183 107	1 782 305

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Obligacji Strategicznych w latach 2007-2008.

Począwszy od 2008 roku sprzedaż jednostek uczestnictwa ma tendencję rosnącą.



Wykres 5.30. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Strategicznych w latach 2007-2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Obligacji Strategicznych w latach 2007-2008.

Pioneer Akcji Europy Wschodniej

Subfundusz działa od 8 stycznia 2008 roku. Aktywa subfunduszu do 50% mogą być lokowane w tytuły uczestnictwa emitowane przez subfundusz Pioneer Funds Emerging Europe and Mediterranean Equity, do 50% w tytuły uczestnictwa emitowane przez fundusz Pioneer Funds Austria Eastern Europe Stock oraz do 50% w tytuły uczestnictwa emitowane przez fundusz Pioneer Funds Austria Russia Stock.

¹⁸⁵ www.pioneer.com.pl

Subfundusz Pioneer Funds Emerging Europe and Mediterranean Equity co najmniej dwie trzecie swoich aktywów netto lokuje w zdywersyfikowany portfel instrumentów finansowych o charakterze udziałowym emitowanych przez przedsiębiorstwa mające siedzibę w rozwijających się krajach europejskich, włączając kraje znajdujące się w basenie Morza Śródziemnego oraz sąsiadujące z basenem Morza Śródziemnego. Fundusz Pioneer Funds Austria – Eastern Europe Stock przeważającą część swoich aktywów netto lokuje w akcje spółek posiadających siedzibę lub prowadzących część swojej działalności w Centralnej, Wschodniej oraz Południowo-Wschodniej Europie. Fundusz Pioneer Funds Austria – Russia Stock co najmniej dwie trzecie swoich aktywów netto lokuje w akcje spółek posiadających siedzibę w Rosji lub w krajach należących do Wspólnoty Niepodległych Państw¹⁸⁶.

Tabela 5.32. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Europy Wschodniej w 2008 roku

Cechy	Lata
	2008
cena jednostki uczestnictwa	3,42
liczba jednostek uczestnictwa	7 506 268

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Akcji Europy Wschodniej z 2008 roku.

Pioneer Surowców i Energii

Subfundusz działa od 15 lipca 2008 roku. Aktywa subfunduszu do 50% mogą być lokowane w tytuły uczestnictwa emitowane przez subfundusz Pioneer Funds Commodity Alpha, do 50% w tytuły uczestnictwa emitowane przez subfundusz Pioneer S.F. – EUR Commodities, do 50% w tytuły uczestnictwa emitowane przez fundusz Pioneer Funds Austria – Gold Stock, do 50% w tytuły uczestnictwa emitowane przez fundusz Pioneer Funds Austria – Energy Stock oraz

¹⁸⁶ www.pioneer.com.pl

do 50% w tytuły uczestnictwa emitowane przez fundusz Pioneer Funds – Pioneer Gold and Mining.

Subfundusz Pioneer Funds – Pioneer Funds Commodity Alpha swoje aktywa lokuje w instrumenty pochodne powiązane z *futures* na indeksy surowcowe lub sub-indeksy surowcowe, a także w obligacje, obligacje zamienne oraz instrumenty finansowe o stałym oprocentowaniu. Subfundusz Pioneer S.F. – EUR Commodities co najmniej 51% swoich aktywów lokuje w obligacje, obligacje zamienne, obligacje z warantami oraz inne instrumenty finansowe o stałym oprocentowaniu oraz instrumenty rynku pieniężnego; EUR Commodities co najmniej dwie trzecie swoich aktywów angażuje w instrumenty pochodne. Fundusz Pioneer Funds Austria – Gold Stock swoje aktywa lokuje w wybrane akcje spółek związanych z wydobywaniem lub przetwórstwem złota, innych metali szlachetnych lub innych surowców, koncentrujących swoją działalność w Ameryce Północnej, Afryce Południowej oraz Australii.

Tabela 5.33. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Surowców i Energii w 2008 roku

Cechy	Lata
	2008
cena jednostki uczestnictwa	6,06
liczba jednostek uczestnictwa	400 359

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Surowców i Energii z 2008 roku.

Fundusze Zagraniczne – subfundusz Strategie Funduszowe SFIO

Subfundusz działa od 17 października 2008 roku. Portfelem subfunduszu zarządza Pioneer Investment Austria GmbH z siedzibą w Wiedniu w części lokowanej w jednostki uczestnictwa oraz certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych, tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych oraz tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania mające siedzibę za granicą. Pozostałą część portfela inwestującego funduszu zarządza Pioneer Pekao Investment Management S.A. z siedzibą w Warszawie.

Aktywa subfunduszu w 100% mogą być lokowane w tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych, natomiast tylko do 10% w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Subfundusz lokuje aktywa w tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych oraz jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, inwestujących zarówno w instrumenty finansowe o charakterze udziałowym, jak i instrumenty o charakterze dłużnym. Pierwsza minimalna wpłata wynosi 1000 zł, a każda kolejna – 500 zł.

Z uwagi na skład portfela inwestycyjnego subfunduszu, wartość jednostki uczestnictwa może się charakteryzować dużą zmiennością.

Tabela 5.34. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Fundusze Zagraniczne – subfundusz Strategie Funduszowe SFIO w 2008 roku

Cechy	Lata
	2008
cena jednostki uczestnictwa	10,27
liczba jednostek uczestnictwa	116 982

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Fundusze Zagraniczne – subfundusz Strategie Funduszowe SFIO z 2008 roku.

Zagraniczne Fundusze Akcyjne – subfundusz Strategie Funduszowe SFIO

Subfundusz działa od 1 października 2008 roku. Aktywa subfunduszu do 100% swojej wartości mogą być lokowane w tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych o charakterze akcyjnym, do 10% w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych o charakterze akcyjnym. Polityka inwestycyjna tych funduszy zezwala na lokowanie nie mniej niż dwie trzecie aktywów w instrumenty o charakterze udziałowym, rozumiane jako akcje lub inne instrumenty, których cena zależy od ceny jednej lub wielu akcji (np. warranty, prawa do akcji, kontrakty terminowe na akcje, kwity depozytowe, indeksy akcyjne). Częścią portfela subfunduszu zarządza Pioneer Investment Austrin GmbH z siedzibą w Wiedniu lokowaną w jednostki uczestnictwa oraz certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych oraz tytuły

uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania mające siedzibę za granicą. Natomiast pozostałą częścią portfela inwestycyjnego funduszu zarządza Pioneer Pekao Investment Management S.A. z siedzibą w Warszawie.

Pierwsza minimalna wpłata wynosi 1000 zł, a każda kolejna – 500 zł. Z uwagi na skład portfela inwestycyjnego subfunduszu, wartość aktywów netto na jednostkę uczestnictwa subfunduszu może się charakteryzować się dużą zmiennością¹⁸⁷.

Tabela 5.35. Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Zagraniczne Fundusze Akcyjne – subfundusz Strategie Fundusze SFIO w 2008 roku

Cechy	Lata
	2008
cena jednostki uczestnictwa	8,89
liczba jednostek uczestnictwa	403 004

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Pioneer PEKAO Zagraniczne Fundusze Akcyjne – subfundusz Strategie Fundusze SFIO z 2008 roku.

5.2. Fundusze emerytalne Pioniera – zalety i mankamenty

Przewidując konieczność wprowadzenia reformy emerytalnej w Polsce, Pioneer już pod koniec 1994 roku, przygotował inwestycyjne produkty emerytalne. W 1995 roku zaoferowano inwestorom dwa specjalistyczne produkty inwestycyjne Indywidualny i Zakładowy Plan Emerytalny (obecna nazwa Program Aktywnego Oszczędzania i Pracowniczy Program Oszczędnościowy), do którego przystąpiło blisko 500 przedsiębiorstw w całej Polsce, oferując swoim pracownikom bardzo wygodną formę systematycznego inwestowania, z myślą o dodatkowej emeryturze. Podstawowa różnica, między tymi produktami polega na tym, że w pierwszym inwestor sam wnosi zadeklarowane wpłaty, a w drugim wyręcza go zakład pracy. Zgodnie z harmonogramem realizacji reformy systemu zabezpieczeń społecznych, w maju 1998 roku powstał Urząd Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi, a w sierpniu, trafiły doń pierwsze wnioski o przyznanie licencji na organizację powszechnych

¹⁸⁷ www.pioneer.com.pl

towarzystw emerytalnych i otwartych funduszy emerytalnych. Pioneer Powszechne Towarzystwo Emerytalne, uzyskało licencję 27 października 1998 roku, na organizację Pioneer Otwartego Funduszu Emerytalnego, który działa w ramach tzw. II filaru reformy systemu zabezpieczeń społecznych (reforma systemu zabezpieczeń społecznych weszła w życie 1 kwietnia 1999 roku). Autorzy reformy założyli, że nadrzędnym celem istnienia nowego systemu emerytalnego, jest zapewnienie adekwatnych dochodów pracownikom. Przykłady z innych krajów pokazują, że reforma systemu emerytalnego może stymulować rozwój gospodarczy pomimo nakładów, jakie poniesiono na jej wdrożenie.

W tej sytuacji, zabezpieczenie emerytalne obywateli, jest dodatkowo wzmocnione poprawą ogólnej sytuacji makroekonomicznej. Rozwiązania zaproponowane w reformie, powinny sprzyjać długookresowemu wzrostowi gospodarczemu Polski, dzięki powiększaniu długookresowych oszczędności ludności i przedsiębiorstw, a tym samym inwestycji i wzrostu gospodarczego. Nowy system emerytalny obejmuje wszystkich – poza rolnikami indywidualnymi (reforma dotyczy też służb „mundurowych”). W nowym systemie emerytalnym, świadczenia składają się z trzech składników. Są nimi: powszechny filar repartycyjny, powszechny filar kapitałowy oraz dobrowolne dodatkowe programy emerytalne. Każdy z tych filarów działa i finansuje się w inny sposób. Otwarty Fundusz Emerytalny Pionier, jest jednym z kilkunastu funduszy emerytalnych, które utworzono w oparciu o przepisy Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 roku *o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych*. Powszechne Towarzystwa Emerytalne są odpowiedzialne za zarządzanie zebranymi składkami, przy czym będą one musiały pogodzić zasadę ograniczania ryzyka inwestycyjnego oraz uzyskania jak najlepszych wyników inwestycyjnych. Osoby w wieku poniżej 30 lat (urodzone po 31 grudnia 1968 roku) zostały zobligowane do uczestnictwa w nowym systemie. Osoby w przedziale wieku 30-50 lat (urodzone po 31 grudnia 1947 roku, a przed 1 stycznia 1969 roku) będą miały możliwość wyboru przejścia do nowego systemu lub pozostania w starym. Osobom starszym, przechodzącym do nowego systemu zabezpieczeń społecznych

będą, przyznawane – w celu rekompensaty – wpłaty początkowe, wnoszone na ich konta w funduszach emerytalnych.

Pieniądze zgromadzone w funduszu, będą stanowić wspólną własność małżonków. W przypadku rozwodu, o ich ewentualnym podziale decydować będzie sąd, o ile sami nie określą zasad podziału. W przypadku śmierci uczestnika, zgromadzone środki będą wypłacane współmałżonkowi (50%) oraz osobom wskazanym przez zmarłego, a w przypadku ich braku – członkom najbliższej rodziny. Składki wnoszone do funduszy kapitałowych, nie będą podlegały opodatkowaniu, podobnie jak dochody inwestycyjne funduszy. Podatek dochodowy trzeba jednak będzie zapłacić, w momencie otrzymania świadczenia.

Po wprowadzeniu reformy systemu zabezpieczeń społecznych, Pioneer chce osiągnąć znaczną pozycję w tzn. III filarze. Nie ma bowiem wątpliwości, że ważniejszym wyborem każdego z nas, w ramach reformy emerytalnej będzie wybór dokonany właśnie w ramach III filaru, a nie otwartych funduszy emerytalnych. Jak wiadomo, reforma w ramach jednego lub dwóch filarów, ma przede wszystkim wprowadzić czytelne i bardziej sprawiedliwe zasady naliczania przyszłej emerytury. Nie jest to jednak w stanie zapewnić świadczeń odpowiadających oczekiwaniom pracowników. Dlatego są konieczne dodatkowe, dobrowolne oszczędności na emeryturę. Mogą je stanowić indywidualne formy oszczędzania takie jak: lokaty bankowe, fundusze inwestycyjne, polisy ubezpieczeniowe bądź produkty grupowe w formie pracowniczych programów emerytalnych. Programy te pomyślano, jako zachętę do oszczędzania dostępną dla wszystkich pracowników, którzy chcą utrzymać dotychczasowy poziom życia po przejściu na emeryturę. Natomiast pracodawcy, uzyskują w nich możliwość zwolnień od składek na Fundusz Ubezpieczeń Społecznych.

Pracownik przystępujący do Pioneer PPE, może zadecydować, w którym z funduszy należących do rodziny funduszy Pioniera, będzie lokowana jego składka. Każdy z funduszy ma swoją strategię inwestycyjną. Można zatem wybrać sposób inwestowania, który będzie najlepiej odpowiadał każdemu pracownikowi (w czerwcu 1999 roku Pioneer Pierwsze Polskie Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. i Telekomunikacja Polska S.A. podpisały list intencyjny

w sprawie utworzenia pracowniczego programu emerytalnego w ramach III filaru reformy systemu zabezpieczeń społecznych.

Główne zalety Otwartego Funduszu Emerytalnego Pioneer to:

- bezpieczeństwo polityki inwestycyjnej zapewnione przez:
 - pełne odseparowanie aktywów funduszu od aktywów towarzystwa zarówno prawne, jak i faktyczne, dzięki obowiązkowi przechowywania aktywów funduszu przez niezależny bank – depozytariusz,
 - wymóg dywersyfikacji portfela,
 - mechanizm minimalnej stopy zwrotu,
 - istnienie rachunków rezerwowych towarzystw i wspólnego funduszu gwarancyjnego,
 - prawa uczestnika do zmiany funduszu,
- możliwość wyboru rodzaju inwestycji,
- sprawna bieżąca obsługa rejestrów pracowników w trakcie gromadzenia składek,
- dostęp do bieżących informacji o stanie rejestru pracowników,
- niskie koszty bieżące składki pracownika.

Mankamenty OFE:

- jakość świadczonych usług, ponieważ jakość świadczonych usług jest niewysoka, Pioneer podjął energiczne kroki, by poprawić sytuację,
- brak badań rynku i skutecznego marketingu,
- zbyt mała liczba dystrybutorów,
- ryzyko ogólnogospodarcze,
- nieprzekonująca reklama,
- brak klasyfikacji polskich emitentów przez uznane instytucje ratingowe (oceniające poziom wiarygodności emitenta).

Obecnie fundusz chce pozyskiwać nowych klientów oferując konkurencyjną stopę zwrotu z inwestycji, oraz wysoką jakość obsługi klienta. Sprzedażą zajmuje się licząca kilkaset osób sieć reprezentantów, wyłoniona spośród tych, którzy najskuteczniej pozyskiwali członków Pioneer OFE. Pioneer OFE do końca 1999 roku pozyskał 150 tys. członków, okazał się funduszem najskuteczniej pomnażającym składki powierzone przez klientów. Stopa zwrotu w Pioneer OFE w tym czasie wyniosła 16,3%.

Pioneer Otwarty Fundusz Emerytalny może zainwestować nie więcej niż:

- 7,5% aktywów w świadectwa rekompensacyjne dla sektora budżetowego i emerytów,
- 20% aktywów w depozyty banków i bankowe papiery wartościowe,
- 40% środków w akcje spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych,
- 10% w akcje spółek notowanych na regulowanym rynku pozagiełdowym (CETO) oraz spółek nie notowanych na giełdzie lecz dopuszczonych do publicznego obrotu,
- 10% w certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne,
- 15% w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych,
- 15% w obligacje gminne,
- 5% w zagraniczne papiery wartościowe.

5.3. Wnioski dotyczące perspektyw rozwoju

Fundusz inwestycyjny Pioneer Pekao, przyniósł ze Stanów Zjednoczonych do Polski, sprawdzony sposób lokowania pieniędzy. Jest nowym podejściem do gromadzenia kapitału. Przy właściwym inwestowaniu w fundusz, ryzyko jest niewielkie. Ale niestety żaden, fundusz inwestycyjny nie jest w stanie całkowicie zabezpieczyć się przed ryzykiem, związanym z papierami wartościowymi. Wiele na pozór bezpiecznych instrumentów inwestycyjnych, wypłacających stałe dochody, jest z kolei narażona na ryzyko inflacji. Ich wartość spada wraz ze spadkiem wartości pieniądza. W sytuacji jaka obecnie panuje w Polsce, mamy do czynienia z tzw. ryzykiem ogólnogospodarczym. Bezprecedensowość i skala dokonywanych w kraju przemian, obecna słabość polskiego systemu politycznego, zła kondycja wielu sektorów gospodarki sprawiają, że system kapitalistyczny z jego nieodłącznymi komponentami rozwija się wolniej, niż jest to pożądane. Poważnym problemem w rozwijaniu gospodarki rynkowej i jej poszczególnych komponentów, stanowi inflacja. Uznać ją należy za podstawowe zagrożenie dla rynku kapitałowego. Jeżeli w Polsce nastąpiłby znaczny wzrost tempa inflacji, wartość aktywów netto na jednostkę uczestnictwa mogłaby nie wzrosnąć w takim stopniu, jak ceny towarów w danym okresie, uczestnik Funduszu poniósłby wówczas stratę.

Tym niemniej jednak, w takim stopniu, w jakim wzrośnie wartość aktywów funduszu, jednostki uczestnictwa kompensują inflację i w takim stopniu, służyć mogą jako ochrona przed nią. Jednocześnie istnieje możliwość, że tempo wzrostu inflacji spadnie, co pozwoli osiągnąć realny zysk ich posiadaczom.

Obecnie, praktycznie przedstawiciele wszystkich firm zarządzających funduszami liczą, iż właśnie reforma systemu emerytalnego, spowoduje napływ klientów. Sytuacja ta ma być z jednej strony związana z trzeciofilarowymi pracowniczymi programami emerytalnymi, a z drugiej ze spodziewanym wzrostem skłonności Polaków do oszczędzania. Reforma systemu zabezpieczeń społecznych z pewnością poprawi sytuację funduszy inwestycyjnych. Może się jednak po raz kolejny okazać, że tempo napływu środków będzie niższe od przewidywanego. Tym bardziej, że w dalszym ciągu, pozycja firm oferujących ubezpieczenia na życie jest znacznie silniejsza, chociażby z tego powodu, że mogą one prowadzić sprzedaż za pośrednictwem akwizytorów. Jak pokazują dotychczasowe doświadczenia, czynnikiem, który w najszybszy sposób przełożyłby się na wzrost aktywów funduszy, byłaby hossa na giełdzie. Polski rynek funduszy inwestycyjnych istnieje już od szesnastu lat, ale wciąż odgrywa marginalną rolę na tle innych instrumentów rynku kapitałowego. Aktywa funduszy stanowią zaledwie 1,5% oszczędności gospodarstw domowych. Wynika to z nikłej skłonności naszego społeczeństwa do długoterminowego oszczędzania. W Polsce na jednego mieszkańca przypada 14 USD aktywów funduszy, podczas gdy na przykład w Czechach jest to 44 USD, a na Węgrzech 127 USD. Niska popularność funduszy, to wynik postrzegania ich przez potencjalnych inwestorów oraz rezultatów, jakie mogą im przynieść. Dominuje przekonanie, że lokowanie kapitału w fundusze jest ryzykownym przedsięwzięciem. Twierdzenie takie, poparte jest głównie wydarzeniami z przeszłości, kiedy to pierwsi klienci ponieśli duże straty. To co może zachęcić, do korzystania z takiej formy oszczędzania, to jak największy zysk, w jak najkrótszym czasie, przy minimalnym poziomie ponownego ryzyka.

Wielkość popytu i podaży na jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych Pioneer Pekao Investments, jest determinowana przez szereg rozmaitych czynników,

które można podzielić na makro- i mikroekonomiczne, społeczno-psychologiczne i prawno-podatkowe. Do szczegółowo i najczęściej analizowanych, należą czynniki mikroekonomiczne, wśród których, najwięcej uwagi poświęca się wynikom inwestycyjnym funduszy oraz ich przewidywalności, a także strukturze i wielkości kosztów. Wszystkie te wskaźniki wpływają na poziom cen jednostek uczestnictwa, określających rentowność funduszy inwestycyjnych. Z kolei z punktu widzenia indywidualnego inwestora są to z kolei czynniki, decydujące o atrakcyjności danego funduszu inwestycyjnego i jego ewentualnej przewadze nad porównywalnymi formami alokacji kapitału. Poziom i kierunek oddziaływania poszczególnych czynników określających cenę jednostki udziałowej związany jest przede wszystkim, z dynamiką napływu kapitału do funduszy, a to w konsekwencji wiąże się z rozwojem tego rynku. Na wielkość aktywów gromadzonych przez fundusze ma również wpływ sposób ich dystrybucji (im więcej kanałów dystrybucji, tym większe prawdopodobieństwo zyskania kolejnych klientów funduszy), konkurencyjność w stosunku do porównywalnych form inwestowania oraz konkurencja ze strony innych funduszy. Kolejną grupą czynników ekonomicznych mających wpływ na wartość jednostek uczestnictwa są czynniki makroekonomiczne, w tym stopień rozwoju gospodarczego – czego odzwierciedleniem jest koniunktura panująca na giełdzie.

Stopień rozwoju gospodarczego decyduje również o zamożności i poziomie dochodu społeczeństwa, która dokonuje wyborów dotyczących lokowania oszczędności w funduszach inwestycyjnych. Poziom dochodu i zamożności społeczeństwa jest jednym z podstawowych czynników popytu na inwestycje, a z drugiej strony ma wpływ na podaż usług funduszy, wpływając na infrastrukturę tego rynku. Z tym również związana jest grupa czynników społeczno-psychologicznych, ponieważ wraz ze wzrostem poziomu zamożności społeczeństwa zwiesza się jego skłonność do oszczędzania, co wiąże się z decyzjami dotyczącymi lokowania pieniędzy w funduszach.

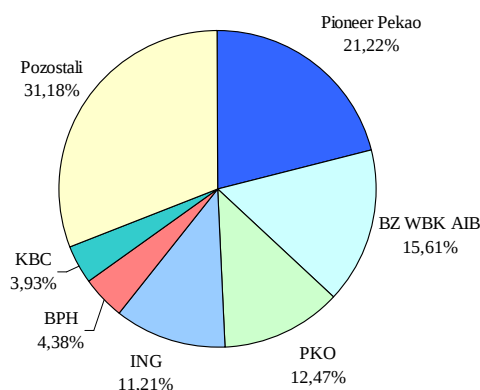
Poziom popytu na jednostki uczestnictwa, jest zdeterminowany między innymi przez ryzyko inwestycyjne¹⁸⁸. Ryzyko przekłada się na wahania wartości

¹⁸⁸ Wszelkiego rodzaju inwestycje na rynku finansowym obarczone są ryzykiem inwestycyjnym definiowanym najczęściej jako możliwość utraty określonej części zainwestowanego kapitału.

tytułów uczestnictwa i tym samym na wahania wartości inwestycji. Im wyższe ryzyko, tym większe są wahania wartości inwestycji, ale równocześnie większe szanse na wysokie zyski. W przypadku funduszy inwestycyjnych, na poziom ryzyka wpływają dwa czynniki: realizowana strategia inwestycyjna, oraz typ funduszu. W krótkich okresach czasu, najbardziej na wahania jednostek uczestnictwa narażane są fundusze akcyjne, zrównoważone, a najmniejsze ryzyko wahań, towarzyszy funduszom dłużnym oraz pieniężnym. Z drugiej strony, możliwości potencjalnych zysków są największe dla funduszy akcyjnych, a najmniejsze dla funduszy dłużnych i pieniężnych.

5.4. Ekspansja funduszy inwestycyjnych Pioneer Pekao Inv.

Pioneer Pekao TFI, zajmuje w strukturze podmiotowej rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce, dominującą pozycją pod względem wartości aktywów netto oraz liczby funduszy inwestycyjnych (udział Pioniera w rynku w pierwszych latach jego istnienia sukcesywnie spadał, jednak po fuzji z Pekao/Alliance zaczął się wzmacniać i np. na koniec kwietnia 2008 roku wynosił 21,22%). Podmiot ten, ma znaczną przewagę, nad pozostałymi towarzystwami funkcjonującymi w Polsce (Wykres 5.31).



Wykres 5.31. Struktura rynku TFI – kwiecień 2008 roku

Źródło: Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA).

Osiągnięcie pozycji lidera jest efektem współdziałania dwóch elementów. Z jednej strony jest to rezultat stałego rozbudowywania i unowocześniania oferty funduszy inwestycyjnych, a z drugiej strony sieci dystrybucji, między innymi współpraca z największym kanałem dystrybucji, jakim jest Bank Pekao S.A. 16 lat temu Pioneer jako pierwszy na rynku zaoferował nowe możliwości oszczędzania i inwestowania

pieniędzy. Pod względem zgromadzonych aktywów i liczby uczestników, których jest już ponad 550 tys., fundusze Pioniera pozostają niekwestionowanym liderem rynku.

Tabela 5.36. Struktura podmiotowa wg dwu cech: środków zgromadzonych w funduszach i procentowego udziału w rynku TFI (kwiecień 2008 roku)

Lp.	Nazwa Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (TFI)	Środki zgromadzone w funduszach zarządzanych przez TFI (mln zł)	Procentowy udział w rynku TFI (%)
1.	Pioneer Pekao	22 717,8	21,22
2.	BZ WBK AIB	16 719,6	15,61
3.	PKO	13 350,2	12,47
4.	ING	12 001,6	11,21
5.	BPH	4 691,2	4,38
6.	KBC	4 208,3	3,93
7.	Skarbiec	4 145,6	3,87
8.	Legg Mason	3 900,9	3,64
9.	Union Investment	3 445,2	3,22
10.	Millenium	3 318,1	3,10
11.	PZU	2 448,1	2,29
12.	AIG	2 350,9	2,20
13.	DWS Polska	3 167,5	2,02
14.	Copernicus Capital	2 167,2	2,02
15.	CU	2 135,0	1,99
16.	SEB	1 439,6	1,34
17.	Allinaz	1 292,9	1,21
18.	Opera	1 273,2	1,19
19.	Noble Funds	890,6	0,83
20.	Investors	850,5	0,79
21.	SKOK	637,6	0,60
22.	Ipopema	461,0	0,43
23.	IDEA	277,3	0,26
24.	Superfund	93,7	0,09
25.	AKJ Investment	57,5	0,05
26.	Quercus	24,6	0,02
27.	Intrum Justitia	14,0	0,01
	Razem	107 080	100,0

Źródło: Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA).

Jak widać z tabeli 5.36 niepokonana dotychczas pozycja Pioniera, wynika prawdopodobnie z tego, że towarzystwo to dysponuje największym doświadczeniem na polskim rynku funduszy inwestycyjnych (funkcjonuje od początku jego istnienia). Posiada rozbudowaną sieć dystrybucji (oddziały Banku Pekao – jeden

z największych banków w Polsce). Istotny wpływ miała na to przede wszystkim fuzja z Pekao/Allinace – zwiększyła się przez to wartość aktywów, a tym samym dominująca pozycja w strukturze rynku funduszy inwestycyjnych.

W tabeli 5.37. przedstawiono „ścieżkę ekspansji” pięciu największych (pod względem wartości aktywów netto) funduszy inwestycyjnych Pioneer Pekao Investments w kolejnych latach ich funkcjonowania od początku istnienia.

Tabela 5.37. Ścieżka ekspansji największych funduszy Pioneer Pekao Inv.
pod względem wartości aktywów netto w latach 1992-2007 (mln zł)

lata	Fundusz Pioneer						
	Zrównoważony FIO	Akcji Polskich FIO	Obligacji Plus FIO	Obligacji FIO	Stabilnego Wzrostu FIO	Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego FIO	Pieniężny FIO
1992	11,41						
1993	35,10						
1994	42,51						
1995	49,73	10,07	11,21				
1996	75,23	18,21	13,39		100,28		
1997	81,74	19,10	15,84	107,73	119,55		
1998	77,27	16,29	19,05	133,43	111,90		
1999	98,98	21,97	21,17	143,99	145,86		
2000	105,10	21,98	23,48	165,08	157,38		
2001	99,95	18,37	26,51	193,24	148,46		104,58
2002	104,91	18,71	30,07	216,88	155,83		114,64
2003	125,82	25,98	30,53	220,60	167,54		120,35
2004	140,71	30,95	32,48	235,20	183,49		126,24
2005	162,53	38,40	34,88	251,66	205,82	11,34	132,47
2006	187,56	51,29	36,48	261,39	227,31	18,46	136,78
2007	193,75	54,52	38,12	270,19	233,40	19,75	141,71
2008	116,67	22,76	39,74	274,89	173,78	7,30	143,74

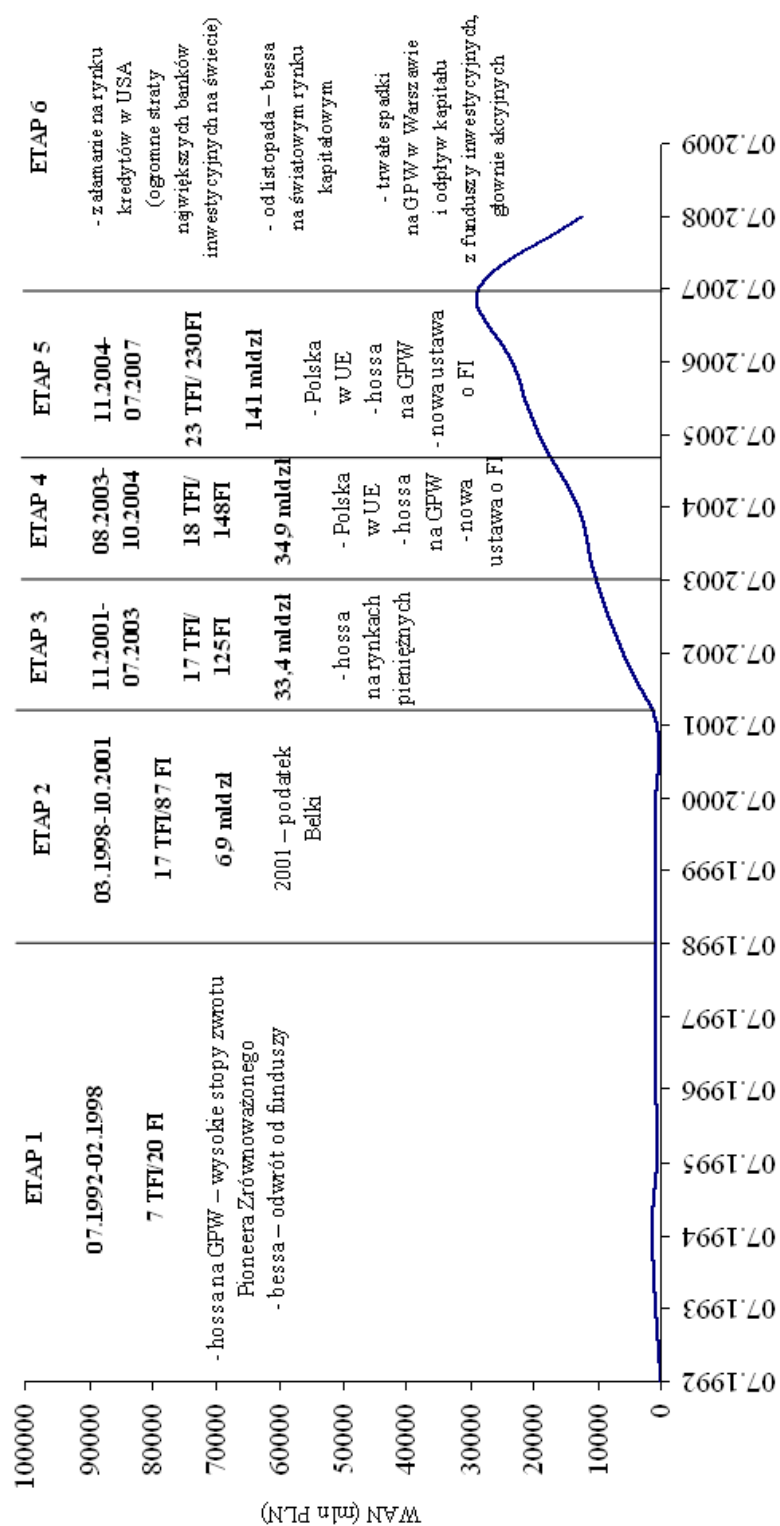
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z www.pioneer.com.pl.

W tabeli zaprezentowano wartości aktywów netto, największych pod tym względem funduszy Pioneer Pekao Investments. Sytuacja nie kształtowała się jednolicie (pod względem wartości aktywów netto), ponieważ fundusze, w ujętym zestawieniu raz zmniejszały, a raz zwiększały swój udział w rynku funduszy inwestycyjnych.

Tabela 5.38 WAN Funduszy inwestycyjnych Pioneer Pekao Investment w kolejnych etapach rozwoju funduszy inwestycyjnych na tle wskaźników ekonomicznych i rynku funduszy inwestycyjnych w latach 1992-2008

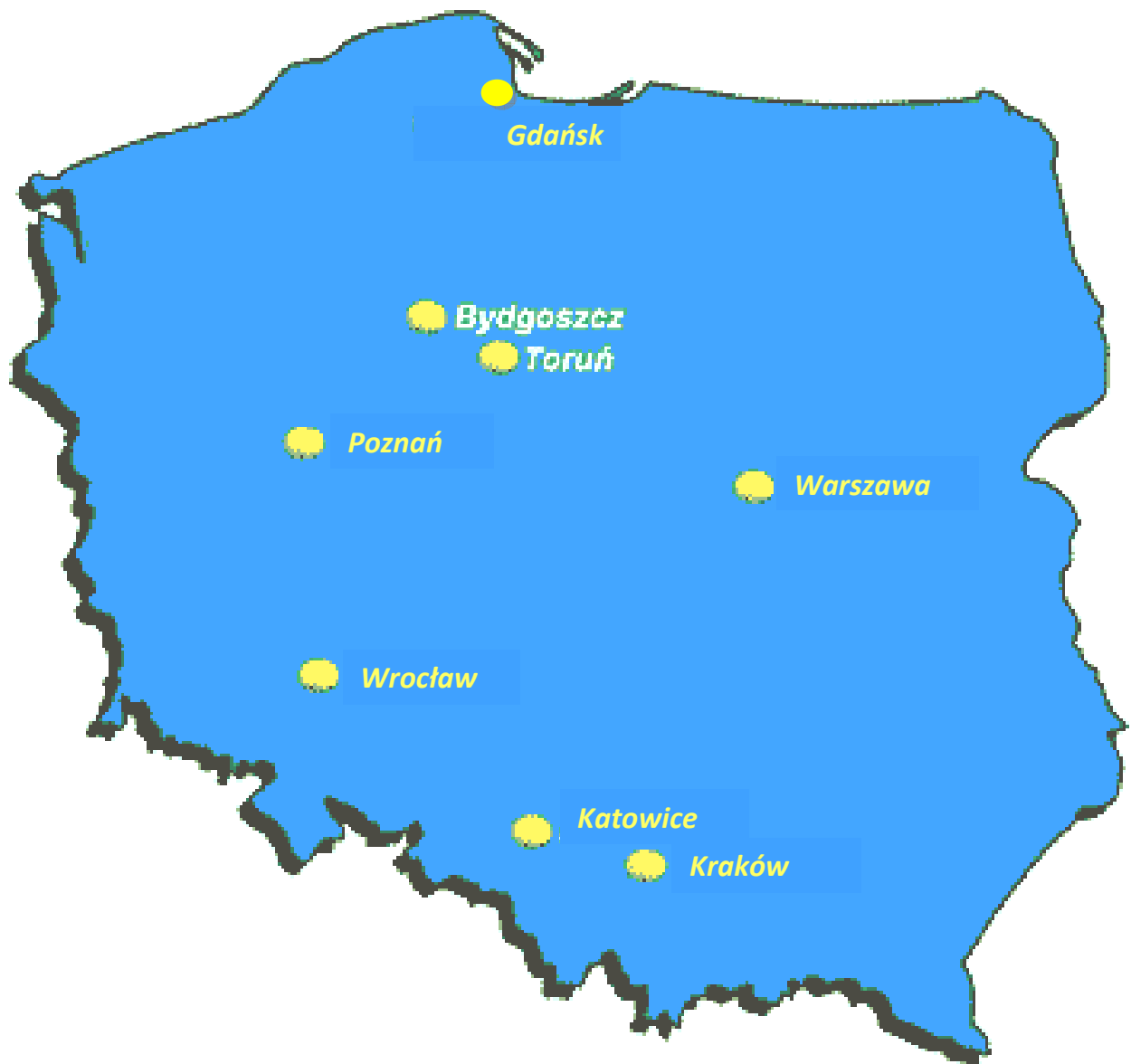
Wskaźnik	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
PKB (%)	2,6	3,8	5,2	7,0	6,0	6,8	4,8	4,1	4,0	1,0	1,4	3,8	5,3	3,4	6,2	6,7	4,8
Stopa bezrobocia (%)	14,3	16,4	16,0	14,9	13,2	10,3	10,4	13,1	15,1	19,4	20,0	20	19	17,6	14,8	11,4	9,5
Inflacja (%)	43,0	35,3	32,2	27,8	19,9	14,9	11,8	7,3	10,1	5,5	1,9	0,8	3,5	2,1	1,0	2,5	3,3
Kapitalizacja GPW (mln zł)	331	5 845	7 450	11 271	24 000	43 766	72 442	123 411	130 085	103 370	110 565	140 002	214 313	308 418	437 719	509 887	267 339
WIG (%)	13,2	1095,3	-39,9	1,5	89,1	2,3	-12,8	41,3	-1,3	-22,0	3,2	44,9	27,9	33,7	41,6	10,4	-51,1
Liczba spółek na GPW	16	22	44	65	83	143	198	221	225	230	216	203	230	284	269	351	374
Liczba TFI	1	1	1	2	3	7	12	15	16	17	17	16	19	23	24	33	38
Liczba funduszy inwestycyjnych	1	1	1	4	5	20	38	64	81	94	114	125	148	190	241	365	503
Wartość aktywów netto funduszy Pioneer Pekao (mln zł)	2	828	1 423	666	934	957	746	810	751	602	5 976	10 089	13 002	19 237	23 263	28 717	12 308
WAN (mln zł)	2	828	1 423	696	1 362	1 500	1 788	3 130	6 579	11 864	22 294	33 231	37 724	61 284	98 785	134 787	74 187

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z IZFIA, GPW, GUS.



Wykres 5.32. WAN Pioneer Pekao Investment na tle kolejnych etapów rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce (lata 1992-2008)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IZFI.A, www.pioneer.com.pl.



Mapa 5.1. Mapa lokalizacji dystrybutorów jednostek uczestnictwa funduszy Pioneer w 1992 roku

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl



Mapa 5.2. Mapa lokalizacji dystrybutorów jednostek uczestnictwa funduszy Pioneer w 2008 roku

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl

Charakterystykę ekspansji przestrzennej najlepiej ilustruje zestawienie kartogramów (5.1 i 5.2) z dwu krańcowych okresów badania: 1992-2008. Porównanie obu map, pokazuje jak wyraźny jest proces zajmowania przestrzeni przez agendy Pioniera. Należy wskazać syntetycznie na dwie następujące cechy procesu ekspansji:

Pierwsza cecha – to równomierne zagęszczanie sieci Pioniera na terytorium Polski.

Mapa 5.2 w zasadzie wskazuje jedynie na dwa wyróżniające się skupiska agend, są to skupiska: warszawskie i gdańskie. Przyczyną jest oczywiście skupisko demograficzno-instytucjonalno-biznesowe.

Druga cecha – to uzależnienie lokalizacji dystrybutorów nie tylko od istniejącego biznesu, ale także od przewidywanych inwestycji biznesowych.

Na tym między innymi polega umiejętność racjonalnego realizowania polityki stabilnego rozwoju funduszy inwestycyjnych Pioniera. W tym celu zatrudnia się nie tylko banki i indywidualnych inwestorów.

5.5. Fundusze Pionier Pekao Inv. na tle ratingu funduszy inwestycyjnych

Fundusze Pioneer Pekao Inv. zostały poddane ocenie pod względem jakości i wyników zarządzania na tle krajowego rynku funduszy inwestycyjnych. W zestawieniu oceniono fundusze utworzone na mocy polskiego prawa i zarządzane przez licencjonowane przez Komisję Nadzoru Finansowego towarzystwa funduszy Inwestycyjnych (TFI). Fundusze zostały ocenione w pięciu podstawowych kategoriach (akcji, mieszane, stabilnego wzrostu, obligacji i rynku pieniężnego), w zależności od deklarowanych strategii inwestycyjnych. Wszystkie dotyczą funduszy inwestycyjnych przede wszystkim w Polsce. Rating obejmuje fundusze, które działają od co najmniej trzech lat. Jeśli fundusz miał wystarczająco długą historię, to punkty ratingowe liczono za okresy: 3, 5 i 7 lat, a następnie obliczono rating ostateczny, przypisując każdemu z okresów inną wagę. Pominęto w ten sposób sporą część funduszy, które powstały w trakcie trzech ostatnich lat. Oceniono jednak wyniki w długim terminie, to znaczy w okresie co najmniej 3 lat.

Każdy z okresów 3, 5 i 7 lat oceniony został oddzielnie przez pryzmat trzech parametrów: stopy zwrotu oraz dwóch pozwalających określić relację pomiędzy osiągniętym zyskiem a związanym z nim ryzykiem – wskaźnika Sharpe’a i odchylenia standardowego. Poszczególne parametry punktowano w skali od 1 do 5 w zależności od pozycji zajmowanej przez fundusz w danej kategorii. Rating został sporządzony przez Open Finance.

Tabela 5.39. Fundusze akcji

Lp.	Fundusz	punkty	stopy zwrotu (%)			
			12 m-cy	3 lata	5 lat	7 lat
1.	Legg Mason Akcji FIO	4,14	-8,20	106,53	225,98	237,24
2.	Arka BZ WBK Akcji FIO	3,98	-16,15	93,28	314,83	242,56
3.	SKARBIEC FIO Subfundusz Akcji SKARBIEC-AKCJA	3,72	-15,12	74,30	204,68	226,93
4.	UniFundusze FIO Subfundusz UniKorona Akcje	3,34	-15,37	62,62	220,46	210,81
5.	DWS Polska FIO Akcje Plus	3,22	-16,42	68,00	191,75	171,57
6.	Idea Akcji FIO	3,20	-17,23	78,32	—	—
7.	PZU FIO Akcji KRAKOWIAK	3,06	-17,07	62,00	152,81	175,89
8.	Commercial Union FIO Subfundusz CU Polskich Akcji	2,92	-18,49	74,89	248,11	—
9.	SEB FIO Subfundusz SEB 3 Akcji	2,92	-19,68	56,87	158,97	152,30
10.	BPH FIO Akcji	2,88	-16,99	68,08	172,29	181,00
11.	PKO/Credit Suisse Akcji FIO	2,88	-15,21	51,47	160,85	169,00
12.	AIG FIO Akcji	2,80	-22,63	67,14	—	—
13.	Allianz FIO Subfundusz Allianz Akcji	2,80	-9,96	50,63	—	—
14.	ING FIO Akcji	2,60	-20,12	59,46	185,20	179,43
15.	FORTIS FIO Subfundusz FORTIS Akcji	2,40	-27,81	64,27	—	—
16.	Millenium FIO Akcji	1,84	-21,14	49,12	126,68	—
17.	Pioneer Akcji Polskich FIO	1,78	-23,39	43,17	150,08	136,53
18.	DWS Polska FIO Akcji	1,72	-16,07	41,97	129,25	104,98
19.	Noble Funds FIO Subfundusz Noble Fund Akcji	—	-5,35	—	—	—
20.	Lukas FIO Subfundusz Lukas Akcyjny	—	-12,40	—	—	—
21.	ING Parasol SFIO Subfundusz Akcji Plus	—	-19,70	—	—	—
22.	KBC Portfel VIP Subfundusz Akcyjny SFIO	—	-19,72	—	—	—
23.	KBC Parasol FIO Subfundusz Akcyjny	—	-21,27	—	—	—
24.	AIG SFIO Parasol Podatkowy AIG Subfundusz Akcji	—	-26,39	—	—	—

Źródło: Rating funduszy inwestycyjnych Open Finance.

Fundusze akcyjne, zostały posortowane według wysokości rocznych stóp zwrotu. Rating liczono za okresy 1,3,5 i 7 lat. Każdy ze wspomnianych wyżej okresów oceniono osobno, przez pryzmat trzech parametrów, tj. stopy zwrotu, wskaźnika Sharpe’a i odchylenia standardowego. Poszczególne parametry, punktowano w skali 1 do 5, w zależności od pozycji zajmowanej przez fundusz w danej kategorii. Wśród grupy funduszy akcyjnych, Fundusz Pioneer Akcji Polskich FIO zajął bardzo słabą, 17 pozycję. Przyczyną tego stanu rzeczy, mogą być bardzo słabe wyniki uzyskiwane przez zarządzających, którzy nie wykorzystują możliwości zysku występujących na rynku. Gdyby fundusz inwestował w taki sposób, np. jak Fundusz Arka, jego wyniki mogłyby być o wiele lepsze.

Tabela 5.40. Fundusze mieszane

Lp.	Fundusz	punkty	stopy zwrotu (%)			
			12 m-cy	3 lata	5 lat	7 lat
1.	Arka BZ WBK Zrównoważony FIO	4,60	-10,34	64,76	164,95	
2.	UniFundusze FIO Subfundusz UniKorona Zrównoważony	3,90	-9,76	36,41	107,73	125,31
3.	SKARBIEC FIO Subfundusz Zrównoważony SKARBIEC-WAGA	3,72	-7,55	37,28	90,35	117,36
4.	SEB FIO Subfundusz SEB 1 Zrównoważonego Wzrostu	3,22	-12,10	33,76	91,44	108,22
5.	BPH FIO Aktywnego Zarządzania	2,84	-10,12	37,82	82,62	—
6.	ING FIO Zrównoważony	2,70	-14,01	28,74	82,75	100,05
7.	KBC Beta SFIO	2,54	-12,52	48,77	103,53	106,46
8.	PKO/Credit Suisse Zrównoważony FIO	2,30	-10,78	18,59	70,63	90,93
9.	DWS Polska FIO Zrównoważony	2,10	-9,78	33,25	81,85	74,98
10.	KBC Parasol FIO Subfundusz Aktywny	2,04	-12,45	24,20	69,40	—
11.	Millenium FIO Zrównoważony	1,92	-13,37	23,21	61,09	—
12.	Pioneer Zrównoważony FIO	1,44	-13,40	20,05	67,48	77,76
13.	Noble Funds FIO Subfundusz Noble Fund Mieszany	—	-1,96	—	—	—
14.	SKOK FIO Aktywny Zmiennej Alokacji	—	-3,19	—	—	—
15.	Allianz FIO Subfundusz Allianz Aktywnej Alokacji	—	-5,29	—	—	—
16.	PZU FIO Zrównoważony	—	-5,56	—	—	—
17.	Lukas FIO Subfundusz Lukas Dynamiczny Polski	—	-7,67	—	—	—
18.	Commercial Union FIO Subfundusz CU Zrównoważony	—	-10,25	—	—	—
19.	ING Parasol SFIO Subfundusz Zrównoważony Plus	—	-13,93	—	—	—

Źródło: Rating funduszy inwestycyjnych Open Finance.

Fundusze mieszane, zostały posortowane według wysokości rocznych stóp zwrotu. Rating liczono za okresy 1, 3, 5 i 7 lat. Każdy ze wspomnianych wyżej

okresów, oceniano osobno, przez pryzmat trzech parametrów, tj.: stopy zwrotu, wskaźnika Sharpe’a i odchylenia standardowego. Poszczególne parametry punktowano w skali 1 do 5, w zależności, od pozycji zajmowanej przez fundusz w danej kategorii. Wśród grupy funduszy mieszanych, Pioneer Zrównoważony FIO zajął bardzo słabą, 12 pozycję, na 19 ocenianych funduszy. Przyczyną tego stanu rzeczy, tj. słabych wyników, mogą być zarządzający, którzy nie wykorzystują możliwości zysku występujących na rynku. Liderem tej grupy, jest fundusz Arka BZ WBK Zrównoważony FIO, który zajmuje dominującą pozycję w kategorii funduszy mieszanych.

Tabela 5.41. Fundusze stabilnego wzrostu

Lp.	Fundusz	punkty	stopy zwrotu (%)			
			12 m-cy	3 lata	5 lat	7 lat
1.	Lukas FIO Subfundusz Lukas Stabilnego Wzrostu	4,60	-2,33	40,14	—	—
2.	Commercial Union FIO Subfundusz CU Ochrony Kapitału Plus	4,40	-2,58	34,56	—	—
3.	Arka BZ WBK Stabilnego Wzrostu FIO	4,16	-3,79	38,80	78,62	106,80
4.	Commercial Union FIO Subfundusz CU Stabilnego Inwestowania	3,80	-4,81	32,74	80,17	—
5.	Idea Stabilnego Wzrostu FIO	3,80	-3,39	35,05	—	—
6.	SKARBIEC FIO Subfundusz SKARBIEC-III FILAR	3,74	-3,13	31,50	60,78	107,43
7.	Legg Mason Senior SFIO	3,42	-0,53	28,53	57,42	91,73
8.	Allianz FIO Subfundusz Allianz Stabilnego Wzrostu	3,00	-7,23	23,86	—	—
9.	BPH FIO Stabinego Wzrostu	3,00	-5,82	24,98	—	—
10.	ING FIO Stabinego Wzrostu	2,88	-7,79	24,06	59,65	101,63
11.	PZU FIO Stabinego Wzrostu MAZUREK	2,68	-5,36	26,99	57,89	—
12.	FORTIS FIO Subfundusz FORTIS Stabinego Wzrostu	2,60	-7,30	22,79	—	—
13.	PKO/Credit Suisse Stabinego Wzrostu FIO	2,54	-4,52	20,28	52,57	78,03
14.	AIG FIO Stabinego Wzrostu	2,40	-9,42	22,86	—	—
15.	KBC Parasol FIO Subfundusz Stabilny	2,32	-5,68	23,39	56,97	—
16.	SEB FIO Subfundusz SEB 4 Stabinego Wzrostu	2,24	-2,22	28,70	46,97	79,82
17.	DWS Polska FIO Zabezpieczenia Emerytalnego	2,22	-3,70	22,64	56,14	79,19
18.	Millenium FIO Stabinego Wzrostu	1,40	-8,11	14,57	—	—
19.	Pioneer Stabinego Wzrostu FIO	1,20	-8,86	14,00	—	—
20.	SKOK FIO Stabilny Zmiennej Alokacji	—	-0,17	—	—	—
21.	ING Parasol SFIO Subfundusz Stabilnego Wzrostu Plus	—	-6,93	—	—	—
22.	AIG SFIO Parasol Podatkowy AIG Subfundusz Stabilnego Wzrostu	—	-9,48	—	—	—

Źródło: Rating funduszy inwestycyjnych Open Finance.

Fundusze stabilnego wzrostu, zostały posortowane według wysokości rocznych stóp zwrotu. Rating liczono za okresy 1,3,5 i 7 lat. Każdy ze wspomnianych wyżej okresów oceniano osobno przez pryzmat trzech parametrów, tj. stóp zwrotu, wskaźnika Sharpe’a i odchylenia standardowego. Poszczególne parametry, punktowano w skali 1 do 5, w zależności od pozycji, zajmowanych przez fundusz w danej kategorii. Wśród grupy funduszy stabilnego wzrostu, Pioneer Stabilnego Wzrostu FIO zajął na 22 pozycje 19, bardzo słabą pozycję. Przyczyną tego stanu rzeczy, tj. słabych wyników mogą być wyniki osiągane przez zarządzających, którzy nie wykorzystują możliwości zysku, występujących na rynku. Liderem w powyższej grupie funduszy inwestycyjnych, jest fundusz Lukas FIO Subfundusz Lukas Stabilnego Wzrostu.

Tabela 5.42. Fundusze obligacji

Lp.	Fundusz	punkty	stopy zwrotu (%)			
			12 m-cy	3 lata	5 lat	7 lat
1.	AIG FIO Obligacji	4,70	4,29	16,97	—	—
2.	Arka BZ WBK Obligacji FIO	4,40	4,45	17,27	28,72	—
3.	UniFundusze FIO Subfundusz UniKorona Obligacje	3,69	0,76	10,45	21,30	69,63
4.	KBC Parasol FIO Subfundusz Papierów Dłużnych	3,57	1,66	11,57	24,62	—
5.	Pioneer Obligacji Plus FIO	3,38	3,80	14,59	25,36	57,64
6.	PZU FIO Papierów Dłużnych POLONEZ	3,08	1,33	10,55	21,31	60,81
7.	Pioneer Obligacji FIO	3,03	2,25	11,46	22,62	57,05
8.	Allianz FIO Subfundusz Allianz Obligacji	3,00	4,97	12,83	—	—
9.	Commercial Union FIO Subfundusz CU Obligacji	2,91	2,26	10,52	19,98	—
10.	ING FIO Obligacji	2,79	1,56	9,94	18,48	58,05
11.	Millenium FIO Papierów Dłużnych	2,72	1,65	9,75	18,71	—
12.	Idea Obligacji Skarbowych FIO	2,56	0,54	8,42	16,52	59,25
13.	SEB FIO Subfundusz SEB 2 Obligacji i Bonów Skarbowych	2,49	0,80	7,07	20,84	53,35
14.	Legg Mason Obligacji FIO	2,22	0,39	7,26	18,45	50,61
15.	BPH FIO Obligacji 1	2,18	2,20	11,09	20,96	48,82
16.	PKO/Credit Suisse Obligacji FIO	1,83	0,68	7,24	13,92	52,49
17.	DWS Polska FIO Dłużnych Papierów Wartościowych	1,80	0,22	8,61	16,21	48,24
18.	SEB FIO Subfundusz SEB 5 Obligacji Skarbowych	1,60	-0,57	7,28	—	—
19.	SKARBIEC FIO Subfundusz Instrumentów Dłużnych SKARBIEC-OBLIGACJA	1,36	0,37	7,40	12,29	48,45
20.	PKO/Credit Suisse Obligacji Długoterminowych FIO	—	6,36	—	—	—
21.	AIG SFIO Parasol Podatkowy AIG Subfundusz Obligacji	—	4,30	—	—	—
22.	Pioneer FIO Subfundusz Pioneer Lokacyjny	—	2,70	—	—	—
23.	Noble Funds FIO Subfundusz Noble Fund Skarbowy	—	2,25	—	—	—
24.	KBC Portfel VIP Subfundusz Obligacyjny SFIO	—	2,14	—	—	—
25.	BPH FIO Obligacji 2	—	1,66	—	—	—
26.	ING Parasol SFIO Subfundusz Obligacji Plus	—	1,55	—	—	—

Źródło: Rating funduszy inwestycyjnych Open Finance.

Fundusze obligacji, zostały posortowane według wysokości rocznych stóp zwrotu. Rating liczono za okresy 1, 3, 5 i 7 lat. Każdy ze wspomnianych wyżej okresów, oceniano osobno, przez pryzmat trzech parametrów, tj. stopy zwrotu, wskaźnika Sharpe’a i odchylenia standardowego. Poszczególne parametry punktowano w skali od 1 do 5, w zależności od pozycji, zajmowanej przez fundusz w danej kategorii. Wśród grupy funduszy obligacyjnych, Fundusz Obligacji Plus FIO zajmuje dobrą 5 lokatę, oraz Pioneer Obligacji FIO – 7 pozycję w rankingu oraz 22 Pioneer FIO Subfundusz Pioneer Lokacyjny.

Tabela 5.43. Fundusze rynku pieniężnego

Lp.	Fundusz	punkty	stopy zwrotu (%)			
			12 m-cy	3 lata	5 lat	7 lat
1.	KBC Gamma SFIO	5,00	4,74	14,87	28,54	
2.	Idea Premium SFIO	4,70	4,90	14,46	26,92	57,62
3.	DWS Polska FIO Płynna Lokata Plus	4,00	4,07	13,20	25,57	57,05
4.	UniFundusze FIO Subfundusz UniKorona Pieniężny	4,00	4,00	12,50	24,97	57,41
5.	UniWibid SFIO	4,00	4,85	14,33	—	—
6.	Arka BZ WBK Ochrony Kapitału FIO	3,00	4,22	12,80	23,46	—
7.	Pioneer Pieniężny FIO	3,00	3,98	11,99	23,22	—
8.	KBC Parasol FIO Subfundusz Pieniężny	2,60	3,43	11,57	23,10	—
9.	DWS Polska FIO Płynna Lokata	2,50	3,32	11,84	22,66	52,21
10.	ING FIO Gotówkowy	2,50	3,34	11,37	22,50	51,56
11.	BPH FIO Skarbowy	2,00	3,91	11,21	—	—
12.	Commercial Union FIO Subfundusz CU Depozyt Plus	2,00	3,86	11,53	22,59	—
13.	Millenium FIO Pieniężny	2,00	3,79	11,50	21,46	—
14.	SKARBIEC FIO Subfundusz Pieniężny SKARBIEC-KASA	2,00	3,95	10,97	22,00	50,10
15.	SKARBIEC FIO Subfundusz SKARBIEC-GOTÓWKOWY	2,00	3,49	11,30	—	—
16.	SKOK FIO Rynku Pieniężnego	2,00	4,05	11,25	—	—
17.	Legg Mason Pieniężny FIO	1,50	3,92	11,73	22,67	49,47
18.	PKO/Credit Suisse Skarbowy FIO	1,00	3,35	10,44	20,04	48,63
19.	Allianz FIO Subfundusz Allianz Pieniężny	—	4,37	—	—	—
20.	AIG FIO Pieniężny	—	4,20	—	—	—
21.	AIG SFIO Parasol Podatkowy AIG Subfundusz Pieniężny	—	4,09	—	—	—
22.	KBC Portfel VIP Subfundusz Pieniężny SFIO	—	4,08	—	—	—
23.	PKO/Credit Suisse Rynku Pieniężnego FIO	—	3,76	—	—	—
24.	PZU FIO Gotówkowy	—	3,75	—	—	—
25.	ING Parasol SFIO Subfundusz Gotówkowy Plus	—	3,28	—	—	—
26.	Lukas FIO Subfundusz Lukas Lokacyjny	—	2,53	—	—	—

Źródło: Rating funduszy inwestycyjnych Open Finance.

Fundusze rynku pieniężnego, zostały posortowane według wysokości rocznych stóp zwrotu. Ocenie poddano wyłącznie stopę zwrotu za okresy 1, 3, 5 i 7 lat. Poszczególne parametry, punktowano w skali od 1 do 5, w zależności od pozycji zajmowanej przez fundusz w danej kategorii. Wśród grupy funduszy rynku pieniężnego, Pioneer Pieniężny FIO zajmuje dobrą 7 lokatę.

Jednym z podstawowych kryteriów, oceny funduszy inwestycyjnych, jest stopa zwrotu. Osiągnięte w przeszłości wyniki inwestycyjne nie mogą być oczywiście traktowane jako prognoza przyszłych wyników, ale pozwalają ocenić jakiego rzędu korzyści, inwestor może oczekiwać. Fakt na przykład, że w danym momencie, fundusze obligacji, osiągną lepsze wyniki od funduszy akcji, oznacza, że w danym momencie, najprawdopodobniej panowała bessza na rynku akcji. Porównywanie natomiast stóp zwrotu funduszy tej samej kategorii pozwala ustalić, który z zarządzających potrafił lepiej dostosować swoją strategię inwestycyjną, w danym momencie na rynku. Analizując wyniki funduszy inwestycyjnych, należy obliczać stopy zwrotu w kilku okresach, kładąc nacisk oczywiście na okresy dłuższe. Innym aspektem oceny funduszy są koszty. Przy oszczędzaniu długoterminowym, istotne znaczenie nabiera stała opłata obciążająca aktywa funduszu, a początkowa prowizja manipulacyjna wraz z horyzontem czasowym inwestycji, traci na znaczeniu. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych, często organizują akcje promocyjne, w ramach których opłaty dystrybucyjne ulegają obniżeniu, lub nawet zniesieniu, dzięki temu można zaoszczędzić, dokonując w tym momencie zakupu jednostek uczestnictwa.

Przy ocenie funduszy inwestycyjnych, można również posłużyć się specjalistycznymi wskaźnikami wywodzącymi się z teorii portfelowej. Opierają się one na arbitralnych założeniach, i dlatego nie są publikowane przez same towarzystwa. Można się jednak z nimi zetknąć, we wszelkiego rodzaju rankingach funduszy, sporządzanych przez wyspecjalizowane agencje. Istotą wskaźników jest dążenie do powiązania wyników funduszy, minimalnych stopą zwrotu z poziomem ryzyka inwestycyjnego. Innymi słowy, dwa fundusze, mogą osiągnąć podobne wyniki, ale zanotowane w omawianym okresie wahania jednostki uczestnictwa,

wskazują, że są one zróżnicowane pod względem ryzyka inwestycyjnego. Jednym z najważniejszych, jest współczynnik beta – jako miara ryzyka rynkowego. Współczynnik ten informuje, z jaką siłą notowania jednostek uczestnictwa reagują na zmiany indeksu giełdowego. Wysoka wartość współczynnika, wskazuje na duże ryzyko inwestycyjne.

Analogicznie interpretuje się współczynnik determinacji R^2 , mierzący korelację (powiązanie) notowań funduszu inwestycyjnego i indeksu giełdowego. Jednym z najważniejszych pojęć w teorii portfelowej jest tzw. stopa wolna od ryzyka. Odpowiada ona realnej stopie, która nie jest obciążona żadnym ryzykiem. W praktyce można stosować np. rentowność obligacji skarbowych. Zakłada się, że każda inwestycja obciążona ryzykiem inwestycyjnym, przynosi zysk równy stopie zwrotu wolnej od ryzyka, powiększonej o premię za ryzyko. Na tej wielkości opiera się wskaźnik Treynor'a i Sharpe'a. Obydwa, obliczane są jako stosunek różnicy stopy zwrotu funduszu, i stopy zwrotu wolnej od ryzyka inwestycyjnego. Miarą ryzyka we wskaźniku Treynor'a, jest współczynnik beta funduszu inwestycyjnego, a we wskaźniku Sharpe'a odchylenie standardowe stopy zwrotu funduszu. Fundusze oceniane są tym wyżej, im wyższe są wartości tych wskaźników. Jednak analizy funduszy inwestycyjnych, zalecają ostrożne podchodzenie do wskaźników opartych na teorii portfelowej, ponieważ powinny one mieć raczej charakter uzupełniający, a nie decydujący o wyborze konkretnego funduszu inwestycyjnego.

5.8. Analiza techniczna funduszy Pioniera Pekao Inv. na podstawie wybranych wskaźników technicznych

W zakresie analizy instrumentów finansowych, teoria i praktyka inwestowania wypracowały kilka różnych podejść. Dwa najstarsze podejścia, które powstały przed narodzinami nowoczesnych finansów to:

- 1) **analiza fundamentalna** – dotyczy podstaw, na jakich opiera się akcja. Jest złożonym procesem obejmującym kilka etapów. Najczęściej wyróżnia się następujące etapy:
 - analiza makroekonomiczna,

- analiza sektorowa,
- analiza sytuacyjna spółki,
- analiza finansowa spółki,
- wycena akcji.

W analizie makroekonomicznej przeprowadza się ogólną ocenę atrakcyjności inwestowania na rynku akcji, która uzależniona jest od sytuacji społeczno-politycznej, od ogólnej sytuacji ekonomicznej oraz od polityki ekonomicznej państwa. Dotyczy to w szczególności polityki banku centralnego w zakresie kształtowania stopy procentowej, kursów walut, polityki podatkowej rządu, polityki budżetowej. Analiza makroekonomiczna jest odpowiedzią na pytanie o opłacalności inwestowania na rynku akcji.

Analiza sektorowa jest następnym etapem analizy fundamentalnej. Dokonuje się w niej oceny atrakcyjności inwestowania w spółki należące do danej gałęzi inwestowania. Przede wszystkim ocenia się przyszłą opłacalność inwestowania w danej gałęzi oraz ryzyko. W dalszych etapach przechodzi się do analizy konkretnych spółek z wybranych gałęzi. Przede wszystkim dokonuje się analizy sytuacyjnej spółki. Głównym celem tej analizy jest ocena spółki na tle całej gałęzi. Pod uwagę bierze się aspekty pozafinansowe, takie jak: jakość zarządzania, prowadzony marketing, jakość kadry, strategia spółki w przyszłości.

Kolejnym etapem analizy fundamentalnej jest analiza finansowa, którą najczęściej przeprowadza się za pomocą analizy wskaźnikowej. Wskaźniki, za pomocą których przeprowadza się tą analizę mierzą sytuację finansową spółki. Najczęściej stosuje się podział wskaźników na następujące grupy:

- wskaźniki płynności,
- wskaźniki aktywności,
- wskaźniki zadłużenia,
- wskaźniki zyskowności,
- wskaźniki wartości rynkowej.

Ostatnim etapem analizy fundamentalnej jest wycena akcji.

2) analiza techniczna – wywodzi się z założenia, że o ocenie akcji decyduje popyt i podaż, a inwestor może osiągnąć dochód pochodzący z różnicy cen akcji, dokonując często sprzedaży i kupna akcji. Analiza techniczna jest strategią krótkookresową, przy czym jej zwolennicy nie są zainteresowani tym, czy spółka, której akcje kupują jest dobra czy zła. Analiza ta generuje trzy typy sygnałów:

- sygnał wskazujący na konieczność kupna akcji,
- sygnał wskazujący na konieczność sprzedaży akcji,
- sygnał wskazujący na brak działania.

Istnieją dwie grupy narzędzi analizy technicznej. Pierwsza opiera się na analizie wykresów przeszłych cen akcji oraz wielkości obrotów. Tę grupę metod stosują tzw. czartyści, którzy uważają, że badania przeszłych cen akcji pozwalają na identyfikację pewnych wzorców (formacje techniczne) kształtowania się cen w przeszłości. Wzorce te mają tendencję do powtarzania się, a samo wykrycie formacji pozwala na identyfikację właściwego sygnału.

Drugą grupą narzędzi analizy technicznej są tzw. wskaźniki techniczne, do których zalicza się indeksy giełdowe oraz kilkadziesiąt specjalnie skonstruowanych wskaźników. Wartości wskaźników w mniejszym lub większym stopniu odzwierciedlają stan rynku, z czym jest związana możliwość wygenerowania odpowiedniego sygnału. Analiza techniczna jest strategią typowo spekulacyjną, zorientowaną na krótkoterminowe inwestowanie i na częste zawieranie transakcji kupna i sprzedaży akcji.

W badaniu tendencji zmian, w funduszach Pioneer Pekao, zastosowano analizę techniczną, wykorzystując w tym celu narzędzia tej analizy, jakimi są tzw. wskaźniki techniczne. Wartości tych wskaźników w większym, lub mniejszym stopniu odzwierciedlają stan rynku. Jednym ze wskaźników analizy technicznej jest stopa zwrotu, zwana również stopą zysku. Określa ona dochód przypadający na jednostkę zainwestowanego kapitału.

W wybranych funduszach inwestycyjnych Pioneer Pekao zostały obliczone jednookresowe stopy zwrotu za pomocą następującego wzoru:

$$r_t = \frac{c_t + d_t + (nav_{t+1} - nav_t)}{nav_t},$$

d_t – wypłaty dywidendy lub odsetek,

c_t – zyski kapitałowe,

$nav_{t+1} - nav_t$ – zmiany wartości aktywów netto przypadających na jeden udział (zmiany te są rezultatem zysków kapitałowych i wypłat dywidendy, które nie zostały rozdzielone między posiadaczy udziałów).

W Funduszach Pioneer Pekao Investment nie są wypłacane dywidendy oraz zyski kapitałowe, dochody osiągnięte w wyniku dokonanych inwestycji powiększają wartość aktywów funduszu, a tym samym zwiększają odpowiednio wartość jednostek uczestnictwa.

Następnie obliczono rynkowe stopy zwrotu z indeksu WIG (Warszawski Indeks Giełdowy) – tygodniowe

$$r_{m,t} = \frac{WIG_{t+1} - WIG_t}{WIG_t}.$$

Równanie pokazuje, w jaki sposób wyznacza się stopę zmiany na rynku akcji. W obliczeniach posługują się indeksem WIG, gdzie:

WIG_{t+1} – to wartość indeksu WIG na początku okresu $t + 1$,

WIG_t – wartość indeksu na początku okresu t .

Jednookresowa stopa zwrotu jest podstawową zmienną czasową, wykorzystywaną w analizie inwestycyjnej. Stopa zwrotu jest pojęciem ważnym, ponieważ mierzy tempo wzrostu lub spadku bogactwa inwestorów. Jednookresowa stopa zwrotu z inwestycji, oznaczana symbolem r , określa całkowity dochód, jaki inwestor otrzymałby w okresie inwestycyjnym. Opisuje to wzór:

$$r = \frac{(\text{wartość końcowa}) - (\text{wartość początkowa})}{(\text{wartość początkowa lub cena zakupu})}.$$

Dochód ten wyrażany jest w procentach początkowej wartości inwestycji.

W celu oszacowania oczekiwanej stopy zwrotu wykorzystano dane historyczne tzn. stopy zwrotu zrealizowane w przeszłości. Na tej podstawie szacuje się oczekiwaną stopę zwrotu według wzoru:

$$R = \frac{\sum_{t=1}^n R_t}{n},$$

R – stopa zwrotu w t -tym okresie,

n – liczba okresów, z których pochodzą dane.

Oczekiwana stopa zwrotu oznaczana jest jako średnia arytmetyczna stóp zwrotu osiągniętych w poprzednich n okresach.

Z punktu widzenia podejmowania decyzji inwestycyjnych, zrealizowana stopa zwrotu wyznaczana *ex post* ma mniejsze znaczenie. Inwestor jest zainteresowany przede wszystkim przyszłą stopą zwrotu akcji. Jest ona oczywiście nieznana, gdyż z przyszłością wiąże się niepewność. Do opisu niepewności stosuje się podejście wynikające z rachunku prawdopodobieństwa, gdzie rozważa się rozkład stopy zwrotu.

W badaniu wykorzystano również miary ryzyka takie jak:

- odchylenie standardowe stopy zwrotu określone wzorem:

$$S = V^{0,5} = \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^m (R_i - R)^2 \right)^{0,5},$$

R – oczekiwana stopa zwrotu.

Odchylenie standardowe, które zwykle wyrażane jest w procentach, wskazuje przeciętne odchylenie możliwych stóp zwrotu od oczekiwanej stopy zwrotu. przyjmuje ono wartości nieujemne. Przy tym, im wyższe jest odchylenie standardowe, tym większe jest ryzyko związane z danym instrumentem finansowym.

- wariancja stopy zwrotu. Jest ona określona wzorem:

$$V = \sum_{i=1}^m (R_i - R)^2,$$

V – wariancja stopy zwrotu,

R – oczekiwana stopa zwrotu.

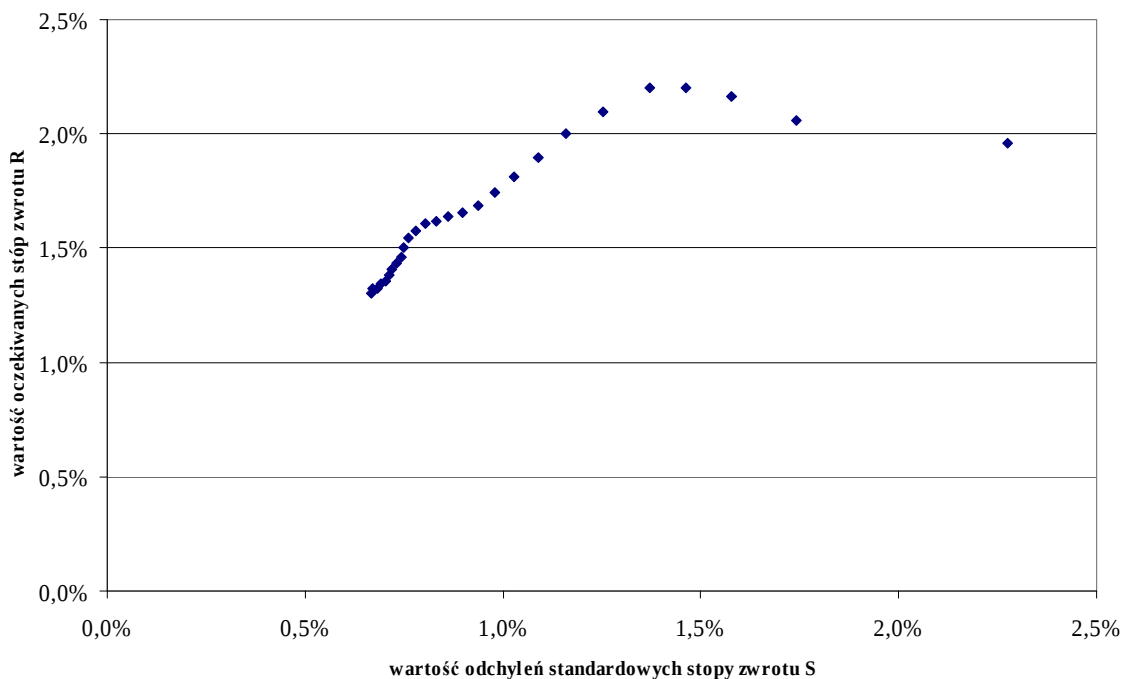
Wariancja zawsze przyjmuje wartości nieujemne. Ze wzoru wynika, że im większe są odchylenia możliwych stóp zwrotu od oczekiwanej stopy zwrotu, tym większa jest wariancja.

Oczekiwana stopa zwrotu i ryzyko, to dwie podstawowe charakterystyki każdego instrumentu finansowego. Naturalną zasadą, która powinien się kierować inwestor, jest zasada maksymalizacji dochodu i minimalizacji ryzyka. Mówi ona, o tym, że inwestor powinien kupować instrumenty finansowe o największej oczekiwanej stopie zwrotu i najmniejszym ryzyku.

Tabela 5.44. Fundusz Pioneer Pieniężny FIO (lata 2001-2008)

kwartał	Wartość jednostek uczestnictwa (zł)	Stopa zwrotu R_i (%)	Oczekiwana stopa zwrotu R (%)	Odchylenie standardowe (%)	Wariancja (%)	Współ. zmienności	Kurtoza
1	100,62	0,35	0,35				
2	100,97	3,58	1,96	2,27	0,052	1,75	0,52
3	104,58	2,25	2,06	1,74	0,030	1,34	1,03
4	106,93	2,49	2,16	1,58	0,025	1,21	1,22
5	109,59	2,35	2,20	1,46	0,021	1,12	1,38
6	112,16	2,21	2,20	1,37	0,019	1,05	1,52
7	114,64	1,47	2,10	1,25	0,016	0,96	1,87
8	116,32	1,32	2,00	1,16	0,013	0,89	2,22
9	117,85	1,06	1,90	1,09	0,012	0,84	2,55
10	119,10	1,05	1,81	1,03	0,011	0,79	2,87
11	120,35	1,09	1,74	0,98	0,010	0,75	3,19
12	121,66	1,07	1,69	0,94	0,009	0,72	3,50
13	122,96	1,24	1,65	0,90	0,008	0,69	3,84
14	124,48	1,41	1,64	0,86	0,007	0,66	4,17
15	126,24	1,39	1,62	0,83	0,007	0,64	4,51
16	127,99	1,44	1,61	0,80	0,006	0,62	4,84
17	129,83	1,06	1,58	0,78	0,006	0,60	5,12
18	131,21	0,95	1,54	0,76	0,006	0,59	5,33
19	132,46	0,82	1,50	0,75	0,006	0,58	5,41
20	133,55	0,64	1,46	0,74	0,006	0,57	5,30
21	134,41	0,87	1,43	0,73	0,005	0,56	5,41
22	135,58	0,87	1,41	0,72	0,005	0,55	5,50
23	136,76	0,80	1,38	0,71	0,005	0,55	5,53
24	137,85	0,77	1,36	0,70	0,005	0,54	5,52
25	138,91	1,07	1,34	0,69	0,005	0,53	5,72
26	140,40	0,86	1,33	0,68	0,005	0,53	5,78
27	141,61	1,23	1,32	0,67	0,004	0,52	6,01
28	143,35	0,74	1,30	0,67	0,004	0,51	5,95

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.



Wykres 5.33. Graficzna analiza ryzyko-dochód Fundusz Pioneer Pieniężny FIO (opracowanie własne przy pomocy programu Excel)

Interpretując uzyskane wyniki można stwierdzić że:

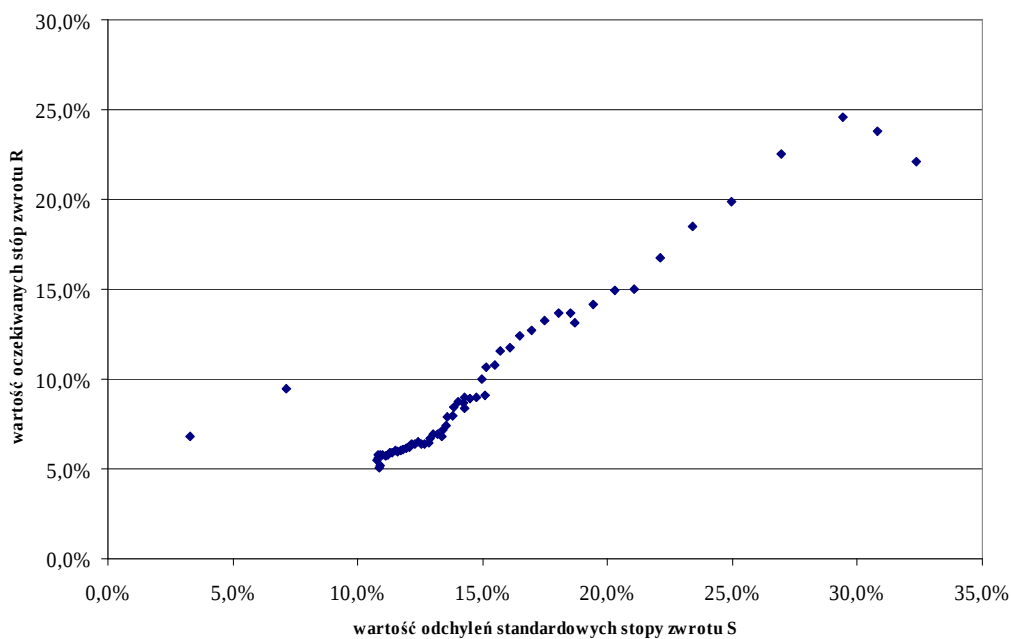
- przeciętna oczekiwana stopa zwrotu Funduszu Pioneer Pieniężnego w latach 2001-2008 wynosiła 1,30%,
- zróżnicowanie oczekiwanej stopy zwrotu wynosiło przeciętnie 0,67%, co stanowiło 51% ich średniej oczekiwanej stopy i było to zróżnicowanie dosyć znaczne,
- rozkład oczekiwanych stóp zwrotu wykazywał silną asymetrię prawostronną, co oznacza, że wśród stóp zwrotu przeważały wartości niższe od 1,30%, a potwierdzeniem tego faktu jest wykres 5.33,
- wartości oczekiwanych stóp zwrotu wykazywały dużą koncentrację wartości cechy wokół średniej (rozkład wysmukły), co oznacza, że rozproszenie oczekiwanych stóp zwrotu przekraczało wartość $\pm 5,94$ odchylen standardowych.

Tabela 5.45. Fundusz Pioneer Zrównoważony FIO (lata 1992-2008)

kwartał	Wartość jednostek uczestnictwa (zł)	Stopa zwrotu R_i (%)	Oczekiwana stopa zwrotu R (%)	Odchylenie standardowe (%)	Wariancja (%)	Współ. zmienności	Kurtoza
1	2	3	4	5	6	7	8
1	10,00	5,30	5,30				
2	10,53	8,36	6,83	3,27	0,11	0,64	0,50
3	11,41	14,64	9,43	7,13	0,51	1,40	1,08
4	13,08	60,24	22,13	32,37	10,48	6,36	2,11
5	20,96	30,58	23,82	30,80	9,48	6,05	2,15
6	27,37	28,24	24,56	29,43	8,66	5,78	2,22
7	35,10	10,14	22,50	26,94	7,26	5,29	2,70
8	38,66	1,45	19,87	24,98	6,24	4,91	3,20
9	39,22	7,70	18,52	23,39	5,47	4,59	3,70
10	42,24	0,64	16,73	22,10	4,88	4,34	4,18
11	42,51	-1,98	15,03	21,08	4,44	4,14	4,59
12	41,67	13,99	14,94	20,28	4,11	3,98	4,92
13	47,50	4,72	14,16	19,42	3,77	3,81	5,40
14	49,74	-0,02	13,14	18,71	3,50	3,68	5,82
15	49,73	21,11	13,67	18,53	3,43	3,64	5,68
16	60,23	13,65	13,67	18,04	3,25	3,54	5,94
17	68,45	6,97	13,28	17,47	3,05	3,43	6,35
18	73,22	2,75	12,69	16,96	2,88	3,33	6,75
19	75,23	7,56	12,42	16,49	2,72	3,24	7,15
20	80,92	-0,89	11,76	16,11	2,60	3,16	7,46
21	80,20	7,39	11,55	15,71	2,47	3,09	7,86
22	86,13	-5,10	10,79	15,49	2,40	3,04	7,94
23	81,74	8,18	10,68	15,15	2,30	2,98	8,31
24	88,43	-5,71	10,00	14,99	2,25	2,94	8,32
25	83,38	-11,92	9,12	15,08	2,27	2,96	7,87
26	73,44	5,22	8,97	14,77	2,18	2,90	8,21
27	77,27	6,99	8,90	14,49	2,10	2,85	8,54
28	82,67	11,46	8,99	14,27	2,04	2,80	8,75
29	92,14	-9,09	8,36	14,27	2,04	2,80	8,49
30	83,76	18,17	8,69	14,23	2,03	2,80	8,32
31	98,98	10,31	8,74	14,02	1,97	2,75	8,54
32	109,18	-1,72	8,42	13,85	1,92	2,72	8,70
33	107,3	-6,85	7,95	13,79	1,90	2,71	8,59
34	99,95	5,15	7,87	13,58	1,85	2,67	8,86
35	105,1	-7,59	7,43	13,56	1,84	2,66	8,70
36	97,12	-1,88	7,17	13,41	1,80	2,64	8,82
37	95,29	-5,64	6,82	13,35	1,78	2,62	8,77
38	89,92	11,15	6,94	13,20	1,74	2,59	8,92
39	99,95	6,16	6,92	13,03	1,70	2,56	9,16
40	106,11	-1,68	6,70	12,91	1,67	2,54	9,28

1	2	3	4	5	6	7	8
41	104,33	-4,73	6,43	12,84	1,65	2,52	9,26
42	99,4	5,54	6,40	12,68	1,61	2,49	9,49
43	104,91	5,52	6,38	12,53	1,57	2,46	9,73
44	110,7	11,96	6,51	12,43	1,54	2,44	9,83
45	123,94	1,52	6,40	12,30	1,51	2,42	10,02
46	125,82	5,91	6,39	12,16	1,48	2,39	10,25
47	133,25	-1,13	6,23	12,06	1,45	2,37	10,37
48	131,75	1,75	6,14	11,94	1,43	2,35	10,56
49	134,06	4,96	6,11	11,82	1,40	2,32	10,79
50	140,71	2,20	6,03	11,70	1,37	2,30	10,99
51	143,81	2,43	5,96	11,59	1,34	2,28	11,20
52	147,3	8,36	6,01	11,49	1,32	2,26	11,39
53	159,62	1,82	5,93	11,39	1,30	2,24	11,58
54	162,53	3,62	5,89	11,28	1,27	2,22	11,80
55	168,41	-0,43	5,77	11,20	1,25	2,20	11,92
56	167,69	3,57	5,73	11,10	1,23	2,18	12,14
57	173,68	7,99	5,77	11,01	1,21	2,16	12,33
58	187,56	6,29	5,78	10,91	1,19	2,14	12,55
59	199,36	7,30	5,81	10,82	1,17	2,13	12,76
60	213,92	-5,27	5,62	10,81	1,17	2,12	12,59
61	202,65	-4,39	5,46	10,79	1,16	2,12	12,49
62	193,76	-10,90	5,19	10,90	1,19	2,14	11,90
63	172,64	-1,38	5,09	10,84	1,18	2,13	11,96

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.



Wykres 5.34. Graficzna analiza ryzyko-dochód Fundusz Pioneer Zrównoważony FIO (opracowanie własne przy pomocy programu Excel)

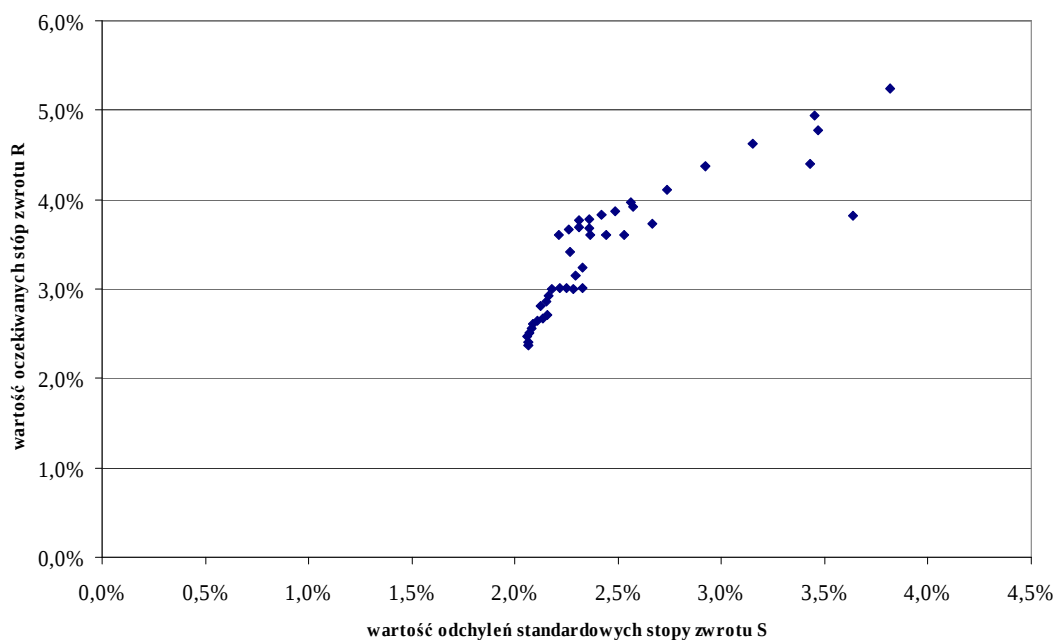
Interpretując uzyskane wyniki można stwierdzić, że:

- przeciętna oczekiwana stopa zwrotu w latach 1992-2008 wynosiła 5,09%,
- zróżnicowanie oczekiwanej stopy zwrotu wynosiło 10,84% i było to zróżnicowanie bardzo znaczne,
- rozkład oczekiwanych stóp zwrotu wykazywał silną asymetrię prawostronną, co oznacza, że wśród stóp zwrotu przeważały wartości niższe od 5,09%, a potwierdzeniem tego faktu jest wykres 5.34,
- wartości oczekiwanych stóp zwrotu wykazywały dużą koncentrację wartości cechy wokół średniej (rozkład wysmukły), co oznacza, że rozproszenie oczekiwanych stóp zwrotu przekraczało wartość 11,96 odchyłeń standardowych.

Tabela 5.46. Fundusz Pioneer Obligacji FIO (lata 1997-2008)

kwartał	Wartość jedn. uczestnictwa (zł)	Stopa zwrotu R_i (%)	Oczekiwana stopa zwrotu R (%)	Odchylenie standardowe (%)	Wariancja (%)	Współ. zmienności	Kurtoza
1	100,00	1,63	1,63				
2	101,63	6,00	3,82	3,64	0,132	1,54	0,50
3	107,73	5,57	4,40	3,43	0,117	1,45	0,68
4	113,73	5,92	4,78	3,47	0,120	1,47	0,76
5	120,46	7,08	5,24	3,82	0,146	1,61	0,88
6	128,99	3,44	4,94	3,45	0,119	1,46	1,10
7	133,43	2,78	4,63	3,15	0,099	1,33	1,35
8	137,14	2,59	4,38	2,92	0,085	1,23	1,61
9	140,69	2,03	4,12	2,73	0,075	1,16	1,86
10	143,54	0,33	3,74	2,67	0,071	1,13	1,88
11	144,01	2,27	3,60	2,53	0,064	1,07	2,11
12	147,28	3,65	3,61	2,44	0,060	1,03	2,24
13	152,65	3,52	3,60	2,36	0,056	1,00	2,36
14	158,03	4,66	3,68	2,36	0,056	1,00	2,28
15	165,40	3,95	3,69	2,31	0,053	0,98	2,32
16	171,94	7,29	3,92	2,57	0,066	1,09	2,27
17	184,48	4,75	3,97	2,56	0,065	1,08	2,21
18	193,24	2,20	3,87	2,48	0,062	1,05	2,36
19	197,49	3,19	3,83	2,42	0,059	1,02	2,47
20	203,79	2,87	3,79	2,36	0,056	1,00	2,61
21	209,63	3,46	3,77	2,31	0,053	0,98	2,69
22	216,88	1,54	3,67	2,26	0,051	0,96	2,80
23	220,22	2,08	3,60	2,21	0,049	0,94	2,93
24	224,81	-0,84	3,42	2,26	0,051	0,96	2,73
25	222,92	-1,12	3,23	2,33	0,054	0,98	2,54
26	220,42	1,14	3,15	2,29	0,053	0,97	2,60
27	222,93	-0,65	3,01	2,33	0,054	0,98	2,47
28	221,49	2,69	3,00	2,28	0,052	0,97	2,57
29	227,44	3,40	3,01	2,25	0,051	0,95	2,63
30	235,17	3,01	3,01	2,21	0,049	0,94	2,71
31	242,26	2,52	3,00	2,18	0,047	0,92	2,80
32	248,37	0,77	2,93	2,16	0,047	0,91	2,81
33	250,28	0,55	2,86	2,15	0,046	0,91	2,79
34	251,66	1,30	2,81	2,13	0,045	0,90	2,84
35	254,92	-0,63	2,71	2,16	0,047	0,91	2,71
36	253,32	1,31	2,67	2,13	0,046	0,90	2,75
37	256,63	1,85	2,65	2,11	0,044	0,89	2,83
38	261,39	1,03	2,61	2,09	0,044	0,88	2,85
39	264,09	0,67	2,56	2,08	0,043	0,88	2,84
40	265,86	0,65	2,51	2,07	0,043	0,88	2,82
41	267,58	0,90	2,47	2,06	0,042	0,87	2,83
42	270,00	0,01	2,41	2,07	0,043	0,87	2,76
43	270,03	0,35	2,37	2,06	0,043	0,87	2,72

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.



Wykres 5.35. Graficzna analiza ryzyko-dochód Fundusz Pioneer Obligacji FIO
(opracowanie własne przy pomocy programu Excel)

Interpretując uzyskane wyniki, można stwierdzić, że:

- przeciętna oczekiwana stopa zwrotu Funduszu Pioneer Obligacji FIO w latach 199-2008 wynosiła 2,37,
- zróżnicowanie oczekiwanej stopy wynosiło przeciętnie 2,06%, co stanowiło 87% ich średniej oczekiwanej stopy zwrotu i było to zróżnicowanie znaczne,
- rozkład oczekiwanych stóp zwrotu wykazywał asymetrię prawostronną, co oznacza, że wśród stóp zwrotu przeważały wartości niższe od 2,37%, a potwierdzeniem tego faktu jest wykres 5.35,
- wartości oczekiwanych stóp zwrotu wykazywały małą koncentrację wartości cechy wokół średniej (rozkład spłaszczony) $k < 3$ ¹⁸⁹, $k = 2,44$, co oznacza, że rozproszenie oczekiwanych stóp zwrotu przekraczało wartość $\pm 2,44$ odchyłeń standardowych.

¹⁸⁹ Pełny opis struktury zbiorowości statystycznej, oprócz przeciętnego poziomu dyspersji i asymetrii obejmuje również koncentrację. Rozróżnia się dwa rodzaje koncentracji: koncentrację rozumianą jako nierównomierny podział ogólnej sumy wartości cechy pomiędzy poszczególne jednostki zbiorowości oraz koncentrację wartości cechy badanej zbiorowości wokół średniej (tzw. kurtozę). Miarą natężenia koncentracji (skupienia) poszczególnych wartości cechy wokół średniej arytmetycznej jest współczynnik koncentracji wyrażony wzorem:

$$k = \frac{\frac{1}{N} \sum (x_i - \bar{x})^4 n_i'}{S_x^4}$$

Współczynnik ten może przyjmować następujące wartości:

$k = 3$ – dla rozkładu normalnego,

$k < 3$ – dla rozkładu spłaszczonego (o małej koncentracji wartości wokół średniej),

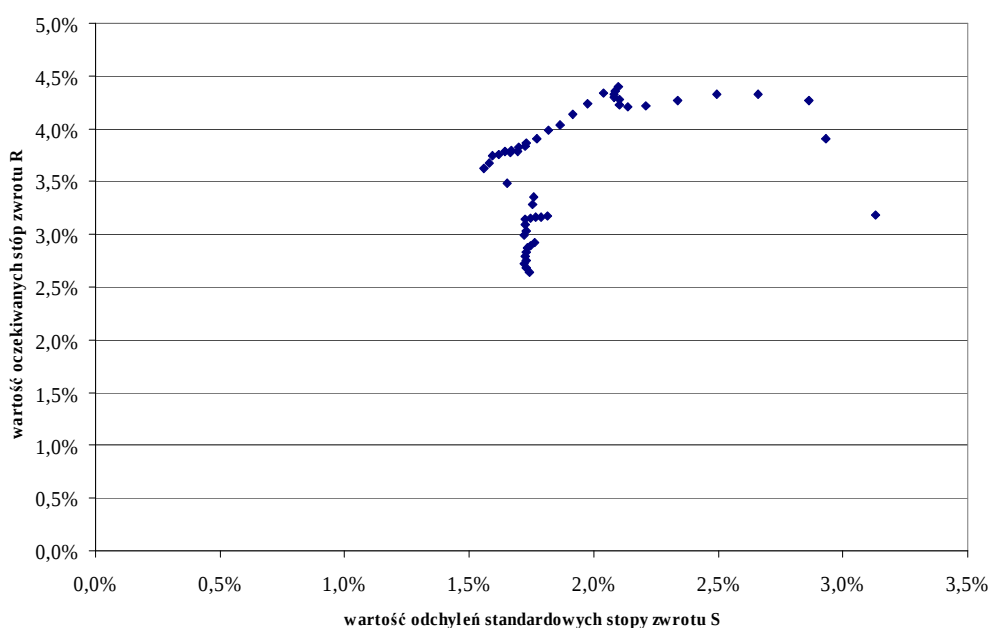
$k > 3$ – dla rozkładu wysmukłego (o dużej koncentracji wartości cechy wokół średniej).

Tabela 5.47. Fundusz Pioneer Obligacji Plus FIO (lata 1995-2008)

kwartał	Wartość jedn. uczestnictwa (zł)	Stopa zwrotu R_i (%)	Oczekiwana stopa zwrotu R (%)	Odchylenie standardowe (%)	Wariancja (%)	Współ. zmienności	Kurtoza
1	2	3	4	5	6	7	8
1	10,00	0,60	0,60				
2	10,06	5,77	3,18	3,13	0,098	1,19	0,50
3	10,64	5,36	3,91	2,93	0,086	1,11	0,68
4	11,21	5,35	4,27	2,86	0,082	1,09	0,76
5	11,81	4,57	4,33	2,66	0,071	1,01	0,87
6	12,35	4,29	4,32	2,49	0,062	0,95	0,98
7	12,88	3,96	4,27	2,34	0,055	0,89	1,10
8	13,39	3,81	4,21	2,21	0,049	0,84	1,21
9	13,90	4,17	4,21	2,14	0,046	0,81	1,26
10	14,48	4,42	4,23	2,10	0,044	0,80	1,27
11	15,12	4,76	4,28	2,10	0,044	0,80	1,24
12	15,84	4,48	4,30	2,08	0,043	0,79	1,24
13	16,55	4,71	4,33	2,08	0,043	0,79	1,22
14	17,33	4,79	4,36	2,09	0,044	0,79	1,20
15	18,16	4,90	4,40	2,10	0,044	0,80	1,19
16	19,05	3,46	4,34	2,04	0,042	0,77	1,25
17	19,71	2,59	4,24	1,97	0,039	0,75	1,34
18	20,22	2,47	4,14	1,92	0,037	0,73	1,43
19	20,72	2,17	4,03	1,87	0,035	0,71	1,50
20	21,17	2,98	3,98	1,82	0,033	0,69	1,59
21	21,80	2,43	3,91	1,77	0,031	0,67	1,67
22	22,33	2,91	3,86	1,73	0,030	0,66	1,75
23	22,98	2,18	3,79	1,69	0,029	0,64	1,83
24	23,48	3,36	3,77	1,66	0,028	0,63	1,89
25	24,27	5,40	3,84	1,72	0,030	0,65	1,84
26	25,58	3,64	3,83	1,70	0,029	0,64	1,87
27	26,51	2,98	3,80	1,67	0,028	0,63	1,94
28	27,30	3,44	3,78	1,64	0,027	0,62	1,98
29	28,24	3,05	3,76	1,62	0,026	0,61	2,05
30	29,10	3,33	3,74	1,59	0,025	0,60	2,10
31	30,07	1,50	3,67	1,58	0,025	0,60	2,11
32	30,52	2,10	3,62	1,56	0,024	0,59	2,16
33	31,16	-0,83	3,49	1,65	0,027	0,63	2,25
34	30,90	-1,20	3,35	1,76	0,031	0,67	2,37
35	30,53	1,08	3,29	1,75	0,031	0,66	2,35
36	30,86	-0,65	3,18	1,81	0,033	0,69	2,29
37	30,66	2,51	3,16	1,79	0,032	0,68	2,35
38	31,43	3,34	3,16	1,77	0,031	0,67	2,40
39	32,48	2,80	3,15	1,75	0,030	0,66	2,46
40	33,39	2,82	3,15	1,72	0,030	0,65	2,53
41	34,33	0,82	3,09	1,73	0,030	0,65	2,48

1	2	3	4	5	6	7	8
42	34,61	0,78	3,03	1,73	0,030	0,66	2,44
43	34,88	1,40	3,00	1,72	0,030	0,65	2,44
44	35,37	-0,42	2,92	1,76	0,031	0,67	2,37
45	35,22	1,73	2,89	1,75	0,031	0,66	2,40
46	35,83	1,81	2,87	1,73	0,030	0,66	2,43
47	36,48	1,04	2,83	1,73	0,030	0,66	2,41
48	36,86	1,09	2,79	1,73	0,030	0,65	2,39
49	37,26	0,81	2,75	1,73	0,030	0,66	2,36
50	37,56	1,41	2,73	1,72	0,030	0,65	2,36
51	38,09	0,45	2,68	1,73	0,030	0,66	2,31
52	38,26	0,39	2,64	1,74	0,030	0,66	2,26

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.



Wykres 5.36. Graficzna analiza ryzyko-dochód Fundusz Pioneer Obligacji Plus FIO (opracowanie własne przy pomocy programu Excel)

Interpretując uzyskane wyniki, można stwierdzić, że:

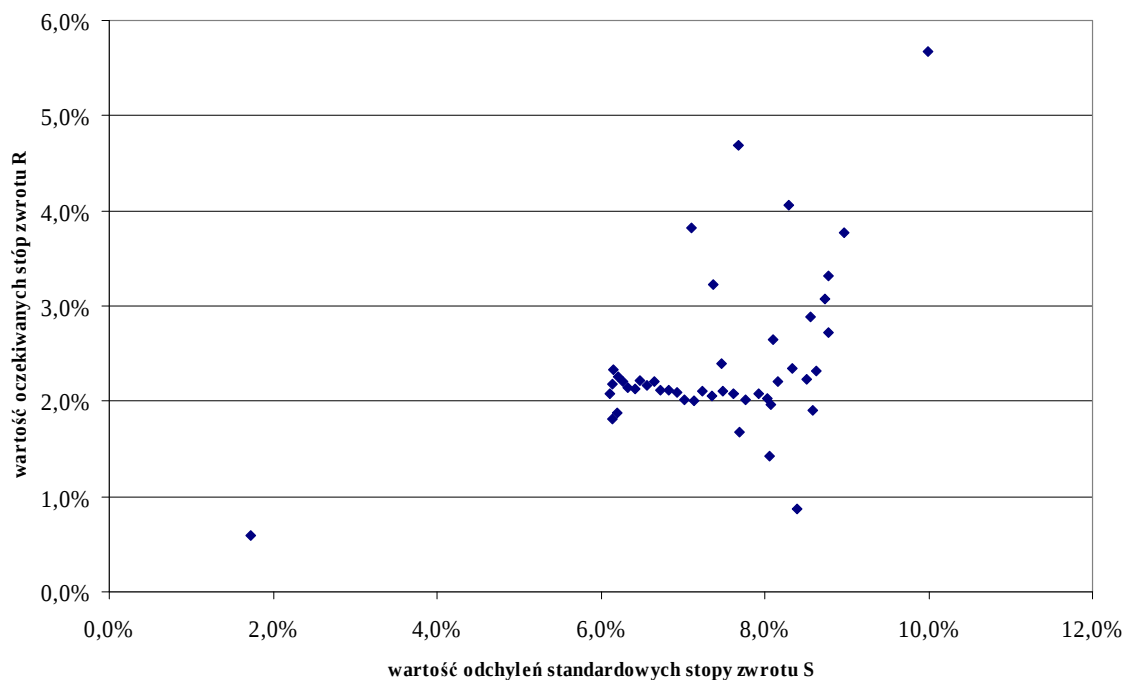
- przeciętna oczekiwana stopa zwrotu Funduszu Pioneer Obligacji Plus FIO w latach 1995-2008 wynosiła 2,64%,
- zróżnicowanie oczekiwanej stopy zwrotu wynosiło 1,74%, co stanowiło 66% ich średniej oczekiwanej stopy i było to zróżnicowanie dosyć znaczne,
- wartości oczekiwanych stóp zwrotu wykazywały małą koncentrację wartości cechy wokół średniej (rozkład spłaszczony), co oznacza, że rozproszenie oczekiwanych stóp zwrotu przekraczało wartość $\pm 2,26$ odchyłeń standardowych.

Tabela 5.48. Fundusz Pioneer Stabilnego Wzrostu FIO (lata 1996-2008)

kwartał	Wartość jedn. uczestnictwa (zł)	Stopa zwrotu R_i (%)	Oczekiwana stopa zwrotu R (%)	Odchylenie standardowe (%)	Wariancja (%)	Współ. zmienności	Kurtoza
1	2	3	4	5	6	7	8
1	100,00	1,11	1,11				
2	101,11	0,08	0,59	1,74	0,030	0,96	0,50
3	101,19	15,84	5,68	9,99	0,999	5,51	1,29
4	117,22	-0,80	4,06	8,30	0,689	4,57	2,04
5	116,28	7,24	4,69	7,68	0,590	4,23	2,28
6	124,70	-4,13	3,22	7,37	0,543	4,06	2,31
7	119,55	7,40	3,82	7,10	0,504	3,91	2,35
8	128,40	-7,62	2,39	7,48	0,559	4,12	1,99
9	118,62	-11,32	0,87	8,40	0,705	4,63	1,78
10	105,19	6,38	1,42	8,06	0,650	4,44	1,89
11	111,90	4,23	1,67	7,69	0,591	4,24	2,08
12	116,63	13,31	2,64	8,11	0,657	4,47	1,88
13	132,15	-5,31	2,03	8,03	0,645	4,42	1,85
14	125,13	16,57	3,07	8,73	0,763	4,81	1,81
15	145,86	13,49	3,76	8,97	0,805	4,95	1,71
16	165,53	-3,34	3,32	8,77	0,769	4,83	1,76
17	160,00	-6,94	2,72	8,77	0,769	4,83	1,72
18	148,90	5,70	2,88	8,56	0,733	4,72	1,79
19	157,38	-7,81	2,32	8,62	0,744	4,75	1,73
20	145,09	-6,09	1,90	8,59	0,737	4,73	1,70
21	136,26	8,95	2,23	8,52	0,726	4,70	1,70
22	148,46	4,78	2,35	8,34	0,695	4,60	1,77
23	155,55	-0,91	2,21	8,17	0,667	4,50	1,84
24	154,14	-3,58	1,97	8,07	0,651	4,45	1,86
25	148,62	4,85	2,08	7,92	0,628	4,37	1,92
26	155,83	0,43	2,02	7,77	0,603	4,28	2,00
27	156,50	3,59	2,08	7,62	0,581	4,20	2,07
28	162,12	2,89	2,11	7,48	0,560	4,12	2,15
29	166,81	0,44	2,05	7,35	0,541	4,05	2,23
30	167,54	3,81	2,11	7,24	0,524	3,99	2,30
31	173,93	-1,28	2,00	7,14	0,509	3,93	2,35
32	171,71	2,51	2,01	7,02	0,493	3,87	2,43
33	176,02	4,44	2,09	6,93	0,480	3,82	2,49
34	183,83	3,22	2,12	6,83	0,466	3,76	2,56
35	189,75	2,03	2,12	6,72	0,452	3,71	2,64
36	193,6	5,18	2,20	6,65	0,442	3,67	2,68
37	203,63	1,08	2,17	6,56	0,430	3,62	2,76
38	205,82	3,88	2,22	6,48	0,420	3,57	2,82
39	213,8	-1,18	2,13	6,41	0,411	3,53	2,87
40	211,27	2,64	2,14	6,33	0,401	3,49	2,95
41	216,84	4,86	2,21	6,27	0,393	3,46	2,99
42	227,37	4,39	2,26	6,21	0,385	3,42	3,04

1	2	3	4	5	6	7	8
43	237,36	5,07	2,33	6,15	0,378	3,39	3,08
44	249,39	-3,89	2,19	6,14	0,377	3,38	3,04
45	239,68	-2,64	2,08	6,11	0,373	3,37	3,05
46	233,35	-7,30	1,87	6,19	0,383	3,41	2,93
47	216,32	-0,94	1,81	6,14	0,377	3,38	2,97

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.



Wykres 5.37. Graficzna analiza ryzyko-dochód Fundusz Pioneer Stabilnego Wzrostu FIO (opracowanie własne przy pomocy programu Excel)

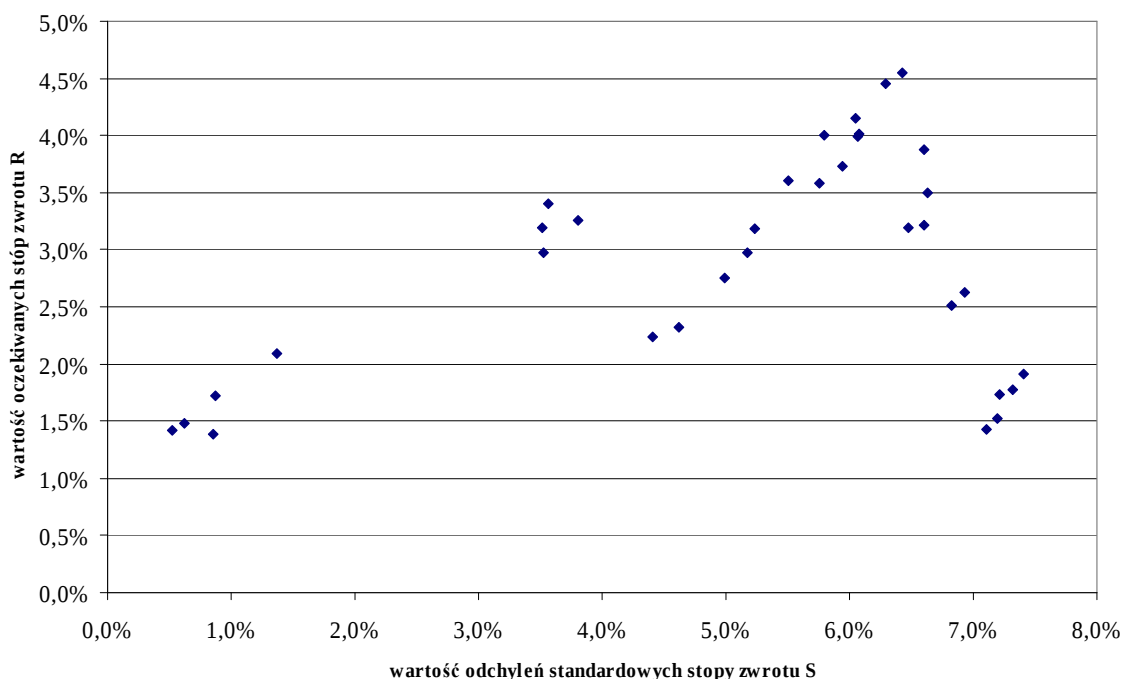
Interpretując uzyskane wyniki można stwierdzić, że:

- przeciętna oczekiwana stopa zwrotu Funduszu Pioneer Stabilnego Wzrostu FIO w latach 1996-2008 wynosiła 1,81%,
- zróżnicowanie oczekiwanej stopy zwrotu wynosiło przeciętnie 6,14%, co stanowiło 3,98 ich średniej oczekiwanej stopy zwrotu i było to zróżnicowanie bardzo duże,
- wartości oczekiwanych stóp zwrotu wykazywały małą koncentrację wartości cechy wokół średniej (rozkład spłaszczony), co oznacza, że rozproszenie oczekiwanych stóp zwrotu przekraczało wartość 2,97 odchyłeń standardowych.

Tabela 5.49. Fundusz Pioneer Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego FIO
(lata 2005-2008)

m-c	Wartość jedn. uczestnictwa	Wartość jedn. uczestnictwa (zł)	Stopa zwrotu R_i (%)	Oczekiwana stopa zwrotu R (%)	Odchylenie standardowe (%)	Wariancja	Kurtoza
1	10,02	0,50	0,50				
2	10,07	2,28	1,39	0,85	0,007	0,60	0,50
3	10,30	1,65	1,48	0,62	0,004	0,44	1,18
4	10,47	1,24	1,42	0,52	0,003	0,36	1,82
5	10,60	2,92	1,72	0,87	0,008	0,61	1,90
6	10,91	3,94	2,09	1,37	0,019	0,96	2,16
7	11,34	10,23	3,25	3,80	0,145	2,66	4,13
8	12,50	1,04	2,98	3,52	0,124	2,46	4,90
9	12,63	4,91	3,19	3,52	0,124	2,46	4,49
10	13,25	5,36	3,41	3,57	0,127	2,49	3,97
11	13,96	-8,52	2,32	4,62	0,214	3,23	3,24
12	12,77	1,25	2,23	4,41	0,194	3,08	3,59
13	12,93	11,83	2,97	5,18	0,268	3,62	2,99
14	14,46	-0,07	2,76	4,99	0,249	3,49	3,21
15	14,45	9,13	3,18	5,23	0,274	3,66	2,80
16	15,77	9,89	3,60	5,51	0,303	3,85	2,49
17	17,33	10,50	4,01	5,79	0,336	4,05	2,26
18	19,15	-3,60	3,58	5,75	0,331	4,02	2,23
19	18,46	11,43	4,00	6,07	0,368	4,24	2,10
20	20,57	-1,31	3,73	5,94	0,353	4,15	2,17
21	20,30	9,66	4,01	6,07	0,369	4,25	2,05
22	22,26	7,01	4,15	6,05	0,366	4,23	2,02
23	23,82	13,31	4,55	6,43	0,414	4,50	2,02
24	26,99	2,41	4,46	6,29	0,396	4,40	2,11
25	27,64	-10,20	3,87	6,60	0,436	4,62	2,06
26	24,82	-5,92	3,49	6,63	0,440	4,64	2,00
27	23,35	-4,20	3,21	6,60	0,435	4,61	1,99
28	22,37	2,64	3,19	6,48	0,420	4,53	2,06
29	22,96	-13,07	2,63	6,93	0,480	4,84	2,19
30	19,96	-1,05	2,51	6,82	0,465	4,77	2,25
31	19,75	-15,80	1,92	7,41	0,549	5,18	2,51
32	16,63	-2,47	1,78	7,32	0,536	5,12	2,55
33	16,22	0,25	1,73	7,21	0,520	5,04	2,63
34	16,26	-5,29	1,53	7,19	0,518	5,03	2,59
35	15,40	-1,82	1,43	7,11	0,506	4,97	2,64

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.



Wykres 5.38. Graficzna analiza ryzyko-dochód Fundusz Pioneer Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego FIO (opracowanie własne przy pomocy programu Excel)

Interpretując uzyskane wyniki można stwierdzić, że:

- przeciętna oczekiwana stopa zwrotu Pioneer Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego FIO w latach 2005-2008 wynosiła -1,82%,
- najwyższa stopa zwrotu wynosiła 11,83 w styczniu 2006 roku – w tym okresie na Giełdzie panowała hossa. Natomiast największe spadki stóp zwrotu, miały miejsce w drugiej połowie 2007 roku, w reakcji na wydarzenia w Stanach Zjednoczonych, z których nadchodziły coraz gorsze informacje o rynku kredytów hipotecznych oraz stanie gospodarki, co spowodowało dużą zmienność oraz znaczny spadek kursów na światowych giełdach,
- zróżnicowanie oczekiwanej stopy zwrotu wynosiło przeciętnie 7,11%, co stanowiło 46,17% ich średniej wartości jednostek uczestnictwa i było to zróżnicowanie dosyć znaczne,
- wartości oczekiwanych stóp zwrotu, wykazywały małą koncentrację wartości cechy wokół średniej (rozkład spłaszczony), co oznacza, że rozproszenie oczekiwanych stóp zwrotu nie przekraczało wartości ± 3 odchyień standardowych (wynosiło 2,64 odchylenia standardowego).

Tabela 5.50. Zestawienie podstawowych mierników struktury funduszy Pioneer Pekao Investments

Rodzaj miernika	j.m.	Fundusz					
		Obligacji Plus FIO	Pieniężny FIO	Zrównoważony FIO	Obligacji FIO	Stabilnego Wzrostu FIO	Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego FIO
$\bar{X}$	zł	25,31	125,01	99,19	199,88	163,55	16,83
R	%	2,64	1,30	5,09	2,37	1,81	1,43
$S(R) / S(R_i)$	%	1,74	0,67	10,84	2,06	6,14	7,11
$Wariancja R / R_i$	%	0,030	0,004	1,18	0,043	0,377	0,506
$V(R) / V(R_i)$	%	0,66	0,51	2,13	8,73	3,38	49,70
$Kurtoza$	%	2,26	5,95	11,96	2,72	2,97	2,64

$\bar{x}$ – średnia wartość jednostki uczestnictwa

R – oczekiwana stopa zwrotu

$S(R_i)$ – odchylenie standardowe oczekiwanej stopy zwrotu

$V(R_i)$ – współczynnik zmienności

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.

Największe oczekiwane stopy zwrotu osiągnął fundusz Pioneer Zrównoważony FIO, a także wykazał najwyższy stopień zróżnicowania z punktu widzenia oczekiwanych stóp zwrotu, gdyż odchylenie standardowe wynosi 10,84%, jak również osiągnął spośród wybranych funduszy, które poddano analizie najwyższą kurtozę, która świadczy o dużej koncentracji wartości cechy wokół średniej. Można stwierdzić, że fundusz ten – jest funduszem mało przewidywalnym. Najniższą oczekiwaną stopę zwrotu (1,30) oraz najmniejsze odchylenie standardowe (0,67) osiągnął Fundusz Pieniężny Pioneer FIO, który okazał się najbezpieczniejszym, spośród analizowanych funduszy Pioneer Pekao Investments, z uwagi na małe odchylenie standardowe. Fundusze rynku pieniężnego, oferują stabilny wzrost z nieco niższym dochodem, ale przy zminimalizowanym ryzyku. Można je zaliczyć do najbezpieczniejszych, ponieważ przedmiotem ich inwestycji są papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, NBP, duże przedsiębiorstwa, międzynarodowe instytucje finansowe, których Polska jest członkiem, a więc podmioty o wysokiej wiarygodności kredytowej. Inwestują przede wszystkim w krótkoterminowe

instrumenty rynku pieniężnego, czyli bony skarbowe, certyfikaty depozytowe, bony komercyjne, a także w waluty i lokaty międzybankowe (lokaty do jednego roku).

Im większe zyski, tym inwestorzy muszą się nastawić, że zmiany stóp zwrotu będą większe, czyli będą wzrosty, a odchylenia również będą duże. Im większe zróżnicowanie relatywnie przy dużych ich średnich wartościach, oznacza to, że inwestorzy muszą się nastawić na relatywnie dużą zmienność stóp zwrotu. W przypadku relatywnie mniejszych stóp zwrotu, ich zmienność określona przez odchylenie standardowe jest mniejsza, a inwestycje są bardziej stabilne z perspektywy stóp zwrotu.

5.9. Prognozy dla wybranych funduszy Pioniera Pekao Inv. – badanie metodą ekstrapolacji

Termin „prognoza” wywodzi się od greckiego *prognosis* i oznacza przewidywanie na podstawie określonych danych. W greckim źródłosłowie pojęcie „prognoza” można wyróżnić dwa człony: przedrostek *pro* oraz *gnosis*. Przedrostek wskazuje na wstępną, przygotowaną fazę, a określenie *gnosis*, oznacza wiedzę o czymś, co jeszcze nie nastąpiło. Prognozę, należy zatem odróżnić od wróżby, przypuszczenia, wizji, przepowiedni itp. Prognozy dotyczące zjawisk ekonomiczno-społecznych, są zwykle budowane przy wykorzystaniu opinii ekspertów lub modeli, które według określonego kryterium – opisują analizowane zagadnienie. Model, jest jednak bardziej lub mniej wiernym odzwierciedleniem badanej rzeczywistości. Istnieje bardzo wiele definicji prognozy. Jest to uwarunkowane różnorodnością sytuacji prognostycznych, celów i metod badań. Wg M. Cieślak¹⁹⁰, prognoza to sąd charakteryzujący się następującymi właściwościami:

- jest sformułowany z wykorzystaniem dorobku nauki,
- odnosi się do przyszłości,
- jest weryfikowany empirycznie,
- jest niepewny, lecz akceptowany.

¹⁹⁰ M. Cieślak, *Prognozowanie gospodarcze*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 20.

Przewidywanie przyszłości może być nieracjonalne lub racjonalne. O nieracjonalności przewidywania mówi się wówczas, gdy w procesie wnioskowania korzystamy z różnego rodzaju prorocत्व czy wróżb, które niekoniecznie mogą być fałszywe.

Natomiast przewidywania racjonalne, są wnioskowaniem w przyszłość, opartym na logicznym procesie przebiegającym od przeszłości, do zbioru faktów należących do przyszłości i ich konkluzji. Do tej kategorii przewidywań należą np. góralskie prognozy pogody. Samo prognozowanie oparte jest na racjonalnym, wykorzystującym metody naukowe przewidywaniu przyszłości. Jest cennym narzędziem, w działalności przedmiotów gospodarczych. W dobie współczesnej, prognozowanie jest integralną częścią procesu zarządzania, a wiedza prognostyczna staje się coraz bardziej doceniana na rynku pracy. Prognozowanie zmniejsza niepewność i przyczynia się do wzrostu trafności podejmowanych decyzji, a tym samym, do eliminacji strat w różnych sferach działalności podmiotów gospodarczych.

Prognozy spełniają również ważną rolę informacyjną i ostrzegawczą. Z tego też względu, wykorzystywane są do przewidywania zjawisk makroekonomicznych i makrootoczenia każdej organizacji. Prognozy makroekonomiczne badane są przez specjalistyczne organizacje i instytuty. Dotyczą takich zmiennych jak: stopa inflacji, stopa procentowa, popyt itp. Natomiast prognozy mikroekonomiczne, budowane są w samych przedsiębiorstwach lub przez instytucje zewnętrzne, zajmujące się analizami rynku. Przedmiotem prognoz mikroekonomicznych są: popyt, ceny, podaż itp. Realizacja funkcji prognozowania jest zróżnicowana branżowo. Najczęściej prognozy są budowane w branży motoryzacyjnej, energetycznej oraz farmaceutycznej. Popularność wykorzystania prognoz przez przedsiębiorstwa różnych branż, wynika przede wszystkim z chęci zdobycia dodatkowych informacji niezbędnych przy podejmowaniu decyzji.

Znaczenie prognozowania w osiągnięciu celów, wynika z niepewności przyszłości, jak też upływu czasu, między podjęciem określonej decyzji a jej realizacją. Zasadniczym celem prognozowania, jest wspomaganie procesów decyzyjnych. W związku z tym wyróżnia się trzy podstawowe funkcje prognoz:

- 1) **preparacyjna**, która polega na tym, że jest ona działaniem, które przygotowuje inne działania podejmowane przez decydenta. Za jakość prognozy odpowiada

prognosta, a decydent musi mieć umiejętność jej oceny, gdyż skutki jego decyzji ujawnia się w przyszłości,

- 2) **aktywizujące** – polega na pobudzaniu do podejmowania działań, sprzyjających realizacji prognozy zapowiadającej korzystne zdarzenia,
- 3) **informacyjna** – związana jest z oswajaniem społeczeństwa z nadchodzącymi zmianami i zmniejszaniem lęku przed przyszłością.

Oprócz wymienionych trzech podstawowych, wyróżnia się również funkcje pomocnicze prognoz, a mianowicie:

- funkcję argumentacyjną,
- funkcję doradczą,
- funkcję mediacyjną.

Szeroka tematyka oraz formy sporządzanych prognoz, zostały usystematyzowane (klasyfikacja). Przy klasyfikacji prognoz wykorzystywane są różne kryteria.

Najczęstszą przesłanką klasyfikacji prognoz jest horyzont czasowy. Ze względu na to kryterium wyróżnia się prognozy:

- prognozy krótkookresowe – nie przekraczają jednego roku,
- prognozy średniookresowe – obejmują okres do 2 lat,
- prognozy długoterminowe – obejmują okres ponad 2 lat.

Ze względu na charakter czy strukturę dzieli się na:

- prognozy proste – dotyczą pojedynczych zmiennych ekonomicznych o jednorodnym charakterze,
- prognozy złożone – dotyczą zjawisk wieloaspektowych, do opisu których używa się zbioru zmiennych.

Ze względu na charakter lub strukturę, dzieli się je również na ilościowe oraz jakościowe.

W prognozach ilościowych, zmienne prognozowane wyrażone są liczbą. Prognozy ilościowe, mogą być też punktowe lub przedziałowe. Z kolei prognozy jakościowe, dotyczą zmiennej mierzalnej lub jej słownym opisem stanu zmiennej ilościowej. Prognozy dzieli się również na kompleksowe i sekwencyjne oraz samosprawdzające się oraz destruktywne.

Tabela 5.51. Fundusz Pioneer Obligacji FIO

	y	t	t ²	t ² -ntsr ²	Y	(y-Y) ²	t'	yt'	t' ²	(y-ysr.) ²
	100,00	1	1	-22 274	202,0	10404	-43	-4300	1849	9 976,92
	101,63	2	4	-22 271	204,1	10500,1009	-41	-4166,83	1681	9 653,96
	107,73	3	9	-22 266	206,2	9696,3409	-39	-4201,47	1521	8 492,46
	113,73	4	16	-22 259	208,3	8943,4849	-37	-4208,01	1369	7 422,61
	120,46	5	25	-22 250	210,4	8089,2036	-35	-4216,1	1225	6 308,26
	128,99	6	36	-22 239	212,5	6973,9201	-33	-4256,67	1089	5 026,04
	133,43	7	49	-22 226	214,6	6588,5689	-31	-4136,33	961	4 416,21
	137,14	8	64	-22 211	216,7	6329,7936	-29	-3977,06	841	3 936,88
	140,69	9	81	-22 194	218,8	6101,1721	-27	-3798,63	729	3 503,99
	143,54	10	100	-22 175	220,9	5984,5696	-25	-3588,5	625	3 174,71
	144,01	11	121	-22 154	223,0	6239,4201	-23	-3312,23	529	3 121,96
	147,28	12	144	-22 131	225,1	6055,9524	-21	-3092,88	441	2 767,24
	152,65	13	169	-22 106	227,2	5557,7025	-19	-2900,35	361	2 231,10
	158,03	14	196	-22 079	229,3	5079,4129	-17	-2686,51	289	1 751,80
	165,40	15	225	-22 050	231,4	4356	-15	-2481	225	1 189,18
	171,94	16	256	-22 019	233,5	3789,6336	-13	-2235,22	169	780,90
	184,48	17	289	-21 986	235,6	2613,2544	-11	-2029,28	121	237,30
	193,24	18	324	-21 951	237,7	1976,6916	-9	-1739,16	81	44,15
	197,49	19	361	-21 914	239,8	1790,1361	-7	-1382,43	49	5,73
	203,79	20	400	-21 875	241,9	1452,3721	-5	-1018,95	25	15,25
	209,63	21	441	-21 834	244,0	1181,2969	-3	-628,89	9	94,97
	216,88	22	484	-21 791	246,1	853,8084	-1	-216,88	1	288,85
	220,22	23	529	-21 746	248,2	782,8804	1	220,22	1	413,53
	224,81	24	576	-21 699	250,3	649,7401	3	674,43	9	621,28
	222,92	25	625	-21 650	252,4	869,0704	5	1114,6	25	530,63
	220,42	26	676	-21 599	254,5	1161,4464	7	1542,94	49	421,70
	222,93	27	729	-21 546	256,6	1133,6689	9	2006,37	81	531,09
	221,49	28	784	-21 491	258,7	1384,5841	11	2436,39	121	466,80
	227,44	29	841	-21 434	260,8	1112,8896	13	2956,72	169	759,30
	235,17	30	900	-21 375	262,9	768,9529	15	3527,55	225	1 245,06
	242,26	31	961	-21 314	265,0	517,1076	17	4118,42	289	1 795,68
	248,37	32	1 024	-21 251	267,1	350,8129	19	4719,03	361	2 350,84
	250,28	33	1 089	-21 186	269,2	357,9664	21	5255,88	441	2 539,70
	251,66	34	1 156	-21 119	271,3	385,7296	23	5788,18	529	2 680,70
	254,92	35	1 225	-21 050	273,4	341,5104	25	6373	625	3 028,90
	253,32	36	1 296	-20 979	275,5	491,9524	27	6839,64	729	2 855,35
	256,63	37	1 369	-20 906	277,6	439,7409	29	7442,27	841	3 220,05
	261,39	38	1 444	-20 831	279,7	335,2561	31	8103,09	961	3 782,92
	264,09	39	1 521	-20 754	281,8	313,6441	33	8714,97	1089	4 122,34
	265,86	40	1 600	-20 675	283,9	325,4416	35	9305,1	1225	4 352,76
	267,58	41	1 681	-20 594	286,0	339,2964	37	9900,46	1369	4 582,67
	270,00	42	1 764	-20 511	288,1	327,61	39	10530	1521	4 916,18
	270,03	43	1 849	-20 426	290,2	406,8289	41	11071,23	1681	4 920,38
	270,97	44	1 936	-20 339	292,3	454,9689	43	11651,71	1849	5 053,14
Σ	8 794,92	990	29 370	-950 730	10 874,6	133 807,93	0	59 718,82	28 380	129 631,49

$$y_{\text{sr.}} = 199,8845 \quad t_{\text{sr.}} = 22,5 \quad S(z_t) = 56,44$$

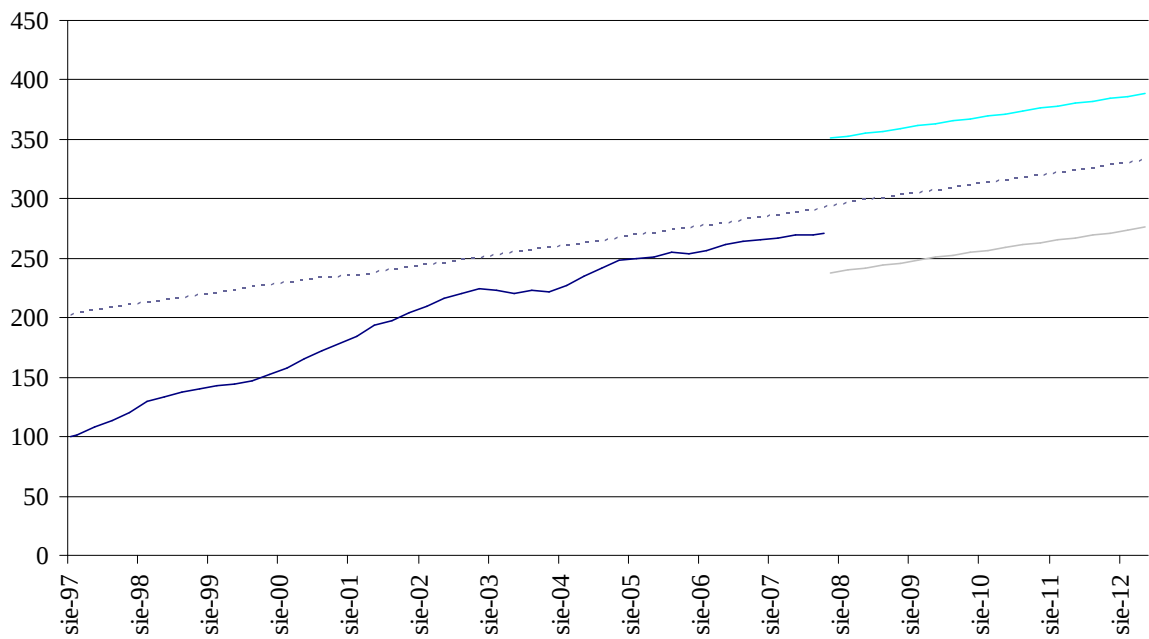
Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.

Parametry funkcji trendu wynoszą po obliczeniach: $a = 199,9$ i $b = 2,1$. Funkcja trendu wzrostu wartości jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji FIO w latach 1997-2008 ma następującą postać $y = 199,9 + 2,1t$. Z funkcji tej wynika, że w latach 1997-2008 wartość jednostek uczestnictwa wzrastała średnio z roku na rok o 2,1. Parametr a informuje ($a = 199,9$ – wyraz wolny funkcji trendu), że zgodnie z tendencją rozwojową wartość jednostki uczestnictwa w roku 1997 ($t = 0$) powinna wynosić 199,9. Różnice występują w zakresie parametru a , co wynika z definicji, gdyż w tym przypadku jest to wartość j. uczestnictwa wynikająca z tendencji rozwojowej w roku 2002. Średni błąd szacunku parametru $S(a)$ wynosi 17,31, parametru $S(b) = 0,67$. Natomiast odchylenie standardowe składnika resztowego $S(z_t) = 56,44$, tzn. o tyle przeciętnie odchylają się rzeczywiste wartości szeregu czasowego (y_t) od wartości teoretycznych (Y_t) wyznaczonych i szacowanej funkcji trendu. Natomiast dobroć, tj. zgodność danych empirycznych z teoretycznymi, wynikającymi z funkcji trendu wynosi 2,6%. Współczynnik zmienności $V_z = 28,2\%$ – odchylenia przypadkowe stanowią 28,2% przeciętnych wzrostów wartości jednostek uczestnictwa w badanym okresie.

Tabela 5.52. Fundusz Pioneer Obligacji FIO (prognoza)

T	Y_{progn}	$-S(z_t)$	$+S(z_t)$
45	294,4	238,0	350,8
46	296,5	240,1	352,9
47	298,6	242,2	355,0
48	300,7	244,3	357,1
49	302,8	246,4	359,2
50	304,9	248,5	361,3
51	307,0	250,6	363,4
52	309,1	252,7	365,5
53	311,2	254,8	367,6
54	313,3	256,9	369,7
55	315,4	259,0	371,8
56	317,5	261,1	373,9
57	319,6	263,2	376,0
58	321,7	265,3	378,1
59	323,8	267,4	380,2
60	325,9	269,5	382,3
61	328,0	271,6	384,4
62	330,1	273,7	386,5
63	332,2	275,8	388,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.



Wykres 5.39. Prognoza Funduszu Pioneer Obligacji FIO

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.

Tabela 5.53. Fundusz Pioneer Zrównoważony FIO

y	t	t ²	t ² -nt _{sr} ²	Y	(y-Y) ²	t'	yt'	t' ²	(y-y _{sr}) ²
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
10,00	1	1	-2 111,5	100,6	8 208,36	-63	-630,00	3969	7 954,10
10,53	2	4	-2 108,5	102	8 366,76	-61	-642,33	3721	7 859,85
11,41	3	9	-2 103,5	103,4	8 462,16	-59	-673,19	3481	7 704,59
13,08	4	16	-2 096,5	104,8	8 412,56	-57	-745,56	3249	7 414,21
20,96	5	25	-2 087,5	106,2	7 265,86	-55	-1 152,80	3025	6 119,27
27,37	6	36	-2 076,5	107,6	6 436,85	-53	-1 450,61	2809	5 157,51
35,10	7	49	-2 063,5	109	5 461,21	-51	-1 790,10	2601	4 106,99
38,66	8	64	-2 048,5	110,4	5 146,63	-49	-1 894,34	2401	3 663,37
39,22	9	81	-2 031,5	111,8	5 267,86	-47	-1 843,34	2209	3 595,89
42,24	10	100	-2 012,5	113,2	5 035,32	-45	-1 900,80	2025	3 242,82
42,51	11	121	-1 991,5	114,6	5 196,97	-43	-1 827,93	1849	3 212,14
41,67	12	144	-1 968,5	116	5 524,95	-41	-1 708,47	1681	3 308,07
47,50	13	169	-1 943,5	117,4	4 886,01	-39	-1 852,50	1521	2 671,42
49,74	14	196	-1 916,5	118,8	4 769,28	-37	-1 840,38	1369	2 444,89
49,73	15	225	-1 887,5	120,2	4 966,02	-35	-1 740,55	1225	2 445,87
60,23	16	256	-1 856,5	121,6	3 766,28	-33	-1 987,59	1089	1 517,55
68,45	17	289	-1 823,5	123	2 975,70	-31	-2 121,95	961	944,69
73,22	18	324	-1 788,5	124,4	2 619,39	-29	-2 123,38	841	674,22
75,23	19	361	-1 751,5	125,8	2 557,32	-27	-2 031,21	729	573,88
80,92	20	400	-1 712,5	127,2	2 141,84	-25	-2 023,00	625	333,64
80,20	21	441	-1 671,5	128,6	2 342,56	-23	-1 844,60	529	360,46
86,13	22	484	-1 628,5	130	1 924,58	-21	-1 808,73	441	170,45
81,74	23	529	-1 583,5	131,4	2 466,12	-19	-1 553,06	361	304,36
88,43	24	576	-1 536,5	132,8	1 968,70	-17	-1 503,31	289	115,69
83,38	25	625	-1 487,5	134,2	2 582,67	-15	-1 250,70	225	249,82
73,44	26	676	-1 436,5	135,6	3 863,87	-13	-954,72	169	662,85
77,27	27	729	-1 383,5	137	3 567,67	-11	-849,97	121	480,30
82,67	28	784	-1 328,5	138,4	3 105,83	-9	-744,03	81	272,77
92,14	29	841	-1 271,5	139,8	2 271,48	-7	-644,98	49	49,64
83,76	30	900	-1 212,5	141,2	3 299,35	-5	-418,80	25	237,95
98,98	31	961	-1 151,5	142,6	1 902,70	-3	-296,94	9	0,04
109,18	32	1 024	-1 088,5	144	1 212,43	-1	-109,18	1	99,88
107,30	33	1 089	-1 023,5	145,4	1 451,61	1	107,30	1	65,84
99,95	34	1 156	-956,5	146,8	2 194,92	3	299,85	9	0,58
105,10	35	1 225	-887,5	148,2	1 857,61	5	525,50	25	34,98
97,12	36	1 296	-816,5	149,6	2 754,15	7	679,84	49	4,27
95,29	37	1 369	-743,5	151	3 103,60	9	857,61	81	15,18
89,92	38	1 444	-668,5	152,4	3 903,75	11	989,12	121	85,85
99,95	39	1 521	-591,5	153,8	2 899,82	13	1 299,35	169	0,58
106,11	40	1 600	-512,5	155,2	2 409,83	15	1 591,65	225	47,94
104,33	41	1 681	-431,5	156,6	2 732,15	17	1 773,61	289	26,46
99,40	42	1 764	-348,5	158	3 433,96	19	1 888,60	361	0,05
104,91	43	1 849	-263,5	159,4	2 969,16	21	2 203,11	441	32,77
110,70	44	1 936	-176,5	160,8	2 510,01	23	2 546,10	529	132,58
123,94	45	2 025	-87,5	162,2	1 463,83	25	3 098,50	625	612,77
125,82	46	2 116	3,5	163,6	1 427,33	27	3 397,14	729	709,38
133,25	47	2 209	96,5	165	1 008,06	29	3 864,25	841	1 160,37
131,75	48	2 304	191,5	166,4	1 200,62	31	4 084,25	961	1 060,43

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
134,06	49	2 401	288,5	167,8	1 138,39	33	4 423,98	1089	1 216,21
140,71	50	2 500	387,5	169,2	811,68	35	4 924,85	1225	1 724,26
143,81	51	2 601	488,5	170,6	717,70	37	5 320,97	1369	1 991,32
147,30	52	2 704	591,5	172	610,09	39	5 744,70	1521	2 314,98
159,62	53	2 809	696,5	173,4	189,89	41	6 544,42	1681	3 652,29
162,53	54	2 916	803,5	174,8	150,55	43	6 988,79	1849	4 012,49
168,41	55	3 025	912,5	176,2	60,68	45	7 578,45	2025	4 791,99
167,69	56	3 136	1 023,5	177,6	98,21	47	7 881,43	2209	4 692,83
173,68	57	3 249	1 136,5	179	28,30	49	8 510,32	2401	5 549,39
187,56	58	3 364	1 251,5	180,4	51,27	51	9 565,56	2601	7 810,00
199,36	59	3 481	1 368,5	181,8	308,35	53	10 566,08	2809	10 034,87
213,92	60	3 600	1 487,5	183,2	943,72	55	11 765,60	3025	13 163,94
202,65	61	3 721	1 608,5	184,6	325,80	57	11 551,05	3249	10 704,84
193,76	62	3 844	1 731,5	186	60,22	59	11 431,84	3481	8 944,28
172,64	63	3 969	1 856,5	187,4	217,86	61	10 531,04	3721	5 395,52
170,26	64	4 096	1 983,5	188,8	343,73	63	10 726,38	3969	5 051,54
6 347,89	2 080	89 440	-45 760,0	9 260,8	181 352,16	0	119 302,19	87 360	172 990,00

$$y_{\text{sr.}} = 99,18578 \quad t_{\text{sr.}} = 32,5 \quad S(z_t) = 54,08$$

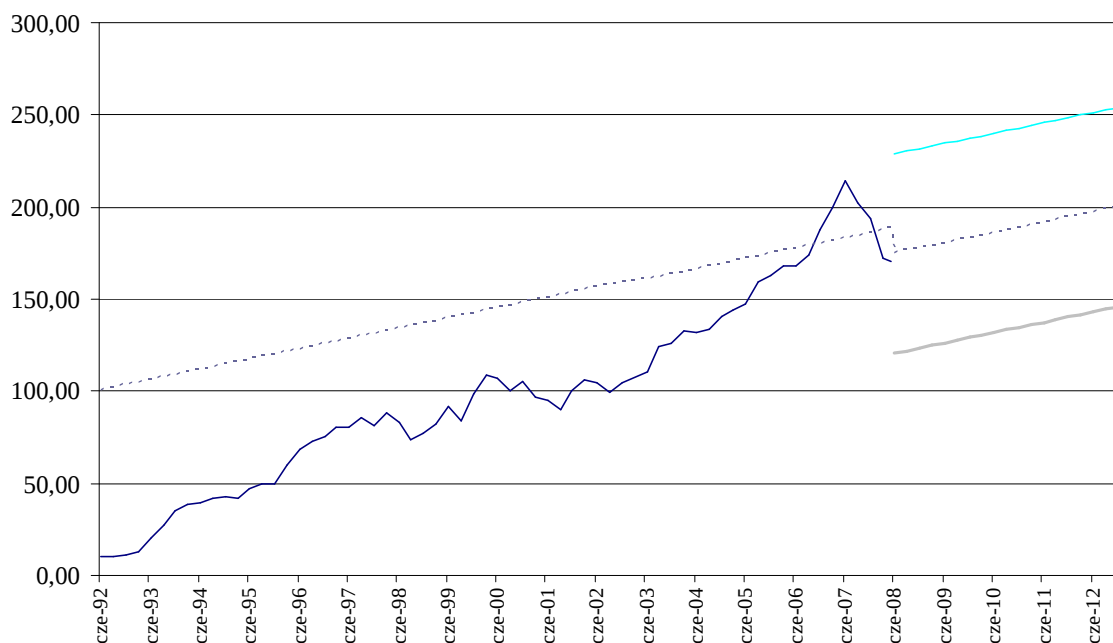
Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.

Parametry funkcji trendu wynoszą po obliczeniach: $a=99,2$ i $b=1,37$. Funkcja trendu wzrostu wartości jednostek uczestnictwa Pioneer Zrównoważonego FIO w latach 1992-2008 ma następującą postać $y=99,2+1,4t$. Z funkcji tej wynika, że w latach 1992-2008 wartość jednostek uczestnictwa wzrastała średnio z roku na rok o 1,4. Parametr a informuje ($a=99,2$), że zgodnie z tendencją rozwojową wartość jednostek uczestnictwa w roku 1991 ($t=0$) powinna wynosić 99. Różnice występują w zakresie parametru a , co wynika z definicji, gdyż w tym przypadku jest to wartość j. uczestnictwa wynikająca z tendencji rozwojowej w roku 2002. Średni błąd szacunku parametru $S(a)$ wynosi 13,68, parametru $S(b)=0,15$. Natomiast odchylenie standardowe składnika resztowego $S(z_t)=54,08$, tzn. o tyle przeciętnie się odchylają rzeczywiste wartości szeregu czasowego (y_t) od wartości teoretycznych (Y_t) wyznaczonych i szacowanej funkcji trendu. Natomiast dobroć, tj. zgodność danych empirycznych z teoretycznymi wynikającymi z funkcji trendu ($f_2=5,7\%$) wynosi 5,7%, współczynnik zmienności $V_z=54,5\%$ – odchylenia przypadkowe stanowią 54,5% przeciętnych wzrostów wartości j. uczestnictwa w badanym okresie.

Tabela 5.54. Fundusz Pioneer Zrównoważony FIO (prognoza)

T	Y_{progn}	$-S(z_t)$	$+S(z_t)$
54	174,8	120,7	228,9
55	176,2	122,1	230,3
56	177,6	123,5	231,7
57	179,0	124,9	233,1
58	180,4	126,3	234,5
59	181,8	127,7	235,9
60	183,2	129,1	237,3
61	184,6	130,5	238,7
62	186,0	131,9	240,1
63	187,4	133,3	241,5
64	188,8	134,7	242,9
65	190,2	136,1	244,3
66	191,6	137,5	245,7
67	193,0	138,9	247,1
68	194,4	140,3	248,5
69	195,8	141,7	249,9
70	197,2	143,1	251,3
71	198,6	144,5	252,7
72	200,0	145,9	254,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.

**Wykres 5.40.** Prognoza Funduszu Pioneer Zrównoważony FIO

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.

Tabela 5.55. Fundusz Pioneer Obligacji Plus FIO

y	t	t ²	t ² -nt _{sr} ²	Y	(y-Y) ²	t'	yt'	t' ²	(y-y _{sr}) ²
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
10,00	1	1	-38 636	25,9	252,81	-26	-260,00	676	234,34
10,06	2	4	-38 633	26,5	270,27	-25	-251,50	625	232,51
10,64	3	9	-38 628	27,1	270,93	-24	-255,36	576	215,16
11,21	4	16	-38 621	27,7	271,92	-23	-257,83	529	198,76
11,81	5	25	-38 612	28,3	271,92	-22	-259,82	484	182,20
12,35	6	36	-38 601	28,9	273,90	-21	-259,35	441	167,92
12,88	7	49	-38 588	29,5	276,22	-20	-257,60	400	154,46
13,39	8	64	-38 573	30,1	279,22	-19	-254,41	361	142,05
13,90	9	81	-38 556	30,7	282,24	-18	-250,20	324	130,15
14,48	10	100	-38 537	31,3	282,91	-17	-246,16	289	117,25
15,12	11	121	-38 516	31,9	281,57	-16	-241,92	256	103,80
15,84	12	144	-38 493	32,5	277,56	-15	-237,60	225	89,65
16,55	13	169	-38 468	33,1	273,90	-14	-231,70	196	76,71
17,33	14	196	-38 441	33,7	267,98	-13	-225,29	169	63,65
18,16	15	225	-38 412	34,3	260,50	-12	-217,92	144	51,10
19,05	16	256	-38 381	34,9	251,22	-11	-209,55	121	39,17
19,71	17	289	-38 348	35,5	249,32	-10	-197,10	100	31,34
20,22	18	324	-38 313	36,1	252,17	-9	-181,98	81	25,89
20,72	19	361	-38 276	36,7	255,36	-8	-165,76	64	21,05
21,17	20	400	-38 237	37,3	260,18	-7	-148,19	49	17,13
21,80	21	441	-38 196	37,9	259,21	-6	-130,80	36	12,31
22,33	22	484	-38 153	38,5	261,47	-5	-111,65	25	8,87
22,98	23	529	-38 108	39,1	259,85	-4	-91,92	16	5,42
23,48	24	576	-38 061	39,7	263,09	-3	-70,44	9	3,34
24,27	25	625	-38 012	40,3	256,96	-2	-48,54	4	1,08
25,58	26	676	-37 961	40,9	234,70	-1	-25,58	1	0,07
26,51	27	729	-37 908	41,5	224,70	0	0,00	0	1,44
27,30	28	784	-37 853	42,1	219,04	1	27,30	1	3,97
28,24	29	841	-37 796	42,7	209,09	2	56,48	4	8,59
29,10	30	900	-37 737	43,3	201,64	3	87,30	9	14,38
30,07	31	961	-37 676	43,9	191,27	4	120,28	16	22,67
30,52	32	1024	-37 613	44,5	195,44	5	152,60	25	27,16
31,16	33	1089	-37 548	45,1	194,32	6	186,96	36	34,24
30,90	34	1156	-37 481	45,7	219,04	7	216,30	49	31,27
30,53	35	1225	-37 412	46,3	248,69	8	244,24	64	27,27
30,86	36	1296	-37 341	46,9	257,28	9	277,74	81	30,82
30,66	37	1369	-37 268	47,5	283,59	10	306,60	100	28,64
31,43	38	1444	-37 193	48,1	277,89	11	345,73	121	37,48
32,48	39	1521	-37 116	48,7	263,09	12	389,76	144	51,43
33,39	40	1600	-37 037	49,3	253,13	13	434,07	169	65,31
34,33	41	1681	-36 956	49,9	242,42	14	480,62	196	81,39
34,61	42	1764	-36 873	50,5	252,49	15	519,15	225	86,52
34,88	43	1849	-36 788	51,1	263,09	16	558,08	256	91,62
35,37	44	1936	-36 701	51,7	266,67	17	601,29	289	101,24
35,22	45	2025	-36 612	52,3	291,73	18	633,96	324	98,24
35,83	46	2116	-36 521	52,9	291,38	19	680,77	361	110,71

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
36,48	47	2209	-36 428	53,5	289,68	20	729,60	400	124,81
36,86	48	2304	-36 333	54,1	297,22	21	774,06	441	133,44
37,26	49	2401	-36 236	54,7	304,15	22	819,72	484	142,84
37,56	50	2500	-36 137	55,3	314,71	23	863,88	529	150,10
38,09	51	2601	-36 036	55,9	317,20	24	914,16	576	163,37
38,26	52	2704	-35 933	56,5	332,70	25	956,50	625	167,75
38,41	53	2809	-35 828	57,1	349,32	26	998,66	676	171,65
1 341,34	1 431	51 039	-1 996 722	2 199,5	13 948,37	0	7 287,64	12 402	4 333,75

$$y_{\text{sr.}} = 25,3083 \quad t_{\text{sr.}} = 27 \quad S(z_t) = 16,54$$

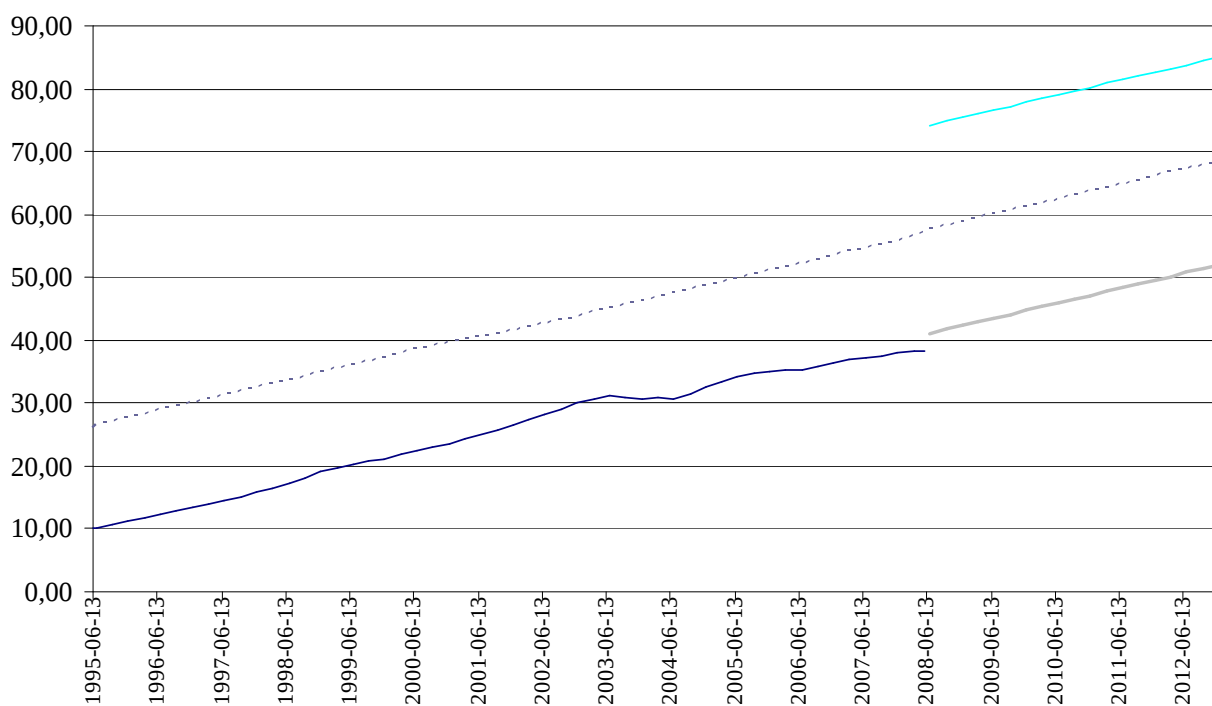
Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.

Parametry funkcji trendu wynoszą po obliczeniach: $a=25,3$ i $b=0,59$. Funkcja trendu wzrostu wartości jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Plus FIO w latach 1995-2008 ma następującą postać $y=25,3+0,6t$. Z funkcji tej wynika, że w latach 1995-2008 wartość jednostek uczestnictwa wzrastała średnio z roku na rok o 0,59. Parametr a informuje ($a=25,3$ – wyraz wolny funkcji trendu), że zgodnie z tendencją rozwojową wartość jednostki uczestnictwa w roku 1995 ($t=0$) powinna wynosić 25,3. Różnice występują w zakresie parametru a , co wynika z definicji, gdyż w tym przypadku jest to wartość j. uczestnictwa wynikająca z tendencji rozwojowej w roku 2001. Średni błąd szacunku parametru $S(a)$ wynosi 4,61, parametru $S(b)=0,15$. Natomiast odchylenie standardowe składnika resztowego $S(z_t)=16,54$, tzn. o tyle przeciętnie odchylają się rzeczywiste wartości szeregu czasowego (y_t) od wartości teoretycznych (Y_t) wyznaczonych i szacowanej funkcji trendu. Dobroć, tj. zgodność danych empirycznych z teoretycznymi wynikającymi z funkcji trendu wynosi 1%. Współczynnik zmienności $V_z=65,3\%$ – odchylenia przypadkowe stanowią 65,3% przeciętnych wzrostów wartości j. uczestnictwa w badanym okresie.

Tabela 5.56. Fundusz Pioneer Obligacji Plus FIO (prognoza)

T	Y_{progn}	$-S(z_t)$	$+S(z_t)$
54	57,7	41,2	74,2
55	58,3	41,8	74,8
56	58,9	42,4	75,4
57	59,5	43,0	76,0
58	60,1	43,6	76,6
59	60,7	44,2	77,2
60	61,3	44,8	77,8
61	61,9	45,4	78,4
62	62,5	46,0	79,0
63	63,1	46,6	79,6
64	63,7	47,2	80,2
65	64,3	47,8	80,8
66	64,9	48,4	81,4
67	65,5	49,0	82,0
68	66,1	49,6	82,6
69	66,7	50,2	83,2
70	67,3	50,8	83,8
71	67,9	51,4	84,4
72	68,5	52,0	85,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.

**Wykres 5.41.** Prognoza Funduszu Pioneer Obligacji Plus FIO

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.

Tabela 5.57. Fundusz Pioneer Stabilnego Wzrostu FIO

y	t	F _t	S _t	y*	(y-y*) ²
100,00	1	100,00	1,11		10 000,00
101,11	2	101,11	1,11	101,11	0,00
101,19	3	101,29	0,83	102,22	1,06
117,22	4	115,71	4,91	102,12	227,86
116,28	5	116,71	3,74	120,62	18,82
124,70	6	124,28	4,88	120,45	18,06
119,55	7	120,51	2,29	129,16	92,33
128,40	8	127,84	3,80	122,80	31,36
118,62	9	119,92	0,29	131,64	169,56
105,19	10	106,69	-3,77	120,21	225,53
111,90	11	111,00	-1,35	102,92	80,59
116,63	12	115,93	0,54	109,66	48,62
132,15	13	130,58	4,77	116,47	245,86
125,13	14	126,15	2,01	135,35	104,51
145,86	15	144,09	6,79	128,16	313,18
165,53	16	164,06	10,74	150,88	214,64
160,00	17	161,48	6,75	174,81	219,32
148,90	18	150,83	1,53	168,23	373,53
157,38	19	156,88	2,88	152,36	25,20
145,09	20	146,56	-1,08	159,76	215,24
136,26	21	137,18	-3,57	145,48	84,99
148,46	22	146,98	0,44	133,61	220,39
155,55	23	154,74	2,64	147,42	66,15
154,14	24	154,46	1,76	157,37	10,46
148,62	25	149,38	-0,29	156,23	57,87
155,83	26	155,16	1,53	149,09	45,42
156,50	27	156,52	1,48	156,69	0,03
162,12	28	161,71	2,59	158,00	16,99
166,81	29	166,56	3,27	164,30	6,30
167,54	30	167,77	2,65	169,83	5,24
173,93	31	173,58	3,60	170,42	12,31
171,71	32	172,26	2,12	177,18	29,90
176,02	33	175,86	2,57	174,38	2,69
183,83	34	183,29	4,03	178,42	29,25
189,75	35	189,51	4,68	187,32	5,93
193,60	36	193,66	4,52	194,19	0,35
203,63	37	203,09	5,99	198,18	29,67
205,82	38	206,15	5,11	209,08	10,63
213,80	39	213,55	5,80	211,26	6,45
211,27	40	212,08	3,62	219,35	65,23
216,84	41	216,73	3,93	215,70	1,31
227,37	42	226,70	5,74	220,65	45,11
237,36	43	236,87	7,07	232,44	24,21
249,39	44	248,84	8,54	243,94	29,73
239,68	45	241,45	3,76	257,39	313,53
233,35	46	234,54	0,56	245,21	140,70
216,32	47	218,20	-4,51	235,09	352,49
214,28	48	214,22	-4,35	213,69	0,35

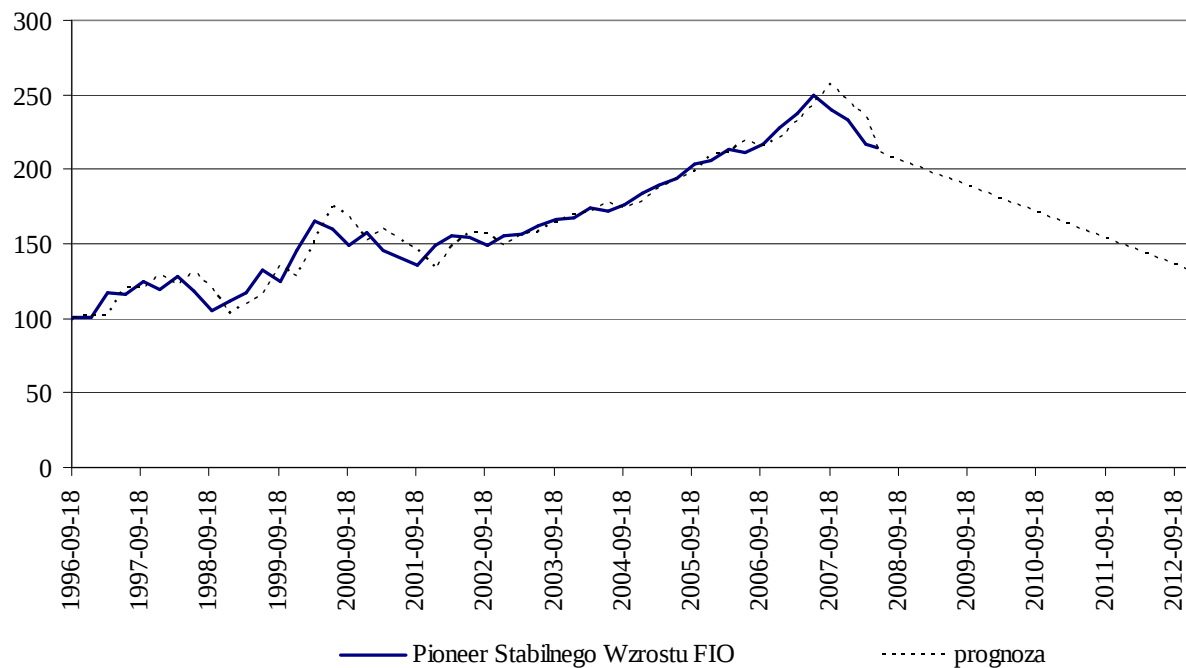
Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.

Znalezione przez Solvera wartości parametrów są równe odpowiednio $\alpha=0,9$ i $\beta=0,3$. W przypadku modelu wykładniczego ocena dopuszczalności prognozy na okres $t>n$ (dla $t=16$) dokonuje się na podstawie średniego błędu ex post prognoz wygasłych. Wartość pierwiastka ze średniego błędu kwadratowego prognoz wygasłych wynosi 17,59. Prognozę można uznać za dopuszczalną, ponieważ $8,4\% < 18$.

Tabela 5.58. Fundusz Pioneer Stabilnego Wzrostu FIO (prognoza)

T	Y_{progn}
49	209,87
50	205,52
51	201,17
52	196,82
53	192,47
54	188,12
55	183,77
56	179,42
57	175,07
58	170,72
59	166,36
60	162,01
61	157,66
62	153,31
63	148,96
64	144,61
65	140,26
66	135,91
67	131,56

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.



Wykres 5.42. Prognoza Funduszu Pioneer Stabilnego Wzrostu FIO

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.

Tabela 5.59. Fundusz Pioneer Pieniężny FIO

	y	t	t ²	t ² -ntsr ²	(y-Y) ²	Y	t'	yt'	t'2
	100,62	1	1	-6 524	674,96	126,6	-14	-1408,68	196
	100,97	2	4	-6 521	736,04	128,1	-13	-1312,61	169
	104,58	3	9	-6 516	626,00	129,6	-12	-1254,96	144
	106,93	4	16	-6 509	584,19	131,1	-11	-1176,23	121
	109,59	5	25	-6 500	529,46	132,6	-10	-1095,90	100
	112,16	6	36	-6 489	481,36	134,1	-9	-1009,44	81
	114,64	7	49	-6 476	439,32	135,6	-8	-917,12	64
	116,32	8	64	-6 461	431,81	137,1	-7	-814,24	49
	117,85	9	81	-6 444	430,56	138,6	-6	-707,10	36
	119,10	10	100	-6 425	441,00	140,1	-5	-595,50	25
	120,35	11	121	-6 404	451,56	141,6	-4	-481,40	16
	121,66	12	144	-6 381	459,67	143,1	-3	-364,98	9
	122,96	13	169	-6 356	468,29	144,6	-2	-245,92	4
	124,48	14	196	-6 329	467,42	146,1	-1	-124,48	1
	126,24	15	225	-6 300	456,25	147,6	0	0,00	0
	127,99	16	256	-6 269	445,63	149,1	1	127,99	1
	129,83	17	289	-6 236	431,39	150,6	2	259,66	4
	131,21	18	324	-6 201	436,39	152,1	3	393,63	9
	132,46	19	361	-6 164	446,90	153,6	4	529,84	16
	133,55	20	400	-6 125	464,40	155,1	5	667,75	25
	134,41	21	441	-6 084	492,40	156,6	6	806,46	36
	135,58	22	484	-6 041	507,15	158,1	7	949,06	49
	136,76	23	529	-5 996	521,67	159,6	8	1094,08	64
	137,85	24	576	-5 949	540,56	161,1	9	1240,65	81
	138,91	25	625	-5 900	561,22	162,6	10	1389,10	100
	140,40	26	676	-5 849	561,69	164,1	11	1544,40	121
	141,61	27	729	-5 796	575,52	165,6	12	1699,32	144
	143,35	28	784	-5 741	564,06	167,1	13	1863,55	169
	144,41	29	841	-5 684	585,16	168,6	14	2021,74	196
Σ	3 626,77	435	8 555	-1 80 670	14 812,04			3078,67	2 030

$$y_{\text{sr.}} = 125,061 \quad t_{\text{sr.}} = 15 \quad S(z_t) = 23,42$$

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.

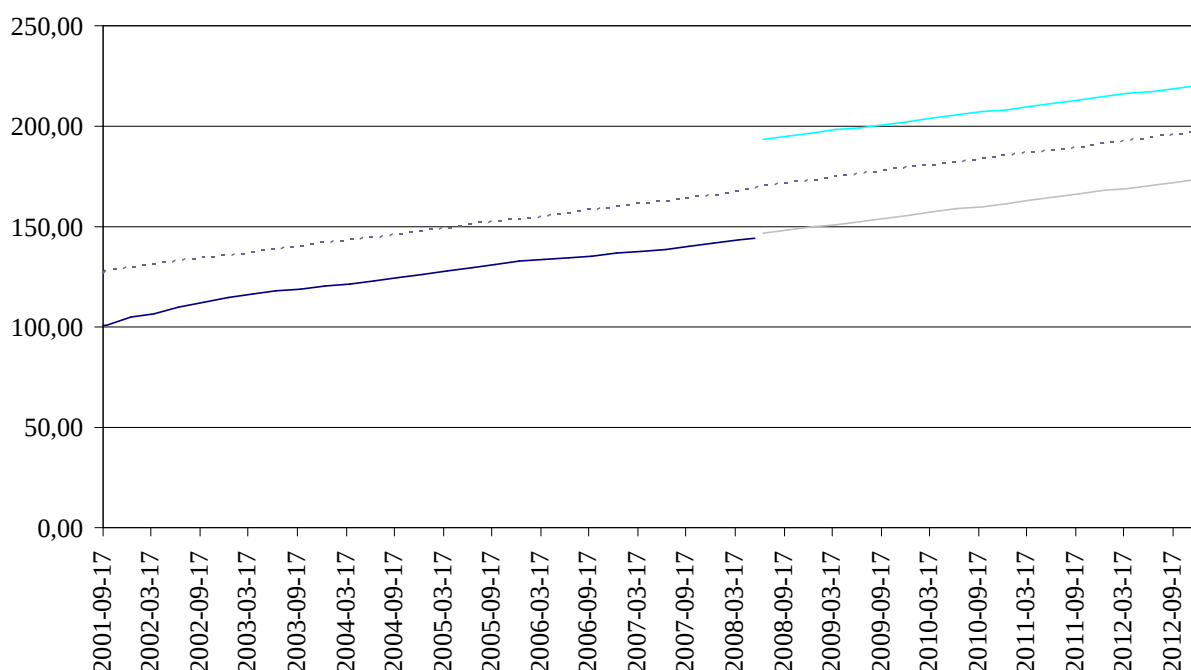
Parametry funkcji trendu wynoszą po obliczeniach: $a=125,1$ i $b=1,5$. Funkcja trendu wzrostu wartości jednostek uczestnictwa Pioneer Pieniężnego FIO w latach 2001-2008 ma następującą postać $y=125,1+1,5t$. Z funkcji tej wynika, że w latach 2001-2008 wartość jednostek uczestnictwa wzrastała średnio z roku na rok o 1,5. Parametr a informuje ($a=125,1$ – wyraz wolny funkcji trendu), że zgodnie z tendencją rozwojową wartość jednostki uczestnictwa w roku 2001 ($t=0$) powinna wynosić 125,1. Różnice występują w zakresie parametru a , co wynika z definicji,

gdyż w tym przypadku jest to wartość j. uczestnictwa wynikająca z tendencji rozwojowej w roku 2004. Średni błąd szacunku parametru $S(a)$ wynosi 250, parametru $S(b)=0,52$. Natomiast odchylenie standardowe składnika resztowego $S(z_t)=23,42,0$ tyle przeciętnie odchylają się rzeczywiste wartości szeregu czasowego (y_t) od wartości teoretycznych (Y_t) wyznaczonych i szacowanej funkcji trendu. Dobroć, tj. zgodność danych empirycznych z teoretycznymi wynikającymi z funkcji trendu wynosi 1,8%. Współczynnik zmienności $V_z=18,7\%$ – odchylenia przypadkowe stanowią 18,7% przeciętnych wzrostów wartości j. uczestnictwa w badanym okresie.

Tabela 5.60. Fundusz Pioneer Pieniężny FIO (prognoza)

T	Y_{progn}	$-S(z_t)$	$+S(z_t)$
30	170,1	146,68	193,52
31	171,6	148,18	195,02
32	173,1	149,68	196,52
33	174,6	151,18	198,02
34	176,1	152,68	199,52
35	177,6	154,18	201,02
36	179,1	155,68	202,52
37	180,6	157,18	204,02
38	182,1	158,68	205,52
39	183,6	160,18	207,02
40	185,1	161,68	208,52
41	186,6	163,18	210,02
42	188,1	164,68	211,52
43	189,6	166,18	213,02
44	191,1	167,68	214,52
45	192,6	169,18	216,02
46	194,1	170,68	217,52
47	195,6	172,18	219,02
48	197,1	173,68	220,52

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.



Wykres 5.43. Prognoza Funduszu Pioneer Pieniężny FIO

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.pioneer.com.pl.

W badaniach funduszy inwestycyjnych Pioneer Pekao Inv. posłużono się ekstrapolacją¹⁹¹ – jako właściwą metodą prognozowania krótkookresowego. Ekstrapolacja jest uzasadniona, ponieważ spełnia następujące warunki:

1. Analityczna postać funkcji trendu w okresie prognozowania nie uległa zmianie.
2. Siła i kierunek zaobserwowanych w przyszłości wahań w okresie prognozowanym pozostały niezmiennie.
3. Wahania przypadkowe nie zniekształcają w istotny sposób badanego zjawiska w okresie prognozowanym.

Przewidywany (prognozowany) poziom zjawiska w okresie T wyznaczony z relacji:

$$y_T^* = a_0 + a_1 T = x_T^T a,$$

gdzie: $T = n + 1, n + 2, \dots$, x_T^T jest transponowanym wektorem wartości zmiennych w okresie prognozowanym ($x_T^T = [1T]$), natomiast a jest wektorem kolumnowym

¹⁹¹ Prognozowanie na podstawie funkcji trendu nosi nazwę ekstrapolacja.

ocen parametrów strukturalnych funkcji trendu. Obliczeń dokonano w Excelu za pomocą SOLVERA, korzystając z testu znaków kolejnych reszt¹⁹².

¹⁹² Test znaków kolejnych reszt ma wiele zastosowań, między innymi, tak jak test Chowa, służy do badania podobieństwa powiązań między zmienną objaśnianą a zmiennymi objaśniającymi na dwóch zbiorach danych. Stosowanie testu zakłada, że reszty modelu właściwych dla obu tych zbiorów pochodzą z populacji o rozkładzie symetrycznym względem zera. Postępowanie polega na ekstrapolowaniu funkcji F_d dopasowanej do zbioru dolnego L_d na h kolejnych momentów czasu, począwszy od czasu t^* i na sprawdzeniu znaków reszt z tej ekstrapolacji. Jeśli wszystkie reszty są dodatnie (albo ujemne) oznacza to systematyczne zawyżanie (zaniżanie) danych przez ekstrapolowaną funkcję. Można to traktować jako sygnał o pojawieniu się nowego powiązania czyli jako sygnał, że czas t^* jest punktem zwrotnym. Jeśli natomiast nie wszystkie reszty są tego samego znaku albo występują reszty zerowe, przyjmujemy, że t^* nie jest punktem zwrotnym.

WNIOSKI KOŃCOWE

1. Rynek funduszy inwestycyjnych jest znaczącym fundamentem rynku finansowego, jednak w Polsce nie odgrywa jeszcze tak ważnej roli, jak w innych krajach należących do OECD. Jednakże jego znaczenie dla rynku finansowego i całej gospodarki systematycznie się zwiększa. Niekwestionowanym liderem pod względem wartości aktywów i ilości produktów inwestycyjnych, jest Pioneer Pekao Inv., który z krótkimi przerwami, zajmuje dominującą pozycję wśród funduszy inwestycyjnych w Polsce. Na dynamiczny rozwój Pioneera Pekao oraz całego rynku funduszy inwestycyjnych miały wpływ, liberalizacja i rozszerzenie polskiego ustawodawstwa oraz działania podejmowane przez zarządzających funduszami, którzy oferują całą gamę różnorodnych funduszy inwestycyjnych o zróżnicowanej polityce inwestycyjnej, odpowiadającym różnym oczekiwaniom, co do osiągniętych wyników inwestycyjnych. Wprawdzie rynek funduszy inwestycyjnych funkcjonuje już 16 lat i wykazuje pewną dojrzałość, jednakże znajduje się on ciągle w fazie wzrostu, a osiągnięcie przez niego poziomu rynków wspólnego inwestowania w Stanach Zjednoczonych czy w Europie prawdopodobnie szybko nie nastąpi.
2. W najbliższej przyszłości o rozwoju segmentu wspólnego inwestowania będą decydować przede wszystkim takie czynniki, jak: **wielkość napływającego kapitału do funduszy, liczba i różnorodność oferowanych produktów oraz skłonność do oszczędzania, co z kolei wiąże się z zamożnością społeczeństwa.** Jednakże niestety, niska skłonność do oszczędzania oraz niewielka zamożność naszego społeczeństwa, stanowią bardzo poważną barierę, w dalszym rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych. Jednakże istnieje nadzieja, że nasze społeczeństwo, z czasem w ramach struktury Unii Europejskiej stanie się zamożniejsze, równocześnie nabywające wiedzę o funkcjonowaniu rynku finansowego, jego instrumentach oraz związanych z tym korzyściach, będzie sukcesywnie dostarczało kapitału niezbędnego do rozwoju długoterminowych inwestycji, a tym samym, przyczyniając się do rozwoju gospodarczego. Dla rozwoju rynku

funduszy inwestycyjnych w Polsce, bardzo istotne okażą się również działania państwa, w sferze polityki fiskalnej oraz ustawodawczej, dostosowującej, a właśnie liberalizującej przepisy, w stosunku do przepisów obowiązujących w krajach UE, co pozwoli na rozwój funduszy oraz to, że staną się konkurencyjne w stosunku do funduszy z innych krajów.

3. O kształcie przyszłego rynku będą również decydować działania podejmowane przez zarządzających funduszami, a więc w jaki sposób będą wykorzystywać regulacje prawne, jaka będzie ich oferta, oraz sposób edukacji i informacji przyszłych inwestorów od tego między innymi będzie zależeć, czy polskie fundusze inwestycyjne na trwałe zagoszczą na rynku funduszy inwestycyjnych UE.
4. Generalizując można powiedzieć, że fundusze inwestycyjne Pioniera są przykładem transferu dwojakiego rodzaju.

Pierwszy odnosi się do transferu instrumentów – narzędzi rynku finansowego. Oznacza to, iż pomyślny rozwój tego amerykańskiego rynku został zaakceptowany w Europie, w tym także w Europie Środkowej i Wschodniej. Sam proces globalnej eskalacji funduszy Pioniera obejmujący także Polskę, należy uznać za pełną akceptację tego typu instrumentów o silnie zróżnicowanej strukturze wewnętrznej i dużych zabezpieczeniach antykryzysowych.

Drugi rodzaj transferu – to transfery samego kapitału, jako podstawy istnienia samych funduszy. Istnienie i rozwój funduszy Pioniera w Polsce, oznacza ewidentne włączenie powstającego rynku kapitałowego w Polsce w globalny system przepływu kapitału. Ma to swoje niewątpliwe zalety (korzystanie z dobrodziejstw rynku globalnego), ale jednocześnie przy braku zabezpieczeń można ujawniać wszelkie załamania koniunktury tego rynku pojawiające się w zupełnie innych częściach globu.

BIBLIOGRAFIA

1. Bagiński L., Stańczyk A. C., *Fundusze powiernicze czyli zbiorowy inwestor*, Rzeczpospolita 1992, nr 223.
2. Bień W. (red.), *Rynki kapitałowe*, Wyd. Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005.
3. Biernat S., *Ustrój publicznego obrotu papierami wartościowymi*, Kraków 1995.
4. Bojańczyk M., *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2005.
5. Borowski J., Woreta R., *Immediate policy challenges stemming from future Poland's EMU accession*, Bank i Kredyt 2002, nr 10, NBP.
6. BRE-BANK, *Fundusze Inwestycyjne na polskim rynku*. Fundacja Naukowa CASE.
7. BRE-BANK-CASE, *Zeszyty*, fundacja Naukowa CASE, 1994, s. 24..
8. Burzyński C., *Rola funduszy inwestycyjnych w gospodarce*, Fakty, nr 2/2006.
9. Carret P. L., *Nauka spekulacji*, K.E. Liber, Warszawa 1998.
10. Chłopecki A., *Fundusze inwestycyjne*, Przegląd Podatkowy, 1992.
11. Chłopecki A., *Podstawowe typy funduszy inwestycyjnych*, Rzeczpospolita nr 174, 1995.
12. Cieślak M., *Prognozowanie gospodarcze*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005
13. Dębski W., *Fundusze inwestycyjne na polskim rynku kapitałowym*, Studia i Monografie Społecznej Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi, nr 8, Łódź 2003.
14. Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, PWN, Warszawa 1996.
15. Duraj J., *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1996.
16. Dyl M., *Fundusze inwestycyjne*, Wydawnictwo KiK Konieczny i Kruszewski, Warszawa 2001.
17. Dziawgo D., *Indywidualni inwestorzy na rynku finansowym*, UMK, Toruń 2004.
18. Dziawgo D., *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku finansowym*, UMK, Toruń 2004.
19. Dziennik, Gazeta Codzienna, *Finanse i Giełda*, 16.04.2008.
20. *EVCA Yearbook 2004*, European Private Equity and Venture Capital Association, www.evca.com, (25.01.05).
21. Faerber E., *Wszystko o obligacjach*, Warszawa 1996.

22. Francis J.C., *Inwestycje, analiza i zarządzanie*, WIG-Press, Warszawa 2000.
23. Gabryelczyk K., *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
24. Gabryelczyk K., Gruszczyńska-Broźbar E., *Współczesne problemy rynku pieniężnego i kapitałowego. Czynniki determinujące napływ kapitału*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009.
25. Garbarczyk R., *Fundusze inwestycyjne*.
26. *Instytucje rynku kapitałowego*, Parkiet, WIG Press, 1999.
27. Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
28. Jakubek M., *Prawo funduszy inwestycyjnych*, Lubelskie Wydawnictwo Prawnicze, Lublin 1998.
29. Karpiński S., *Tracą banki zyskują fundusze*, Rzeczpospolita, 8 maja 2004 roku.
30. Karpuś P., Węclawski J. (red.), *Rynek finansowy – instytucje, strategie i instrumenty*, Wyd. Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2003.
31. Kawecka-Wyrzykowska E., Synowiec E., *Polska w Unii Europejskiej*, Instytut Koniunktury i Cen Handlu Zagranicznego, Warszawa 2004.
32. Kochalska H., *Dziennik finansowy*, 2.11.2002.
33. *Koniunktura gospodarcza świata i Polski w latach 2003-2006*, Instytut Koniunktury i Handlu Zagranicznego, 2005.
34. Korenik D., *Oszczędzanie indywidualne w Polsce*, Wyd. AE Wrocław, s. 23-26.
35. Kościelniak G., *Fundusze powiernicze*, Zakamycze, Kraków 1998.
36. Krupa D., *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu Sp. z o. o., Warszawa 2008.
37. Lavine A., *Wszystko o funduszach powierniczych*, Warszawa 1996.
38. Lerner J., Gompers P. A., *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press, 1999.
39. Lubińska T., *Struktura i wolumen oszczędności*, Nowe Życie Gospodarcze, 2000, Nr 1.
40. Marska N., *Fundusze powiernicze – uwagi terminologiczne*, „Bank i Kredyt”, nr 7-8, 1996.
41. Mazur M., Chrościcki A., *Fundusze inwestycyjne w Polsce i na świecie*, „Rzeczpospolita”, nr 229, 1996.
42. Meluch B., Nietrzepka E., Orlik T., *Fundusze powiernicze – zbiorowy inwestor na rynku kapitałowym*, Twigger, Warszawa 1993.
43. Michalski M., Szcześniak D., *Towarzystwa funduszy powierniczych. Prawne formy instytucjonalnego uczestnictwa na rynku papierów wartościowych*, „Rzeczpospolita”, 16 października 1996 roku.
44. Miziołek T., *Nowości funduszy inwestycyjnych*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 7/2005.

45. Miziołek T., *Pierwszy fundusz parasolowy*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 2/2005.
46. Miziołek T., *Rok spełnionych nadziei*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 1/2000.
47. Miziołek T., *Ruszyły fundusze funduszy*, „Nasz Rynek Kapitałowy” nr 3/4/2005.
48. Możaryn H., *Zmiany rynkowe a oszczędności gospodarstw domowych w okresie 2000-2002*, Bezpieczny Bank, 2003, Nr 1.
49. *Niemiecki debiutant*, Parkiet 17.12.2004.
50. Owsiak S., *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa 2002.
51. Owsiak S., *Sektor finansowy w Polsce*, PWE, Warszawa 2002.
52. Panfil M., *Fundusze Private Equity*, Warszawa 2005.
53. Pawłowicz J., *Sięgnąć do oszczędności ludzi*, Bank, 2003, Nr 8.
54. Prawa pochodne określone w art. 3 ust. 3 ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowym (Dz. U. Nr 118 poz. 754 z późn. zm.).
55. Prospekt Emisyjny Pioneer Pekao Investment, 2005.
56. Prospekt Informacyjny, *Pioneer Fundusz Powierniczy Wierzycielskich Papierów Wartościowych*, Warszawa 1995.
57. Prospekt Informacyjny, Pioneer Pekao Investment 2000.
58. Prospekt Informacyjny, Pioneer Pekao.
59. Prospekt Informacyjny, Pioneer Pierwszy Fundusz Powierniczy, Warszawa 2000.
60. Przybylska-Kapuścińska W. (red.), *Rynek papierów wartościowych strefy euro*, Wyd. Wolters Kluwer Polska Sp. z o. o., Kraków 2007.
61. Przybylska-Kapuścińska W. (red.), *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, AE w Poznaniu, Poznań 2002.
62. Raport reay 2006, STiFI, Warszawa 2006.
63. Regulamin Funduszu, 2005, nr 33.
64. Regulamin, Fundusz Inwestycyjny Pioneer Pekao, 2000.
65. Regulamin, Fundusz Powierniczy Wierzycielskich Papierów Wartościowych, Warszawa 1998.
66. *Rocznik 2004*, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, Warszawa 2004.
67. Rose H., *Kluczowa rola „pośredników”*, [w:] *Tajniki finansów*, Wydawnictwo K. E. Liber, Warszawa 2000.
68. *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002-2003*, NBP, Warszawa 2004.
69. Rytelewska G., Hunczonek E., *Zmiany w popycie na kredyty gospodarstw domowych*, NBP 2004, Zeszyt Nr 171.

70. Sas-Kulczycka K., Choryło D., Król J., Lasota Z., *Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce*, WIG-Press, Warszawa 1998.
71. Socha J., *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Olympus, Warszawa 2003.
72. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Pieniężny Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2001 rok.
73. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Pieniężny Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2002 rok.
74. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Pieniężny Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2003 rok.
75. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Pieniężny Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2004 rok.
76. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Pieniężny Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2005 rok.
77. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Pieniężny Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
78. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Pieniężny Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.
79. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Lokacyjny Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2005 rok.
80. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Lokacyjny Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
81. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Lokacyjny Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.
82. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Lokacyjny Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2008 rok.
83. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Ochrony Kapitału Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2004 rok.
84. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Ochrony Kapitału Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2005 rok.
85. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Ochrony Kapitału Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
86. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Ochrony Kapitału Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.
87. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Ochrony Kapitału Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2008 rok.
88. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Skarbowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2003 rok.
89. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Skarbowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2004 rok.

90. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Skarbowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2005 rok.
91. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Skarbowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
92. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Skarbowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.
93. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Skarbowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2008 rok.
94. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 1997 rok.
95. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 1998 rok.
96. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 1999 rok.
97. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2000 rok.
98. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2001 rok.
99. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2002 rok.
100. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2003 rok.
101. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2004 rok.
102. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2005 rok.
103. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
104. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.
105. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2008 rok.
106. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 1995 rok.
107. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 1996 rok.
108. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 1997 rok.

109. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny
Otwarty za 1998 rok.
110. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny
Otwarty za 1999 rok.
111. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny
Otwarty za 2000 rok.
112. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny
Otwarty za 2001 rok.
113. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny
Otwarty za 2002 rok.
114. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny
Otwarty za 2003 rok.
115. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny
Otwarty za 2004 rok.
116. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny
Otwarty za 2005 rok.
117. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny
Otwarty za 2006 rok.
118. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny
Otwarty za 2007 rok.
119. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny
Otwarty za 2008 rok.
120. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Stabilnego Wzrostu Fundusz
Inwestycyjny Otwarty za 2001 rok.
121. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Stabilnego Wzrostu Fundusz
Inwestycyjny Otwarty za 2002 rok.
122. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Stabilnego Wzrostu Fundusz
Inwestycyjny Otwarty za 2003 rok.
123. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Stabilnego Wzrostu Fundusz
Inwestycyjny Otwarty za 2004 rok.
124. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Stabilnego Wzrostu Fundusz
Inwestycyjny Otwarty za 2005 rok.
125. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Stabilnego Wzrostu Fundusz
Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
126. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Stabilnego Wzrostu Fundusz
Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.
127. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Stabilnego Wzrostu Fundusz
Inwestycyjny Otwarty za 2008 rok.

128. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 1992 rok.
129. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 1993 rok.
130. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 1994 rok.
131. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 1995 rok.
132. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 1996 rok.
133. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 1997 rok.
134. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 1998 rok.
135. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 1999 rok.
136. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2000 rok.
137. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2001 rok.
138. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2002 rok.
139. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2003 rok.
140. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2004 rok.
141. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2005 rok.
142. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
143. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.
144. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2008 rok.
145. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 1995 rok.
146. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 1996 rok.

147. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 1997 rok.
148. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 1998 rok.
149. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 1999 rok.
150. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2000 rok.
151. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2001 rok.
152. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2002 rok.
153. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2003 rok.
154. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2004 rok.
155. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2005 rok.
156. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
157. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.
158. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2008 rok.
159. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Europejskich Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty za rok. 2003.
160. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Europejskich Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2004 rok
161. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Europejskich Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2005 rok. .
162. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Europejskich Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
163. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Europejskich Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.
164. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Europejskich Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2008 rok.
165. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Europejskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2004 rok.

166. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Europejskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2005 rok.
167. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Europejskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
168. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Europejskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.
169. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Europejskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2008 rok.
170. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Dolarowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2002 rok.
171. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Dolarowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2003 rok.
172. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Dolarowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2004 rok.
173. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Dolarowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2005 rok.
174. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Dolarowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
175. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Dolarowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.
176. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Dolarowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2008 rok.
177. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Dolarowych Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2002 rok.
178. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Dolarowych Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2003 rok.
179. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Dolarowych Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2004 rok.
180. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Dolarowych Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2005 rok.
181. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Dolarowych Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
182. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Dolarowych Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.
183. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Obligacji Dolarowych Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2008 rok.
184. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Amerykańskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2000 rok.

185. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Amerykańskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2001 rok.
186. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Amerykańskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2002 rok.
187. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Amerykańskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2003 rok.
188. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Amerykańskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2004 rok.
189. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Amerykańskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2005 rok.
190. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Amerykańskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
191. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Amerykańskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.
192. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Akcji Amerykańskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2008 rok.
193. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Rynku Amerykańskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2005 rok.
194. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Rynku Amerykańskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
195. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Rynku Amerykańskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.
196. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Zrównoważony Rynku Amerykańskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2008 rok.
197. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Dynamicznej Ochrony Kapitału Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2005 rok.
198. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Dynamicznej Ochrony Kapitału Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
199. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Dynamicznej Ochrony Kapitału Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.
200. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Dynamicznej Ochrony Kapitału Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2008 rok.
201. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Dochodu Mix 20 Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2005 rok.
202. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Dochodu Mix 20 Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
203. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Dochodu Mix 20 Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.

204. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Dochodu Mix 20 Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2008 rok.
205. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Wzrostu i Dochodu Mix 40 Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2005 rok.
206. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Wzrostu i Dochodu Mix 40 Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
207. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Wzrostu i Dochodu Mix 40 Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.
208. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Wzrostu i Dochodu Mix 40 Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2008 rok.
209. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Wzrostu Mix 60 Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2005 rok.
210. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Wzrostu Mix 60 Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
211. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Wzrostu Mix 60 Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.
212. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Wzrostu Mix 60 Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2008 rok.
213. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2005 rok.
214. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
215. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.
216. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2008 rok.
217. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2006 rok.
218. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2007 rok.
219. Sprawozdanie finansowe Pioneer PEKAO Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty za 2008 rok.
220. *Stare i nowe fundusze*, „Gazeta Bankowa” nr 12/529, marzec 1994.
221. Szczepański J., Szyszko L. (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2003.
222. Szymczak M. (red.), *Słownik języka polskiego*, PWN, Warszawa 1981.
223. Świderek T., Kostrz-Kostecka A., *Fundusze inwestycyjne*, Warszawa 1995.
224. Tarczyński W., Kunasz M., *Rynek kapitałowy*, Wyd. Zachodniopomorska Agencja Rozwoju Regionalnego, Szczecin 2002.

- 225. Ustawa o funduszach inwestycyjnych z dnia 28 sierpnia 1997 roku (Dz. U. z 1997, Nr 139, poz. 933).
- 226. Ustawa o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 roku (Dz. U. z 2004 Nr 146, poz. 1546).
- 227. Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z 22 marca 1991 roku (Dz. U. z 1991, Nr 35, poz. 155 z późn. zm.).
- 228. Węclawski J., *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 1997.
- 229. Wilczyński W., *Ekonomia i polityka gospodarcza okresu transformacji*, Poznań 1996.
- 230. Wilimowska Z., Madela M., *Fundusze inwestycyjne na polskim rynku*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Wrocławskiej, Wrocław 1998.
- 231. Woś M., *Ponad 100 lat funduszy inwestycyjnych*, Fakty nr 2/2002.
- 232. www.fefsi.org
- 233. www.finance.gospodarka.pl
- 234. www.inwestycje.pl
- 235. www.inwestycje.pl
- 236. www.izfa.pl
- 237. www.mt.gov.pl
- 238. www.pioneer.com.pl
- 239. www.stti.pl
- 240. www.wikipedia.org
- 241. Zeszyt BRE-BANK, Fundusze inwestycyjne na polskim rynku, Fundacja Naukowa CASE.
- 242. Zielonka P., *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, CeDeWu, Warszawa 2006.

SPIS TABEL

Tabela 1.1.	Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych	21
Tabela 1.2.	Rodzaje funduszy inwestycyjnych.....	24
Tabela 1.3.	Ryzyko całkowite	45
Tabela 2.1.	Udział funduszy inwestycyjnych na świecie (stan na koniec roku)	64
Tabela 2.2.	Aktywa netto w wybranych krajach na świecie w latach 2001-2008 (w mln dolarów).....	65
Tabela 2.3.	Liczba funduszy na świecie wg rodzajów w 2007 roku	66
Tabela 2.4.	Udział poszczególnych rodzajów funduszy w aktywach światowego ryнку funduszy inwestycyjnych	67
Tabela 2.5.	Największe fundusze powiernicze w Stanach Zjednoczonych.....	69
Tabela 2.6.	Wartość aktywów funduszy inwestycyjnych w krajach OECD w przeliczeniu na jednego mieszkańca w dolarach według stanu na koniec 2002 roku	72
Tabela 2.7.	Fundusze UCITS wg kategorii	75
Tabela 2.8.	Aktywa netto funduszy UCITS w Europie	76
Tabela 2.9.	Aktywa netto funduszy UCITS w Europie	77
Tabela 2.10.	Struktura geograficzna funduszy UCITS i non-UCITS w aktywach funduszy inwestycyjnych (dane na koniec 06.2008)	78
Tabela 2.11.	Rodzaje funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej w latach 2006-2008 (stan na koniec roku).....	79
Tabela 2.12.	Geograficzna struktura funduszy w poszczególnych krajach europejskich (stan na koniec 06.2008)	81
Tabela 2.13.	Depozyty i należności gospodarstw domowych w latach 1996-2004 (w mld zł).....	83
Tabela 2.14.	Wartości i struktura oszczędności gospodarstw domowych (mld PLN) ..	85
Tabela 2.15.	Udział aktywów netto funduszy w wybranych kategoriach makroekonomicznych (mld PLN)	86
Tabela 2.16.	Struktura branżowa inwestycji PE/VC w Polsce w latach 2007-2008	97
Tabela 3.1.	Średnie ważone stopy zwrotu funduszy rynku pieniężnego w latach 1998-2002.....	104
Tabela 3.2.	Liczba funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1998-2002 (stan na koniec roku).....	105
Tabela 3.3.	Udział poszczególnych grup funduszy w rynku w latach 2002-2004	109
Tabela 3.4.	Dynamika zmian WAN poszczególnych TFI (mln PLN)	118
Tabela 3.5.	Wartość i dynamika PKB wg cen bieżących (w mld PLN).....	121
Tabela 3.6.	Polska na tle krajów europejskich (WAN w mld EUR)	123

Tabela 3.7.	Ilość TFI i zarządzanych przez nie funduszy.....	124
Tabela 3.8.	Wartość i struktura oszczędności gospodarstw domowych (mld PLN) ..	125
Tabela 3.9.	Udział aktywów netto funduszy w wybranych kategoriach makroekonomicznych (mld PLN)	125
Tabela 3.10.	WAN na głowę mieszkańca (tys. EUR)	126
Tabela 3.11.	Towarzystwa funduszy inwestycyjnych i ich udział w rynku (w %) według wartości aktywów netto (lata 2007-2008).....	128
Tabela 3.12.	Wydarzenia istotne dla napływu kapitału do funduszy inwestycyjnych w latach 1992-2008.....	176
Tabela 5.1.	Fundusze Inwestycyjne Pioneer Pekao Investment S.A.....	213
Tabela 5.2.	Rodzaje Funduszy Inwestycyjnych Pioneer Pekao Investment S.A.....	214
Tabela 5.3.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1992-2008	215
Tabela 5.4.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1995-2008	219
Tabela 5.5.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1995-2008	221
Tabela 5.6.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1997-2008	224
Tabela 5.7.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Amerykańskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2000-2008	227
Tabela 5.8.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Pieniężny Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2001-2008	228
Tabela 5.9.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Stabilnego Wzrostu Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2001-2008	230
Tabela 5.10.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjnych Otwarty Telekomunikacji Polskiej w latach 2001-2008.....	231
Tabela 5.11.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Dolarowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2002-2008	233
Tabela 5.12.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Dolarowych Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2002-2008	234
Tabela 5.13.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Skarbowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2003-2007	236
Tabela 5.14.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Europejskich Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2003-2008	238
Tabela 5.15.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Europejskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2004-2008	240
Tabela 5.16.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Ochrony Kapitału Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2004-2007	241

Tabela 5.17.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Lokacyjny Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008	243
Tabela 5.18.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Zrównoważony Rynek Amerykańskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008.....	245
Tabela 5.19.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Dynamicznej Ochrony Kapitału Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2007	247
Tabela 5.20.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Dochodu Mix 20 Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008	248
Tabela 5.21.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Wzrostu i Dochodu Mix 40 Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008	249
Tabela 5.22.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Wzrostu Mix 60 Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008	251
Tabela 5.23.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008.....	252
Tabela 5.24.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2006-2008.....	254
Tabela 5.25.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Dochodu i Wzrostu Rynku Chińskiego w latach 2006-2008	255
Tabela 5.26.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Dochodu i Wzrostu Rynku Pacyfiku w latach 2006-2008	257
Tabela 5.27.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Zabezpieczony Rynek Polskiego SFIO w latach 2006-2008	258
Tabela 5.28.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Rynków Wschodzących w latach 2007-2008	260
Tabela 5.29.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Małych i Średnich Spółek Rynków Rozwiniętych w latach 2007-2008.....	261
Tabela 5.30.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Rynków Dalekiego Wschodu w latach 2007-2008.....	262
Tabela 5.31.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Strategicznych w latach 2007-2008.....	264
Tabela 5.32.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Europy Wschodniej w 2008 roku	265
Tabela 5.33.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Surowców i Energii w 2008 roku	266
Tabela 5.34.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Fundusze Zagraniczne – subfundusz Strategie Funduszowe SFIO w 2008 roku.....	267
Tabela 5.35.	Sprzedaż jednostek uczestnictwa Pioneer Zagraniczne Fundusze Akcyjne – subfundusz Strategie Funduszowe SFIO w 2008 roku	268

Tabela 5.36.	Struktura podmiotowa wg dwu cech: środków zgromadzonych w funduszach i procentowego udziału w rynku TFI (kwiecień 2008 roku)	276
Tabela 5.37.	Ścieżka ekspansji największych funduszy Pioneer Pekao Inv. pod względem wartości aktywów netto w latach 1992-2007 (mln zł)	277
Tabela 5.38.	WAN Funduszy inwestycyjnych Pioneer Pekao Investment w kolejnych etapach rozwoju funduszy inwestycyjnych na tle wskaźników ekonomicznych i rynku funduszy inwestycyjnych w latach 1992-2008.....	278
Tabela 5.39.	Fundusze akcji	283
Tabela 5.40.	Fundusze mieszane	284
Tabela 5.41.	Fundusze stabilnego wzrostu	285
Tabela 5.42.	Fundusze obligacji	286
Tabela 5.43.	Fundusze rynku pieniężnego	287
Tabela 5.44.	Fundusz Pioneer Pieniężny FIO (lata 2001-2008).....	294
Tabela 5.45.	Fundusz Pioneer Zrównoważony FIO (lata 1992-2008)	296
Tabela 5.46.	Fundusz Pioneer Obligacji FIO (lata 1997-2008).....	299
Tabela 5.47.	Fundusz Pioneer Obligacji Plus FIO (lata 1995-2008).....	301
Tabela 5.48.	Fundusz Pioneer Stabilnego Wzrostu FIO (lata 1996-2008).....	303
Tabela 5.49.	Fundusz Pioneer Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego FIO (lata 2005-2008).....	305
Tabela 5.50.	Zestawienie podstawowych mierników struktury funduszy Pioneer Pekao Investments	307
Tabela 5.51.	Fundusz Pioneer Obligacji FIO	311
Tabela 5.52.	Fundusz Pioneer Obligacji FIO (prognoza).....	312
Tabela 5.53.	Fundusz Pioneer Zrównoważony FIO	314
Tabela 5.54.	Fundusz Pioneer Zrównoważony FIO (prognoza).....	316
Tabela 5.55.	Fundusz Pioneer Obligacji Plus FIO	317
Tabela 5.56.	Fundusz Pioneer Obligacji Plus FIO (prognoza).....	319
Tabela 5.57.	Fundusz Pioneer Stabilnego Wzrostu FIO.....	320
Tabela 5.58.	Fundusz Pioneer Stabilnego Wzrostu FIO (prognoza).....	321
Tabela 5.59.	Fundusz Pioneer Pieniężny FIO	323
Tabela 5.60.	Fundusz Pioneer Pieniężny FIO (prognoza).....	324

SPIS WYKRESÓW

Wykres 2.1.	Aktywa funduszy inwestycyjnych na świecie (w trylionach dolarów).....	62
Wykres 2.2.	Rynek funduszy inwestycyjnych na świecie w 2008 roku.....	63
Wykres 2.3.	Liczba funduszy inwestycyjnych otwartych w USA	68
Wykres 2.4.	Wzrost wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych w Europie w latach 1992-2008	70
Wykres 2.5.	Stopa wzrostu aktywów funduszy w % w roku 2002	71
Wykres 2.6.	Dynamika wzrostu aktywów zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych w Polsce i innych krajach europejskich w roku 2005 (zmiana % 2005)	71
Wykres 2.7.	Udział Funduszy UCITS i non-UCITS w aktywach europejskich funduszy ogółem	73
Wykres 2.8.	Tendencje rozwojowe funduszy UCITS wg rodzajów (w bln EUR).....	75
Wykres 2.9.	Udział procentowy funduszy zrównoważonych w aktywach funduszy UCITS (stan na koniec 06.2008)	80
Wykres 2.10.	Depozyty i kredyty gospodarstw domowych.....	84
Wykres 2.11.	Depozyty gospodarstw domowych w latach 2002-2008	84
Wykres 2.12.	Oszczędności gospodarstw domowych w latach 1996-2008	87
Wykres 2.13.	Relacje oszczędności ogółem do PKB w latach 1996-2008	88
Wykres 2.14.	Inwestycje PE/VC w Polsce w latach 2006-2008	95
Wykres 3.1.	Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych (powierniczych) w latach 1993-2008 (mld PLN).....	101
Wykres 3.2.	Liczba towarzystw funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1998-2002 z podziałem według rodzajów akcjonariuszy.....	105
Wykres 3.3.	Wartość aktywów funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1998-2002 (w mln zł)	106
Wykres 3.4.	Alokacja aktywów funduszy inwestycyjnych w 2002 roku.....	106
Wykres 3.5.	Największe fundusze inwestycyjne w poszczególnych kategoriach i ich udział w rynku (w %) według wartości aktywów netto (stan na koniec 2002 roku).....	107
Wykres 3.6.	Wartość aktywów netto funduszy w latach 1992-2004 (mln zł).....	108
Wykres 3.7.	Aktywa netto poszczególnych grup funduszy.....	109
Wykres 3.8.	Udział poszczególnych grup funduszy w rynku w 2003 i 2004 roku	110
Wykres 3.9.	Ilość towarzystw funduszy inwestycyjnych i zarządzanych przez nie funduszy (w latach 1999-2004).....	111
Wykres 3.10.	Aktywa gospodarstw domowych 2000-2005.....	112

Wykres 3.11. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz fundusze inwestycyjne w 2005 roku	113
Wykres 3.12. Aktywa funduszy jako % PKB	114
Wykres 3.13. Miesięczna wartość aktywów netto (mln PLN)	115
Wykres 3.14. WAN funduszy w latach 2000-2007 (mld PLN)	116
Wykres 3.15. Struktura aktywów netto w podziale na grupy.....	117
Wykres 3.16. Struktura rynku według TFI w latach 2006-2007	119
Wykres 3.17. Aktywa funduszy w latach 2001-2008 (mld PLN)	121
Wykres 3.18. Struktura aktywów netto w podziale na segmenty	122
Wykres 3.19. Ilość TFI i zarządzanych przez nie funduszy w latach 2000-2008	124
Wykres 3.20. Udział poszczególnych grup funduszy w rynku w 2007 i 2008 roku	127
Wykres 3.21. Udział poszczególnych grup funduszy w rynku w 2007 i 2008 roku	127
Wykres 4.1. Wyniki Pioneer Fund	183
Wykres 4.2. Skumulowany wzrost wartości Pioneer Fund (liczony od 1999 roku wstecz)	183
Wykres 5.1. Pioneer Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. (dane za 2008 rok).....	212
Wykres 5.2. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1992-2008.....	216
Wykres 5.3. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1995-2008.....	220
Wykres 5.4. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Polskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1995-2008	222
Wykres 5.5. Kształtowanie sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 1997-2008.....	224
Wykres 5.6. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Amerykańskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2000-2008	227
Wykres 5.7. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Pieniężny Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2001-2008.....	229
Wykres 5.8. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Stabilnego Wzrostu Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2001-2008	230
Wykres 5.9. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjnych Otwarty Telekomunikacji Polskiej w latach 2001-2008	232
Wykres 5.10. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Dolarowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2002-2008	233
Wykres 5.11. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Dolarowych Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2002-2008	235
Wykres 5.12. Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Skarbowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2003-2007	236

Wykres 5.13.	Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Europejskich Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2003-2008...	238
Wykres 5.14.	Kształtowanie sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Europejskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2004-2008.....	240
Wykres 5.15.	Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Ochrony Kapitału Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2004-2007	241
Wykres 5.16.	Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Lokacyjny Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008.....	244
Wykres 5.17.	Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Zrównoważony Rynku Amerykańskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008	245
Wykres 5.18.	Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Dynamicznej Ochrony Kapitału Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2007	247
Wykres 5.19.	Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Dochodu Mix 20 Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008	248
Wykres 5.20.	Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Wzrostu i Dochodu Mix 40 Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008 ..	250
Wykres 5.21.	Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Wzrostu Mix 60 Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008	251
Wykres 5.22.	Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008	253
Wykres 5.23.	Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Średnich Spółek Rynku Polskiego Fundusz Inwestycyjny Otwarty w latach 2005-2008	254
Wykres 5.24.	Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Dochodu i Wzrostu Rynku Chińskiego w latach 2006-2008	256
Wykres 5.25.	Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Dochodu i Wzrostu Rynku Pacyfiku w latach 2006-2008	257
Wykres 5.26.	Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Zabezpieczony Rynku Polskiego SFIO w latach 2006-2008.....	259
Wykres 5.27.	Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Rynków Wschodzących w latach 2007-2008	260
Wykres 5.28.	Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Małych i Średnich Spółek Rynków Rozwiniętych w latach 2007-2008....	261
Wykres 5.29.	Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Akcji Rynków Dalekiego Wschodu w latach 2007-2008	263
Wykres 5.30.	Kształtowanie się sprzedaży jednostek uczestnictwa Pioneer Obligacji Strategicznych w latach 2007-2008	264
Wykres 5.31.	Struktura rynku TFI – kwiecień 2008 roku	275

Wykres 3.32. WAN Pioneer Pekao Investment na tle kolejnych etapów rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce (lata 1992-2008).....	279
Wykres 5.33. Graficzna analiza ryzyko-dochód Fundusz Pioneer Pieniężny FIO (opracowanie własne przy pomocy programu Excel).....	295
Wykres 5.34. Graficzna analiza ryzyko-dochód Fundusz Pioneer Zrównoważony FIO (opracowanie własne przy pomocy programu Excel).....	297
Wykres 5.35. Graficzna analiza ryzyko-dochód Fundusz Pioneer Obligacji FIO (opracowanie własne przy pomocy programu Excel).....	300
Wykres 5.36. Graficzna analiza ryzyko-dochód Fundusz Pioneer Obligacji Plus FIO (opracowanie własne przy pomocy programu Excel).....	302
Wykres 5.37. Graficzna analiza ryzyko-dochód Fundusz Pioneer Stabilnego Wzrostu FIO (opracowanie własne przy pomocy programu Excel).....	304
Wykres 5.38. Graficzna analiza ryzyko-dochód Fundusz Pioneer Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego FIO (opracowanie własne przy pomocy programu Excel).....	306
Wykres 5.39. Prognoza Funduszu Pioneer Obligacji FIO.....	313
Wykres 5.40. Prognoza Funduszu Pioneer Zrównoważony FIO	316
Wykres 5.41. Prognoza Funduszu Pioneer Obligacji Plus FIO.....	319
Wykres 5.42. Prognoza Funduszu Pioneer Stabilnego Wzrostu FIO.....	322
Wykres 5.43. Prognoza Funduszu Pioneer Pieniężny FIO.....	325

SPIS RYSUNKÓW

Rys. 1.1.	Schemat funduszy inwestycyjnych – fundusze akcji	21
Rys. 1.2.	Schemat funduszy inwestycyjnych – fundusze hybrydowe	22
Rys. 1.3.	Schemat funduszy inwestycyjnych – fundusze papierów dłużnych.....	22
Rys. 1.4.	Schemat funduszy inwestycyjnych – fundusze gotówkowe i rynku pieniężnego	23
Rys. 2.1.	Rola funduszy inwestycyjnych w rozwoju gospodarczym.....	91
Rys. 3.1.	Poszczególne etapy nabywania jednostek uczestnictwa	145
Rys. 3.2.	Podmioty zaangażowane w funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych.....	147
Rys. 3.3.	Determinanty rozwoju funduszy inwestycyjnych	157
Rys. 3.4.	Etapy wprowadzania aktów prawnych regulujących rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce	160
Rys. 3.5.	Wpływ czynników prawno-podatkowych na fundusze inwestycyjne.....	174
Rys. 4.1.	Struktura organizacyjna The Pioneer Group Inc.	186
Rys. 4.2.	Rodzaje funduszy inwestycyjnych i emitowanych przez nie tytułów uczestnictwa.....	200

SPIS MAP

Mapa 5.1.	Mapa lokalizacji dystrybutorów jednostek uczestnictwa funduszy Pioneer w 1992 roku.....	280
Mapa 5.2.	Mapa lokalizacji dystrybutorów jednostek uczestnictwa funduszy Pioneer w 2008 roku.....	281

ANEKS

**TABELA OPŁAT MANIPULACYJNYCH
(STOSOWANYCH PRZY NABYWANIU JEDNOSTEK UCZESTNICTWA
FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH PIONEER)**

Tabele obowiązują od dnia 08.02.2008 roku dla Kont przypisanych do Prowadzącego Dystrybucję

1. Pioneer Pieniężny FIO

Opłata manipulacyjna przy nabywaniu Jednostek Uczestnictwa kategorii A oraz I

Wartość dokonywanej wpłaty oraz salda wszystkich kont danego Uczestnika w funduszach objętych prawem akumulacji wpłat zgodnie ze statutem danego funduszu (łącznie)	Opłata manipulacyjna
	Pioneer Pieniężny FIO
Poniżej 10.000 PLN	0%
Od 10.000 poniżej 25.000 PLN	0%
Od 25.000 poniżej 50.000 PLN	0%
Od 50.000 poniżej 100.000 PLN	0%
Od 100.000 poniżej 200.000 PLN	0%
Od 200.000 poniżej 300.000 PLN	0%
Od 300.000 poniżej 500.000 PLN	0%
Od 500.000 poniżej 1.000.000 PLN	0%
Od 1.000.000 PLN	0%

2. Pioneer Obligacji FIO, Pioneer Obligacji Plus FIO

Opłaty manipulacyjne przy nabywaniu Jednostek Uczestnictwa kategorii A oraz I

Wartość dokonywanej wpłaty oraz salda wszystkich kont danego Uczestnika w funduszach objętych prawem akumulacji wpłat zgodnie ze statutem danego funduszu (łącznie)*	Opłata manipulacyjna	
	Pioneer Obligacji FIO	Pioneer Obligacji Plus FIO
Poniżej 10 tys. PLN	1,50 %	2,50%
Od 10 tys. poniżej 25 tys. PLN	1,40%	2,40%
Od 25 tys. poniżej 50 tys. PLN	1,30%	2,30%
Od 50 tys. poniżej 100 tys. PLN	1,20%	2,00%
Od 100 tys. poniżej 200 tys. PLN	1,10%	1,70%
Od 200 tys. poniżej 300 tys. PLN	1,00%	1,30%
Od 300 tys. poniżej 500 tys. PLN	0,80%	1,00%
Od 500 tys. poniżej 1 mln PLN	0,40%	0,50%
1 mln PLN i więcej 0	0,20%	0,25%

* dla wpłat na Konta IKE podstawę ustalenia stawki opłaty manipulacyjnej stanowi suma dwóch wartości: wartości dokonywanej wpłaty oraz wartości wszystkich, należących do Uczestnika jednostek uczestnictwa Funduszy na Kontach IKE w ramach Programu IKE, liczonych po maksymalnej cenie w ofercie publicznej.

3. Pioneer Stabilnego Wzrostu FIO, Pioneer Zrównoważony FIO

Oplaty manipulacyjne przy nabywaniu Jednostek Uczestnictwa kategorii A oraz I

Wartość dokonywanej wpłaty oraz salda wszystkich kont danego Uczestnika w funduszach objętych prawem akumulacji wpłat zgodnie ze statutem danego funduszu (łącznie)*	Opłata manipulacyjna	
	Pioneer Stabilnego Wzrostu FIO	Pioneer Zrównoważony FIO
Poniżej 10 tys. PLN	3,25%	4,50%
Od 10 tys. poniżej 25 tys. PLN	3,00%	4,00%
Od 25 tys. poniżej 50 tys. PLN	2,75%	3,50%
Od 50 tys. poniżej 100 tys. PLN	2,50%	3,00%
Od 100 tys. poniżej 200 tys. PLN	2,25%	2,50%
Od 200 tys. poniżej 300 tys. PLN	1,75%	2,00%
Od 300 tys. poniżej 500 tys. PLN	1,50%	1,50%
Od 500 tys. poniżej 1 mln PLN	1,00%	1,00%
1 mln PLN i więcej 0	0,50%	0,50%

* dla wpłat na Konta IKE podstawę ustalenia stawki opłaty manipulacyjnej stanowi suma dwóch wartości: wartości dokonywanej wpłaty oraz wartości wszystkich, należących do Uczestnika jednostek uczestnictwa Funduszy na Kontach IKE w ramach Programu IKE, liczonych po maksymalnej cenie w ofercie publicznej.

4. Pioneer Akcji Polskich FIO, Pioneer Akcji Amerykańskich FIO, Pioneer Akcji Europejskich FIO

Oplaty manipulacyjne przy nabywaniu Jednostek Uczestnictwa kategorii A oraz I

Wartość dokonywanej wpłaty oraz salda wszystkich kont danego Uczestnika w funduszach objętych prawem akumulacji wpłat zgodnie ze statutem danego funduszu (łącznie)* w PLN	Opłata manipulacyjna		
	Wpłata w USD lub EUR**	Pioneer Akcji Polskich FIO	Pioneer Akcji Amerykańskich FIO, Pioneer Akcji Europejskich FIO
Poniżej 10 tys. PLN	Odpowiedni przedział dla wpłat w PLN po przeliczeniu według średniego kursu NBP dla odpowiedniej waluty z dnia wyceny.	5,00 %	5,00%
Od 10 tys. poniżej 25 tys. PLN		4,50%	4,50%
Od 25 tys. poniżej 50 tys. PLN		3,75%	3,75%
Od 50 tys. poniżej 100 tys. PLN		3,00%	3,00%
Od 100 tys. poniżej 200 tys. PLN		2,50%	2,50%
Od 200 tys. poniżej 300 tys. PLN		2,00%	2,00%
Od 300 tys. poniżej 500 tys. PLN		1,50%	1,50%
Od 500 tys. poniżej 1 mln PLN		1,00%	1,00%
1 mln PLN i więcej PLN		0,50%	0,50%

* dla wpłat na Konta IKE podstawę ustalenia stawki opłaty manipulacyjnej stanowi suma dwóch wartości: wartości dokonywanej wpłaty oraz wartości wszystkich, należących do Uczestnika jednostek uczestnictwa Funduszy na Kontach IKE w ramach Programu IKE, liczonych po maksymalnej cenie w ofercie publicznej.

** wpłaty do danego Funduszu przyjmowane są w walutach określonych w statucie danego Funduszu, z wyłączeniem wpłat na Konto IKE, które mogą być dokonywane wyłącznie w walucie polskiej.

5. Pioneer Obligacji Dolarowych Plus FIO, Pioneer Obligacji Dolarowych FIO, Pioneer Obligacji Europejskich Plus FIO

Oplaty manipulacyjne przy nabywaniu Jednostek Uczestnictwa kategorii A oraz I

Wartość dokonywanej wpłaty oraz salda wszystkich kont danego Uczestnika w funduszach objętych prawem akumulacji wpłat zgodnie ze statutem danego funduszu (łącznie)* w PLN	Opłata manipulacyjna			
	Wpłata w USD lub EUR**	Pioneer Obligacji Dolarowych Plus FIO	Pioneer Obligacji Dolarowych FIO	Pioneer Obligacji Europejskich Plus FIO
Poniżej 10 tys. PLN	Odpowiedni przedział dla wpłat w PLN po przeliczeniu według średniego kursu NBP dla odpowiedniej waluty z dnia wyceny.	2,50%	1,50%	2,50%
Od 10 tys. poniżej 25 tys. PLN		2,40%	1,40%	2,40%
Od 25 tys. poniżej 50 tys. PLN		2,30%	1,30%	2,30%
Od 50 tys. poniżej 100 tys. PLN		2,00%	1,00%	2,00%
Od 100 tys. poniżej 200 tys. PLN		1,70%	0,70%	1,70%
Od 200 tys. poniżej 300 tys. PLN		1,30%	0,40%	1,30%
Od 300 tys. poniżej 500 tys. PLN		1,00%	0,30%	1,00%
Od 500 tys. poniżej 1 mln PLN		0,50%	0,20%	0,50%
1 mln PLN i więcej PLN		0,25%	0,10%	0,25%

* dla wpłat na Konta IKE podstawę ustalenia stawki opłaty manipulacyjnej stanowi suma dwóch wartości: wartości dokonywanej wpłaty oraz wartości wszystkich, należących do Uczestnika jednostek uczestnictwa Funduszy na Kontach IKE w ramach Programu IKE, liczonych po maksymalnej cenie w ofercie publicznej.

** wpłaty do danego Funduszu przyjmowane są w walutach określonych w statucie danego Funduszu, z wyłączeniem wpłat na Konto IKE, które mogą być dokonywane wyłącznie w walucie polskiej.

6. Pioneer Funduszy Globalnych SFIO

Oplaty manipulacyjne przy nabywaniu Jednostek Uczestnictwa

Wartość dokonanej wpłaty oraz salda na koncie w tym Funduszu	Pioneer Funduszy Globalnych SFIO, Subfundusze: Pioneer Dochodu i Wzrostu Rynku Chińskiego, Pioneer Dochodu i Wzrostu Rynku Japońskiego, Pioneer Dochodu i Wzrostu Regionu Pacyfiku
	Stawka opłaty manipulacyjnej
Poniżej 10.000 PLN	4,00%
Od 10.000 poniżej 25.000 PLN	3,75%
Od 25.000 poniżej 50.000 PLN	3,50%
Od 50.000 poniżej 100.000 PLN	3,00%
Od 100.000 poniżej 200.000 PLN	2,50%
Od 200.000 poniżej 300.000 PLN	2,00%
Od 300.000 poniżej 500.000 PLN	1,50%
Od 500.000 poniżej 1.000.000 PLN	1,00%
Od 1.000.000 PLN	0,50%

Wartość dokonanej wpłaty oraz salda na koncie w tym Funduszu	Pioneer Funduszy Globalnych SFIO, Subfundusze: Pioneer Akcji Rynków Wschodzących, Pioneer Akcji Małych i Średnich Spółek Rynków Rozwiniętych, Pioneer Akcji Rynków Dalekiego Wschodu
	Stawka opłaty manipulacyjnej
Poniżej 10.000 PLN	5,00%
Od 10.000 poniżej 25.000 PLN	4,50%
Od 25.000 poniżej 50.000 PLN	3,75%
Od 50.000 poniżej 100.000 PLN	3,00%
Od 100.000 poniżej 200.000 PLN	2,50%
Od 200.000 poniżej 300.000 PLN	2,00%
Od 300.000 poniżej 500.000 PLN	1,50%
Od 500.000 poniżej 1.000.000 PLN	1,00%
Od 1.000.000 PLN	0,50%

Wartość dokonywanej wpłaty oraz salda wszystkich kont danego Uczestnika w Funduszu (łącznie) zgodnie z prawem akumulacji wpłat opisanym w statucie Funduszu	Stawka opłaty manipulacyjnej
	Pioneer Obligacji Strategicznych
Poniżej 10.000 PLN	1,50%
Od 10.000 poniżej 25.000 PLN	1,40%
Od 25.000 poniżej 50.000 PLN	1,30%
Od 50.000 poniżej 100.000 PLN	1,20%
Od 100.000 poniżej 200.000 PLN	1,10%
Od 200.000 poniżej 300.000 PLN	1,00%
Od 300.000 poniżej 500.000 PLN	0,80%
Od 500.000 poniżej 1.000.000 PLN	0,40%
Od 1.000.000 PLN	0,20%

UWAGA:

Pioneer Funduszy Globalnych SFIO nie jest obecnie objęty prawem akumulacji z pozostałymi funduszami.

7. Pioneer Zabezpieczony Rynek Polskiego SFIO

Oplaty manipulacyjne przy nabywaniu Jednostek Uczestnictwa

Wartość dokonanej wpłaty oraz salda na koncie w tym Funduszu	Pioneer Zabezpieczony Rynek Polskiego SFIO
	Stawka opłaty manipulacyjnej
Poniżej 10.000 PLN	3,75%
Od 10.000 poniżej 25.000 PLN	3,50%
Od 25.000 poniżej 50.000 PLN	3,25%
Od 50.000 poniżej 100.000 PLN	3,00%
Od 100.000 poniżej 200.000 PLN	2,50%
Od 200.000 poniżej 300.000 PLN	2,00%
Od 300.000 poniżej 500.000 PLN	1,50%
Od 500.000 poniżej 1.000.000 PLN	1,00%
Od 1.000.000 PLN	0,50%

UWAGA:

Pioneer Zabezpieczony Rynek Polskiego SFIO nie jest obecnie objęty prawem akumulacji z pozostałymi funduszami.

8. Pioneer Średnich Spółek Rynku Polskiego FIO

Oplaty manipulacyjne przy nabywaniu Jednostek Uczestnictwa kategorii A oraz I

Wartość dokonanej wpłaty oraz salda na koncie w tym Funduszu	Pioneer Średnich Spółek Rynku Polskiego FIO
	Stawka opłaty manipulacyjnej
Poniżej 10.000 PLN	5,00%
Od 10.000 poniżej 25.000 PLN	4,50%
Od 25.000 poniżej 50.000 PLN	3,75%
Od 50.000 poniżej 100.000 PLN	3,00%
Od 100.000 poniżej 200.000 PLN	2,50%
Od 200.000 poniżej 300.000 PLN	2,00%
Od 300.000 poniżej 500.000 PLN	1,50%
Od 500.000 poniżej 1.000.000 PLN	1,00%
Od 1.000.000 PLN	0,50%

9. Pioneer Aktywnej Alokacji FIO

Oplaty manipulacyjne przy nabywaniu Jednostek Uczestnictwa kategorii A oraz I

Wartość dokonywanej wpłaty oraz salda wszystkich kont danego Uczestnika w funduszach objętych prawem akumulacji wpłat zgodnie ze statutem danego funduszu (łącznie)	Pioneer Aktywnej Alokacji FIO
	Stawka opłaty manipulacyjnej
Poniżej 10.000 PLN	4,75%
Od 10.000 poniżej 25.000 PLN	4,25%
Od 25.000 poniżej 50.000 PLN	3,75%
Od 50.000 poniżej 100.000 PLN	3,00%
Od 100.000 poniżej 200.000 PLN	2,50%
Od 200.000 poniżej 300.000 PLN	2,00%
Od 300.000 poniżej 500.000 PLN	1,50%
Od 500.000 poniżej 1.000.000 PLN	1,00%
Od 1.000.000 PLN	0,50%

Źródło: Prospekt Emisyjny Pioneer, 2008.