



# **Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych**

---

**Raport 2000**

<b>Rynek funduszy inwestycyjnych – 2000</b>	<b>3</b>
Otoczenie gospodarcze oraz podstawowe czynniki warunkujące działalność funduszy inwestycyjnych	3
Towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz fundusze inwestycyjne	5
Aktywa funduszy inwestycyjnych	7
Napływ środków do funduszy inwestycyjnych	8
Udziały rynkowe towarzystw i koncentracja aktywów	9
<b>Wyniki funduszy inwestycyjnych</b>	<b>11</b>
Podstawowe czynniki wpływające na wyniki funduszy inwestycyjnych w latach 1996–2000	11
Wyniki funduszy inwestycyjnych w 2000 r.	12
Fundusze akcyjne	12
Fundusze hybrydowe	15
Fundusze obligacji	15
Fundusze rynku pieniężnego	16
Podsumowanie	17
<b>Analiza struktury kosztów</b>	<b>18</b>
Koszty pokrywane ze środków funduszu	18
Opłaty dystrybucyjne	21
Zasady opodatkowania	22
<b>Zmiany w regulacjach prawnych w 2000 roku</b>	<b>24</b>
Nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych	24
Akty wykonawcze do ustawy o funduszach inwestycyjnych	28
Pozostałe regulacje prawne	30



## **Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych**

### **Raport 2000**

#### **Szanowni Państwo,**

Przekazując w Państwa ręce drugi roczny raport Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce za rok 2000 pragniemy przedstawić Państwu informacje o działalności Stowarzyszenia.

Towarzystwa funduszy powierniczych, a dziś funduszy inwestycyjnych, zorganizowały swoje środowisko zawodowe w formie Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych. Zarejestrowane w 1997 roku i działające od tego czasu na rzecz rozwoju rynku instytucjonalnego zarządzania aktywami Stowarzyszenie jest członkiem Europejskiej Federacji Towarzystw i Funduszy Inwestycyjnych (FEFSI) z siedzibą w Brukseli, głównej organizacji samorządowej europejskich funduszy inwestycyjnych.

Główne cele działania naszego Stowarzyszenia to:

- reprezentacja środowiska towarzystw funduszy powierniczych i inwestycyjnych,
- wspieranie rozwoju towarzystw funduszy powierniczych i inwestycyjnych w Polsce,
- upowszechnianie wiedzy o funduszach powierniczych i inwestycyjnych,
- rozwijanie i doskonalenie zasad etyki zawodowej specjalistów związanych z zarządzaniem funduszami powierniczymi i inwestycyjnymi.

Cele postawione przed Stowarzyszeniem realizujemy w szczególności poprzez:

- przygotowywanie analiz i ekspertyz dotyczących projektów legislacyjnych i innych zamierzeń regulacyjnych ważnych dla towarzystw funduszy inwestycyjnych i współpracujących z nimi instytucji rynku kapitałowego,
- udział w pracach instytucji opiniodawczo-doradczych w sprawach dotyczących rynku kapitałowego (w tym funduszy powierniczych i inwestycyjnych),

- organizowanie spotkań i konferencji poświęconych aktualnym problemom związanym z działalnością funduszy powierniczych i inwestycyjnych,
- zbieranie i gromadzenie informacji dotyczących sytuacji na rynku funduszy powierniczych i inwestycyjnych, przewidywanych zagrożeń oraz możliwości rozwoju, a następnie przekazywanie tych informacji i analiz członkom Stowarzyszenia,
- rozwijanie i doskonalenie zasad etyki zawodowej specjalistów, inwestorów i osób zawodowo związanych z rynkiem instrumentów inwestycyjnych w Polsce, przeznaczonym dla odbiorców indywidualnych,
- wspieranie procesu rozwoju rynku kapitałowego, aktywności gospodarczej i transformacji polskiego prawa finansowego,
- zbieranie i rozpowszechnianie informacji o członkach Stowarzyszenia i ich działalności w Polsce i poza jej granicami.

Rok 2000 charakteryzował się znacznym napływem aktywów do funduszy inwestycyjnych. Aktywa zarządzane przez fundusze wzrosły z 3,2 mld zł do 7,1 mld zł. Tak znaczny wzrost aktywów wynikał z sukcesu tzw. funduszy dywidendowych i zwrócenia się towarzystw w kierunku klientów instytucjonalnych, co świadczy o elastycznym dostosowywaniu oferty funduszy inwestycyjnych do potrzeb klientów. Nawet biorąc pod uwagę ten okresowy wzrost aktywów, Polska ciągle jest na odległym miejscu na liście krajów pod względem wartości aktywów funduszy w przeliczeniu na jednego mieszkańca (zaledwie 44 dolary na mieszkańca). Sytuacja ta wskazuje z jednej strony na rezerwę, z jaką traktowane są ciągle fundusze w Polsce, ale z drugiej strony, patrząc na doświadczenia zagraniczne, pokazuje znaczne możliwości rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w naszym kraju.

Niezwykle ważnym wydarzeniem ubiegłego roku była nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych, która między innymi wprowadziła nowy rodzaj funduszy zamkniętych typu *venture capital* oraz dała towarzystwom możliwość tworzenia tzw. zbiorczych portfeli papierów wartościowych dla klientów. Istotne znaczenie mają także zmiany umożliwiające sprzedaż funduszy poza biurami maklerskimi oraz za pośrednictwem osób fizycznych.

Istotnym wydarzeniem w roku 2000 był sukces funduszy inwestycyjnych na powstającym rynku III filara systemu emerytalnego. Spośród 54 pracowniczych programów emerytalnych zarejestrowanych do końca maja 2001 roku, 39 utworzono w formie umowy z funduszem inwestycyjnym.

Zarząd STFI  
 A. Kołatkowski  
 D. Winczewska  
 G. Świetlik

## Rynek funduszy inwestycyjnych – 2000

### Otoczenie gospodarcze oraz podstawowe czynniki warunkujące działalność funduszy inwestycyjnych

W 2000 r. gospodarka w Polsce rozwijała się w tempie zbliżonym do notowanego w poprzednich latach. Przyrost PKB w 2000 r. wyniósł 4,1%, przy czym w pierwszym półroczu tempo wzrostu wyniosło 5,6%, podczas gdy w drugim zmniejszyło się do 2,8%. Jedną z przyczyn słabszego wzrostu gospodarczego był znacznie wolniejszy wzrost popytu krajowego, który wyniósł 2,8%. Dla porównania, w 1999 r. przy zbliżonym poziomie wzrostu PKB zanotowano wzrost popytu wewnętrznego o 4,9%. Osłabienie popytu wewnętrznego to przede wszystkim rezultat znacznie niższego tempa wzrostu płac realnych, realnego spadku wartości rent i emerytur oraz wysokiego poziomu stóp procentowych, który ograniczał popyt na kredyty konsumpcyjne i inwestycyjne. Wobec niskiego poziomu popytu wewnętrznego głównym źródłem wzrostu gospodarczego w 2000 r. był eksport.

Wskaźnik inflacji w okresie od grudnia 1999 r. do grudnia 2000 r. wyniósł 8,5% i był wyższy od zakładanego w ustawie budżetowej na 2000 r. o 3,3%. Wzrost cen był też znacznie szybszy od wynikającego z wyznaczonego przez Radę Polityki Pieniężnej celu inflacyjnego (5,4–6,8%). Najwyższą roczną inflację odnotowano w lipcu (11,6%). Od sierpnia tempo wzrostu inflacji zaczęło spadać. Utrzymujące się wysokie realne stopy procentowe przyczyniły się do wzrostu skłonności do oszczędzania w gospodarstwach domowych. Z drugiej strony osłabiły zainteresowanie zaciąganiem kredytów.

Podstawową przyczyną utrzymywania się wysokiej inflacji w 2000 r. były szoki podażowe związane ze wzrostem cen ropy naftowej i produktów ropopochodnych na rynkach światowych oraz wzrostem cen żywności spowodowanym suszą.

Wolniejsze tempo wzrostu gospodarczego spowodowało szybki wzrost bezrobocia. Na koniec 2000 r. stopa bezrobocia osiągnęła poziom 15%, przewyższając o 2% poziom z końca 1999 r.

Czynnikiem pozytywnie wpływającym na rozwój działalności funduszy inwestycyjnych był znaczny wzrost kursów akcji notowanych na warszawskiej giełdzie w pierwszym kwartale 2000 r. Niestety, w drugim i trzecim kwartale 2000 r. warszawska giełda od-

czuła spadki, jakie były udziałem większości giełd światowych. Ożywienie rynku akcji nastąpiło dopiero pod koniec roku, co umożliwiło inwestorom odrobienie części strat poniesionych we wcześniejszych okresach.

Liczba funduszy działających w Polsce zwiększyła się z 62 w końcu 1999 r. do 81 w grudniu 2000 r. Całkowita wartość aktywów netto, którymi dysponowały fundusze, wzrosła w tym czasie z 3,2 mld zł do 7,1 mld.

Tabela 1

Wartość aktywów funduszy inwestycyjnych (w dolarach, w przeliczeniu na mieszkańca na koniec trzeciego kwartału 2000 r.).

Kraj	Aktywa na mieszkańca
USA	25695
Francja	11590
Kanada	9357
Szwecja	8933
Włochy	7281
Belgia	6409
Anglia	6342
Hiszpania	4303
Japonia	3870
Niemcy	2936
Portugalia	1698
Brazylia	887
Argentyna	207
Meksyk	192
Czechy	171
Polska*	44
Rosja	2

\* W przypadku Polski wartość aktywów według stanu na koniec 2000 r.  
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych publikowanych przez ICI oraz ONZ.

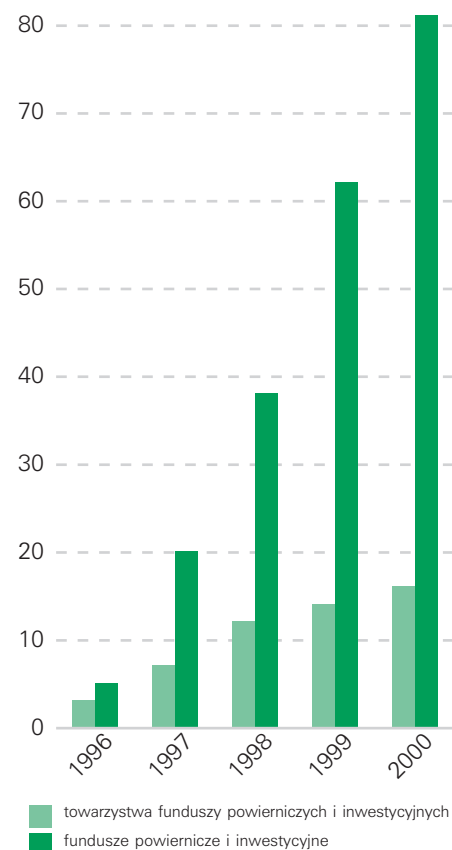
Oznacza to największy roczny przyrost aktywów w dotychczasowej historii funduszy inwestycyjnych w Polsce. Środki ulokowane w funduszach na koniec 2000 r. stanowiły 2,7% zobowiązań banków wobec sektora niefinansowego (przedsiębiorstw i gospodarstw domowych). Pomimo tak dynamicznego wzrostu wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych w przeliczeniu na jednego mieszkańca stanowiła równowartość zaledwie 44 dolarów, co jest kwotą znacznie ustępującą analogicznym wartościom zarówno dla rynków rozwiniętych, jak i rozwijających się (tabela 1). Na przykład w Czechach, kraju o stopniu rozwoju ekonomicznego podobnym do Polski, aktywa przypadające na mieszkańca były prawie czterokrotnie wyższe. Wielkość tę można traktować jako wyznacznik potencjalnego wzrostu aktywów funduszy inwestycyjnych w przyszłości.

Przewidywany stopniowy spadek stóp procentowych powinien sprzyjać poszukiwaniu alternatywnych wobec lokat bankowych sposobów oszczędzania i przyczynić się do wzrostu zainteresowania ofertą funduszy inwestycyjnych. Oczekiwanym bodźcem stymulującym rozwój rynku jest rozpoczęta w 1999 r. reforma systemu emerytalnego. Pierwszy i drugi filar nowego systemu jedynie w ograniczonym stopniu zabezpieczają utrzymanie w wieku emerytalnym standardu życia z okresu aktywności zawodowej, co powoduje, że dobrowolne formy oszczędzania na starość będą zyskiwać coraz większą popularność. Fundusze inwestycyjne są tu doskonałą alternatywą w ramach trzeciego filaru nowego systemu emerytalnego.

Znowelizowane przepisy ustawy o pracowniczych programach emerytalnych, które weszły w życie w 2000 r., wprowadziły wiele istotnych zmian, w tym między innymi zasadę finansowania podstawowej składki przez pracodawcę, jak również zwolnienie wypłat zgromadzonych oszczędności z podatku dochodowego od osób fizycznych oraz podatku spadkowego bez względu na formę, w jakiej zorganizowany jest dany program emerytalny. Oczekuje się, że zmiany te będą pozytywnie oddziaływać na rozwój PPE oraz umocnienie się pozycji funduszy inwestycyjnych w trzecim filarze. Według stanu z końca maja 2001 r., spośród 54 zarejestrowanych pracowniczych programów emerytalnych 39 prowadzonych było w formie umowy o wnoszenie składek do funduszy inwestycyjnych.

Ważnym wydarzeniem w 2000 r. była nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych, która umożliwi tworzenie przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych nowych rodzajów produktów. Nowelizacja ta otwiera przede wszystkim możliwość tworzenia specjalistycznych funduszy zamkniętych mających formę funduszy *venture capital* lub inwestujących w nieruchomości oraz prowadzenia przez towarzystwa działalności polegającej na zarządzaniu tzw. zbiorczym portfelem papierów wartościowych.

**Wykres 1**  
Liczba aktywnie działających towarzystw funduszy inwestycyjnych i powierniczych oraz funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1996–2000 (stan na koniec grudnia odpowiedniego roku).



Na rozwój funduszy inwestycyjnych pozytywnie oddziałuje też stopniowa zmiana systemu dystrybucji jednostek uczestnictwa. Niektóre towarzystwa rozpoczęły sprzedaż produktów poprzez Internet. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd udzieliła w minionym roku pierwszych zezwoleń na nabywanie jednostek uczestnictwa funduszy za pośrednictwem spółek dystrybucyjnych, agentów transferowych oraz firm doradztwa finansowego. Komisja zezwoliła również na dystrybuowanie jednostek przez osoby fizyczne zatrudniane przez te podmioty na podstawie umów agencyjnych. Coraz istotniejszą rolę odgrywa również dystrybucja jednostek uczestnictwa za pośrednictwem banków.

Duży potencjał rynku, korzystne zmiany w regulacjach prawnych oraz rozwój kanałów dystrybucji sprawiają, że perspektywy działalności funduszy inwestycyjnych należy ocenić pozytywnie, o czym świadczyć może fakt, że kolejne instytucje finansowe ogłaszają plany utworzenia w Polsce towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Wzrost zainteresowania ofertą funduszy inwestycyjnych jest jednak w dużym stopniu uwarunkowany szybszym tempem rozwoju gospodarczego.

### **Towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz fundusze inwestycyjne**

Według stanu na koniec 2000 r. zezwolenie na utworzenie towarzystwa funduszy inwestycyjnych posiadało w Polsce 20 podmiotów, z których 16 aktywnie działało na rynku, zarządzając łącznie 81 funduszami. W ciągu roku cztery nowe towarzystwa zaoferowały klientom swoje produkty.

W 2000 r. miała miejsce pierwsza fuzja dwóch towarzystw, w wyniku której nastąpiło połączenie Korony TFI oraz Union Investment TFI. Proces połączenia zainicjowały również PPTFI Pioneer oraz Pekao/Alliance TFI. W 2000 r. miał również miejsce pierwszy przypadek przejęcia zarządzania funduszami jednego towarzystwa przez inne – zarządzanie trzema funduszami Forum ZTFI zostało przejęte przez Invesco TFI.

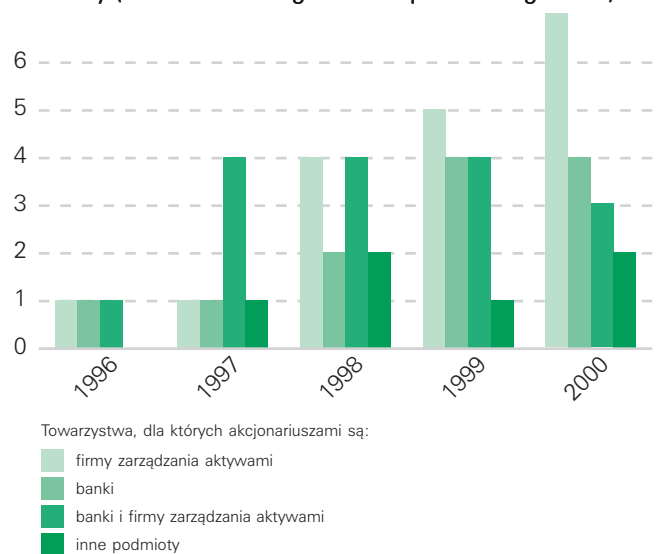
Pod koniec 2000 r. akcjonariuszami działających w Polsce towarzystw funduszy inwestycyjnych były instytucje sektora finansowego: banki, firmy specjalizujące się w zarządzaniu aktywami oraz grupy ubezpieczeniowe. W przypadku 4 spośród 16 aktywnie działających towarzystw funduszy inwestycyjnych wyłącznymi akcjonariuszami były polskie lub zagraniczne banki, w przypadku 7 towarzystw – firmy specjalizujące się w zarządzaniu aktywami, a w przypadku 2 – grupy ubezpieczeniowe. Pozostałe 3 towarzystwa stanowiły spółki z udziałem polskich banków i zagranicznych firm specjalizujących się w zarządzaniu aktywami. Na skutek zaistniałych procesów fuzji i przejęć nastąpiła zmiana w akcjonariacie Union Investment TFI, w wyniku której 70% udziałów tego towarzystwa znalazło się w posiadaniu Union Fonds Holding AG, a pozostałe 30% w posiadaniu BGŻ SA. Dokonanie przejrzystego podziału utrudnia fakt, że większość firm zarządzających aktywami, które są akcjonariuszami towarzystw funduszy inwestycyjnych, wchodzi w skład grup finansowych o wysokim udziale działalności bankowej.

W 2000 r. zakończył się proces przekształcania funduszy powierniczych w otwarte fundusze inwestycyjne. Wszystkie spośród ośmiu funduszy powierniczych, jakie działały jeszcze pod koniec 1999 r., zostały przekształcone w otwarte fundusze inwestycyjne. W 2000 r. powstało również 19 nowych funduszy, spośród których największą grupę stanowiły fundusze rynku pieniężnego (8 funduszy). Działalność rozpoczęły ponadto 3 nowe fundusze akcyjne oraz po 2 fundusze obligacji, zrównoważone, stabilnego wzrostu oraz gwarantowane. Uwzględniając kryterium prawne, największą grupę wśród nowo powstałych podmiotów stanowiły specjalistyczne fundusze otwarte (9 funduszy). Powstało również 8 funduszy otwartych oraz 2 fundusze zamknięte.

Spośród 81 działających na koniec 2000 r. funduszy inwestycyjnych 61 było funduszami otwartymi, 17 działało jako fundusze specjalistyczne otwarte, a 3 jako fundusze zamknięte. Biorąc pod uwagę kryterium dokonywanych lokat, najwięcej, bo aż 25, było funduszy akcyjnych, w tym 3 indeksowe oraz 2 prywatyzacji. Deklarowana w statutach polityka inwestycyjna pozwala zaliczyć 16 podmiotów do grupy funduszy obligacji (w tym jeden fundusz dywidendowy), 15 do grupy funduszy rynku pieniężnego (w tym 6 funduszy dywidendowych), a 25 do kategorii funduszy hybrydowych (w tym 14 funduszy zrównoważonych, 9 funduszy stabilnego wzrostu oraz 2 gwarantowane).

Szczególną popularnością cieszyły się w 2000 r. fundusze dywidendowe. Wypłacają one swoim uczestnikom okresowe zyski w postaci udziału w dochodach funduszu, bez konieczności umarzania jednostek uczestnictwa. Wartość jednostek uczestnictwa takich funduszy jest stała. Fundusze tego typu powstawały przede wszystkim jako fundusze rynku pieniężnego. Cieszyły się one bardzo dużą popularnością klientów instytucjonalnych z uwagi na obowiązujące do końca 2000 r. istotne korzyści podatkowe. Polegały one na tym, że zyski osób prawnych z inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszy dywidendowych opodatkowane były zryczałtowanym podatkiem w wysokości 20% uzyskanego przychodu. Podatek ten mógł być następnie odliczony od podatku dochodowego płaconego na ogólnych zasadach. W przypadku samodzielnego inwestowania w papiery wartościowe osoba prawna była natomiast zobligowana do zapłacenia podatku w wysokości 30% zysku zrealizowanego w wyniku sprzedaży papierów wartościowych. Na skutek zmian w przepisach podatkowych, które zaczęły obowiązywać od stycznia 2001 r., opisane powyżej korzystne zasady opodatkowania zostały zlikwidowane.

**Wykres 2**  
Liczba towarzystw funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1996–2000 z podziałem według rodzaju akcjonariuszy (stan na koniec grudnia odpowiedniego roku).





**Tabela 2**  
**Liczba funduszy powierniczych i inwestycyjnych w latach 1996–2000**  
 (stan na koniec grudnia odpowiedniego roku).

	1996	1997	1998	1999	2000
Fundusze akcyjne	1	8	17	22	25
Fundusze obligacji	1	3	7	14	16
Fundusze hybrydowe (w tym zrównoważone)	3	7	12	19	25
Fundusze rynku pieniężnego	0	2	2	7	15
<b>Liczba funduszy ogółem</b>	<b>5</b>	<b>20</b>	<b>38</b>	<b>62</b>	<b>81</b>

W 2000 r. powstały dwa pierwsze fundusze gwarantowane, działające w formie funduszy zamkniętych. Gwarantują one inwestorom wypłatę minimalnej wartości certyfikatu inwestycyjnego w terminie likwidacji funduszu.

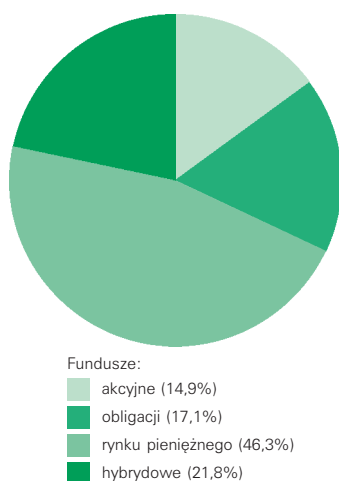
W wolnym tempie rozwijał się segment funduszy indeksowych. Na koniec 2000 r. działały jedynie trzy tego typu fundusze. Portfele lokat tych funduszy odzwierciedlały konstrukcję głównych indeksów warszawskiej giełdy (WIG i WIG20). Z uwagi na zapowiedziane przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie udostępnienie inwestorom nowego produktu w postaci tzw. akcji syntetycznych reprezentujących jednostki indeksowe, istnieje obawa przed spadkiem zainteresowania klientów ofertą funduszy indeksowych.

Wśród nowych produktów znalazły się fundusze zagraniczne, które inwestują na rynkach poza granicami Polski, oraz fundusze globalne, inwestujące zarówno w Polsce, jak i za granicą. Na koniec 2000 r. w inwestycjach zagranicznych specjalizowały się cztery fundusze akcyjne.

W przypadku kilku funduszy nastąpiła zmiana polityki inwestycyjnej. Z uwagi na ograniczone perspektywy rozwoju funduszy prywatyzacji, politykę inwestycyjną zmieniły trzy podmioty spośród należących do tej kategorii funduszy. Jeden z nich przekształcił się w fundusz akcji inwestujący na rynkach zagranicznych, inny w fundusz indeksowy, a jeden stał się funduszem akcji inwestującym na polskim rynku. Dwa pozostałe fundusze prywatyzacji zapowiedziały zmianę polityki inwestycyjnej w 2001 r.

Fundusze prywatyzacji zaliczane były do grupy funduszy sektorowych, specjalizujących się w określonym segmencie rynku akcji. Do grupy tej dołączył w 2000 r. pierwszy fundusz inwestujący w spółki z sektora IT.

**Wykres 3**  
**Alokacja aktywów**  
**funduszy inwestycyjnych**  
**(grudzień 2000 r.).**



### **Aktywa funduszy inwestycyjnych**

W 2000 r. zanotowano największy wzrost wartości aktywów w historii dotychczasowej działalności funduszy inwestycyjnych w Polsce. Wartość aktywów netto, jakimi dysponowały fundusze inwestycyjne, zwiększyła się z 3,2 mld zł do 7,1 mld (z 759,9 do 1714 mln dolarów). Tak znaczący przyrost aktywów funduszy wynikał przede wszystkim z dużej popularności funduszy dywidendowych.

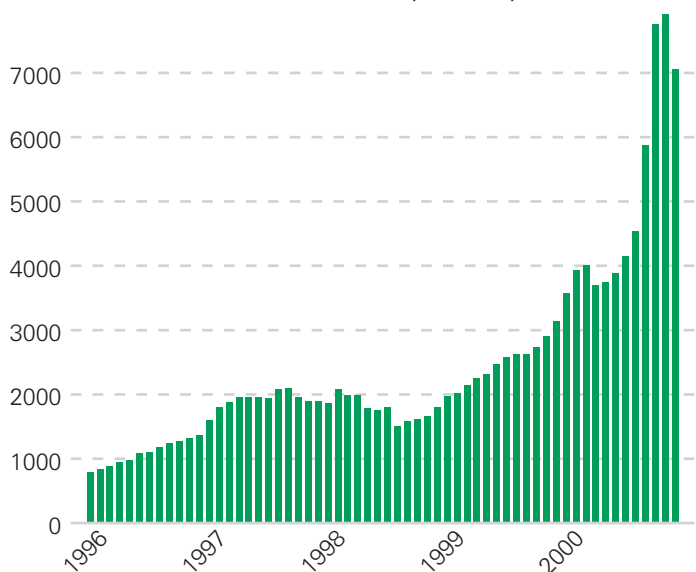
Wartość aktywów funduszy rosła systematycznie niemal przez cały 2000 r. Jedynymi miesiącami, w których zanotowano spadek aktywów, były kwiecień i grudzień. Spadek aktywów w tych miesiącach związany był z odpływem kapitału z funduszy dywidendowych – w kwietniu z powodu niejasności co do zasad opodatkowania dochodów z tych funduszy w stosunku do osób prawnych, w grudniu zaś z powodu likwidacji z początkiem 2001 r. korzystnych rozwiązań podatkowych.

Sprzyjająca koniunktura na warszawskiej giełdzie w pierwszym kwartale 2000 r. przyczyniła się do wzrostu zainteresowania ofertą funduszy akcyjnych. W następnych kwartałach napływ środków do tych funduszy uległ osłabieniu, a w kwietniu, wrześniu i październiku nastąpił nawet odpływ środków netto. Rosło natomiast zainteresowanie klientów ofertą funduszy obligacji oraz funduszy rynku pieniężnego, w tym zwłaszcza funduszy dywidendowych.

Większość środków na koniec 2000 r. ulokowana była w otwartych funduszach inwestycyjnych. W trzech działających na koniec grudnia 2000 r. funduszach zamkniętych ulokowano aktywa o wartości 169 mln zł, co stanowiło zaledwie 2,4% rynku, zaś 17 specjalistycznych funduszy otwartych miało 46-procentowy udział w rynku.

Niski udział w aktywach utrzymywały fundusze indeksowe. Na koniec 2000 r. w trzech zarządzanych pasywnie funduszach ulokowane było zaledwie 45,5 mln zł, co stanowiło niespełna 1% aktywów ogółem.

**Wykres 4**  
Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1996–2000 (w mln zł).



**Tabela 3**  
Alokacja aktywów netto funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1996–2000 (stan na koniec grudnia odpowiedniego roku, w mln zł).

	1996	1997	1998	1999	2000
Fundusze akcyjne	306,3	660,0	494,5	755,3	1056,2
Fundusze obligacji	46,0	66,5	255,6	892,9	1212,6
Fundusze hybrydowe (w tym zrównoważone)	1011,6	1159,4	905,9	1225,7	1545,6
Fundusze rynku pieniężnego	0,0	14,6	158,4	278,1	3283,6
<b>Aktywa netto ogółem</b>	<b>1363,9</b>	<b>1900,5</b>	<b>1784,4</b>	<b>3152,0</b>	<b>7098,0</b>

Według szacunkowych obliczeń, wartość jednostek uczestnictwa i nowoemitowanych certyfikatów inwestycyjnych nabytych w 2000 r. przewyższała umorzenia o około 3,6 mld zł. Oznacza to, że pod względem napływu nowych środków rok ten był najlepszy w dotychczasowej historii działalności funduszy inwestycyjnych w Polsce.

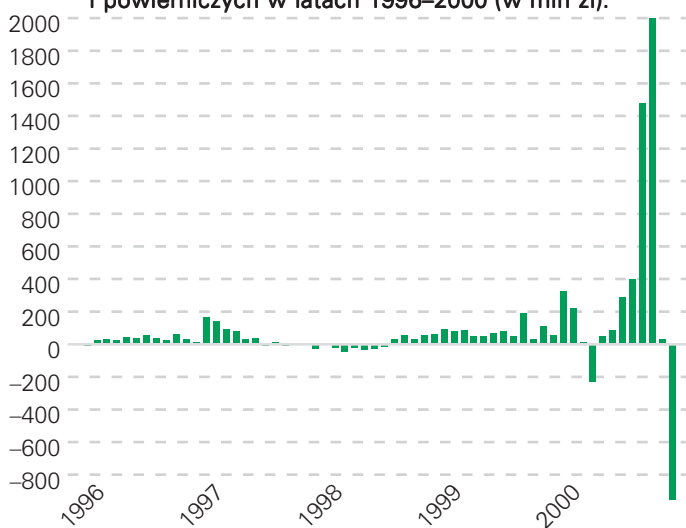
### **Napływ środków do funduszy inwestycyjnych**

**Tabela 4**  
Szacunkowy napływ środków netto do funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1996–2000 z uwzględnieniem podziału na typy funduszy (w mln zł, według zagregowanych danych miesięcznych).

	1996	1997	1998	1999	2000
Fundusze akcyjne	257,9	372,6	-53,3	60,7	280,3
Fundusze obligacji	30,7	7,2	130,5	616,9	203,4
Fundusze hybrydowe (w tym zrównoważone)	-11,2	48,4	-188,2	60,8	163,6
Fundusze rynku pieniężnego	0,0	13,4	133,0	100,7	2961,5
<b>Napływ środków netto ogółem</b>	<b>277,4</b>	<b>441,6</b>	<b>22,0</b>	<b>839,1</b>	<b>3608,9</b>

Nowe środki kierowane były przede wszystkim do funduszy rynku pieniężnego. Do grupy tej, która obejmowała sześć spośród siedmiu funduszy dywidendowych, napłynęło łącznie ponad 2,9 mld zł. Do funduszy obligacji (w tym jednego funduszu dywidendowego) napłynęło natomiast około 200 mln zł.

**Wykres 5**  
Szacunkowy napływ środków netto do funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1996–2000 (w mln zł).



Fundusze hybrydowe zyskały około 160 mln zł nowych środków. Przyrost ten był jednak przede wszystkim spowodowany uruchomieniem dwóch zaliczonych do tej grupy funduszy zamkniętych (gwarantowanych), które w wyniku przeprowadzonych emisji certyfikatów inwestycyjnych pozyskały ogółem ponad 128 mln zł. W przypadku funduszy zrównoważonych napływ środków netto w 2000 r. wyniósł zaledwie około 33 mln zł, przy czym w drugim półroczu widoczny był ich znaczny odpływ. Z kolei fundusze stabilnego wzrostu pozyskały jedynie 2,5 mln zł.

W przypadku funduszy akcyjnych napływ kapitału jest ściśle związany z koniunkturą giełdową – wzrostem kursów na rynku papierów wartościowych towarzyszy wzrost zainteresowania klientów tą grupą funduszy. Dlatego największy napływ środków fundusze te odnotowały w pierwszym i ostatnim kwartale 2000 r. – w okresach tych nabycia jednostek uczestnictwa tych funduszy przewyższały umorzenia odpowiednio o 115 oraz 70 mln zł. Łączny napływ środków netto do funduszy akcyjnych wyniósł w przybliżeniu 280 mln zł.

– w okresach tych nabycia jednostek uczestnictwa tych funduszy przewyższały umorzenia odpowiednio o 115 oraz 70 mln zł. Łączny napływ środków netto do funduszy akcyjnych wyniósł w przybliżeniu 280 mln zł.

### Udziały rynkowe towarzystw i koncentracja aktywów

Polski rynek charakteryzuje się wyraźną koncentracją aktywów w funduszach inwestycyjnych zarządzanych przez kilka dominujących towarzystw. Na koniec 2000 r. łączny udział rynkowy trzech największych towarzystw wynosił 64,8%.

W 2000 r. nastąpiły istotne zmiany w udziałach rynkowych poszczególnych towarzystw. Na koniec 2000 r. największymi aktywami dysponowały fundusze zarządzane przez TFI Skarbiec – udział tego towarzystwa w rynku wyniósł prawie 36%. Drugą pozycję zajęło PPTFI Pioneer, którego fundusze miały 16,6-procentowy udział w rynku, zaś trzecią – DWS Polska TFI, którego fundusze dysponowały 12,3% aktywów ogółem.

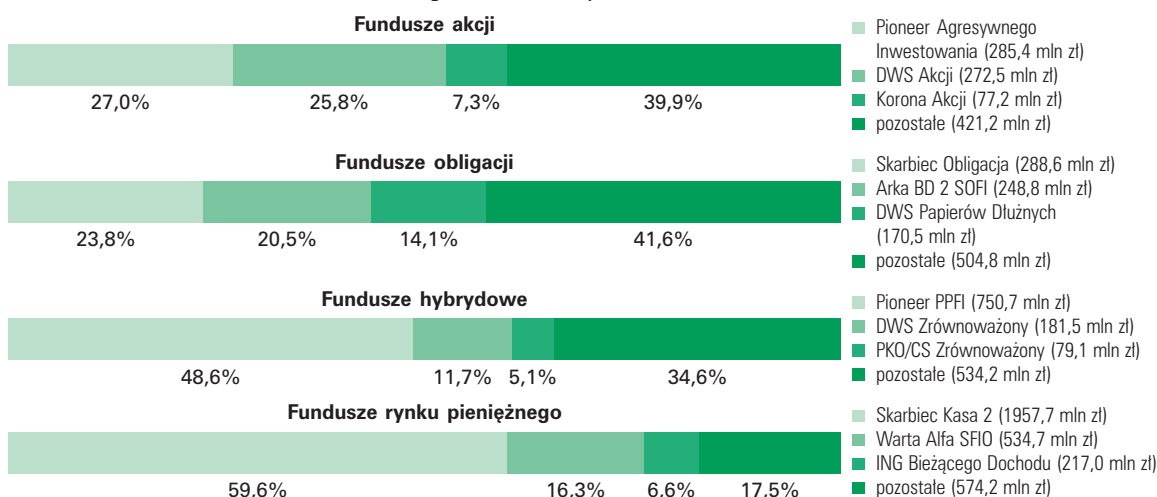
W połowie grudnia 2000 r. została dokonana pierwsza w Polsce fuzja towarzystw funduszy inwestycyjnych. Połączeniu uległy TFI Korona oraz Union Investment TFI. Połączone towarzystwo miało niespełna 3-procentowy udział w aktywach netto ogółem. Zamiar połączenia się w najbliższym czasie zapowiedziały kolejne towarzystwa.

Koncentracja rynku znajduje również odzwierciedlenie w udziale największych funduszy w poszczególnych kategoriach. Nadal największym funduszem akcji był Pioneer Agresywnego Inwestowania. Wśród funduszy obligacji największe aktywa zgromadził Skarbiec Obligacja. TFI Skarbiec zarządza również największym funduszem rynku pieniężnego, który był jednocześnie największym funduszem inwestycyjnym działającym w Polsce. Fundusz ten zgromadził aktywa o wartości 1,96 mld zł, co stanowiło 27,6% aktywów ogółem.

**Tabela 5**  
Towarzystwa funduszy inwestycyjnych i ich udział w rynku według kryterium wartości aktywów netto (stan na koniec 2000 r.).

Towarzystwo	Rok uruchomienia pierwszego funduszu	Udział w rynku (%)
TFI Skarbiec	1997	36,0%
PPTFI Pioneer	1992	16,6%
DWS Polska TFI	1998	12,3%
TFI Warta	2000	7,6%
ING BSK TFI	1998	5,2%
WBK AIB TFI	1998	3,9%
CAIB TFI	1999	2,9%
UI TFI	2000	2,8%
PBK Atut TFI	1997	2,7%
PKO/Credit Suisse TFI	1997	2,6%
TFI PZU	1999	1,8%
SEB TFI	1998	1,7%
Pekao/Alliance TFI	1996	1,6%
TFI BH	1999	1,2%
GTFI	2000	0,9%
Invesco TFI	2000	0,2%

**Wykres 6**  
Największe fundusze w poszczególnych kategoriach i ich udział w rynku według wartości aktywów netto.

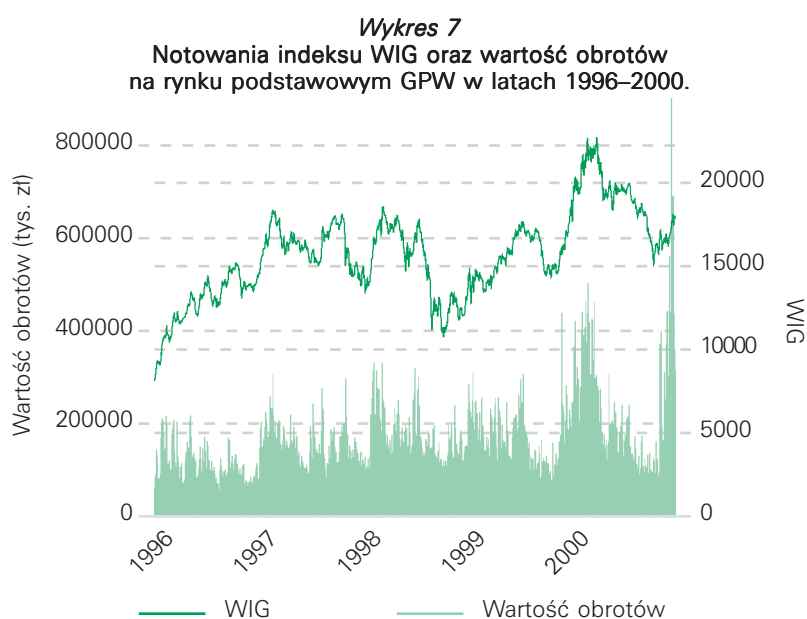


## Wyniki funduszy inwestycyjnych

### Podstawowe czynniki wpływające na wyniki funduszy inwestycyjnych w latach 1996–2000

Wyniki funduszy inwestycyjnych odzwierciedlają wpływ wielu różnych czynników. Relacja między poziomem ryzyka i oczekiwanym dochodem zależy przede wszystkim od strategii przyjętej przez dany fundusz oraz od rodzaju dokonywanych lokat. Wyniki funduszy akcyjnych uzależnione są od koniunktury na giełdzie, zaś wyniki funduszy obligacji i rynku pieniężnego – od poziomu stóp procentowych oraz ich zmian. W przypadku funduszy inwestujących za granicą dodatkowym czynnikiem ryzyka jest zmienność kursu walutowego. Wyniki funduszy inwestycyjnych zależą też pośrednio od ogólnych warunków gospodarczych, w tym fazy cyklu koniunkturalnego, inflacji, polityki monetarnej i fiskalnej, a także od ogólnego poziomu rozwoju rynku kapitałowego oraz dostępności instrumentów finansowych. Na dochody uzyskiwane za pośrednictwem poszczególnych funduszy inwestycyjnych ma również wpływ skuteczność zarządzających nimi specjalistów oraz wysokość ponoszonych przez fundusze kosztów.

Wykres 7 ilustruje notowania indeksu WIG w latach 1996–2000. W okresie tym polski rynek akcji odznaczał się wysoką zmiennością notowań, cha-



akterystyczną dla większości rynków rozwijających się. Roczna zmiana wartości indeksu WIG w okresie ostatnich pięciu lat wahała się od –12,8 do 89,1%. Tak zmienna koniunktura giełdowa powodowała brak stabilności wyników funduszy akcyjnych i zrównoważonych. Stopniowy wzrost kapitalizacji giełdy oraz wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych, w tym funduszy emerytalnych i inwestycyjnych, powinny przyczynić się do zwiększenia stabilności rynku akcji w przyszłości.

Wysoki poziom nominalnych i realnych stóp procentowych utrzymujący się w ostatnim roku sprzyjał dobrym wynikom funduszy obligacji i rynku pieniężnego, co przyczyniało się do stałego wzrostu zainteresowania ich ofertą.

Oferta ta konkuruje jednak z atrakcyjnym oprocentowaniem depozytów bankowych oraz wysoką dochodowością instrumentów skarbowych bezpośrednio dostępnych dla osób fizycznych. Ze względu na wąskie spektrum papierów dłużnych dostępnych na polskim rynku, jak również ograniczenia zawarte w ustawie o funduszach inwestycyjnych, fundusze obligacji i rynku pieniężnego miały w poprzednich latach niewielkie możliwości zwiększania stopy zwrotu poprzez lokowanie w instrumenty dłużne o wyższym ryzyku, ale i wyższej dochodowości. Obecnie poprawie konkurencyjności tych funduszy powinien sprzyjać systematyczny wzrost znaczenia instrumentów dłużnych emitowanych

przez przedsiębiorstwa oraz zmiany wprowadzone do ustawy o funduszach inwestycyjnych, które zwiększyły możliwości inwestowania w papiery dłużne emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego i listy zastawne banków hipotecznych.

W tabeli 6 przedstawiono roczne średnie stopy zwrotu dla wszystkich funduszy inwestycyjnych w latach 1996–2000. Średnia arytmetyczna odzwierciedla przeciętny dochód, jaki można osiągnąć, dokonując losowego wyboru funduszu. Średnia ważona aktywami ilustruje natomiast ogólny wzrost oszczędności uczestników funduszy. Skumulowana 5-letnia stopa zwrotu obliczona na podstawie rocznych średnich ważonych wynosi 105%, co jest równoważne średniorocznemu dochodowi równemu 15,4%. Dochód ten ilustruje przeciętne korzyści wynikające z uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych w ciągu ostatnich pięciu lat.

**Tabela 6**  
Średnie stopy zwrotu otwartych funduszy inwestycyjnych oraz funduszy powierniczych w latach 1996–2000.

	1996	1997	1998	1999	2000
Średnia ważona (%)	51,0	8,5	-9,9	26,1	10,1
Średnia arytmetyczna (%)	52,8	12,7	-8,7	25,9	10,7

Spośród 61 otwartych funduszy inwestycyjnych, które działały przez cały 2000 r., 55 przyniosło dodatnią stopę zwrotu. Średnia arytmetyczna stopa zwrotu dla wszystkich funduszy otwartych w 2000 r. wyniosła 10,7%, zaś średnia ważona wartością aktywów netto była równa 10,1%. Przeciętny dochód, jaki zapewniły fundusze inwestycyjne, nieznacznie przewyższał stopę inflacji wynoszącą 8,5%, ale był niższy zarówno od średniego oprocentowania rocznych depozytów w największych bankach komercyjnych (14,2%), jak i od rentowności obligacji skarbowych.

Jedyny działający przez cały 2000 r. fundusz zamknięty zanotował stopę zwrotu w wysokości 377,3%.

Niesprzyjająca koniunktura giełdowa miała niekorzystny wpływ na wyniki funduszy akcyjnych w 2000 r. Wartość jednostek uczestnictwa tych funduszy wzrosła średnio o 5,5% (tabela 7). Wynik ten był zdecydowanie niższy od osiągniętego w 1999 r. Trzeba jednak zauważyć, że wyniki funduszy akcyjnych charakteryzują się znacznym zróżnicowaniem: najniższa stopa w tej grupie funduszy w 2000 r. wyniosła -9,0%, a najwyższa -30,4%. 16 funduszy akcyjnych uzyskało dodatnią stopę zwrotu.

Podobnie jak w poprzednich latach, relatywnie słabymi wynikami charakteryzowały się fundusze prywatyzacji. Inwestowały one znaczną część aktywów w akcje Narodowych Funduszy Inwestycyjnych oraz spółek biorących udział w Programie Powszechnej Prywatyzacji. Przeciętna stopa

## Wyniki funduszy inwestycyjnych w 2000 r.

## Fundusze akcyjne

## Opis metodologii

**Średnie stopy zwrotu** Średnie stopy zwrotu w tabelach 6–10 zostały obliczone na podstawie wyników funduszy, które prowadziły działalność zarówno na początku, jak i na końcu danego roku. Średnia arytmetyczna w tabeli 6 została skalkulowana na podstawie stóp zwrotu z zastosowaniem jednakowych wag dla wszystkich funduszy, zaś średnie ważone we wszystkich tabelach – z zastosowaniem wag opartych na relacji aktywów netto danego funduszu na początku roku do łącznej wartości aktywów netto wszystkich funduszy w tym okresie.

**Portfele wzorcowe** Dla oceny wyników funduszy akcyjnych przyjęto portfel złożony w 90% z indeksu WIG oraz w 10% z 52-tygodniowych bonów skarbowych. W przypadku portfela wzorcowego dla funduszy zrównoważonych proporcje te wynoszą po 50%. Portfel wzorcowy dla funduszy obligacji składa się całkowicie z 52-tygodniowych bonów skarbowych, zaś fundusze rynku pieniężnego oceniane są w odniesieniu do przeciętnego oprocentowania rachunków ROR w największych bankach. Dla przybliżenia stopy zwrotu z 52-tygodniowych bonów skarbowych wykorzystano ich przeciętną rentowność odnotowaną na rynku pierwotnym na ostatnich czterech przetargach poprzedzających dany rok.

zwrotu osiągnięta w 2000 r. w grupie funduszy prywatyzacji wyniosła 3,6% (dla porównania wartość indeksu NIF obniżyła się w tym samym czasie o 2,1%). Niezadowolające wyniki tych funduszy sprawiły, że zarządzające nimi towarzystwa zdecydowały się na całkowitą zmianę zasad ich polityki inwestycyjnej.

Fundusze akcyjne można podzielić na zarządzane w sposób aktywny i pasywny (fundusze indeksowe). Skład portfela funduszu indeksowego odzwierciedla konstrukcję określonego indeksu, w wyniku czego stopa

**Tabela 7**  
Średnie ważone stopy zwrotu dla funduszy akcyjnych w latach 1996–2000.

	1996	1997	1998	1999	2000
Fundusze akcyjne (%)	80,8	4,9	-18,5	33,6	5,5
Portfel wzorcowy (%)*	82,7	4,0	-9,1	38,4	0,4

\* Portfel złożony w 90% z akcji wchodzących w skład indeksu WIG i w 10% z 52-tygodniowych bonów skarbowych.



zwrotu tego rodzaju funduszu powinna być zbliżona do procentowego wzrostu wartości indeksu. Na rozwiniętych rynkach fundusze te cieszą się dużą popularnością z uwagi na relatywnie niższe koszty i wysoką dywersyfikację portfela. Dotychczas rentowność funduszy indeksowych działających na polskim rynku dorównywała lub nawet przewyższała wynik mierzony portfelem wzorcowym. W 2000 r., z uwagi na słabą koniunkturę giełdową, fundusze indeksowe zanotowały przeciętną stopę zwrotu wynoszącą jedynie 1,9%. Jedno towarzystwo zapowiedziało przekształcenie zarządzanego przez siebie funduszu indeksowego w fundusz akcyjny.

Skumulowana stopa zwrotu dla wszystkich funduszy akcyjnych w latach 1996–2000 wyniosła 117,9%, co odpowiada rocznej średniej nominalnej stopie zwrotu w wysokości 16,9% oraz średniej realnej stopie zwrotu 4,6%. Wynik ten tylko nieznacznie przewyższa uzyskany przez fundusze obligacji (odpowiednio 16,3% w ujęciu nominalnym oraz 4,1% w ujęciu realnym), co oznacza, że w perspektywie pięciu ostatnich lat korzyści z inwestowania w funduszach akcyjnych w zasadzie nie rekompensowały podejmowanego ryzyka. Jedną z podstawowych przyczyn takiej relacji między wynikami funduszy akcyjnych i funduszy obligacji był utrzymujący się wysoki poziom stóp procentowych, zarówno nominalnych, jak i realnych. Zgodnie z prognozami gospodarczymi, w najbliższych latach oczekiwany jest stopniowy spadek stopy inflacji oraz poziomu stóp procentowych, co powinno przyczynić się do obniżenia dochodowości funduszy inwestujących w instrumenty dłużne i wzrostu dochodowości funduszy akcyjnych. W przypadku rozwiniętych rynków kapitałowych inwestycje w akcje w długim terminie zapewniają wysokie realne stopy zwrotu, które znacznie przewyższają dochodowość obligacji. Dla przykładu, w porównywalnym pięcioletnim okresie (1996–2000) skumulowana stopa zwrotu z akcji w Stanach Zjednoczonych mierzona indeksem NYSE Composite wyniosła 99,3%, co jest równoważne średniej rocznej stopie zwrotu w wysokości 14,8%, a po uwzględnieniu inflacji – 12,0% (w ujęciu dolarym). Dla porównania, stopa zwrotu mierzona innym indeksem amerykańskim – S&P 500 wyniosła 117,3%, co odpowiada rocznej stopie zwrotu w wysokości 16,8%, a po uwzględnieniu inflacji – 13,9%. W analogicznym 5-letnim okresie stopa zwrotu z indeksu niemieckiego Dax Xetra

**Tabela 8**  
Średnie ważone stopy zwrotu dla funduszy hybrydowych w latach 1996–2000.

	1996	1997	1998	1999	2000
Fundusze hybrydowe – zrównoważone					
i stabilnego wzrostu (%)	51,5	9,1	-7,1	28,8	8,9
Portfel wzorcowy (%)*	57,0	10,9	5,6	26,8	7,3

\* Portfel złożony w 50% z akcji wchodzących w skład indeksu WIG i w 50% z 52-tygodniowych bonów skarbowych.



wyniosła 185,4%, co dało roczną stopę zwrotu w wysokości 23,3%. Odmienne było natomiast zachowanie rynku japońskiego – w okresie 1996–2000 indeks NIKKEI zanotował ponad 30-procentowy spadek swojej wartości, co odpowiada przeciętnej stracie wynoszącej 7 procent.

## **Fundusze hybrydowe**

Niesprzyjająca koniunktura giełdowa przełożyła się również na wyniki funduszy zaliczonych do grupy hybrydowych (funduszy zrównoważonych i stabilnego wzrostu)<sup>1</sup>. Stopa zwrotu osiągnięta w 2000 r. w tej grupie funduszy wyniosła średnio 8,9%, przewyższając o 1,6% rentowność portfela wzorcowego (stopę zwrotu z portfela złożonego w 50% z akcji wchodzących w skład indeksu WIG oraz w 50% z 52-tygodniowych bonów skarbowych). Wzrost wartości jednostek uczestnictwa poszczególnych funduszy zrównoważonych oraz funduszy stabilnego wzrostu wynosił od 3,1 do 19,8%. Dobre wyniki funduszy hybrydowych oznaczają, że zarządzający nimi wykazali się wysokimi umiejętnościami w zakresie alokacji składu portfeli oraz doboru instrumentów finansowych.

Fundusze hybrydowe nie są jednak grupą jednorodną. Oprócz funduszy zrównoważonych do grupy tej zaliczono również fundusze stabilnego wzrostu, w przypadku których udział akcji w portfelu jest znacznie niższy i nie przekracza 40%. Fundusze te charakteryzują się więc ostrożniejszą polityką inwestycyjną od typowych funduszy zrównoważonych, ale w przypadku silnych wzrostów na rynku akcji osiągają niższe dochody. W 2001 r. fundusze te uzyskały średni dochód w wysokości 14%. Z uwagi na wysoką dochodowość instrumentów dłużnych w 2000 r. dochód ten był wyższy od średniej stopy zwrotu dla całej grupy funduszy hybrydowych.

## **Fundusze obligacji**

Tabela 9 prezentuje wyniki funduszy obligacji. W latach 1996–1998 rentowność funduszy obligacji znacznie przewyższała poziom inflacji, zapewniając uczestnikom wysokie realne dochody. W 1999 r. średnia stopa zwrotu w grupie funduszy obligacji wyniosła 9,8% i była niższa od poziomu rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych z końca 1998 r. (12,2%) oraz zbliżona do stopy inflacji (9,8%). Natomiast w 2000 r. średnia stopa zwrotu z funduszy obligacji wyniosła 13,8%, ponownie przewyższając stopę inflacji (8,5%). Rentowność funduszy obligacji była jednak niższa od stopy zwrotu z portfela wzorcowego mierzonego rentownością 52-tygodniowych bonów skarbowych (16,0%). Skumulowana 5-letnia stopa zwrotu funduszy obligacji wyniosła 112,8%, co oznacza roczną średnią stopę zwrotu w wysokości 16,3%.

Przyczyny poprawy ubiegłorocznego wyniku funduszy obligacji ilustruje wykres 8, na którym przedstawiono zmiany rentowności bonów

<sup>1</sup> Grupa funduszy hybrydowych obejmuje również fundusze gwarantowane. Ponieważ jednak pierwsze tego rodzaju fundusze rozpoczęły działalność w trakcie 2000 r., zostały one pominięte w obliczeniach.

**Tabela 9**  
Średnie ważone stopy zwrotu dla funduszy obligacji w latach 1996–2000.

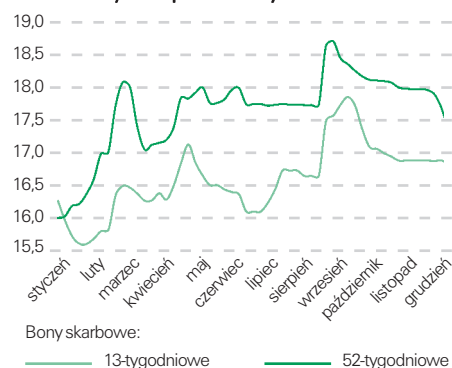
	1996	1997	1998	1999	2000
Fundusze obligacji (%)	19,3	18,3	20,7	9,8	13,8
Portfel wzorcowy (%)*	25,0	19,6	23,9	12,2	16,0

\* Portfel złożony z 52-tygodniowych bonów skarbowych.

skarbowych. Spadek rentowności bonów skarbowych, jaki nastąpił w drugiej połowie ubiegłego roku, był związany z powszechnym oczekiwaniem na obniżkę stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej. Spadek stóp procentowych spowodował wzrost cen papierów dłużnych, szczególnie silny w przypadku instrumentów o stałym oprocentowaniu i długich terminach wykupu. Przełożyło się to na szybszy wzrost wartości jednostek uczestnictwa funduszy obligacji.

Spodziewany rozwój polskiego rynku instrumentów dłużnych będzie sprzyjać większej dostępności i różnorodności tych instrumentów. Wśród papierów dłużnych emitowanych w Polsce dominują obecnie instrumenty skarbowe. Stopniowo rozwija się jednak rynek instrumentów emitowanych przez przedsiębiorstwa, jednostki samorządowe i instytucje finansowe (w tym banki hipoteczne). Można oczekiwać, że większa dostępność tych instrumentów przyczyni się do pogłębiania specjalizacji w grupie funduszy obligacji. Dzięki temu fundusze te powinny w przyszłości zapewniać uczestnikom dochody przewyższające oprocentowanie depozytów bankowych i zyski z bezpośrednich inwestycji w obligacje skarbowe.

**Wykres 8**  
Rentowność bonów skarbowych na rynku pierwotnym w 2000 r.



W tabeli 10 przedstawiono stopy zwrotu funduszy rynku pieniężnego. Pierwsze tego typu fundusze rozpoczęły działalność w 1997 r., a na koniec ubiegłego roku ich liczba wzrosła do czternastu. Fundusze rynku pieniężnego zapewniają stabilne dochody, a ich jednostki uczestnictwa rzadko notują spadki wartości, nawet w ujęciu dziennym. Z tego względu są one produktami konkurującymi z krótkoterminowymi depozytami bankowymi. Być może w przyszłości rejestry posiadane w funduszach rynku pieniężnego będą traktowane podobnie do kont bankowych, umożliwiając wystawianie w ich ciężar czeków czy pobieranie gotówki z bankomatów. Zgodnie z danymi przedstawionymi w tabeli 10, średnia stopa zwrotu funduszy rynku pieniężnego wynosiła 15,8% i znacznie przewyższała przeciętne oprocentowanie rachunków ROR w największych bankach (9,1%). W porównaniu z depozytami terminowymi w bankach, zaletą funduszy rynku pieniężnego jest zbliżona rentowność przy jednoczesnej możliwości wycofania powierzonych środków w każdej chwili, bez utraty dotychczasowych dochodów.

## Fundusze rynku pieniężnego

**Tabela 10**  
**Średnie ważone stopy zwrotu dla funduszy rynku pieniężnego w latach 1996–2000.**

	1996	1997	1998	1999	2000
Fundusze rynku pieniężnego (%)	—	—	19,2	11,0	15,8
Portfel wzorcowy (%)*	12,2	12,6	12,8	10,5	9,1

\* Średnie oprocentowanie rachunków ROR w największych bankach.

Najwyższa stopa zwrotu w grupie funduszy rynku pieniężnego wyniosła w 2000 r. 18,1%, zaś najniższa – 13,3. W obrębie grupy funduszy rynku pieniężnego rentowność jedyne go funduszu dywidendowego, jaki działał przez cały 2000 r., osiągnęła poziom ponad 15% w skali roku.

### **Podsumowanie**

W ostatnim 5-letnim okresie wysokie dochody przynosiły fundusze obligacji i rynku pieniężnego, stopy zwrotu funduszy akcyjnych były natomiast zbyt niskie w porównaniu z ponoszonym ryzykiem. Jednak w świetle zależności obserwowanych na rozwiniętych rynkach wynik ten nie jest typowy i w przyszłości można oczekiwać jego zmiany. Sprzyjać temu powinien między innymi spadek realnych stóp procentowych, wzrost roli rynku kapitałowego w polskiej gospodarce oraz ogólny wzrost podaży oszczędności spowodowany realizacją reformy systemu emerytalnego. Można również oczekiwać, że wyniki funduszy inwestycyjnych będą coraz lepsze dzięki stale wprowadzanym nowym produktom, takim jak fundusze inwestujące poza granicami Polski, fundusze sektorowe czy fundusze gwarantowane.

## Analiza struktury kosztów

Jedną z charakterystycznych cech funduszy inwestycyjnych jest zasada pełnej przejrzystości kosztów. Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych, statut funduszu musi określać rodzaje, wysokość i sposób kalkulacji kosztów obciążających fundusz, w tym wynagrodzenie towarzystwa. Wśród kosztów obciążających uczestników funduszy można wyróżnić następujące ogólne kategorie:

- 1 Koszty pokrywane ze środków funduszu i wpływające na wycenę jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, w tym wynagrodzenie towarzystwa.
- 2 Opłaty dystrybucyjne pobierane przy nabywaniu lub odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy otwartych bądź zbywaniu i wykupywaniu certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych i mieszanych.
- 3 Podatki bezpośrednio obciążające uczestników funduszu.

W przypadku funduszy otwartych koszty pokrywane ze środków funduszu, które wpływają na wycenę jednostek uczestnictwa, obejmują między innymi: opłaty na rzecz depozytariusza i agenta transferowego, koszty usług prawnych, koszty prowadzenia i badania ksiąg funduszu oraz koszty wykonywania obowiązków informacyjnych, usług wydawniczych i reklamy. W przypadku funduszy zamkniętych i mieszanych są to ponadto koszty oferowania i prowadzenia zapisów na certyfikaty inwestycyjne oraz opłaty na rzecz podmiotu prowadzącego regulowany rynek, na którym certyfikaty te są notowane. Oddzielną pozycję stanowią opłaty od dokonywanych przez fundusz transakcji zakupu i sprzedaży papierów wartościowych (prowinizje maklerskie). Poza tym do kosztów pokrywanych ze środków funduszu należy zaliczyć wynagrodzenie towarzystwa z tytułu zarządzania funduszem i jego reprezentacji, a w przypadku niektórych funduszy dochodzą ponadto koszty dystrybucyjne.

Podstawowym rozwiązaniem, które chroni uczestników przed nadmiernym obciążeniem powyższymi kosztami, są zapisy umieszczane w statutach funduszy.

W przypadku większości zarejestrowanych w Polsce funduszy inwestycyjnych statut określa łączny limit kosztów operacyjnych, które mogą być pokryte ze środków funduszu, w tym maksymalny poziom opłat pobieranych za zarządzanie danym funduszem przez towarzystwo. Rozwiązanie to stosowało 61 spośród 81 działających na koniec 2000 r. Natomiast w wypadku pozostałych funduszy statut określał maksymalne wynagrodzenie za zarządzanie wypłacane na rzecz towarzystwa, a towarzystwo było zobowiązane do samodzielnego pokrywania kosztów operacyjnych. W przypadku trzech funduszy oprócz stałego maksymalnego

### **Koszty pokrywane ze środków funduszu**

wynagrodzenia za zarządzanie funduszem wprowadzono element wynagrodzenia zmiennego uzależniony od wyników inwestycyjnych osiągniętych przez fundusz.

Limit kosztów operacyjnych określany jest jako odpowiedni procent aktywów lub aktywów netto funduszu w skali roku. Nie obejmuje on jednak prowizji maklerskich oraz opłat wymaganych przepisami prawa (takich jak opłaty rejestracyjne), a niekiedy również innych, wymienionych w statucie pozycji kosztów. Jeśli rzeczywiste koszty przekroczą w danym okresie ustanowiony limit, nadwyżkę pokrywa towarzystwo. Z punktu widzenia uczestników zaletą jest to, że przewidziane w statutach limity mają charakter maksymalny – rzeczywiste koszty mogą być niższe. Poza tym towarzystwo może podjąć decyzję o obniżeniu pobieranego wynagrodzenia lub pokryciu kosztów w większym zakresie, niż wskazuje na to statut.

Ze względu na występujące różnice w podejściu do limitowania kosztów przez poszczególne fundusze otwarte, większego znaczenia nabierają ich roczne i półroczne sprawozdania finansowe, w których uwidoczony jest rzeczywisty poziom kosztów operacyjnych. Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych, każdy fundusz otwarty zobowiązany jest udostępniać sprawozdania przy zbywaniu jednostek uczestnictwa, a także na żądanie uczestnika.

Tabela 11 przedstawia zakres oraz średni limit kosztów operacyjnych dla poszczególnych typów funduszy, zgodnie z danymi zawartymi w ich statutach na koniec grudnia 2000 r. Z tabeli tej wynika, że opłaty za zarządzanie oraz limity kosztów operacyjnych są najwyższe w przypadku funduszy akcyjnych i zrównoważonych, zaś niższe w przypadku funduszy obligacji i rynku pieniężnego. Średni limit kosztów operacyjnych w grupie

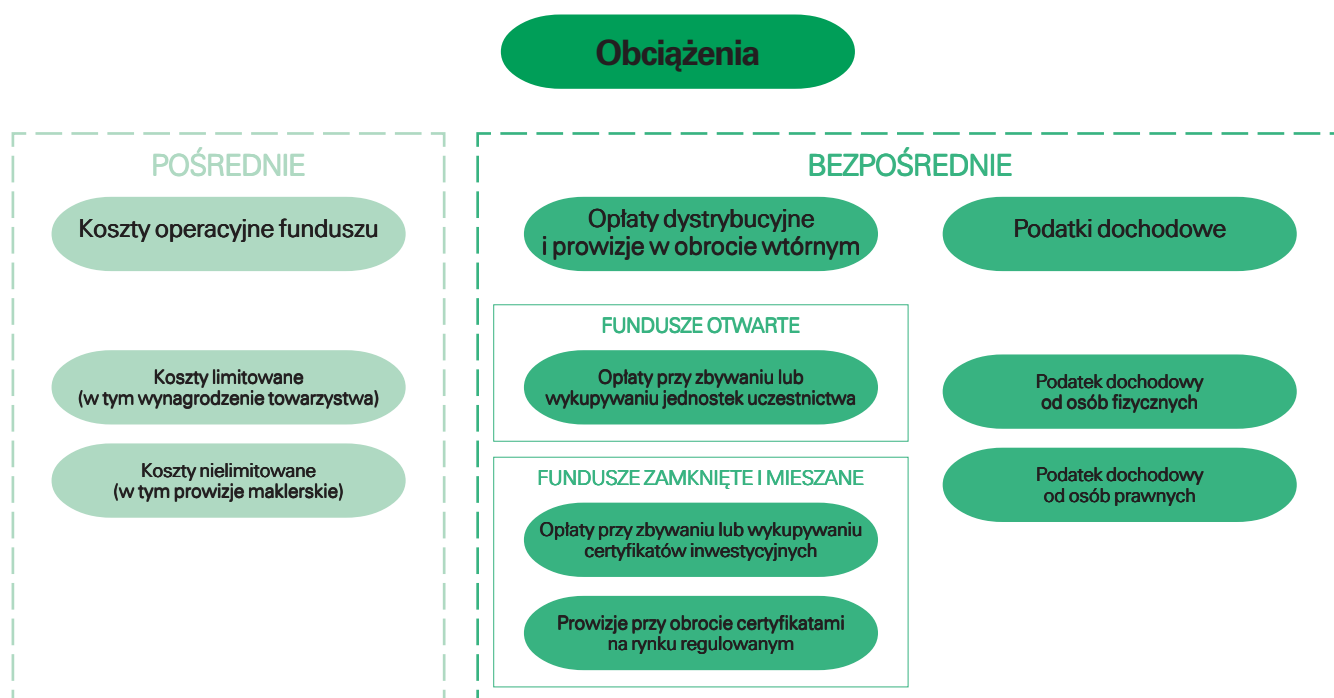
**Tabela 11**  
**Limity kosztów operacyjnych, maksymalne opłaty za zarządzanie i maksymalne opłaty dystrybucyjne dla poszczególnych typów funduszy (stan na koniec grudnia 2000 r.).**

	Limit kosztów operacyjnych		Maksymalne opłaty za zarządzanie*		Zakres maksymalnych opłat dystrybucyjnych**	
	Zakres	Wartość średnia	Zakres	Wartość średnia	Nabycie	Odkupienie
Fundusze akcyjne	2,30–5,50	4,05	1,50–4,00	2,18	0,0–5,5	0,0–5,0
Fundusze hybrydowe	1,90–5,50	3,48	0,80–2,50	1,82	0,0–5,5	0,0–4,5
Fundusze obligacji	1,20–4,00	2,77	0,75–2,00	1,50	0,0–5,5	0,0–4,5
Fundusze rynku pieniężnego	1,10–4,00	2,28	0,60–2,00	1,25	0,0–5,5	0,0–4,5
<b>Wszystkie fundusze ogółem</b>	<b>1,10–5,50</b>	<b>3,30</b>	<b>0,60–4,00</b>	<b>1,79</b>	<b>0,0–5,5</b>	<b>0,0–5,0</b>

\* Średnią obliczono wyłącznie dla funduszy, w przypadku których aktywa obciążone są oddzielnie kosztami operacyjnymi i wynagrodzeniem za zarządzanie.

\*\* Z wyłączeniem funduszy zamkniętych.

Wykres 9  
Schemat bezpośrednich i pośrednich obciążeń dla uczestników funduszu inwestycyjnego.



26 funduszy akcyjnych wynosi 4,05% (w tym opłata za zarządzanie 2,18%), przy czym w zależności od funduszu wynoszą one od 2,3 do 5,5%.

Niższymi limitami kosztów operacyjnych i opłat za zarządzanie charakteryzują się fundusze hybrydowe (zrównoważone, stabilnego wzrostu i gwarantowane). Średni poziom opłat za zarządzanie w tej grupie funduszy wynosi 1,82%, zaś średni limit kosztów operacyjnych – 3,48%. Koszty w obrębie tej grupy wykazują jednak silne zróżnicowanie. Dziewięć funduszy stabilnego wzrostu działających na koniec 2000 r. charakteryzowało się średnim limitem kosztów operacyjnych równym 3,13% i średnim poziomem opłat za zarządzanie 1,63%, w porównaniu z odpowiednio 4,06 oraz 2,06% dla typowych funduszy zrównoważonych. Niższy poziom kosztów funduszy stabilnego wzrostu wynika z zakładanego małego udziału akcji w ich portfelach, co pozwala ograniczyć koszty zarządzania w porównaniu z typowymi funduszami zrównoważonymi. Ponadto większość funduszy stabilnego wzrostu ma postać funduszy specjalistycznych, tworzonych z myślą o rozwijaniu produktów dla potrzeb III filaru zreformowanego systemu emerytalnego. W funduszach tych mają być lokowane przede wszystkim oszczędności pozyskiwane w ramach pracowniczych programów emerytalnych oraz indywidualnych długoterminowych programów oszczędzania. Długi termin lokat skłania towarzystwa do obniżenia opłat za zarządzanie oraz pozwala ograniczyć niektóre pozycje kosztów operacyjnych.

Najniższy poziom kosztów wykazują fundusze obligacji i rynku pieniężnego. Średni limit kosztów operacyjnych w przypadku funduszy obligacji wynosi 2,77% (w tym opłata za zarządzanie 1,5%), zaś w przypadku funduszy rynku pieniężnego – 2,28% (w tym opłata za zarządzanie 1,25%).

Ogólnie rzecz biorąc, koszty ponoszone przez uczestników funduszy inwestycyjnych w Polsce są stosunkowo wysokie, zwłaszcza gdy porównać je z rynkiem w Stanach Zjednoczonych. Średni limit kosztów operacyjnych w przypadku polskich funduszy wynosi 3,3%, podczas gdy średni całkowity koszt inwestowania w przypadku amerykańskich funduszy zawierał się w przedziale od 1,35% dla funduszy akcji do 0,42% dla funduszy rynku pieniężnego<sup>2</sup>. Badania prowadzone na rynku amerykańskim dowodzą jednak występowania znacznych korzyści skali, polegających na tym, że wzrost wartości aktywów w przypadku poszczególnych funduszy prowadzi do obniżenia procentowego udziału kosztów. Przeciętna wartość aktywów przypadających na fundusz inwestycyjny w Stanach Zjednoczonych wynosiła na koniec 2000 r. około 852 mln dolarów, podczas gdy dla przeciętnego polskiego funduszu na koniec 2000 r. było to zaledwie 21,4 mln dolarów. Można oczekiwać, że wraz ze wzrostem oszczędności gromadzonych w funduszach inwestycyjnych koszty ponoszone przez uczestników będą ulegały stopniowemu obniżeniu.

## **Opłaty dystrybucyjne**

Niezależnie od kosztów pokrywanych ze środków funduszu, fundusze inwestycyjne mogą pobierać opłaty przy zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych. Opłaty dystrybucyjne mają większe znaczenie w przypadku otwartych funduszy inwestycyjnych. W przypadku funduszy zamkniętych opłata tego rodzaju może zostać pobrana wyłącznie w chwili emisji certyfikatów. Uczestnicy funduszy zamkniętych są jednak obciążeni opłatami maklerskimi przy nabywaniu oraz zbywaniu certyfikatów inwestycyjnych na rynku regulowanym, na którym certyfikaty te są notowane.

Fundusze otwarte można podzielić na pobierające opłaty przy zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa oraz te, które opłat tych nie pobierają (bezprowizyjne). Spośród otwartych funduszy działających na rynku w końcu 2000 r. opłat dystrybucyjnych nie pobierało 19 funduszy, zaś pobierało je 59. W przypadku niektórych funduszy bezprowizyjnych opłata dystrybucyjna obciąża wycenę aktywów netto przypadających na jednostkę uczestnictwa.

Opłaty dystrybucyjne służą przede wszystkim pokryciu wynagrodzenia dystrybutorów oraz wynagrodzeniu towarzystwa z tytułu organizacji i nadzoru nad dystrybucją. Statuty funduszy otwartych określają zwykle maksymalny poziom opłat dystrybucyjnych, pozostawiając towarzystwu

<sup>2</sup> Według *Mutual Fund Fact Book*, Investment Company Institute, 1999 (dane dotyczą 1998 r.)



ostateczną decyzję co do ich wysokości. Z reguły statut przewiduje możliwość obniżenia opłat w stosunku do wszystkich lub wybranych grup uczestników funduszu oraz wymienia kryteria, od których można uzależnić wysokość pobieranych opłat. Najczęściej stosowanymi kryteriami są: wysokość wpłat do funduszu wniesionych przez danego uczestnika, okres uczestnictwa w funduszu, fakt przystąpienia do określonego programu oszczędzania oraz sposób wnoszenia wpłat przez uczestnika funduszu (rozdzielenie wpłat bezpośrednich i wnoszonych za pośrednictwem dystrybutora funduszu). W praktyce fundusze przeprowadzają często akcje promocyjne, które polegają na okresowym obniżeniu bądź zniesieniu opłat dystrybucyjnych.

Większość otwartych funduszy inwestycyjnych pobiera opłatę przy nabywaniu jednostek przez uczestnika. Pięć funduszy przewiduje pobieranie opłat zarówno przy nabywaniu, jak i odkupywaniu jednostek uczestnictwa. Ponadto niektóre fundusze oferują jednostki różnego typu (A, B lub C), które różnią się sposobem pobierania opłat. Celem wprowadzenia jednostek różnego typu jest ułatwienie uczestnikom wyboru struktury opłat, która najbardziej odpowiada ich preferencjom.

Tabela 11 przedstawia zakres maksymalnych opłat dystrybucyjnych pobieranych przez otwarte fundusze inwestycyjne. W praktyce pobierane opłaty dystrybucyjne podaje się w aktualnie obowiązujących tabelach opłat, a ich poziom jest zwykle znacznie niższy od maksymalnego, przewidzianego w statucie. Najwyższe opłaty dystrybucyjne pobierają fundusze akcyjne i zrównoważone, niższe zaś – fundusze obligacji i rynku pieniężnego. W tej ostatniej grupie dominują fundusze bezprowizyjne.

Poza opłatami pobieranymi przy zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa, niektóre fundusze otwarte pobierają też jednorazową opłatę za otwarcie rejestru. Opłatami mogą być również obciążone konwersje dokonywane pomiędzy otwartymi funduszami inwestycyjnymi zarządzanymi przez dane towarzystwo.

Zgodnie z ustawą o podatku dochodowym od osób prawnych, fundusze inwestycyjne zwolnione są z podatku dochodowego. W praktyce oznacza to, że podatek dochodowy nie obciąża bezpośrednio ich aktywów. Podatkiem dochodowym mogą być natomiast obciążone dochody uzyskane przez uczestników funduszy inwestycyjnych z tytułu uczestnictwa w tych funduszach. Jednak zgodnie z ustawą o podatku dochodowym od osób fizycznych, wszelkie przychody związane z uczestnictwem w funduszu inwestycyjnym – w tym z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa lub wykupu certyfikatów inwestycyjnych, a także z tytułu ich umorzenia (w przypadku likwidacji funduszu) – są wolne od opodatkowania. Jedynie osoby fizyczne, które nie mają na terytorium Polski miejsca zamieszkania lub pobytu,

## **Zasady opodatkowania**



mogą podlegać podatkowi dochodowemu, jeśli wynika to z przepisów podatkowych obowiązujących w kraju ich zamieszkania. Należy przy tym uwzględnić treść umów międzynarodowych o unikaniu podwójnego opodatkowania zawartych przez Polskę z krajami zamieszkania tych osób.

Dochody z tytułu udziału w funduszach inwestycyjnych są natomiast opodatkowane w przypadku osób prawnych. Zgodnie z obowiązującymi przepisami, przy ustalaniu dochodu ze zbycia jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, lub z tytułu ich umorzenia, wydatki poniesione na ich nabycie stanowią koszt uzyskania przychodów. Osoby prawne płacą więc podatek od różnicy między ceną zbycia a ceną nabycia jednostek uczestnictwa bądź certyfikatów inwestycyjnych. Do końca 2000 r. okresowe dochody z tytułu inwestycji wypłacane przez fundusz były traktowane jako udział w zysku osób prawnych i podlegały zryczałtowanemu podatkowi według stawki 20%. Kwota podatku zapłaconego z tego tytułu mogła jednak być odliczona od podatku dochodowego od osób prawnych naliczonego z innego tytułu. Od początku 2001 r. te korzystne dla funduszy inwestycyjnych uregulowania prawne przestały obowiązywać. Obecnie wypłacane przez fundusz okresowe dochody (dywidendy) opodatkowane są na zasadach ogólnych.

Podatnicy będący osobami prawnymi, które nie mają na terytorium Polski siedziby lub zarządu, podlegają obowiązkowi podatkowemu wyłącznie od dochodów uzyskanych na terytorium Polski. Sposób opodatkowania oraz stawka podatku mająca zastosowanie do tych osób może być inna od zasad i stawek stosowanych w odniesieniu do polskich podmiotów ze względu na treść umów międzynarodowych w sprawie zapobiegania podwójnemu opodatkowaniu.

## Zmiany w regulacjach prawnych w 2000 roku

Dnia 16 listopada 2000 r. Sejm uchwalił ustawę o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. Nr 114, poz. 1192). Jest to obszerna i istotna nowelizacja, zarówno z punktu widzenia instytucji działających na rynku funduszy inwestycyjnych, jak i z uwagi na dostosowanie polskiego prawa do prawa Unii Europejskiej: Dyrektywy Rady Wspólnot Europejskich 85/611/EEC z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji ustaw, rozporządzeń i przepisów administracyjnych dotyczących przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) oraz Dyrektywy 93/22/EEC z dnia 10 maja 1993 r. o usługach inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych. Precyzuje ona ponadto wiele przepisów innych ustaw (nowych lub zmienionych), w tym m.in. kodeksu spółek handlowych oraz ustawy o giełdach towarowych.

Zdecydowana większość przepisów znowelizowanej ustawy weszła w życie w dniu 21 marca 2001 r. Najważniejszą zmianą było dodanie nowego rozdziału 7a, regulującego działalność nowego rodzaju funduszu – **specjalistycznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego**. Fundusz taki może emitować certyfikaty inwestycyjne, które nie podlegają obowiązkowi wprowadzenia do publicznego obrotu. Uruchomienie takiego funduszu nie wymaga zatem sporządzenia prospektu emisyjnego, co pozwala ograniczyć koszty emisji. Emisji certyfikatów nie podlegających obowiązkowi wprowadzenia do publicznego obrotu towarzyszyć musi natomiast dokument w postaci warunków emisji. Powinien on określać m.in. podstawowe dane o emisji, emitencie, depozytariuszu, instytucji zarządzającej portfelem inwestycyjnym funduszu oraz wskazywać najważniejsze czynniki ryzyka dla nabywców certyfikatów. Niepubliczna emisja musi ponadto spełnić jeden z dwóch warunków: oferta nabycia certyfikatów nastąpi bez wykorzystania środków masowego przekazu i będzie skierowana do mniej niż 300 osób, bądź wartość nominalna certyfikatu będzie nie mniejsza niż równowartość w złotych 40 tys. euro, pod warunkiem jednak, że emitent zawiadomi KPWiG o emisji nie później niż na siedem dni przed dniem rozpoczęcia przyjmowania zapisów.

Fundusz specjalistyczny zamknięty charakteryzuje się najmniej restrykcyjnymi ograniczeniami inwestycyjnymi spośród wszystkich rodzajów funduszy inwestycyjnych. Dotyczy to w szczególności maksymalnego udziału w jego aktywach: papierów wartościowych wyemitowanych przez jeden podmiot, wierzycelności wobec tego podmiotu i udziałów w tym podmiocie (20%), waluty obcej jednego państwa (20%), euro (20%) oraz pożyczek i kredytów (75%). Należy podkreślić, że fundusz specjalistyczny zamknięty jako jedyny może inwestować w nieruchomości, przy czym wartość poszczególnych lokat tego typu w chwili ich nabycia nie może przekraczać 10% wartości aktywów funduszu. Jednym z organów tego funduszu jest zgromadzenie inwestorów, które umożliwia realizację uprawnień korporacyjnych w znacznie większym zakresie niż rada inwestorów w funduszu zamkniętym czy mieszanym. Ustawa szczegółowo reguluje, jakie wymagania muszą

### Nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych

spełnić uczestnicy funduszu, aby być uprawnionymi do udziału w zgromadzeniu, zasady jego zwoływania oraz przysługujące mu uprawnienia. Statut funduszu może zawierać szereg postanowień rozszerzających uprawnienia zgromadzenia inwestorów.

Formuła funduszu specjalistycznego zamkniętego ma za zadanie stworzyć możliwość tworzenia i zarządzania przez towarzystwa funduszami podwyższonego ryzyka (*venture capital*). Inwestują one przede wszystkim w małe i średnie przedsiębiorstwa poszukujące środków finansowych na realizację innowacyjnych przedsięwzięć inwestycyjnych bądź na restrukturyzację swojej działalności. Dla przedsiębiorstw tych jest to jedyne źródło kapitału, szczególnie w sytuacji, gdy z uwagi na duże ryzyko prowadzonej działalności mają ograniczony dostęp do kredytów bankowych, zaś pozyskanie funduszy za pomocą giełdy papierów wartościowych jest zbyt drogie.

Nowym rozwiązaniem wprowadzonym do ustawy o funduszach inwestycyjnych jest również możliwość zarządzania przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych **zbiórczym portfelem papierów wartościowych**, którą reguluje rozdział 8a. Podstawową różnicą pomiędzy zbiórczym portfelem papierów wartościowych a funduszem inwestycyjnym jest konstrukcja stosunków prawnych między inwestorem a kapitałobiorcą. Zbiórczy portfel nie jest osobą prawną, lecz stanowi wyodrębnioną masę majątkową. Tworzy go towarzystwo funduszy inwestycyjnych przez nabycie papierów wartościowych na własny rachunek. Następnie przydziela ono uczestnikom portfela jednostki uczestnictwa, które reprezentują prawo posiadacza do żądania zbycia proporcjonalnej części aktywów zbiórczego portfela papierów wartościowych i przeniesienia na jego rzecz uzyskanych w ten sposób środków pieniężnych. Jednostki uczestnictwa w zbiórczym portfelu papierów wartościowych są niezbywalne i podlegają wyłącznie umorzeniu na żądanie ich posiadacza. Towarzystwo nie może zbywać nowych jednostek w miejsce już umorzonych. Z uwagi na to, że umorzenie jednostek przez towarzystwo jest tożsame z koniecznością zbycia proporcjonalnej liczby papierów wartościowych w celu zachowania pierwotnej struktury portfela, zarządzanie portfelem odbywa się w sposób pasywny. Zasady działania, zarządzania i likwidacji zbiórczego portfela określa regulamin wykonywania działalności. Określa on m.in. procentowy skład portfela, który zasadniczo nie może podlegać zmianom (wyjątki od tej reguły określa ustawa).

Istotną zmianą wprowadzoną do ustawy o funduszach inwestycyjnych jest możliwość korzystania przy dystrybucji jednostek uczestnictwa z pośrednictwa osób fizycznych (art. 26a). Muszą one pozostawać z towarzystwem, podmiotem prowadzącym działalność maklerską lub podmiotem posiadającym zezwolenie KPWiG na pośrednictwo w zbywaniu i odkupywaniu jednostek w stosunku zlecenia lub innym stosunku o podobnym charakterze. Oczekuje się, że w ten sposób możliwe będzie dotarcie z ofertą funduszy do szerszego grona potencjalnych klientów. Równocześnie, w celu ochrony uczestników funduszy, wprowadzono zasadę, iż osoba

fizyczna przyjmująca zlecenie nabycia lub odkupienia jednostek nie może przyjmować wpłat na nabycie jednostek oraz otrzymywać lub przekazywać wypłat z tytułu ich odkupienia. Wprowadzono także zapis, że za czynności zatrudnionych osób fundusz lub podmiot posiadający zezwolenie na dystrybucję jednostek odpowiada jak za działania własne. Z kolei art. 26b umożliwia składanie zleceń nabycia i odkupienia jednostek za pomocą elektronicznych nośników informacji. Wykorzystanie tego przepisu wymaga jednak uchwalenia ustawy o podpisie elektronicznym, której dwa projekty (poselski i rządowy) są przedmiotem prac parlamentu (stan z końca kwietnia 2001 r.).

Zgodnie z postulatami wysuwanymi przez środowisko funduszy inwestycyjnych, do ustawy dodano nowy rozdział 6a wprowadzający możliwość i regulujący tryb łączenia funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych funduszy otwartych. Istotną zmianę stanowi także odejście w rozdziale 3 od koncesyjnego trybu tworzenia towarzystwa funduszy inwestycyjnych na rzecz trybu licencyjnego. Stworzono także możliwość udzielenia wraz z zezwoleniem na działalność towarzystwa funduszy inwestycyjnych zezwolenia na utworzenie funduszu inwestycyjnego (art. 30 ust. 3), co w istotny sposób przyczyni się do skrócenia czasu na rozpoczęcie działalności statutowej przez fundusz. Wprowadzono równocześnie obowiązek jednoczesnego złożenia przez spółkę, która ubiega się o zgodę na prowadzenie działalności w charakterze towarzystwa funduszy inwestycyjnych, wniosku o udzielenie zezwolenia na wykonywanie tej działalności i wniosku na utworzenie pierwszego funduszu inwestycyjnego (art. 30 ust. 2). Ustawa zezwala także funduszom na publikowanie w dzienniku o zasięgu ogólnopolskim jedynie skrótów prospektów informacyjnych (art. 122), zachowując jednocześnie obowiązek udostępniania pełnej wersji prospektu na każde żądanie uczestnika.

Znowelizowana ustawa poszerzyła możliwości dokonywania wpłat do funduszu o papiery wartościowe dopuszczone i nie dopuszczone do publicznego obrotu oraz udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, o ile stanowi tak statut funduszu (art. 6 ust. 3). Rozwiązanie to dotyczy funduszy zamkniętych (art. 101b) – powinno ono zachęcić do przystępowania do nich osób, które posiadają takie aktywa, ale ich spieniężenie w celu wniesienia wpłat na nabycie certyfikatów podczas subskrypcji nie jest możliwe bądź osoby takie nie są zainteresowane dalszym samodzielnym zarządzaniem takimi aktywami. Ponadto zniesiono w stosunku do funduszy zamkniętych, specjalistycznych zamkniętych i mieszanych przepis o minimalnej wymaganej wartości aktywów netto, natomiast dla funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych obniżono ten limit z 2,5 do 2 mln zł (art. 69a). Dla funduszy zamkniętych i mieszanych przewidziano możliwość zbywania kolejnych emisji certyfikatów inwestycyjnych z dyskontem w stosunku do ich wartości wynikającej z wyceny aktywów netto, co powinno ułatwić przeprowadzanie takich emisji (art. 93 i 109). Warunkiem skorzystania z tego przepisu jest jednak określenie w statucie maksymalnej wysokości dyskonta. Umożliwiono także wtórny obrót certyfikatami

inwestycyjnymi funduszy zamkniętych w przypadku, gdy nie zostaną one dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym (art. 97 ust. 3). Na mocy nowego art. 71a fundusze inwestycyjne będą mogły inwestować w listy zastawne emitowane przez banki hipoteczne.

Niektóre z przepisów znowelizowanej ustawy zaczną obowiązywać w terminie późniejszym. Artykuł 98 ust. 1 pkt. 7, zezwalający funduszom inwestycyjnym zamkniętym na lokowanie aktywów w towary giełdowe, w rozumieniu ustawy o giełdach towarowych, wejdzie w życie 28 maja 2001 r. Po upływie 12 miesięcy od dnia ogłoszenia ustawy, tj. 21 grudnia 2001 r., zaczną obowiązywać przepisy art. 11 ust. 4 oraz art. 149a w zakresie art. 11 ust. 4, które wprowadzają prawną ochronę nazwy „fundusz inwestycyjny”. Nazwy tej lub jej skrótu będzie mógł używać w nazwie (firmie), reklamie lub przy określaniu wykonywanej przez siebie działalności jedynie fundusz inwestycyjny utworzony zgodnie z niniejszą ustawą (ograniczenie to nie dotyczy NFI). Niepodporządkowanie się temu wymogowi będzie podlegało grzywnie do wysokości 1 mln zł. W terminie roku od dnia wejścia w życie nowelizacji, a więc do 21 marca 2002 r., fundusze inwestycyjne są obowiązane do dostosowania treści swoich statutów do zmian wynikających z treści ustawy. Wyjątek stanowią przepisy dotyczące ochrony prawnej nazwy „fundusz inwestycyjny” oraz używania przez fundusz skrótu określającego jego rodzaj zamiast pełnego oznaczenia (art. 11 ust. 4–6), dla których przewidziano dwuletni okres dostosowawczy.

Z dniem uzyskania przez Polskę członkostwa w Unii Europejskiej zaczną obowiązywać następujące przepisy:

- art. 50 pkt. 2 określający warunki, jakie musi spełnić krajowy oddział banku zagranicznego, którego siedziba znajduje się w UE, pragnący pełnić funkcję depozytariusza,
- art. 67 ust. 6 zobowiązujący fundusz otwarty, prowadzący działalność zarówno w Polsce, jak i na obszarze UE, do poinformowania Komisji o ewentualnym zawieszeniu zbywania lub odkupywania jednostek uczestnictwa,
- art. 129a ust. 5 zobowiązujący KPWiG do przekazania decyzji o nałożeniu sankcji na fundusz zbywający tytuły uczestnictwa poza terytorium Polski organom państwa właściwym dla nadzoru nad tym funduszem,
- rozdział 10a i art. 149 ust. 2 określający warunki zbywania na terytorium Polski tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusze inwestycyjne otwarte z siedzibą w państwie będącym członkiem Unii Europejskiej oraz dostosowujący przepisy ustawy do przepisów Dyrektywy Rady Wspólnot Europejskich 85/611/EEC.

Z dniem uzyskania przez Polskę członkostwa w UE utracą moc artykuły 81, 102 i 121 upoważniające ministra właściwego do spraw instytucji

finansowych do określenia, w drodze rozporządzenia, jaką część aktywów funduszu otwartego, zamkniętego i mieszanego mogą stanowić papiery wartościowe i wierzytelności objęte lub nabyte poza granicami Polski.

Konsekwencją wejścia w życie nowelizacji ustawy o funduszach inwestycyjnych była konieczność dostosowania dotychczasowych przepisów wykonawczych do nowego prawa, w tym wydanie aktów prawnych, regulujących działalność dwóch nowych instytucji rynku funduszy inwestycyjnych – zbiorczego portfela papierów wartościowych oraz specjalistycznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Przepisy wykonawcze dotychczas obowiązujące zachowują moc do czasu wydania nowych aktów wykonawczych, co powinno nastąpić nie później niż dwa lata od dnia wejścia w życie ustawy, czyli do 21 marca 2003 r.

Według stanu z końca kwietnia 2001 r. opracowane zostały projekty czterech aktów wykonawczych do ustawy o funduszach inwestycyjnych – wszystkie mają rangę rozporządzenia Rady Ministrów. Dwa z nich są nowymi aktami prawnymi, natomiast dwa kolejne stanowią zmodyfikowane wersje obowiązujących dotychczas rozporządzeń.

Art. 121i ust. 3 ustawy o funduszach inwestycyjnych zobowiązuje Radę Ministrów do określenia szczegółowych warunków wykonywania przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych **działalności w zakresie zarządzania zbiorczymi portfelami papierów wartościowych**, z uwzględnieniem warunków finansowych i organizacyjnych, jakie musi spełnić towarzystwo w celu zapewnienia bezpieczeństwa prowadzenia tej działalności. Projekt stosownego rozporządzenia uwzględnia specyfikę zbiorczych portfeli papierów wartościowych. Reguluje on terminy, w których towarzystwo powinno nabyć papiery wartościowe i prawa majątkowe do portfela, ogłosić jego regulamin i rozpocząć zbywanie jednostek uczestnictwa portfela. Zgodnie z podstawowym warunkiem finansowym, jaki towarzystwo musi spełnić w celu zapewnienia bezpieczeństwa zarządzania zbiorczym portfelem, nie może ono przeznaczyć na funkcjonowanie portfela więcej niż 50% kwoty stanowiącej różnicę między kwotą posiadanego kapitału własnego towarzystwa, pomniejszoną o kwotę stanowiącą łączną wartość jednostek uczestnictwa przysługujących towarzystwu we wszystkich zarządzanych przez siebie portfelach, a kwotą kapitału własnego wymaganego zgodnie z art. 36 ust. 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych. Kwota przeznaczona na funkcjonowanie portfela powinna być wydzielona na odrębnym rachunku towarzystwa u depozytariusza najpóźniej w dniu poprzedzającym dzień nabycia pierwszego papieru do portfela zgodnie z jego regulaminem i ogłoszona najpóźniej w dniu poprzedzającym dzień rozpoczęcia zapisów na jednostki uczestnictwa. Rozwiązanie takie z jednej strony pozwoli na określenie kwoty przeznaczonej przez towarzystwo na nabycie portfela w sposób odzwierciedlający jego aktualną sytuację finansową, z drugiej zaś umożliwi

## **Akty wykonawcze do ustawy o funduszach inwestycyjnych**



faktyczne rozdzielenie środków pieniężnych towarzystwa przeznaczonych na nabycie papierów wartościowych do portfela od innych środków związanych z pozostałą działalnością towarzystwa. Projekt rozporządzenia wprowadza ponadto szereg przepisów określających warunki organizacyjne, jakie towarzystwo powinno zapewnić dla bezpieczeństwa zarządzania portfelem, takich jak wyznaczenie osób odpowiedzialnych za wykonywanie czynności związanych z obsługą zbiorczego portfela czy obowiązek oddzielnego przechowywania aktywów portfeli i innych aktywów towarzystwa, tak aby możliwe było dokładne ustalenie stanu aktywów portfela w celu prawidłowego ustalenia jego wartości aktywów netto.

Stosownie do art. 121j ust. 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych, Rada Ministrów przygotowała także projekt rozporządzenia, które określa **zakres rocznych i półrocznych sprawozdań finansowych zbiorczego portfela papierów wartościowych**. Rozporządzenie to zobowiązuje towarzystwa do oddzielnego prowadzenia ksiąg rachunkowych portfela i towarzystwa. Towarzystwa będą obowiązane do prowadzenia odrębnych ksiąg rachunkowych dla każdego zbiorczego portfela. Księgi rachunkowe powinny być prowadzone w taki sposób, aby było możliwe ustalenie wartości aktywów netto portfela w każdym dniu wyceny oraz na dzień bilansowy, co jest niezbędne zarówno do ustalenia wartości jednostki uczestnictwa, jak i prawidłowego odzwierciedlenia sytuacji majątkowej, dochodowej i finansowej portfela w sprawozdaniach finansowych. Zakres informacji objętych sprawozdaniami rocznymi i półrocznymi obejmuje wstęp, bilans, rachunek wyniku z operacji, zestawienie składników zbiorczego portfela, zestawienie zmian w aktywach netto oraz noty objaśniające. Sprawozdania te mają na celu zaprezentowanie wyczerpujących informacji finansowych dotyczących zbiorczego portfela w taki sposób, by umożliwić jego uczestnikowi ocenę inwestycji w jednostki, zwłaszcza zaś ocenę ryzyka inwestycyjnego.

Zgodnie z art. 124a ustawy o funduszach inwestycyjnych, Rada Ministrów określić ma także szczegółowe warunki, jakim powinien odpowiadać **prospekt informacyjny funduszu inwestycyjnego otwartego oraz specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego**, a także **skrót tego prospektu**. Projekt rozporządzenia wprowadza w szczególności wymóg sporządzania przez te fundusze prospektów informacyjnych zawierających takie informacje o funduszu, towarzystwie zarządzającym, depozytariuszu i podmiotach obsługujących fundusz, które umożliwią nabywcom jednostek ocenę ryzyka inwestycyjnego. W odniesieniu do zawartości prospektu projekt ten zachowuje układ oraz większość rozwiązań przyjętych w obowiązującym do tej pory rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 24 marca 1998 r. w sprawie określenia szczegółowych warunków, jakim powinien odpowiadać prospekt informacyjny funduszu inwestycyjnego otwartego (Dz.U. Nr 44, poz. 263). Wprowadza jednak poprawki precyzujące dotychczasowe rozwiązania lub uzupełnienia wynikające ze zmiany przepisów ustawy – m.in. przewiduje dodanie rozdziału dotyczącego osób odpowiedzialnych za informacje zawarte

w prospekcie oraz zapisu zobowiązującego towarzystwo do wskazania, czy zarządza ono zbiorczymi portfelami papierów wartościowych. Wychodząc naprzeciw postulatom zgłaszanym przez środowisko funduszy inwestycyjnych, w rozporządzeniu wprowadzono także możliwość sporządzenia (po spełnieniu określonych warunków) jednego prospektu informacyjnego dla kilku funduszy, co ma pozwolić na obniżenie kosztów związanych z ich drukiem i publikacją. Projekt rozporządzenia daje ponadto sposobność sporządzania przez fundusze otwarte i specjalistyczne otwarte skrótu prospektu informacyjnego. Rozwiązania dotyczące jego zawartości były wzorowane na projekcie załącznika C do Dyrektywy Rady Wspólnot Europejskich 85/611/EEC oraz na projekcie Europejskiej Federacji Towarzystw i Funduszy Inwestycyjnych (FEFSI), które określają wymagania, jakim powinny odpowiadać skrócone prospekty funduszy inwestycyjnych otwartych.

Nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych spowodowała także konieczność modyfikacji obowiązującego rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 22 lipca 1999 r. **w sprawie trybu likwidacji funduszy inwestycyjnych** (Dz.U. Nr 65, poz. 738). Było to konsekwencją zmiany konstrukcji prawnej w tym zakresie. Dotychczas likwidacja funduszu inwestycyjnego następowała bowiem na podstawie decyzji KPWiG, natomiast obecnie wymóg wydania decyzji administracyjnej został zniesiony. Projekt rozporządzenia w sprawie trybu likwidacji funduszy inwestycyjnych, do opracowania którego zobowiązał Radę Ministrów art. 144 ustawy o funduszach inwestycyjnych, reguluje tryb ich likwidacji, a także określa sposób i terminy dokonywania poszczególnych czynności w ramach postępowania likwidacyjnego. W dużej mierze zachowuje on układ oraz rozwiązania przyjęte w dotychczas obowiązującym rozporządzeniu, choć zawiera też poprawki i modyfikacje doprecyzowujące dotychczasowe rozwiązania. Przykładowo, przepisy określające terminy, w jakich należy przekazać likwidatorowi dokumenty dotyczące funduszu lub dokonać ogłoszenia o jego likwidacji, uwzględniają fakt, że likwidacja funduszu, w przypadku gdy towarzystwo złoży wniosek o połączenie funduszu otwartego albo specjalistycznego otwartego z innym funduszem otwartym lub specjalistycznym otwartym, rozpoczyna się dopiero od chwili, gdy decyzja Komisji odmawiająca zgody na połączenie funduszy stanie się ostateczna. Sprecyzowano również składniki sprawozdania finansowego rozpoczęcia likwidacji.

Spośród innych regulacji prawnych, które miały wpływ na działalność funduszy inwestycyjnych w 2000 r., duże znaczenie miała nowelizacja **ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych** uchwalona przez Sejm w dniu 9 czerwca 2000 r. (Dz.U. Nr 60, poz. 700). W artykule 12 ust. 1 tej ustawy został dodany punkt 4a, który zalicza dochody wypracowane i wypłacane uczestnikom funduszy inwestycyjnych bez konieczności odkupywania przez nich jednostek uczestnictwa lub wykupywania certyfikatów inwestycyjnych

## **Pozostałe regulacje prawne**



do przychodów uzyskiwanych przez osoby prawne. W konsekwencji osoby prawne, które są uczestnikami funduszy dywidendowych, od 1 stycznia 2001 r. (tj. od daty wejścia w życie nowelizacji) muszą płacić podatek od uzyskiwanych dochodów na zasadach ogólnych, nie zaś w formie zryczałtowanego podatku od dochodu z dywidend oraz udziału w zyskach. Nowelizacja ta znacząco wpłynęła na kształt rynku funduszy inwestycyjnych w 2000 r., ograniczając atrakcyjność funduszy dywidendowych, czego przejawem był znaczący odpływ środków z tych funduszy pod koniec 2000 r.

W 2000 r. parlament uchwalił także inne akty prawne, które pośrednio dotyczą również funduszy inwestycyjnych, stwarzając towarzystwom zarządzającym nimi nowe możliwości rozwoju. Należy tu przede wszystkim wymienić **ustawę z 8 września 2000 r. o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstwa państwowego Polskie Koleje Państwowe** (Dz.U. Nr 84, poz. 948). Rozdział 9 tej ustawy przewiduje utworzenie Funduszu Własności Pracowniczej (FWP), do którego wpływać ma 15% środków finansowych uzyskiwanych przez PKP ze sprzedaży akcji lub udziałów spółek utworzonych przez przedsiębiorstwo, nieruchomości i praw z nimi związanych oraz innych składników majątkowych spółki (art. 63). Fundusz ten będzie miał postać specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego, zaś jego uczestnikami będą mogli być obecni i byli pracownicy PKP (warunki, jakie muszą spełnić uprawnieni pracownicy, określa art. 62 ustawy). W celu utworzenia FWP i zarządzania nim PKP obowiązane jest ogłosić przetarg na wybór towarzystwa funduszy inwestycyjnych (działającego na podstawie zezwolenia KPWiG) bądź samodzielnie utworzyć towarzystwo (spółka zdecydowała się na pierwszy wariant, ogłaszając dwustopniowy przetarg na wybór towarzystwa w końcu lutego 2001 r.). Warunkiem uczestnictwa w przetargu było m.in. przedstawienie przez towarzystwo projektu statutu funduszu (w kwietniu 2001 r. PKP poinformowały, że otrzymały 11 ofert wstępnych, zaś w połowie maja do drugiego etapu przetargu wybrano cztery towarzystwa). Wyboru towarzystwa zarządzającego FWP dokona komisja przetargowa, zaś jej decyzję musi zatwierdzić minister właściwy do spraw transportu. Określony w ogłoszeniu o przetargu termin utworzenia FWP to listopad 2001 r. Zgodnie z art. 64 ustawy, fundusz nie będzie mógł być rozwiązany do końca 2010 r., zaś jednostki uczestnictwa nie będą mogły być umarzone przed upływem dwóch lat od daty zbycia pierwszych akcji lub udziałów spółek wydzielonych z przedsiębiorstwa.

Innym aktem prawnym, który mógłby wpłynąć na upowszechnienie wiedzy o funduszach inwestycyjnych w Polsce, jest **ustawa o reprivatyzacji**. Przewiduje ona w rozdziale szóstym m.in. utworzenie przez ministra właściwego do spraw skarbu państwa, w ciągu roku od dnia wejścia w życie ustawy, Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych „Reprivatyzacja” SA, którego dotyczyłyby także przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych. Na mocy ustawy o reprivatyzacji towarzystwo powinno utworzyć Fundusz Inwestycyjny Bonów Reprivatyzacyjnych, do którego skarb państwa

(będący jedynym właścicielem towarzystwa) zobowiązany jest wnieść, w zamian za bony reprivatyzacyjne, środki pieniężne uzyskane ze sprzedaży akcji i udziałów przeznaczonych na cele reprivatyzacyjne, o wartości nie większej niż 20,5 miliarda złotych. Fundusz zbywa jednostki uczestnictwa wyłącznie za bony reprivatyzacyjne, które przysługują osobom uprawnionym do świadczenia reprivatyzacyjnego (według rządu liczba roszczeń reprivatyzacyjnych może wynieść około 170 tysięcy). Po upływie pięciu lat od wejścia w życie ustawy fundusz jest zobowiązany do odkupywania jednostek uczestnictwa z częstotliwością określoną w statucie, jednak nie rzadziej niż raz do roku. Ustawę, uchwaloną przez Sejm 7 marca 2001 r., zawetował jednak prezydent. W dniu 25 maja Sejm nie zdołał odrzucić weta prezydenta do ustawy reprivatyzacyjnej.

W dniu 15 kwietnia 2000 r. weszła w życie **ustawa o zmianie ustawy o pracowniczych programach emerytalnych oraz niektórych innych ustaw** (Dz.U. Nr 22, poz. 270), której obszerny opis znalazł się w raporcie STFI z 1999 r. W 2000 r. do Sejmu trafił także poselski projekt nowelizacji ustawy o PPE, zakładający wprowadzenie nowej, piątej formy pracowniczego programu emerytalnego – zakładowego planu emerytalnego. Projekt ten jest przedmiotem prac Komisji Nadzwyczajnej do rozpatrzenia projektów ustaw dotyczących problematyki ubezpieczeń społecznych.

Innym aktem prawnym dotyczącym funduszy inwestycyjnych była **uchwała Zarządu GPW w sprawie określenia szczegółowych warunków wprowadzenia i obrotu certyfikatami inwestycyjnymi**. Określa ona, że wprowadzenia certyfikatów do obrotu giełdowego dokonuje Zarząd Giełdy na pisemny wniosek emitenta, o ile są one dopuszczone do obrotu giełdowego, zostały zarejestrowane przez KDPW, zaś wniosek obejmuje wszystkie wyemitowane i dopuszczone do obrotu giełdowego certyfikaty danej emisji. W uchwale o wprowadzeniu certyfikatów inwestycyjnych do obrotu giełdowego Zarząd Giełdy określa system ich notowań oraz wielkość jednostki transakcyjnej. Fundusz inwestycyjny mieszany zobowiązany jest niezwłocznie informować GPW o liczbie i dacie umorzonych certyfikatów, które notowane są na parkiecie. W przypadku likwidacji emitenta certyfikatów notowanych na GPW są one notowane po raz ostatni na sesji odbywającej się czwartego dnia przed dniem otwarcia likwidacji.

## Towarzystwa funduszy inwestycyjnych – członkowie STFI

<b>Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych BANKU HANDLOWEGO SA</b>	Adres Tel/fax Internet Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Wolska 167, 01-258 Warszawa (022) 690-1608 / (022) 690-2055 www.kapitalhandlowy.com Andrzej Kołatkowski Bank Handlowy w Warszawie SA – 100%
<b>CAIB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Emilii Plater 53, 00-113 Warszawa (022) 520-9799 / (022) 520-9798 www.caib.pl Grzegorz Świetlik CAIB Securities SA – 100%
<b>DWS Polska Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet Członkowie zarządu Akcjonariusze	al. Armii Ludowej 26, Budynek Focus X p.l., 00-609 Warszawa (022) 579-9700 / (022) 579-9701 www.dws.com.pl Norbert Czipionka, Piotr Linke, Jak Mieczkowski Deutsche Fonds Holding GmbH – 100%
<b>Górnośląskie Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Sokolska 8, 40-086 Katowice (032) 256-3082 / (032) 200-8444 www.gtfi.pl Marek Łukaszewski Dom Maklerski „ELIMAR” SA – 50% Fundusz Górnośląski SA – 50%
<b>ING BSK Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet Prezes zarządu Akcjonariusze	pl. Trzech Krzyży 10/14, 00-499 Warszawa (022) 820-5200 / (022) 820-5201 www.ingbsk.com.pl Dorota Winczewska ING BSK Asset Management SA – 100%
<b>INVESCO Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet Prezes zarządu Akcjonariusze	sk. Ks. Kard. Stefana Wyszyńskiego 9, 01-015 Warszawa (022) 636-4848 / (022) 636-8820 www.invesco.pl Jacek Janiuk INVESCO Polska Sp. z o.o. – 100%
<b>PBK ATUT Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Szymczaka 5, 01-227 Warszawa (022) 631-8883 / (022) 632-9820 www.pbkatut.com.pl Jarosław Biernacki Powszechny Bank Kredytowy SA – 100%
<b>PIONEER Pierwsze Polskie Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Marynarska 19A, 02-674 Warszawa (022) 640-4000 / (022) 640-4005 www.pioneer.com.pl Daniel Kingsbury PIONEER International Corporation – 100%
<b>PKO/CREDIT SUISSE Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa (022) 521-5600 / (022) 521-5601 www.pko-cs.com.pl Antoni Leonik PKO BP – 50% Credit Suisse Asset Management Holding Europe (Luxembourg) SA – 50%
<b>PEKAO/ALLIANCE Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Domaniewska 41, 02-672 Warszawa (022) 606-0001 / (022) 606-0005 www.przymierze.com.pl Zbigniew Jagiełło Bank Polska Kasa Opieki SA Grupa Pekao SA – 51% Alliance Capital Management of Delaware – 49%
<b>Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU SA</b>	Adres Tel/fax Internet Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Prosta 30, 00-838 Warszawa (022) 656-3700 / (022) 656-3656 www.tfipzu.com.pl Czesław Gawłowski PZU na Życie SA – 100%
<b>SEB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Szturmowa 2, 02-687 Warszawa (022) 607-2476 / (022) 607-2500 www.seb.pl Zenon Słomski Skandinaviska Enskilda Banken AB – 100%
<b>SKARBIEC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Bartycka 22, 00-716 Warszawa (022) 522-9400 / (022) 522-9431 www.skarbiec.com.pl Andrzej Dorosz Bank Rozwoju Eksportu – 60% Allgemeine Deutsche Investment GmbH – 40%
<b>UNION INVESTMENT Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Marynarska 19A, 02-674 Warszawa (022) 607-0477 / (022) 607-0476 www.union-investment.pl Małgorzata Góra Union-Fonds-Holding AG – 70% Bank Gospodarki Żywnościowej SA – 30%
<b>Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych WARTA SA</b>	Adres Tel/fax Internet Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Solec 48, 00-382 Warszawa (022) 622-9316 / (022) 622-9315 — Roman Kosiński TUIR WARTA SA – 100%
<b>WBK AIB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. 27 Grudnia 13, 61-737 Poznań (061) 855-7322 / (061) 855-7321 — Jacek Marcinkowski WBK AIB Asset Management SA – 100%

ISBN 83-87014-93-1