



# **Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych**

---

**Raport 2001**

<b>List Prezesa Zarządu</b>	<b>1</b>
<b>STFI – nowa formuła działania, cele na 2002 rok</b>	<b>3</b>
Działalność STFI w 2001 roku	3
Nowa formuła Stowarzyszenia	4
<b>Fundusze inwestycyjne: bezpieczeństwo, nowoczesność, dostępność, zyskowość</b>	<b>6</b>
Fundusz inwestycyjny i towarzystwo funduszy inwestycyjnych	6
Bezpieczeństwo	6
Nowoczesność	7
Dostępność	8
Zyskowość	8
<b>Rynek funduszy inwestycyjnych – 2001</b>	<b>10</b>
Warunki działalności funduszy inwestycyjnych	10
Towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz fundusze inwestycyjne	14
Aktywa funduszy inwestycyjnych	17
Napływ środków do funduszy inwestycyjnych	18
Udziały rynkowe towarzystw i koncentracja aktywów	19
<b>Wyniki funduszy inwestycyjnych</b>	<b>21</b>
Podstawowe czynniki wpływające na wyniki funduszy inwestycyjnych w latach 1997–2001	21
Wyniki funduszy inwestycyjnych w 2001 roku	22
Fundusze akcyjne	22
Fundusze hybrydowe	24
Fundusze obligacji	24
Fundusze rynku pieniężnego	25
Podsumowanie	26
<b>Koszty funduszy inwestycyjnych</b>	<b>27</b>
Koszty pokrywane ze środków funduszu	27
Opłaty dystrybucyjne	30
Zasady opodatkowania	31
<b>Zmiany w regulacjach prawnych</b>	<b>34</b>
<b>Towarzystwa funduszy inwestycyjnych – członkowie STFI</b>	<b>37</b>



## **Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych**

### **Raport 2001**

**Szanowni Państwo,**

Mam przyjemność przedstawić Państwu Raport Roczny Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce za 2001 rok.

Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych istnieje od 1997 roku. Jest organizacją skupiającą i reprezentującą środowisko towarzystw funduszy inwestycyjnych. Na koniec maja 2002 roku członkami Stowarzyszenia było siedemnaście działających w Polsce TFI, zarządzających niemal 100 funduszami, których aktywa na koniec maja 2002 roku wyniosły 14,4 mld zł. Celem działalności Stowarzyszenia jest przede wszystkim reprezentowanie środowiska, popularyzowanie wiedzy o funduszach inwestycyjnych, uczestniczenie w tworzeniu ram prawnych regulujących działalność funduszy, a także udział w rozwoju polskiego rynku kapitałowego.

Ubiegły rok można nazwać przełomowym, zarówno jeśli chodzi o rozwój rynku funduszy, jak i działalność samego Stowarzyszenia. Fundusze zanotowały rekordowy przyrost aktywów – z 7,1 mld zł na początku 2001 roku, do 12,1 mld zł na koniec 2001 roku. To najwyższa kwota aktywów jaka zgromadzona była dotychczas w polskich funduszach. Coraz więcej osób interesowało się funduszami, coraz więcej zdecydowało się na inwestowanie i oszczędzanie w funduszach, którym z kolei udało się pozyskać wielu nowych klientów. Z jednej strony było to możliwe dzięki pojawieniu się nowych funduszy, a nawet nowych typów funduszy (m.in. specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte), zaś z drugiej – dzięki dynamicznemu rozwojowi kanałów dystrybucji. W fundusze zainwestować można już nie tylko za pośrednictwem biur maklerskich, ale również przy wykorzystaniu nowoczesnych kanałów sprzedaży – Internetu i telefonu. Jednostki uczestnictwa kupić można także w okienkach wielu banków komercyjnych. Fundusze udowodniły, że potrafią wykorzystać pojawiające się okazje rynkowe, szybko reagować na zmiany otoczenia rynkowego, co szczególnie dobrze widać było w listopadzie 2001 roku, kiedy klienci starali się ulokować oszczędności przed wejściem w życie podatku od dochodów kapitałowych.

Stowarzyszenie natomiast, oprócz prowadzenia działalności statutowej, przeszło proces zmian prawno-organizacyjnych, które doprowadziły do zmiany formuły działania. Zmiany te umożliwią z kolei skuteczniejszą realizację celów statutowych.

W niniejszym Raporcie staraliśmy się jak najpełniej przedstawić Państwu podstawowe informacje dotyczące Stowarzyszenia i jego działalności, zaprezentować rynek funduszy inwestycyjnych oraz korzyści związane z inwestowaniem w fundusze. Chcemy bowiem, aby Raport ten – oprócz typowej funkcji sprawozdawczej – pełnił też rolę swego rodzaju przewodnika po rynku funduszy inwestycyjnych oraz stanowił kompendium wiedzy o funduszach.

Mam nadzieję, że Raport spotka się z Państwa zainteresowaniem, a informacje w nim zawarte okażą się przydatne.

Z poważaniem,

Piotr Jan Dziewulski  
Prezes Zarządu

## STFI – nowa formuła działania, cele na 2002 rok

W 2001 roku działalność Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce przebiegała na dwóch płaszczyznach. Z jednej strony prowadzono działalność statutową. Stowarzyszenie brało udział w opracowaniu regulacji prawnych mających wpływ na rynek funduszy inwestycyjnych, zbierało informacje i propagowało wiedzę na temat rynku funduszy inwestycyjnych – zarówno w Polsce, jak i za granicą. Z drugiej strony 2001 rok był dla Stowarzyszenia okresem zmian zarówno w sferze prawnej, jak i organizacyjnej. Przeprowadzono je w celu usprawnienia dotychczasowej formuły działalności STFI.

### **Działalność STFI w 2001 roku**

W 2001 roku Zarząd Stowarzyszenia zajmował się kilkoma zagadnieniami. Uczestniczył w pracach legislacyjnych mających wpływ na rynek funduszy inwestycyjnych, przede wszystkim w pracach Rządu i Parlamentu nad nowelizacją ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych. Stowarzyszenie uzgodniło wspólne stanowisko środowiska, które następnie przekazywane było politykom i mediom. W trakcie prac udało się uzyskać zapisy pozwalające towarzystwom funduszy inwestycyjnych konkurować z zakładami ubezpieczeniowymi i bankami. W sprawie nowelizacji ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych Stowarzyszenie podjęło ponadto wspólne inicjatywy z Izbą Domów Maklerskich, Związkiem Maklerów i Doradców, Stowarzyszeniem Emitentów Giełdowych, Centralną Tabelą Ofert oraz Giełdą Papierów Wartościowych. Stanowiło to przykład sprawnej współpracy w sprawach istotnych dla całego rynku kapitałowego. Stowarzyszenie uczestniczyło także w pracach Parlamentu nad nowelizacją ustawy o pracowniczych programach emerytalnych (PPE), a także w pracach KPWiG dotyczących między innymi rozporządzeń dotyczących rachunkowości funduszy inwestycyjnych oraz ich obowiązków informacyjnych.

Oprócz uczestnictwa w pracach legislacyjnych, statutowym obszarem działalności Stowarzyszenia było w roku ubiegłym upowszechnianie wiedzy, zbieranie i udostępnianie informacji na temat rynku funduszy inwestycyjnych, w tym poza granicami Polski. Uruchomiono stronę internetową zawierającą najważniejsze informacje o funduszach inwestycyjnych, dane statystyczne oraz podstawowe akty prawne regulujące działalność funduszy. Zarząd Stowarzyszenia brał udział w konferencji Europejskiej Federacji Funduszy i Towarzystw Inwestycyjnych (FEFSI) w Brukseli we wrześniu 2001 roku. Do FEFSI przekazywano też bieżące informacje o polskim rynku funduszy inwestycyjnych.

Ponadto Stowarzyszenie zorganizowało – wspólnie z Głównym Inspektorem Informacji Finansowej – szkolenie dotyczące przeciwdziałania wprowadzania do obrotu środków finansowych pochodzących z nieujawnionych lub nielegalnych źródeł. Dla delegacji z Bośni i Hercegowiny zorganizowano prezentację polskiego rynku papierów wartościowych i funduszy inwestycyjnych.

W 2001 roku przeprowadzono analizę prawną przekształcenia Stowarzyszenia w Izbę Gospodarczą reprezentującą środowisko, utworzono zespół zajmujący się opracowaniem standardów reklamowych i informacyjnych dla funduszy inwestycyjnych, przeprowadzono rozmowy z agencją ratingową Fitch dotyczące prowadzenia ratingu dla funduszy inwestycyjnych.

Na dzień 31 grudnia 2001 roku członkami wspierającymi Stowarzyszenia było 15 towarzystw funduszy inwestycyjnych oraz 31 członków zwyczajnych będących członkami kierownictw towarzystw zrzeszonych w STFI. W pierwszych miesiącach 2002 roku do Stowarzyszenia przystąpiły kolejne TFI, a na koniec maja członkami Stowarzyszenia było już siedemnaście działających w Polsce TFI.

Walne Zebranie Delegatów Stowarzyszenia podjęło 13 sierpnia 2001 roku decyzję o zmianie struktury Stowarzyszenia, dokonało także zmian w statucie. Umożliwiły one wprowadzenie nowej formuły działania Stowarzyszenia. Najważniejsze zmiany to oddzielenie funkcji prezesa Stowarzyszenia od funkcji prezesa towarzystwa funduszy inwestycyjnych (wcześniej funkcję prezesa STFI pełnił prezes jednego z towarzystw funduszy inwestycyjnych), powołanie etatowego prezesa zarządu i organu nadzorującego – Rady Stowarzyszenia. Na stanowisko prezesa jednoosobowego zarządu Stowarzyszenia powołano Piotra Jana Dziewulskiego, który obowiązki objął w lutym 2002 roku – po uprawomocnieniu się nowego statutu Stowarzyszenia i rejestracji w Krajowym Rejestrze Sądowym.

Główne cele działającego w nowej formule Stowarzyszenia – to reprezentowanie środowiska towarzystw funduszy inwestycyjnych, wspieranie rozwoju towarzystw i związanych z nimi podmiotów rynku finansowego, upowszechnianie wiedzy o funduszach inwestycyjnych, rozwijanie i doskonalenie zasad etyki zawodowej specjalistów związanych z zarządzaniem funduszami, a także wspieranie rozwoju polskiego rynku finansowego.

STFI chce przyczynić się do rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, a także włączyć się do inicjatyw mających na celu wzrost przejrzystości rynku i jakości informacji, między innymi poprzez wsparcie inicjatywy *Corporate Governance* i uczestnictwo w Radzie Dobrych Praktyk. Stowarzyszenie będzie również wspierać działania zwiększające edukację inwestorów o rynku kapitałowym – m.in. poprzez uczestnictwo w konferencjach i seminariach oraz innych przedsięwzięciach edukacyjnych pozwalających upowszechniać wiedzę o funduszach inwestycyjnych, w tym w targach „Twoje Pieniądze” i podobnych inicjatywach.

Stowarzyszenie zintensyfikuje prace nad standaryzacją produktów i sposobem prezentacji wyników funduszy, tak aby produkty były

## **Nowa formuła Stowarzyszenia**

wyraźnie rozpoznawalne, a klienci – uzyskiwali przejrzystą informację o poszczególnych typach funduszy. Pierwszym krokiem jest opracowanie standardu funduszu rynku pieniężnego – zgodnie ze standardami europejskimi. W celu rozwijania oraz doskonalenia zasad etyki zawodowej specjalistów, którzy są związani z zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi, Stowarzyszenie powoła Komisję Etyczną, która będzie się zajmowała tą problematyką.

Stowarzyszenie zamierza reprezentować środowisko towarzystw i funduszy inwestycyjnych poprzez udział w pracach komisji Sejmu i Senatu, szczególnie w pracach Komisji Finansów Publicznych, Komisji Skarbu Państwa, Uwłaszczenia i Prywatyzacji oraz Podkomisji do spraw instytucji finansowych i rynku kapitałowego. Stowarzyszenie chce uczestniczyć w posiedzeniach, opiniować akty prawne, przygotowywać i prezentować analizy i ekspertyzy projektów legislacyjnych, przyłączać się do inicjatyw ustawodawczych.

Planowana jest także bliska współpraca z instytucjami bezpośrednio związanymi z rynkiem kapitałowym: Komisją Papierów Wartościowych i Giełd, Komisją Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, Narodowym Bankiem Polskim, a także ze środowiskami pokrewnymi: Związkiem Maklerów i Doradców, Stowarzyszeniem Inwestorów Indywidualnych, Izbą Domów Maklerskich, Izbą Funduszy Emerytalnych, Związkiem Banków Polskich. Stowarzyszenie będzie też aktywnie współpracować z Europejskim Stowarzyszeniem Funduszy i Towarzystw Inwestycyjnych.

Stowarzyszenie podejmuje działania w celu nowelizacji ustawy o funduszach inwestycyjnych – tak, żeby zoptymalizować warunki funkcjonowania i rozwoju funduszy oraz ułatwić towarzystwom funduszy inwestycyjnych tworzenie nowych produktów. Dokona przeglądu aktów prawnych, statutów, rozporządzeń, ustaw itp. w celu określenia barier prawnych utrudniających inwestowanie w fundusze oraz podejmie inicjatywę zmian w tych aktach. Nadrzędnym celem jest tu stworzenie przejrzystych i klarownych przepisów, które w sposób jasny i czytelny będą regulowały działalność funduszy.

W 2002 roku Stowarzyszenie w dalszym ciągu będzie uczestniczyć w pracach legislacyjnych nad reformą emerytalną – szczególnie dotyczących III filara tej reformy. W ramach systemu podatkowego proponuje rozwiązania motywujące do oszczędzania, zwłaszcza poprzez wieloletnie plany oszczędnościowe. STFI złożyło w Ministerstwie Finansów projekt wieloletnich indywidualnych programów oszczędnościowych opartych na funduszu inwestycyjnym. Planowana jest także kontynuacja prac nad przekształceniem Stowarzyszenia w Izbę Gospodarczą.

## **Fundusze inwestycyjne: bezpieczeństwo, nowoczesność, dostępność, zyskowość**

Na świecie fundusze inwestycyjne cieszą się ogromną popularnością wśród osób i firm zainteresowanych aktywnym pomnażaniem posiadanych środków finansowych. Jak wynika ze statystyk Europejskiej Federacji Funduszy i Towarzystw Inwestycyjnych, aktywa działających w Europie funduszy wyniosły na koniec marca 2002 roku 4,4 biliona euro. Skąd bierze się zaufanie do funduszy? Przyczyn jest kilka, ale najważniejszą wydaje się być sama konstrukcja produktu finansowego, jakim jest fundusz inwestycyjny. Łączy on w sobie kluczowe cechy kilku rodzajów form lokowania pieniędzy, pozwalając na ich efektywne wykorzystanie. Te cechy to: bezpieczeństwo, nowoczesność, dostępność i zyskowość.

Z prawnego punktu widzenia fundusz inwestycyjny jest instytucją zbiorowego inwestowania, posiadającą osobowość prawną. Fundusz zajmuje się lokowaniem pieniędzy klientów (zwanymi uczestnikami funduszu). Pieniądze wpłacane do funduszu tworzą tzw. masę majątkową, która jest inwestowana w różne instrumenty rynku kapitałowego (akcje, obligacje, bony skarbowe, itd.). Funduszem zarządza towarzystwo funduszy inwestycyjnych, które jest wyspecjalizowaną instytucją finansową, zatrudniającą specjalistów posiadających wiedzę i doświadczenie w inwestowaniu – doradców inwestycyjnych posiadających licencję Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Zadaniem tych osób jest śledzenie informacji dotyczących gospodarki, poszczególnych sektorów i przedsiębiorstw, analizowanie trendów i rekomendacji. Na tej podstawie podejmują oni decyzje inwestycyjne polegające na wyborze do portfela funduszu papierów wartościowych. Chodzi o taki dobór składników portfela, aby przyniósł on klientom zysk wyższy niż ten, jaki mogliby osiągnąć inwestując samodzielnie.

Fundusze inwestycyjne są bezpieczną formą oszczędzania i inwestowania. Bezpieczeństwo zapewnione jest na kilku poziomach. Działalność funduszy jest ściśle regulowana Ustawą o funduszach inwestycyjnych i nadzorowana przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd. Majątek funduszu jest rozdzielny z majątkiem towarzystwa. Oszczędności klientów przechowuje tzw. depozytariusz, którym może być jedynie renomowany bank. W rezultacie nawet w przypadku bankructwa towarzystwa, oszczędnościom klientów nic nie zagraża. Co ważne – w wypadku bankructwa banku depozytariusza – pieniądze klientów funduszu nie wchodzi w skład masy upadłościowej banku.

Fundusze są bezpieczne także ze względu na przejrzystość informacji. Każdy fundusz ma obowiązek podać w statucie ponoszone koszty i limity poszczególnych rodzajów kosztów. Wycena jednostek uczestnictwa funduszy jest publicznie dostępna (publikują je m.in. codzienne gazety), a więc na bieżąco śledzić można wartość zgromadzonych

### **Fundusz inwestycyjny i towarzystwo funduszy inwestycyjnych**

### **Bezpieczeństwo**



oszczędności. Publicznie dostępne są także wszelkie inne informacje dotyczące funduszy, w tym zaudytowane sprawozdania finansowe (roczne i półroczne).

Kolejny poziom bezpieczeństwa to limity inwestycyjne. Każdy fundusz musi w statucie określić limity zaangażowania w poszczególne typy inwestycji. Jest to bardzo ważne ze względu na rozłożenie ryzyka inwestycyjnego, związanego bezpośrednio z rodzajem lokat poszczególnych funduszy. Ryzyko inwestycyjne przekłada się na wahania wartości jednostki uczestnictwa, czyli zmiany wartości inwestycji i jest różne w zależności od rodzaju funduszu. Zasada jest prosta – im wyższe ryzyko, tym możliwe wahania większe, ale jednocześnie większe szanse na wysoki zysk. A zatem – im większe ryzyko, tym większy potencjalny zysk w długim okresie, im mniejsze ryzyko – tym mniejszy zysk.

### **Nowoczesność**

Fundusze są nowoczesną i elastyczną formą oszczędzania. Przede wszystkim istnieje tu większa różnorodność niż w przypadku tradycyjnych form lokowania oszczędności – np. lokat bankowych. Klient ma możliwość wyboru funduszu (funduszy) najlepiej odpowiadającego jego potrzebom, które mogą być przecież różne. Może to być tylko zabezpieczenie pieniędzy przed inflacją albo może konieczność zaoszczędzenia pieniędzy na opłacenie, małego dziś dziecka, czesnego na wybranej uczelni za kilkanaście lat itd.

Ważną cechą inwestycji w fundusze jest płynność. W funduszu w każdej chwili można umorzyć jednostki uczestnictwa – to znaczy odsprzedać je funduszowi po obowiązującej właśnie cenie. Odróżnia to fundusze od większości banków, gdzie zerwanie przed terminem lokaty bankowej naraża klienta na utratę całości lub znacznej części odsetek. Fundusze dają także możliwość konwersji, czyli szybkiego przeniesienia zainwestowanych pieniędzy z jednego funduszu do drugiego – o innej polityce inwestycyjnej.

Fundusze umożliwiają inwestorom dostęp do rynków kapitałowych bez konieczności posiadania zaawansowanej wiedzy i umiejętności. Dysponują nimi licencjonowani doradcy inwestycyjni, którzy zarządzają funduszami. To oni podejmują w naszym imieniu decyzje – są do tego odpowiednio przygotowani, także psychologicznie. Konieczność bieżącego śledzenia sytuacji gospodarczej i badanie stanu finansów i perspektyw setek podmiotów emitujących papiery wartościowe przekracza możliwości jednego człowieka. Konieczne są tutaj profesjonalne zespoły posiadające odpowiednie narzędzia do analizy finansowej oraz wiedzę i doświadczenie.

Oczywiście – jak w przypadku każdej usługi – fundusze pobierają opłaty: manipulacyjną przy zakupie jednostek uczestnictwa oraz roczną opłatę za zarządzanie. W porównaniu z innymi instytucjami finansowymi fundusze są jednak tanią metodą inwestowania. Decydują o tym niskie koszty dystrybucji i limitowane koszty reklamy.

## **Dostępność**

Fundusze inwestycyjne są produktem finansowym, który jest bardzo łatwo dostępny. Dystrybucja jednostek uczestnictwa funduszy odbywa się praktycznie poprzez wszystkie funkcjonujące obecnie kanały sprzedaży, a każdy inwestor może wybrać najwygodniejszy dla siebie sposób inwestowania. Osobom dobrze zorientowanym w specyfice funduszy, które nie potrzebują porady przy wyborze funduszu, polecić można najszybszą możliwość inwestowania – przy wykorzystaniu telefonu, a także najnowszego kanału dystrybucji – Internetu. Jednostki uczestnictwa kupić można także w okienkach banków komercyjnych, lub za pośrednictwem ich służb sprzedaży bezpośredniej (np. *private banking*). Niektóre towarzystwa umożliwiają inwestowanie poprzez wpłaty bezpośrednie, co nie wymaga wypełniania jakichkolwiek dokumentów. W takim przypadku trzeba jednak posiadać otwarty rejestr w danym funduszu. Osoby, które wolą tradycyjne metody zakupu produktów finansowych, skorzystać mogą z punktów obsługi klienta biur maklerskich lub z usług konsultantów finansowych wyspecjalizowanych firm dystrybucyjnych.

Warto też wspomnieć o innym rodzaju dostępności związanym z funduszami inwestycyjnymi. Dają one klientom dostęp do inwestycji, które dla indywidualnego inwestora mogą być nieosiągalne. Na przykład fundusze inwestujące za granicą umożliwiają dostęp do papierów wartościowych będących w obrocie na zagranicznych rynkach kapitałowych, co – ze względu na wysokie koszty transakcyjne – mogłoby się okazać nieopłacalne przy samodzielnym inwestowaniu za pośrednictwem biur maklerskich. Z kolei fundusze rynku pieniężnego inwestują w bony skarbowe, których wartość nominalna wynosi 10 000 zł lub więcej, co dla indywidualnego inwestora może być kwotą zbyt wysoką.

Podstawowym zadaniem każdego funduszu inwestycyjnego jest wypracowywanie dochodów na rzecz swoich uczestników. Dzięki zatrudnieniu zespołu specjalistów, w tym licencjonowanych doradców inwestycyjnych, fundusze zapewniają profesjonalny dobór inwestycji. Niskie koszty działania funduszy sprawiają, że są one w stanie uzyskiwać stopy zwrotu przewyższające dochodowość innych alternatywnych lokat.

Dokonując wyboru funduszu, należy kierować się indywidualnym horyzontem inwestycyjnym oraz pamiętać o podstawowej relacji: im wyższe ryzyko, tym wyższy dochód, jakiego może oczekiwać uczestnik. Najniższym ryzykiem charakteryzują się fundusze rynku pieniężnego. Jednostki uczestnictwa tych funduszy stabilnie rosną, umożliwiając osiągnięcie bieżących dochodów nawet w bardzo krótkim okresie. Polecane są zarówno klientom indywidualnym, jak i instytucjonalnym, którzy lokują posiadane nadwyżki finansowe. Dochodowość funduszy rynku pieniężnego z reguły przewyższa oprocentowanie rachunków oszczędnościowych (ROR), rachunków bieżących dla firm,

## **Zyskowość**

## Dlaczego warto inwestować w fundusze

### To jest bezpieczne

- Działalność funduszy inwestycyjnych jest szczegółowo regulowana Ustawą o funduszach inwestycyjnych z dnia 28 sierpnia 1997 r. oraz podlega ścisłej kontroli ze strony Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG).
- Fundusz inwestycyjny ma osobowość prawną i jego majątek jest rozdzielny z majątkiem towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które nim zarządza.
- Pieniądze wpłacane do funduszy są przechowywane przez odrębną instytucję – depozytariusza.

### To jest efektywne

- Środki zgromadzone w funduszu są zarządzane przez doradców inwestycyjnych, posiadających licencję KPWiG.
- Każdy fundusz ma ściśle określoną, zgodną z jego statutem politykę inwestycyjną.

### To jest przejrzyste

- Ustawa o funduszach inwestycyjnych oraz statuty poszczególnych funduszy precyzyjnie określają rodzaj dopuszczanych inwestycji, a także procentową strukturę lokat.
- Jednostki uczestnictwa funduszy wycenia się w każdym dniu roboczym (publikują je np. codzienne gazety), a więc na bieżąco śledzić można wartość zgromadzonych oszczędności.
- Wszelkie informacje dotyczące funduszy, w tym sprawozdania finansowe, są publicznie dostępne.

czy terminowych lokat bankowych. Inwestorom o dłuższym horyzoncie inwestycyjnym, lecz niskiej skłonności do podejmowania ryzyka, poleca się fundusze obligacji. Dochody wypracowywane przez te fundusze są nieco wyższe, ale również nieco bardziej zmienne niż w przypadku funduszy rynku pieniężnego. Dla osób o dłuższym horyzoncie inwestycyjnym przeznaczone są fundusze akcyjne oraz fundusze zrównoważone.

Na świecie największe aktywa zgromadziły fundusze akcyjne. Ich popularność, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych i krajach Europy Zachodniej, wynika ze świadomości wysokich zysków, jakie fundusze te wypracowują w długim okresie. Na przykład przeciętna dochodowość funduszy akcji w latach 1980–2000 wynosiła około 15%, znacznie przewyższając zyski z innych lokat, a także poziom inflacji. Tak wysokie dochody mogą być trudne do utrzymania w przyszłości – średni wzrost indeksu S&P500, podstawowego wskaźnika obrazującego zmiany na rynku akcji w Stanach Zjednoczonych, wynosił w latach 1926–1999 około 11%. Doświadczenia rynku w Stanach Zjednoczonych, gdzie fundusze inwestycyjne funkcjonują od ponad 70 lat, nie budzą jednak wątpliwości: w długim terminie bardziej ryzykowne inwestycje przynoszą znacznie większy dochód.

## Rynek funduszy inwestycyjnych – 2001

Rok 2001 był rokiem przełomowym dla rozwoju funduszy inwestycyjnych w Polsce. 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 poszukują 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 zł, a więc niemal dwukrotnie.

Wiele czynników wskazuje na to, że trend ten będzie kontynuowany również w przyszłości. Pozwala to oczekiwać, że rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce rozpocznie kolejny etap rozwoju, w wyniku którego stanie się on równie istotnym elementem systemu finansowego jak fundusze inwestycyjne w Stanach Zjednoczonych lub państwach Europy Zachodniej.

W 2001 roku tempo wzrostu gospodarczego w Polsce uległo obniżeniu z poziomu 4,1% osiągniętego w roku poprzednim do 1,1%. W pierwszej połowie 2001 roku podstawowym źródłem wzrostu był dynamicznie rosnący eksport. Pozwoliło to na osiągnięcie wzrostu PKB w pierwszym kwartale na poziomie 2,3%. W trakcie roku jednak, ze względu na spowolnienie gospodarki w Unii Europejskiej, w tym w szczególności w Niemczech, dynamika eksportu spadła. Jednocześnie inwestycje dokonywane były w ciągu całego roku na poziomie niższym niż w roku poprzednim. Spożycie indywidualne było jedynym czynnikiem wspierającym umiarkowany wzrost gospodarczy. W rezultacie wzrost odnotowany w kolejnych kwartałach był zdecydowanie niższy: 0,9% w drugim kwartale, 0,8% w trzecim i 0,4% w czwartym. Spowolnienie polskiej gospodarki odbyło się w warunkach ogólnoswiatowego spadku tempa wzrostu.

Gwałtowne spowolnienie wzrostu połączone było ze stabilizacją gospodarki. Nastąpił szybki proces obniżania inflacji – z poziomu 8,5% liczonego grudzień do grudnia w 2000 roku, do 3,6% na koniec 2001 roku. Wolniejsze tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz stopniowe wygasanie oczekiwań inflacyjnych umożliwiły Radzie Polityki Pieniężnej obniżenie podstawowych stóp procentowych w 2001 roku ogółem o 750 punktów bazowych.

Spadł również deficyt obrotów bieżących – z poziomu 6,3% PKB w 2000 roku do 3,9% na koniec roku 2001. W rezultacie deficyt obrotów

### Warunki działalności funduszy inwestycyjnych

bieżących znalazł się ponownie poniżej uznawanego za bezpieczny poziomu 5% PKB.

Sytuacja makroekonomiczna zdeterminowała w dużej mierze wyniki osiągnięte przez fundusze inwestycyjne. Spowolnienie gospodarcze, a co za tym idzie gorsze wyniki finansowe przedsiębiorstw, przełożyły się na spadek cen akcji i słabsze wyniki funduszy akcyjnych i hybrydowych. Czynnikiem dodatkowo osłabiającym polski rynek akcji była bessza na większości giełd zagranicznych, która wpłynęła również na decyzje inwestorów lokujących środki w Polsce.

Wysokie realne stopy procentowe i trwający proces obniżania nominalnych stóp procentowych były czynnikami pozytywnie wpływającymi na stopę zwrotu z inwestycji w papiery dłużne i wyniki funduszy obligacyjnych oraz funduszy rynku pieniężnego. W 2001 roku nastąpił znaczny wzrost cen długoterminowych obligacji skarbowych. Rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych obniżyła się z 17,3% w końcu grudnia 2000 roku do 10,8% pod koniec 2001 roku.

Obniżki stóp procentowych dokonywane przez Radę Polityki Pieniężnej miały znaczący wpływ na poziom oprocentowania depozytów bankowych. Banki stojąc w obliczu rosnących kosztów ryzyka kredytowego (udział kredytów nieregularnych osiągnął na koniec 2001 roku poziom 18,5% kredytów ogółem) oraz działając nadal w warunkach strukturalnej nadpłynności, zdecydowały się na aktywną obronę marży odsetkowej netto. W rezultacie znacząco obniżyło się oprocentowanie lokat i rachunków bankowych – ze średnio 14,1% w grudniu 2000 roku w przypadku lokat trzymiesięcznych do około 6,5% w przypadku takich samych lokat w grudniu 2001 roku. Oprocentowanie rachunków bieżących w większości największych banków zostało obniżone poniżej wysokości inflacji.

Spadek atrakcyjności lokat bankowych, pogłębiony dodatkowo decyzją Ministra Finansów o opodatkowaniu od marca 2002 roku dochodów osiągniętych przez osoby fizyczne z lokat i rachunków bankowych, obligacji oraz funduszy inwestycyjnych spowodował stopniowy wzrost zainteresowania alternatywnymi formami lokowania oszczędności, takimi jak fundusze inwestycyjne.

Liczba funduszy inwestycyjnych (wliczając w to fundusze zamknięte) działających na rynku zwiększyła się z 81 w końcu 2000 roku do 94 w grudniu 2001 roku. Wprawdzie przyrost liczby funduszy nie był tak szybki jak w latach ubiegłych, nastąpiło jednak dalsze zróżnicowanie funduszy pod względem prowadzonej polityki inwestycyjnej. Zwiększeniu uległa liczba funduszy inwestujących w zagraniczne papiery wartościowe – tak udziałowe (akcje), jak i wierzycielskie.

W 2001 roku, w związku ze zmianami w przepisach podatkowych, zlikwidowano część tak zwanych funduszy dywidendowych, niezwykle popularnych w 2000 roku wśród inwestorów instytucjonalnych

## Rodzaje funduszy inwestycyjnych

Fundusze inwestycyjne działające w Polsce można usystematyzować według kilku kryteriów.

- **Fundusze rynku pieniężnego** lokują w krótkoterminowe papiery dłużne, np. bony skarbowe. Są to fundusze o najniższym ryzyku inwestycyjnym, zatem wartość jednostki uczestnictwa rośnie bardzo stabilnie. Polecane są osobom nie akceptującym ryzyka inwestycyjnego, oczekującym bieżącego dochodu, chcącym zabezpieczyć oszczędności przed inflacją.
- **Fundusze obligacji** inwestują w instrumenty dłużne, głównie obligacje. Obarczone są nieco większym ryzykiem inwestycyjnym niż fundusze rynku pieniężnego – inwestycja może podlegać nieznacznym wahaniom. Stanowią alternatywę dla bezpośredniego zakupu obligacji, mogą także konkurować z długoterminowymi lokatami bankowymi.
- **Fundusze hybrydowe** inwestują zarówno w akcje, jak i instrumenty dłużne. Podstawowym typem funduszy hybrydowych są **fundusze zrównoważone**, które inwestują z reguły w zbliżonych proporcjach w dłużne papiery wartościowe i akcje. Fundusze zrównoważone polecane są inwestorom akceptującym wyższe ryzyko niż w przypadku funduszy rynku pieniężnego czy obligacji, ale nie akceptującym wysokiego ryzyka związanego z inwestycjami tylko w akcje. W obrębie funduszy hybrydowych można wyróżnić również **fundusze stabilnego wzrostu** – inwestujące w papiery dłużne i akcje, w nieco innych proporcjach niż typowe fundusze zrównoważone (w akcje – do 40%, a resztę – w papiery dłużne). Do funduszy hybrydowych zaliczane są również **fundusze aktywnej alokacji**, które proporcje zaangażowania w akcje i papiery dłużne dostosowują do bieżącej sytuacji rynkowej.
- **Fundusze akcyjne** inwestują prawie wyłącznie w akcje. Ryzyko inwestycyjne jest w tym wypadku najwyższe, ale jednocześnie potencjał zysku w długim okresie jest większy od innych funduszy.

*ciąg dalszy na następnej stronie*

### Kryterium polityki inwestycyjnej

ze względu na atrakcyjne opodatkowanie dochodów osiągniętych z tych funduszy.

Całkowita wartość aktywów netto, którymi dysponowały fundusze, wzrosła z 7,1 mld zł w 2000 roku do 12,1 mld zł w 2001 roku. Oznacza to największy roczny przyrost aktywów w dotychczasowej historii funduszy inwestycyjnych w Polsce.

Na rozwój funduszy inwestycyjnych pozytywny wpływ miała również stopniowa zmiana systemu dystrybucji jednostek uczestnictwa.

## Rodzaje funduszy inwestycyjnych (cd.)

Są one przeznaczone dla inwestorów akceptujących znaczne wahania inwestycji w krótkim okresie, oczekując w zamian wyższego zysku w okresie długim – nawet kilkunastoletnim.

### Kryterium formy prawnej

- **Fundusze otwarte.** Pieniądze wpłacane przez klientów do funduszy otwartych zamieniane są na tzw. jednostki uczestnictwa. Jednostki wyceniane są najczęściej w każdym dniu roboczym, a ich bieżącą wartość publikują m.in. codzienne gazety. Z inwestycji w fundusz otwarty można się w każdej chwili wycofać. W obrębie funduszy otwartych wyróżnić można **fundusze specjalistyczne otwarte**, których statut może ograniczać krąg uczestników.
- **Fundusze zamknięte.** Na polskim rynku istnieją dwa typy funduszy zamkniętych: **fundusze zamknięte („tradycyjne”)** oraz **specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte**. Od funduszy otwartych różnią się m.in. zakresem dopuszczalnych lokat. Mogą lokować nie tylko w papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu, ale także w waluty, prawa pochodne, transakcje terminowe. Specjalistyczne fundusze zamknięte mogą też inwestować w prawa do nieruchomości. Oba typy funduszy zamkniętych emitują certyfikaty inwestycyjne, które są papierami wartościowymi – podobnie jak akcje i obligacje. Można je nabywać w cenie emisyjnej tylko w okresie zapisów, czyli tzw. subskrypcji. Certyfikaty tradycyjnych funduszy zamkniętych muszą trafić do obrotu na regulowanym rynku wtórnym – np. na giełdzie. Certyfikaty specjalistycznych funduszy zamkniętych mogą, ale nie muszą być papierami „publicznymi”, mogą być zatem kierowane do wybranej grupy inwestorów i nie trafić do obrotu na regulowanym rynku wtórnym.
- **Fundusze mieszane** są połączeniem funduszu zamkniętego i otwartego. Fundusz mieszany emituje certyfikaty inwestycyjne, ale daje uczestnikowi funduszu możliwość ich umarzenia w określonych odstępach czasu. Do końca 2001 roku nie powstał w Polsce żaden taki fundusz.

Największe znaczenie miało otwieranie się sieci bankowych na dystrybucję jednostek uczestnictwa. Analiza udziałów rynkowych poszczególnych towarzystw funduszy inwestycyjnych wskazuje, że najwyższe udziały mają towarzystwa posiadające wsparcie i dostęp do sieci dystrybucyjnych dużych banków komercyjnych.

W coraz większym stopniu klienci korzystali z możliwości zakupu jednostek poprzez bezpośrednie wpłaty na konto funduszu. Niektóre towarzystwa prowadziły także dystrybucję produktów przez Internet.

Duży potencjał rynku, korzystne zmiany w postrzeganiu przez klientów atrakcyjności inwestowania w fundusze w porównaniu z innymi formami oszczędzania oraz rozwój kanałów dystrybucji sprawiają, że perspektywy działalności funduszy inwestycyjnych są pozytywne.

Rok 2001 był zdecydowanie rokiem funduszy obligacyjnych i funduszy rynku pieniężnego – tak ze względu na sytuację makroekonomiczną i politykę monetarną sprzyjającą osiągnięciu przez nie satysfakcjonujących wyników inwestycyjnych, jak i na niski poziom ryzyka, akceptowalny już dla dotychczasowych klientów banków. W kolejnych latach można oczekiwać dalszego wzrostu zainteresowania tymi funduszami, jak również stopniowego wzrostu zainteresowania funduszami oferującymi potencjalnie wyższy zwrot z zainwestowanego kapitału, ale charakteryzującymi się również wyższym ryzykiem inwestycyjnym.

Tempo i czas wzrostu zainteresowania ofertą funduszy inwestycyjnych są jednak w dużym stopniu uwarunkowane szybszym tempem rozwoju gospodarczego i powrotem optymizmu tak na giełdzie, jak i w gospodarce.

Pod koniec 2001 roku zezwolenie na utworzenie towarzystwa funduszy inwestycyjnych posiadało łącznie 19 podmiotów, z których 17 zarządzało co najmniej jednym zarejestrowanym funduszem. W 2001 roku pierwsze cztery fundusze specjalistyczne otwarte zarejestrowało PDM TFI, zaś TDA TFI uruchomiło pierwszy fundusz zamknięty. Do rozpoczęcia aktywnej działalności przygotowały się dwa dalsze towarzystwa: TFI Commercial Union oraz Millennium TFI.

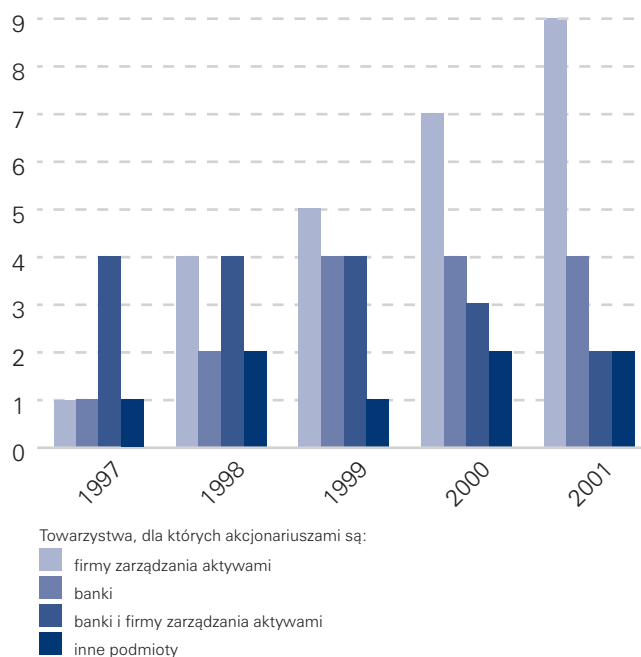
W 2001 roku nastąpiła druga w historii polskiego rynku fuzja dwóch towarzystw funduszy inwestycyjnych. W wyniku połączenia PPTFI Pioneer oraz TFI Pekao/Alliance powstało Pioneer Pekao TFI. Decyzję o likwidacji towarzystwa podjął natomiast akcjonariusz ABN Amro TFI.

Według stanu z końca grudnia 2001 roku akcjonariuszami działających w Polsce towarzystw funduszy inwestycyjnych były wyłącznie instytucje sektora finansowego. W przypadku 4 spośród 17 towarzystw funduszy inwestycyjnych, które zarządzały zarejestrowanymi funduszami, akcjonariuszami były polskie lub zagraniczne banki, w przypadku 9 towarzystw – domy maklerskie lub firmy specjalizujące się w zarządzaniu aktywami, a w wypadku dwóch – grupy ubezpieczeniowe. Pozostałe dwa towarzystwa stanowiły

## Towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz fundusze inwestycyjne

Wykres 1

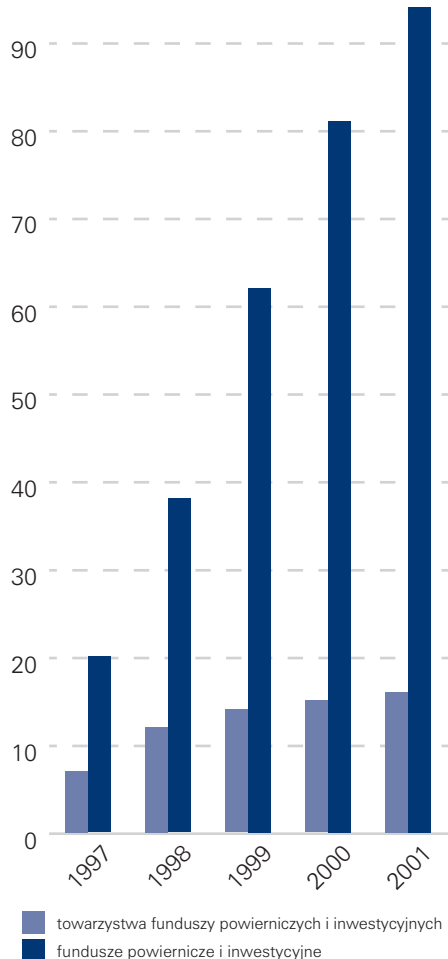
Liczba towarzystw funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1997–2001 z podziałem według rodzaju akcjonariuszy (stan na koniec grudnia odpowiedniego roku).





Wykres 2

Liczba aktywnie działających towarzystw funduszy inwestycyjnych i powierniczych oraz funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1997–2001 (stan na koniec grudnia odpowiedniego roku).



spółki z udziałem polskich banków i zagranicznych firm specjalizujących się w zarządzaniu aktywami. Akcjonariuszem jednego z dwóch towarzystw, które przygotowywały się do uruchomienia funduszy, był dom maklerski, a drugiego – towarzystwo ubezpieczeniowe.

Jedynym akcjonariuszem Pioneer Pekao TFI, podmiotu powstałego w wyniku połączenia PPTFI Pioneer oraz TFI Pekao/Alliance, został Pioneer Pekao Investment Management SA. Nastąpiła również zmiana akcjonariuszy Forum-ZTFI. Commercial Union Polska – Towarzystwo Ubezpieczeń na życie SA nabyło 100% akcji tego towarzystwa funduszy inwestycyjnych od Banku Zachodniego i Forum Financial LLC. Forum-ZTFI zmieniło nazwę na Commercial Union TFI.

Wobec silnych powiązań kapitałowych towarzystw funduszy inwestycyjnych z bankami i towarzystwami ubezpieczeniowymi działającymi w Polsce można oczekiwać, że dalsze zmiany kapitałowe będą w dużej mierze zależne od procesów przejęć i połączeń wśród akcjonariuszy poszczególnych towarzystw.

W 2001 roku powstały 22 nowe fundusze inwestycyjne, natomiast likwidacji uległo 9 funduszy. Według stanu z końca grudnia 2001 roku liczba zarejestrowanych funduszy inwestycyjnych wynosiła ogółem 94 w porównaniu z 81 funduszami zarejestrowanymi pod koniec 2000 roku.

Przyjmując kryterium polityki inwestycyjnej, największą grupę spośród nowych funduszy stanowiły fundusze rynku pieniężnego. W 2001 roku powstało ich 11 obok 2 funduszy akcyjnych, 3 funduszy obligacji oraz 6 funduszy hybrydowych. Do tych ostatnich można zaliczyć m.in. kolejne nowe fundusze: zrównoważony i stabilnego wzrostu oraz pierwszy fundusz typu *venture capital* (zorganizowany w formie funduszu zamkniętego). Nowością był również fundusz, którego portfel lokat składał się z instrumentów dłużnych oraz tytułów uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania. W 2001 roku zlikwidowano siedem funduszy rynku pieniężnego, jeden fundusz obligacji oraz jeden fundusz hybrydowy (działający w formie funduszu zamkniętego).

Intensywne przekształcenia w segmencie funduszy rynku pieniężnego były spowodowane zachodzącymi zmianami w prawie podatkowym. Pod koniec 2000 roku przestały obowiązywać korzystne przepisy podatkowe, dzięki którym fundusze dywidendowe, wypłacające uczestnikom okresowe dochody, cieszyły się dużym zainteresowaniem ze strony klientów instytucjonalnych. Na początku 2001 roku nastąpił szybki odpływ aktywów z funduszy dywidendowych, w wyniku czego większość z nich przekształcono w fundusze akumulacyjne (nie wypłacające uczestnikom okresowych dochodów), a jeden fundusz

**Tabela 1**  
Liczba funduszy powierniczych i inwestycyjnych w latach 1997–2001  
(stan na koniec grudnia odpowiedniego roku).

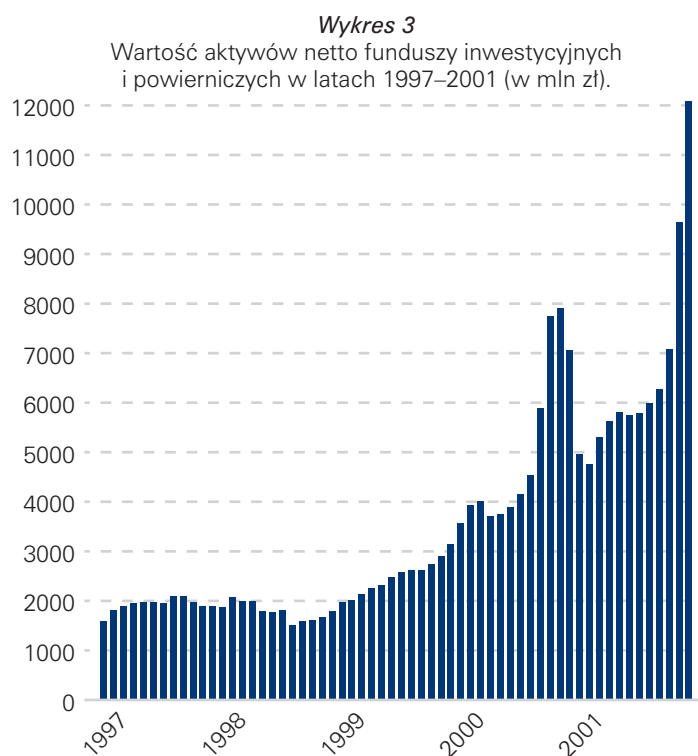
	1997	1998	1999	2000	2001
Fundusze akcyjne	8	17	22	25	26
Fundusze obligacji	3	7	14	16	19
Fundusze hybrydowe (w tym zrównoważone)*	7	12	19	25	31
Fundusze rynku pieniężnego	2	2	7	15	18
Liczba funduszy ogółem	20	38	62	81	94

\* Do grupy funduszy hybrydowych zaliczono również fundusze zamknięte.

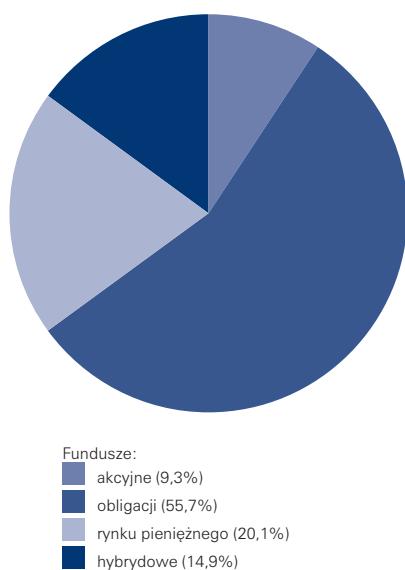
zlikwidowano. Niektóre towarzystwa, opierając się na uzyskanych interpretacjach przepisów podatkowych, zdecydowały się zaproponować w miejsce funduszy dywidendowych fundusze o określonym terminie likwidacji, przypadającym w 2001 roku. Na rynku działało łącznie 10 funduszy tego rodzaju, z których 3 powstały w wyniku przekształcenia funduszy dywidendowych, zaś 7 utworzono jako nowe podmioty. Brak jednoznacznej interpretacji przepisów podatkowych sprawił jednak, że fundusze te nie zdołały pozyskać tak znacznych aktywów jak rok wcześniej fundusze dywidendowe. Ostatecznie zgodnie z zapisami statutowymi w 2001 roku likwidacji uległo 7 funduszy rynku pieniężnego, zaś w przypadku jednego funduszu likwidacja została rozpoczęta. Dwa towarzystwa uzyskały natomiast zgodę Komisji Papierów Wartościowych i Giełd na zmianę statutów umożliwiającą bezterminowe przedłużenie działalności funduszu lub przeniesienie terminu likwidacji na 2002 roku.

Spośród 94 działających na koniec 2001 roku funduszy inwestycyjnych funkcjonowało 26 funduszy akcyjnych, w tym dwa fundusze pasywne (indeksowe). Zgodnie z deklarowaną polityką inwestycyjną, 19 podmiotów można zaliczyć do grupy funduszy obligacji, 18 do grupy funduszy rynku pieniężnego, a 31 do kategorii funduszy hybrydowych. W trakcie 2001 roku 6 funduszy zmieniło deklarowaną politykę inwestycyjną<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Jeden z funduszy akcyjnych przekształcono w fundusz zrównoważony, jeden z funduszy zrównoważonych – w fundusz obligacji, zaś jeden z funduszy rynku pieniężnego – w fundusz zrównoważony. Nastąpiły również istotne zmiany w polityce inwestycyjnej trzech funduszy akcyjnych: dwa spośród funduszy prywatyzacji, inwestujących przede wszystkim w akcje NFI i prywatyzowanych spółek, przekształcono w innego rodzaju fundusze akcyjne (w tym jeden w fundusz sektorowy), jeden z funduszy indeksowych przekształcono natomiast w fundusz zarządzany aktywnie.



**Wykres 4**  
Alokacja aktywów funduszy inwestycyjnych (grudzień 2001 r.).



### Aktywa funduszy inwestycyjnych

Przyjmując kryterium formy prawnej, fundusze inwestycyjne działające na polskim rynku pod koniec 2001 roku dzieliły się na otwarte (68 podmiotów), specjalistyczne otwarte (22), zamknięte (3) oraz specjalistyczne zamknięte (1). Powstające fundusze miały najczęściej formę funduszy specjalistycznych otwartych (13 podmiotów) lub otwartych (7), rzadziej natomiast zamkniętych (1). Na uwagę zasługuje zarejestrowanie w 2001 roku pierwszego funduszu specjalistycznego zamkniętego. Przy spełnieniu określonych warunków certyfikaty inwestycyjne tego rodzaju funduszy nie musiały być wprowadzane do publicznego obrotu. W dalszym ciągu nie powstał natomiast żaden fundusz mieszany, choć zapowiedziano uruchomienie pierwszego takiego podmiotu w 2002 roku.

Wśród nowych produktów udostępnianych dla inwestorów w 2001 roku znalazły się fundusze zagraniczne, inwestujące na rynkach poza granicami Polski, a także fundusze globalne, inwestujące zarówno w Polsce, jak i za granicą. Pod koniec 2001 roku stałe lokowanie znacznej części aktywów za granicą deklarowało osiem funduszy otwartych lub specjalistycznych otwartych, w tym sześć funduszy akcyjnych, dwa fundusze obligacji oraz jeden fundusz hybrydowy. Ponadto przedmiotem lokat dwóch funduszy zamkniętych były opcje na indeksy giełd zagranicznych.

W 2001 roku po raz kolejny zanotowano rekordowy wzrost wartości aktywów funduszy inwestycyjnych działających w Polsce. Wartość aktywów netto, jakimi dysponowały fundusze inwestycyjne, zwiększyła się z 7,1 mld zł do 12,1 mld zł (z 1,7 mld USD do 3,1 mld USD). Tak znaczący przyrost aktywów wynikał przede wszystkim z dynamicznego napływu nowych środków do funduszy inwestycyjnych w czwartym kwartale 2001 roku będącego reakcją na zapowiedzi wprowadzenia opodatkowania dochodów z oszczędności.

Czynniki takie jak niekorzystna koniunktura na warszawskiej giełdzie, wycofanie środków z funduszy dywidendowych rynku pieniężnego oraz wzrost popytu na fundusze obligacyjne, traktowane przez część

**Tabela 2**

Alokacja aktywów netto funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1997–2001 (stan na koniec grudnia odpowiedniego roku, w mln zł).

	1997	1998	1999	2000	2001
Fundusze akcyjne	660,0	494,5	755,3	1056,2	1123,4
Fundusze obligacji	66,5	255,6	892,9	1212,6	6750,4
Fundusze hybrydowe (w tym zrównoważone)*	1159,4	905,9	1225,7	1545,6	1811,4
Fundusze rynku pieniężnego	14,6	158,4	278,1	3283,6	2436,3
Aktywa netto ogółem	1900,5	1784,4	3152,0	7098,0	12121,4

\* Do grupy funduszy hybrydowych zaliczono również fundusze zamknięte.

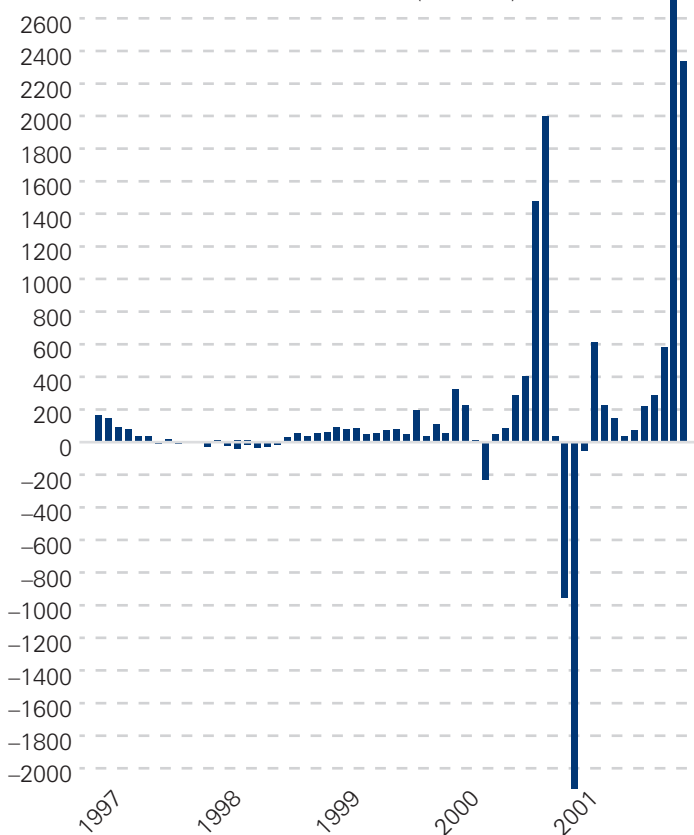
inwestorów jako alternatywa dla depozytów bankowych, przyczyniły się do znaczącej zmiany alokacji środków pomiędzy poszczególne rodzaje funduszy.

W wyniku zachodzących zmian udział funduszy obligacji w aktywach netto funduszy ogółem wzrósł z 17,1% do 55,7% na koniec 2001 roku. Było to możliwe dzięki wzrostowi aktywów tej grupy funduszy o 5,5 mld złotych, to jest o ponad 450%. Udział funduszy akcyjnych spadł z 14,9% do 9,3% przy wzroście aktywów netto o 67,3 mln złotych, to jest o 6,4%. Udział funduszy hybrydowych spadł z 21,8% do 14,9%, przy jednoczesnym wzroście aktywów o 265,8 mln zł. Fundusze rynku pieniężnego zmniejszyły natomiast swój udział z 46,3% w grudniu 2000 roku do 20,1% na koniec 2001 roku, przy czym ich aktywa obniżyły się o 847,3 mln zł.

Na koniec 2001 roku fundusze inwestycyjne otwarte i specjalistyczne otwarte zgromadziły łącznie 11,7 mld zł, co stanowiło 96,4% aktywów netto wszystkich funduszy inwestycyjnych działających w Polsce. Natomiast w trzech działających pod koniec 2001 roku funduszach zamkniętych i jednym specjalistycznym zamkniętym ulokowano 441,7 mln zł, co odpowiadało 3,6% aktywów netto ogółem.

W 2001 roku fundusze inwestycyjne działające na polskim rynku odnotowały największy napływ środków netto w swojej dotychczasowej historii. Zgodnie z szacunkowymi obliczeniami, w 2001 roku wartość zbytych jednostek uczestnictwa a także wyemitowanych certyfikatów inwestycyjnych przewyższała umorzenia o niemal 5 mld złotych,

**Wykres 5**  
Szacunkowy napływ środków netto do funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1997–2001 (w mln zł).



### Napływ środków do funduszy inwestycyjnych

**Tabela 3**  
Szacunkowy napływ środków netto do funduszy inwestycyjnych i powierniczych w latach 1997–2001 z uwzględnieniem podziału na typy funduszy (w mln zł, według zagregowanych danych miesięcznych).

	1997	1998	1999	2000	2001
Fundusze akcyjne	372,6	-53,3	60,7	280,5	256,6
Fundusze obligacji	7,2	130,5	616,9	203,4	5370,3
Fundusze hybrydowe (w tym zrównoważone)	48,4	-188,2	60,8	163,6	320,9
Fundusze rynku pieniężnego	13,4	133,0	100,7	2961,5	-990,9
Napływ środków netto ogółem	441,6	22,0	839,1	3608,9	4956,9

podczas gdy rok wcześniej do funduszy inwestycyjnych napłynęło 3,6 mld zł.

Nowe środki kierowane były przede wszystkim do funduszy obligacji. Do grupy tej napłynęło łącznie niemal 5,4 mld zł netto. Powodzenie funduszy obligacji wynikało przede wszystkim z ich alternatywnego charakteru wobec depozytów bankowych, dostrzeżonego przez inwestorów po decyzji Ministra Finansów o opodatkowaniu dochodów z oszczędności.

Z funduszy rynku pieniężnego odplynął natomiast blisko 1 mld zł netto. Wartość umorzonych jednostek uczestnictwa przewyższała wartość jednostek nabytych przede wszystkim w pierwszych miesiącach 2001 roku, co było związane z wycofywaniem środków z funduszy dywidendowych. W czwartym kwartale 2001 roku zlikwidowano 6 funduszy rynku pieniężnego, co również spowodowało znaczne obniżenie aktywów. Jednocześnie jednak w okresie tym fundusze rynku pieniężnego pozyskały znaczne środki od klientów poszukujących lokat chroniących przed podatkiem od dochodów z oszczędności. W rezultacie w czwartym kwartale 2001 roku bilans przepływu środków był dodatni i osiągnął około 330 mln zł.

W 2001 roku fundusze akcyjne zyskały blisko 260 mln zł nowych środków netto, natomiast fundusze hybrydowe około 320 mln zł.

Dysproporcję znikomego napływu nowych środków do funduszy inwestujących w papiery udziałowe, w stosunku do znaczącego zainteresowania funduszami inwestującymi w papiery wierzytelne, można wytłumaczyć następującymi czynnikami:

- słabymi wynikami inwestycyjnymi funduszy akcyjnych i zrównoważonych spowodowanymi bessą na rynku akcji
- niskim obecnie poziomem ryzyka akceptowanego przez większość klientów funduszy inwestycyjnych.

Zainteresowanie funduszami lokującymi w akcje uwarunkowane jest koniunkturą giełdową – wzrostem kursów na rynku papierów wartościowych towarzyszy wzrost napływu środków do tej grupy funduszy. Można zatem oczekiwać, że wraz z poprawą koniunktury giełdowej oraz obniżeniem dochodów uzyskiwanych przy poziomie ryzyka typowego dla funduszy inwestujących w papiery wierzytelne nastąpi stopniowe przesuwanie środków w kierunku funduszy akcyjnych i zrównoważonych.

## **Udziały rynkowe towarzystw i koncentracja aktywów**

Polski rynek charakteryzuje się wysoką koncentracją aktywów w funduszach inwestycyjnych zarządzanych przez kilka dominujących towarzystw. Szybszy rozwój tego rynku w dwóch ostatnich latach sprawił jednak, że koncentracja ta ulega stopniowemu zmniejszeniu. Na koniec

2001 roku pięć największych towarzystw uzyskało ponad 10-procentowy udział w rynku mierzony wartością aktywów zarządzanych funduszy, zaś łączny udział rynkowy trzech największych towarzystw wyniósł 53,2% wobec 64,8% rok wcześniej.

W 2001 roku nastąpiły istotne zmiany w udziałach rynkowych poszczególnych towarzystw. Na koniec 2001 roku największymi aktywami dysponowały fundusze zarządzane przez Pioneer Pekao TFI – udział rynkowy tego towarzystwa wyniósł 23,5% (wzrost o 5,3% w stosunku do łącznej pozycji PPTFI Pioneer i TFI Pekao Alliance na koniec 2000 roku). Drugą pozycję zajęło PKO/Credit Suisse TFI, którego fundusze miały 15,8-procentowy udział w rynku (wzrost o 13,2%), zaś trzecią ING TFI, którego fundusze dysponowały 13,9% aktywów ogółem (wzrost o 8,7%).

Wszystkie towarzystwa funduszy inwestycyjnych o największych udziałach rynkowych wykorzystują do dystrybucji jednostek uczestnictwa swoich funduszy sieci oddziałów banków – swoich akcjonariuszy.

Koncentracja rynku znajduje również odzwierciedlenie w wartości aktywów ulokowanych w największych funduszach obligacji. Największym funduszem na rynku był PKO Credit Suisse Fundusz Obligacji z aktywami w wysokości 1787 mln złotych na koniec 2001 roku. Drugą pozycję zajmował fundusz Pioneer Obligacji z aktywami w wysokości 1574 mln złotych, a trzecią fundusz Skarbiec Obligacji z aktywami wynoszącymi 765 mln zł.

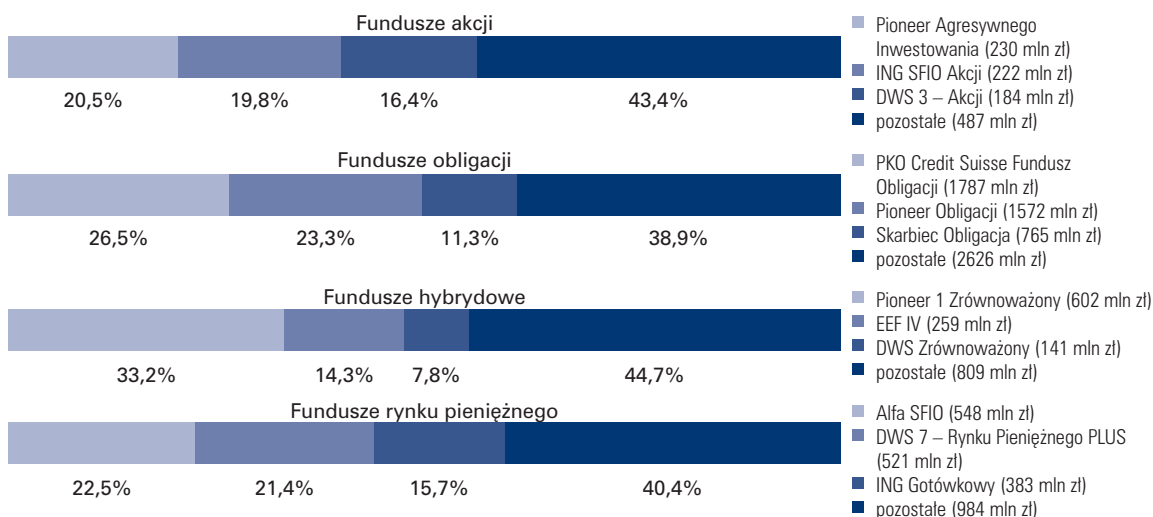
**Tabela 4**

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych i ich udział w rynku według kryterium wartości aktywów netto (stan na koniec 2001 roku).

Towarzystwo	Rok uruchomienia funduszu	Udział w rynku (%)
Pioneer Pekao TFI	1992	23,5%
PKO/Credit Suisse TFI	1997	15,8%
ING TFI	1998	13,9%
DWS Polska TFI	1998	10,5%
Skarbiec TFI	1997	10,5%
Warta TFI	2000	5,1%
TFI BH SA	1999	3,3%
CAIB TFI	1999	3,2%
SEB TFI	1998	3,1%
Union Investment TFI	2000	2,5%
TFI PZU	1999	2,5%
TDA TFI	2001	2,1%
PBK Atut TFI	1997	1,6%
BZ WBK AIB TFI	1998	1,3%
Górnośląskie TFI	2000	0,8%
PDM TFI	2001	0,3%
Invesco TFI	2000	0,2%

**Wykres 6**

Największe fundusze w poszczególnych kategoriach i ich udział w rynku według wartości aktywów netto (stan na koniec 2001 roku).



## Wyniki funduszy inwestycyjnych

### Podstawowe czynniki wpływające na wyniki funduszy inwestycyjnych w latach 1997–2001

Wyniki funduszy inwestycyjnych zależą przede wszystkim od strategii przyjętej przez dany fundusz oraz od rodzaju dokonywanych lokat. Podstawowym czynnikiem wpływającym na wyniki funduszy akcyjnych jest koniunktura na giełdzie, zaś na wyniki funduszy obligacji i rynku pieniężnego – poziom stóp procentowych oraz jego zmiany. Duże wpływ na korzyści, jakie odnoszą uczestnicy funduszy inwestycyjnych, ma również skuteczność zarządzających funduszami specjalistów oraz wysokość ponoszonych przez nie kosztów.

W latach 1997–2001 polski rynek akcji odznaczał się wysoką zmiennością notowań (por. wykres 7 ilustrujący notowania indeksu WIG). Roczne zmiany wartości indeksu WIG w okresie ostatnich 5 lat za-

wierały się w przedziale od –22% do 41,3%. Zmienna koniunktura giełdowa spowodowała, że fundusze akcyjne i zrównoważone uzyskiwały nierównomierne wyniki w poszczególnych latach. Stopniowy rozwój rynku oraz całej gospodarki, prowadzący między innymi do wyższych standardów ładu korporacyjnego, w tym standardów informacyjnych, powinien przyczynić się do zwiększenia stabilności rynku akcji w przyszłości.

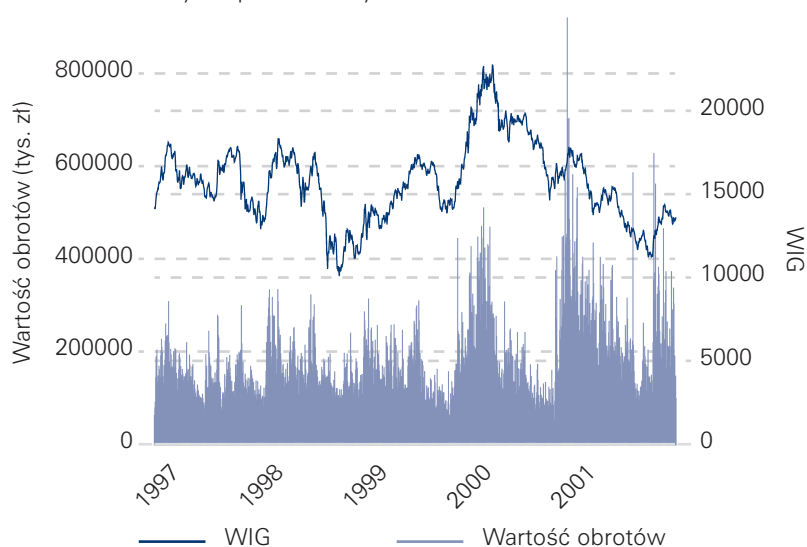
Rok 2001 był niezwykle trudny dla rynku akcji. Spowolnienie gospodarcze przekładające się na pogarszające się wyniki spółek połączone z wysokimi stopami procentowymi, niekorzystnie wpływającymi na wycenę spółek, oraz negatywnymi bodźcami z giełd

zagranicznych, w tym w szczególności rynków amerykańskich, doprowadziło do znacznego spadku indeksu WIG (–22%) oraz największego rocznego spadku indeksu WIG20 w całej dotychczasowej historii GPW (–33,5%).

Wysoki poziom nominalnych i realnych stóp procentowych połączony z ich stopniowym spadkiem w ciągu roku sprzyjał natomiast osiągnięciu dobrych wyników przez fundusze obligacji i rynku pieniężnego, co przyczyniało się do stałego wzrostu zainteresowania ich ofertą. Stawała się ona w trakcie roku coraz bardziej atrakcyjna, w miarę jak obniżało się oprocentowanie rachunków i depozytów bankowych.

W latach 1997–2001 średnia ważona aktywami roczna stopa zwrotu ze wszystkich otwartych funduszy inwestycyjnych zawierała się w przedziale od –9,9% do 26,1% (por. tabela 5). W 2001 roku przeciętny wzrost wartości jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych

Wykres 7  
Notowania indeksu WIG oraz wartość obrotów na rynku podstawowym GPW w latach 1997–2001.



wyniósł  $-0,7\%$ . Skumulowana 5-letnia stopa zwrotu była zaś równa  $34,9\%$ , co jest równoważne średniorocznemu dochodowi wynoszącemu  $6,2\%$ . Relatywnie niekorzystny wynik był spowodowany przede wszystkim słabą koniunkturą na polskim rynku akcji.

**Tabela 5**  
Średnie stopy zwrotu otwartych funduszy inwestycyjnych oraz funduszy powierniczych w latach 1997–2001.

	1997	1998	1999	2000	2001
Średnia ważona (%)	8,5	-9,9	26,1	10,1	-0,7
Średnia arytmetyczna (%)	12,7	-8,7	25,9	10,7	-2,0

Spośród 71 otwartych funduszy inwestycyjnych, które wyceniały jednostki uczestnictwa przez cały 2001 roku, 33 podmioty osiągnęły dodatnią stopę zwrotu<sup>2</sup>. Taka sama liczba funduszy osiągnęła wynik przewyższający stopę inflacji ( $3,6\%$ ). Średnia arytmetyczna stopa zwrotu dla wszystkich funduszy otwartych wyniosła  $-2\%$ , zaś średnia ważona wartością aktywów netto była równa  $-0,7\%$ . Ujemny wynik był spowodowany bessą na rynku akcji, która przyczyniła się do powstania strat w grupie funduszy akcyjnych i zrównoważonych.

Dwa działające przez cały 2001 roku fundusze zamknięte osiągnęły średni wzrost aktywów netto w przeliczeniu na certyfikaty inwestycyjne wynoszący  $10,9\%$ . Przecięta zmiana kursu giełdowego certyfikatów inwestycyjnych tych funduszy wyniosła natomiast  $0,8\%$ .

Wartość jednostek uczestnictwa funduszy akcyjnych spadła w 2001 roku średnio o  $18,2\%$  (tabela 6). Był to jeden z najniższych rocznych wyników w okresie ostatnich 5 lat. Wyniki funduszy akcyjnych charakteryzują się znacznym zróżnicowaniem: w 2001 roku najniższa stopa zwrotu w tej grupie funduszy wyniosła  $-46,5\%$ , zaś najwyższa  $-6,4\%$ , co oznacza, że żaden z funduszy nie osiągnął dodatniego wyniku. Wynik lepszy od benchmarku, którym jest portfel złożony w  $90\%$  z indeksu WIG oraz w  $10\%$  z 52-tygodniowych bonów skarbowych, uzyskało 12 spośród 24 funduszy.

Spośród 33 funduszy akcyjnych, które wyceniały jednostki uczestnictwa przez cały 2001 roku, 27 podmiotów inwestowało przede wszystkim w Polsce, zaś 6 podmiotów za granicą. Średnia strata funduszy inwestujących w Polsce wyniosła  $-17,6\%$  i okazała się niższa od przeciętnej straty poniesionej przez fundusze lokujące za granicą ( $-24,2\%$ ). Uwzględniając podobną skalę spadków indeksów zagranicznych i indeksu WIG (na przykład indeks NASDAQ Composite stracił  $-21,05\%$ , zaś DJ Euro Stoxx 50  $-20,25\%$ ), gorsze wyniki funduszy inwestujących za granicą mogły być spowodowane deprecjacją złotego względem głównych walut obcych, mniej trafną selekcją lokat

## Wyniki funduszy inwestycyjnych w 2001 roku

## Fundusze akcyjne

<sup>2</sup> W obliczeniach pominięto fundusze dywidendowe, które w trakcie 2001 roku uległy przekształceniu w fundusze akumulacyjne.



## Opis metodologii

### Średnie stopy zwrotu

Średnie stopy zwrotu w tabelach 5–9 zostały obliczone na podstawie wyników funduszy, które prowadziły działalność zarówno na początku, jak i na końcu danego roku. Średnia arytmetyczna w tabeli 5 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 hybrydowych 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.

dokonywaną przez te fundusze, bądź mniej skutecznym dopasowaniem poziomu zaangażowania w akcje do bieżącej koniunktury na giełdach.

Skumulowana stopa zwrotu dla wszystkich funduszy akcyjnych w ciągu ostatnich pięciu lat wyniosła  $-1,5\%$ , co odpowiada rocznej średniej stopie zwrotu w wysokości  $-0,3\%<sup>3</sup>$ . Wynik ten potwierdza duże ryzyko związane z inwestowaniem w fundusze akcyjne i dużą zmienność uzyskiwanych przez nie stóp zwrotu. Straty poniesione przez fundusze akcyjne w 2001 roku zniwelowały zyski tych funduszy osiągnięte w ubiegłych latach. Jedną z podstawowych przyczyn niekorzystnej koniunktury na rynku akcji, a tym samym słabych wyników

<sup>3</sup> W obliczeniach uwzględniono jedynie fundusze, które nie zmieniły kategorii inwestycyjnej w 2001 roku.

**Tabela 6**

Średnie ważone stopy zwrotu dla funduszy akcyjnych w latach 1997–2001.

	1997	1998	1999	2000	2001
Fundusze akcyjne (%)	4,9	-18,5	33,6	5,5	-18,2
Portfel wzorcowy (%)*	4,0	-9,1	38,4	0,4	-18,0

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

**Tabela 7**

Średnie ważone stopy zwrotu dla funduszy hybrydowych w latach 1997–2001.

	1997	1998	1999	2000	2001
Fundusze hybrydowe – zrównoważone i stabilnego wzrostu (%)	9,1	-7,1	28,8	8,9	-4,3
Portfel wzorcowy (%)*	10,9	5,6	26,8	7,3	-2,2

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

funduszy akcyjnych, było gwałtowne spowolnienie gospodarcze w 2001 roku, negatywnie odbijające się na wynikach spółek oraz nadal utrzymujący się wysoki poziom stóp procentowych, zarówno nominalnych, jak i realnych.

Niesprzyjająca koniunktura giełdowa znalazła również odzwierciedlenie w wynikach funduszy hybrydowych (przede wszystkim zrównoważonych i stabilnego wzrostu)<sup>4</sup>. Przeciętna ważona aktywami stopa zwrotu uzyskana w 2001 roku przez te fundusze była równa -4,3% (tabela 7). Zmiana wartości jednostek uczestnictwa poszczególnych funduszy hybrydowych wynosiła od -18,1% do 11%.

Rentowność wyższą od portfela wzorcowego (złożonego w 50% z akcji wchodzących w skład indeksu WIG20 oraz w 50% z 52-tygodniowych bonów skarbowych) zdołały osiągnąć jedynie 2 fundusze zrównoważone spośród 13 tego rodzaju podmiotów, które działały przez cały 2001 roku. Znacznie lepsze wyniki uzyskały fundusze stabilnego wzrostu, których przeciętna stopa zwrotu wyniosła 5,6%. Fundusze te charakteryzują się jednak ostrożniejszą polityką inwestycyjną – udział akcji w ich portfelach najczęściej nie przekracza 40%.

Fundusze obligacji zapewniły najwyższe stopy zwrotu w 2001 roku. Wpływ na to miało nałożenie się dwóch czynników:

- wysokich realnych stóp procentowych, premiujących inwestowanie w instrumenty dłużne
- szybkiego spadku poziomu inflacji i następujących w jego rezultacie istotnych cięć nominalnych stóp procentowych (750 punktów bazowych w 2001 roku).

W rezultacie nastąpił znaczący wzrost cen papierów dłużnych, szczególnie silny w przypadku instrumentów o stałym oprocentowaniu

<sup>4</sup> Przy obliczeniu przeciętnych wyników funduszy hybrydowych pominięto zamknięte fundusze inwestycyjne oraz fundusze otwarte, które wprowadziły do działalności w 2001 roku, ale w jego trakcie zmieniły kategorię inwestycyjną.

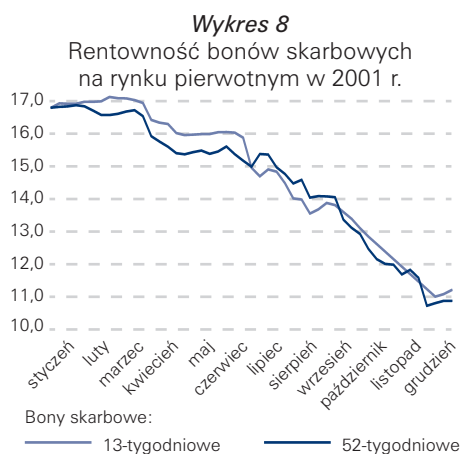
## Fundusze hybrydowe

## Fundusze obligacji

**Tabela 8**  
Średnie ważone stopy zwrotu dla funduszy obligacji w latach 1997–2001.

	1997	1998	1999	2000	2001
Fundusze obligacji (%)	18,3	20,7	9,8	13,8	16,6
Portfel wzorcowy (%)*	19,6	23,9	12,2	16,0	17,7

\* Portfel złożony w 100% z 52-tygodniowych bonów skarbowych.



i długich terminach wykupu. Przełożyło się to na szybszy wzrost wartości jednostek uczestnictwa funduszy obligacji. W 2001 roku przecięta ważona aktywami stopa zwrotu dla tych funduszy<sup>5</sup> wyniosła 16,6% (tabela 8). Wynik lepszy od przyjętego portfela wzorcowego (złożonego w 100% z 52-tygodniowych bonów skarbowych) zdołały jednak osiągnąć tylko 2 fundusze obligacji spośród 15 podmiotów, które wyceniały jednostki uczestnictwa przez cały 2001 roku.

Oczekiwany rozwój polskiego rynku instrumentów dłużnych powinien sprzyjać zwiększeniu ich dostępności i różnorodności. W 2001 roku stopniowo zwiększała się oferta papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa, jednostki samorządowe i instytucje finansowe (w tym banki hipoteczne). W przyszłości, dzięki większej dostępności tych instrumentów, można spodziewać się pogłębiania specjalizacji w grupie funduszy inwestujących w papiery dłużne.

W 2001 roku oferta funduszy obligacji wzbogaciła się o dwa podmioty inwestujące w instrumenty denominowane w walutach obcych (dolarach amerykańskich i euro). Dzięki uruchomieniu tych funduszy, klienci preferujący gromadzenie oszczędności walutowych, zyskali pośredni dostęp do zagranicznych papierów dłużnych, oferujących często wyższą rentowność w porównaniu z oprocentowaniem depozytów walutowych w bankach.

## Fundusze rynku pieniężnego

Fundusze rynku pieniężnego inwestują przede wszystkim w papiery dłużne o nie dłuższym niż roczny terminie wykupu. Wycena jednostek uczestnictwa tych funduszy jest stabilna, w związku z czym stanowią one atrakcyjną alternatywę dla krótkoterminowych lokat bankowych. Średnia stopa zwrotu funduszy rynku pieniężnego w 2001 roku wynosiła 16,4%, znacznie przewyższając przeciętne oprocentowanie rachunków ROR w największych bankach (tabela 9). W porównaniu z większością terminowych lokat bankowych, zaletą funduszy rynku pieniężnego jest zbliżona rentowność przy jednoczesnej możliwości wycofania powierzonych środków w każdej chwili, bez utraty zgromadzonych dochodów.

<sup>5</sup> W obliczeniach uwzględniono jedynie fundusze, które nie zmieniły kategorii inwestycyjnej w 2001 roku.

**Tabela 9**

Średnie ważone stopy zwrotu dla funduszy rynku pieniężnego w latach 1997–2001.

	1997	1998	1999	2000	2001
Fundusze rynku pieniężnego (%)	—	19,2	11,0	15,8	16,4
Oprocentowanie ROR (%)*	12,7	12,1	7,3	7,4	5,4

\* Średnie oprocentowanie rachunków ROR w danym roku obliczone na podstawie danych z poszczególnych miesięcy publikowanych przez NBP (w raporcie tym zmieniono metodologię obliczania oprocentowania rachunków ROR – w raportach STFI za poprzednie lata wykorzystywano średnie oprocentowanie rachunków na początku każdego okresu).

Stopy zwrotu funduszy rynku pieniężnego wykazywały w 2001 roku nieznaczne zróżnicowanie – zawierały się one w przedziale od 15,3% do 17,5%.

W latach 1997–2001 najlepsze wyniki osiągały fundusze obligacji i rynku pieniężnego, stopy zwrotu funduszy akcyjnych były natomiast relatywnie niskie. Jednak w świetle oczekiwań dotyczących rozwoju gospodarki polskiej oraz polityki monetarnej po przystąpieniu do Unii Europejskiej, jak również zależności obserwowanych na rozwiniętych rynkach, wynik ten nie powinien zostać uznany za trwały i typowy dla rynku polskiego. Zgodnie z prognozami gospodarczymi, w najbliższych latach oczekiwany jest powrót na szybką ścieżkę rozwoju gospodarczego oraz dalszy stopniowy spadek poziomu stóp procentowych w związku z konwergencją polskiej gospodarki do standardów unijnych. Czynniki te powinny przyczynić się do 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. Doświadczenia ostatnich lat wskazują na konieczność wydłużenia horyzontu inwestycyjnego, tak aby możliwe było skorzystanie z zalet wysokich realnych stóp wzrostu inwestycji w akcje, a jednocześnie uniknięcie wad wynikających z dużych wahań ich cen.

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych podejmują stałe wysiłki na rzecz zapewnienia swoim klientom jak najatrakcyjniejszej oferty, dzięki której mogą oni wybierać produkty najlepiej odpowiadające ich potrzebom. Można również oczekiwać, że wyniki funduszy inwestycyjnych będą coraz lepsze dzięki stale wprowadzanim nowym produktom, takim jak fundusze inwestujące poza granicami Polski czy fundusze arbitrażowe.

## Podsumowanie

## Koszty funduszy inwestycyjnych

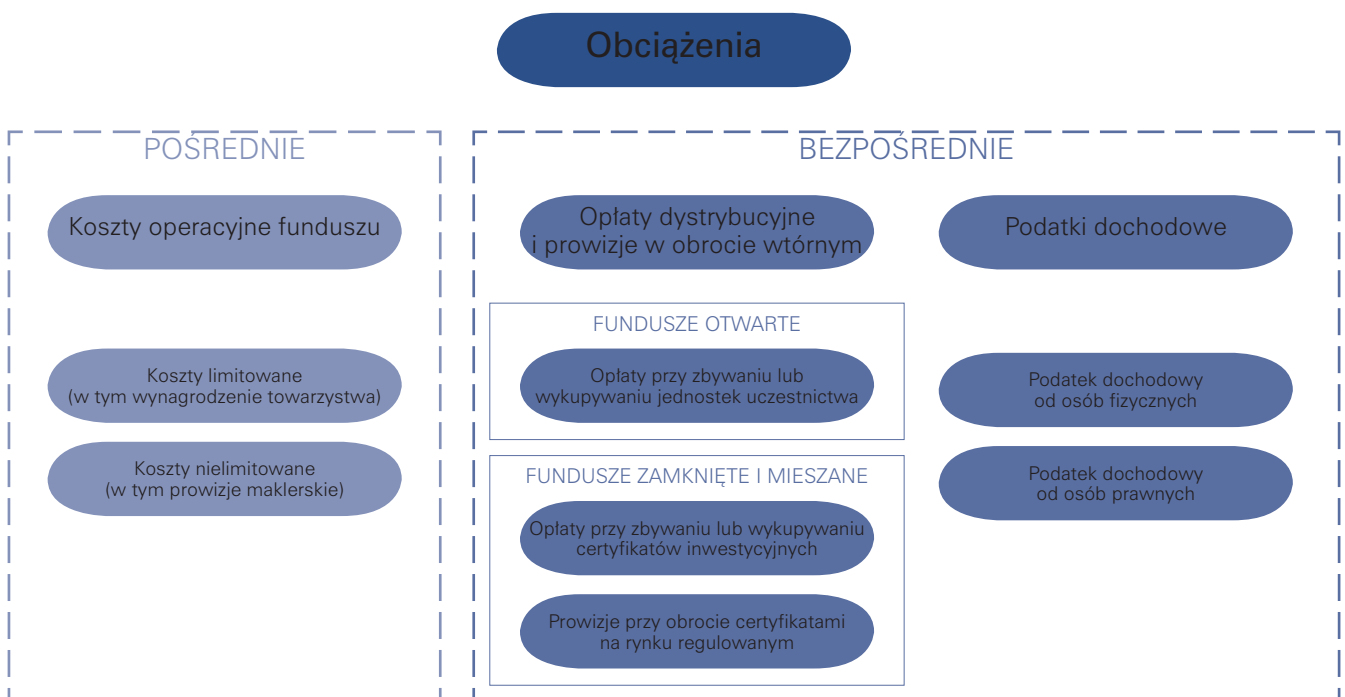
Uczestnictwo w funduszu inwestycyjnym związane jest z określonymi kosztami, które zobowiązana jest ponieść osoba fizyczna lub prawna nabywająca jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne. Zgodnie z art. 14 ust. 1 pkt. 12 ustawy o funduszach inwestycyjnych statut funduszu inwestycyjnego określa: rodzaje, maksymalną wysokość, sposób kalkulacji i naliczania kosztów obciążających fundusz, w tym wynagrodzenie towarzystwa oraz terminy, w których najwcześniej może nastąpić pokrycie poszczególnych rodzajów kosztów (za wyjątkiem podatku dochodowego).

### Koszty pokrywane ze środków funduszu

Uczestnicy funduszy inwestycyjnych ponoszą trzy rodzaje kosztów. Pierwszy z nich to koszty pokrywane bezpośrednio ze środków funduszu. Są to tzw. koszty operacyjne, w tym wynagrodzenie towarzystwa funduszy inwestycyjnych (zgodnie z art. 34 ust. 2 ustawy o funduszach inwestycyjnych zarządza ono funduszem odpłatnie). Koszty te są odliczane od aktywów netto funduszu, a tym samym wpływają na wycenę jednostek uczestnictwa. Obejmują one między innymi: wynagrodzenie towarzystwa funduszy inwestycyjnych za zarządzanie funduszem i jego reprezentowanie, opłaty za przechowywanie aktywów funduszu i inne usługi wykonywane przez depozytariusza, opłaty za prowadzenie rejestru uczestników i inne usługi agenta transferowego, koszty obsługi prawnej funduszu, koszty prowadzenia obsługi księgowej i badania sprawozdań finansowych, koszty usług wydawniczych i poligraficznych,

Wykres 9

Schemat bezpośrednich i pośrednich obciążeń dla uczestników funduszu inwestycyjnego.



koszty wymaganych prawem ogłoszeń i publikacji, a w niektórych funduszach także koszty usług marketingowych i dystrybucyjnych. W funduszach zamkniętych i mieszanych lista ta zawiera ponadto koszty oferowania i prowadzenia zapisów na certyfikaty inwestycyjne. Maksymalną wysokość (limit) kosztów operacyjnych, w tym także maksymalne wynagrodzenie TFI za zarządzanie funduszem określa statut funduszu. Są one określane jako procent od średniej wartości aktywów (lub aktywów netto) funduszu w ciągu roku. Coraz więcej towarzystw rezygnuje jednak z określania w statucie maksymalnej stawki limitowanych kosztów operacyjnych, informując jedynie o maksymalnej stawce wynagrodzenia za zarządzanie, z których to środków pokrywane są następnie wszelkie inne koszty i wydatki związane z prowadzoną działalnością (rozwiązanie to w końcu 2001 roku stosowało 12 spośród 17 TFI). W pięciu funduszach inwestycyjnych, oprócz stałego wynagrodzenia za zarządzanie funduszem, istnieje też wynagrodzenie zmienne uzależnione od wyników inwestycyjnych (jest ono pobierane jako określony procent wypracowanego zysku ponad stopę odniesienia). Limit kosztów operacyjnych (bądź wynagrodzenia za zarządzanie) nie obejmuje opłat od dokonywanych przez fundusz transakcji zakupu i sprzedaży papierów wartościowych (prowizje maklerskie), opłat bankowych oraz innych obciążeń nałożonych przez właściwe organy państwowe w związku z działalnością funduszu (np. opłaty za uzyskanie zezwolenia i rejestracji).

W przypadku gdy faktycznie poniesione koszty przekroczą ustalony w statucie limit, nadwyżkę zobowiązane jest pokryć towarzystwo. Z sytuacją taką mamy do czynienia zwykle w momencie uruchamiania funduszu, kiedy to TFI ponosi stosunkowo wysokie koszty, natomiast zarządza jeszcze skromnymi aktywami. Dotyczyć to może także funduszy o dłuższym stażu na rynku, które mimo iż generowane przez nie koszty są niewielkie, nie są w stanie ich pokryć z uwagi na bardzo niskie aktywa. W większości polskich funduszy faktycznie ponoszone koszty są równe maksymalnemu limitowi określonymu w statucie. Niewątpliwie pozytywnym zjawiskiem jest fakt, iż coraz więcej podmiotów, głównie ze względu na dynamicznie rosnące aktywa, ponosi w rzeczywistości niższe koszty niż określa to limit, co pozwala na jego stopniowe obniżanie (można oczekiwać, że zjawisko to będzie w przyszłości coraz częstsze).

Informacja na temat rzeczywistego poziomu kosztów operacyjnych i (lub) wynagrodzenia za zarządzanie znajduje się w półrocznych i rocznych sprawozdaniach finansowych funduszy sporządzanych w terminie odpowiednio dwóch i trzech miesięcy od zakończenia półrocza (roku) obrotowego. W części sprawozdania zatytułowanej „Zestawienie zmian w aktywach netto”, w punkcie IV fundusz zobowiązany jest podać procentowy udział w średniej wartości aktywów i aktywów netto

kosztów operacyjnych, w tym wynagrodzenia towarzystwa. Zgodnie z art. 125 ustawy o funduszach inwestycyjnych fundusze otwarte udostępniają sprawozdania finansowe przy zbywaniu jednostek uczestnictwa, są też obowiązane do ich dostarczenia uczestnikowi funduszu na jego żądanie.

Zakres oraz średnie wartości rzeczywistych kosztów operacyjnych oraz wynagrodzenia za zarządzanie dla poszczególnych typów funduszy, a także dla funduszy ogółem, obliczone na podstawie sprawozdań finansowych za rok 2001, przedstawia tabela 10. Wynika z niej, iż w 2001 roku średnia stawka zarówno kosztów operacyjnych jak i wynagrodzenia za zarządzanie była najwyższa w funduszach akcyjnych (odpowiednio 4,47% i 2,75%). Niższymi kosztami pokrywanymi bezpośrednio ze środków funduszu charakteryzowały się fundusze hybrydowe – średnie koszty operacyjne wyniosły w tym gronie 3,77%, a wynagrodzenie za zarządzanie 2,06%. Koszty w obrębie tej grupy były jednak silnie zróżnicowane. Dla funduszy stabilnego wzrostu średnie koszty operacyjne i wynagrodzenie za zarządzanie (odpowiednio 3,00% i 1,45%) były bowiem znacznie niższe niż dla funduszy zrównoważonych (4,53% i 2,68%). Wynika to z faktu, iż większość funduszy stabilnego wzrostu to podmioty tworzone na potrzeby III filara systemu emerytalnego. Składki wpłacane w ramach pracowniczych programów emerytalnych lub indywidualnych planów długoterminowego oszczędzania są w tym przypadku obciążane znacznie niższymi kosztami, głównie z uwagi na długoterminowy charakter takich inwestycji oraz charakter samego funduszu (część z nich to fundusze specjalistyczne, adresowane do określonego grona inwestorów). Fundusze obligacji charakteryzują się niższymi kosztami niż fundusze hybrydowe, ale

*Tabela 10*

Rzeczywiste koszty operacyjne, wynagrodzenie za zarządzanie oraz maksymalne opłaty dystrybucyjne dla poszczególnych typów funduszy inwestycyjnych otwartych według stanu na koniec 2001 roku.

	<b>Koszty operacyjne*</b>		<b>Wynagrodzenie za zarządzanie*</b>		<b>Maksymalne opłaty dystrybucyjne przy nabyciu jednostek uczestnictwa**</b>	
	<b>Zakres</b>	<b>Średnio</b>	<b>Zakres</b>	<b>Średnio</b>	<b>Zakres</b>	<b>Średnio</b>
Fundusze akcyjne	2,80–9,50	4,47	0,81–4,50	2,75	0,0–5,5	3,88
Fundusze hybrydowe	1,00–8,98	3,77	0,00–4,50	2,06	0,0–5,5	3,15
Fundusze obligacji	1,08–13,52	3,05	0,80–1,87	1,45	0,0–3,0	0,93
Fundusze rynku pieniężnego	0,80–4,94	1,92	0,60–1,76	1,06	0,0–1,0	0,28
Wszystkie fundusze ogółem	0,80–13,52	3,47	0,00–4,50	1,96	0,0–5,5	2,33

\* Procentowy udział kosztów operacyjnych netto (wynagrodzenia za zarządzanie) w średnich aktywach netto (na podstawie sprawozdań finansowych funduszy za 2001 rok).

\*\* Maksymalne stawki opłat dystrybucyjnych (na podstawie tabel opłat w poszczególnych funduszach, bez uwzględnienia okresowych promocji).

zbliżonymi do funduszy stabilnego wzrostu – średnie koszty operacyjne w 2001 roku w tej grupie funduszy wyniosły 3,05%, a średnie wynagrodzenie za zarządzanie 1,45%. Najniższy poziom kosztów cechował fundusze rynku pieniężnego – koszty operacyjne tych podmiotów wyniosły średnio 1,92%, a wynagrodzenie za zarządzanie 1,06%. Średnia wysokość kosztów operacyjnych na polskim rynku w 2001 roku wyniosła 3,47%, zaś wynagrodzenia za zarządzanie 1,96%.

Należy oczekiwać, iż występujące na wielu rynkach europejskich korzyści skali, polegające na obniżaniu stawek kosztów w miarę wzrostu aktywów funduszy, będą w najbliższych latach mogli odczuć także polscy inwestorzy. Obniżaniu kosztów sprzyjać będzie również rosnąca konkurencja na rynku, zwłaszcza w perspektywie naszego bliskiego uczestnictwa w Unii Europejskiej.

Drugim rodzajem kosztów dla uczestników funduszy inwestycyjnych są opłaty dystrybucyjne. Służą one przede wszystkim pokryciu wynagrodzenia dystrybutorów oraz wynagrodzeniu towarzystwa z tytułu organizacji i nadzoru nad dystrybucją. W przypadku funduszy otwartych jest ona pobierana przy zbywaniu i (lub) odkupywaniu jednostek uczestnictwa. Jej maksymalną wysokość określa statut funduszu, przy czym stosowane w praktyce stawki są zazwyczaj niższe od maksymalnych (można je znaleźć w tabeli opłat). Stawka opłaty dystrybucyjnej zależy od trzech głównych czynników. Najważniejszym jest wielkość środków przeznaczonych na zakup jednostek uczestnictwa, bądź kwota umorzenia. Im wielkości te są większe, tym stawka procentowa opłaty dystrybucyjnej pobierana od wartości wpłaconych (lub umorzonych) środków pieniężnych jest mniejsza. Towarzystwa stosują też zwykle zasadę kumulacji, tzn. pobierają opłatę przy uwzględnieniu sumy środków znajdujących się w rejestrze uczestnika w danym funduszu (a nie wartości samej wpłaty). Statut z reguły przewiduje także możliwość obniżenia opłat w stosunku do wszystkich lub wybranych grup uczestników funduszu oraz wymienia kryteria, od których uzależnia wysokość pobieranych opłat (np. fakt przystąpienia do określonego programu oszczędzania). Należy też wspomnieć o częstych akcjach promocyjnych, w czasie których fundusze obniżają lub całkowicie znoszą opłatę dystrybucyjną (w 2001 roku, podobnie jak w latach ubiegłych, promocje te w większości dotyczyły funduszy obligacji i rynku pieniężnego).

Opłata dystrybucyjna może również zależeć od długości okresu utrzymywania środków w funduszu. Obowiązująca w tym przypadku zasada „im dłuższy okres inwestycji, tym niższa stawka prowizji” ma na celu zachęcenie inwestorów do wydłużenia horyzontu inwestycyjnego. Zróżnicowanie wysokości stawki opłaty dystrybucyjnej w zależności od okresu inwestycji i sposobu jej pobierania realizowane jest w sposób praktyczny przez zaoferowanie inwestorom różnych typów jednostek

## **Opłaty dystrybucyjne**



(A, B lub C). Rozwiązanie takie jest stosowane przy nabywaniu jednostek bez z góry określonych zobowiązań ze strony uczestnika funduszu, częściej jednak występuje przy nabywaniu jednostek w ramach planów systematycznego oszczędzania oferowanych obecnie przez większość TFI. Warto dodać, iż w przypadku funduszy pobierających opłaty wyłącznie przy umarzaniu jednostek lub jednostek funduszy, gdzie również jest stosowana taka reguła, zazwyczaj po pewnym czasie stawka opłaty dystrybucyjnej spada do zera (tzn. opłata nie jest pobierana).

Trzecim czynnikiem, od którego zależy wysokość opłaty dystrybucyjnej, jest sposób dokonywania wpłat do funduszu. Przy tzw. wpłatach bezpośrednich, czyli wpłatach bezpośrednio na rachunek funduszu, stawka opłaty jest niższa niż przy wpłatach dokonywanych za pośrednictwem dystrybutorów (domów maklerskich, czy banków).

Wysokość opłaty dystrybucyjnej jest różna w poszczególnych typach funduszy. Jak wynika z tabeli 10, najwyższe opłaty dystrybucyjne są pobierane w funduszach akcyjnych (średnio 3,88%) i funduszach hybrydowych (średnio 3,15%), natomiast najniższe w funduszach obligacji (średnio 0,93%) i funduszach rynku pieniężnego (średnio 0,28%). Wśród tych ostatnich przeważają tzw. fundusze bezprowizyjne (*no-load funds*), czyli takie które w ogóle nie pobierają opłat dystrybucyjnych przy zbywaniu lub odkupywaniu jednostek uczestnictwa. Ogółem na polskim rynku w końcu 2001 roku funkcjonowało 19 funduszy bezprowizyjnych oraz 71 funduszy prowizyjnych.

Poza opłatami pobieranymi przy zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa, fundusze pobierają opłaty również przy ich konwersji (przenoszeniu między funduszami zarządzanymi przez to samo towarzystwo). Nie pobiera się natomiast opłat przy tzw. reinwestycji, czyli umorzeniu jednostek i wpłaceniu wycofanej wcześniej kwoty przed upływem określonego w statucie funduszu czasu (zwykle jest to 60 lub 90 dni). Niektóre fundusze otwarte pobierają też jednorazową opłatę za otwarcie rejestru, są też fundusze, które obciążają stałą ryczałtową opłatą pierwszą wpłatę do funduszu w roku kalendarzowym.

Fundusze zamknięte pobierają opłaty dystrybucyjne wyłącznie podczas subskrypcji certyfikatów inwestycyjnych. Uczestnicy tych funduszy są jednak obciążeni opłatami maklerskimi przy nabywaniu oraz zbywaniu certyfikatów na rynku regulowanym, na którym certyfikaty te są notowane. Osoby, które nabyły certyfikaty podczas publicznej oferty, a nie posiadały dotychczas rachunku inwestycyjnego w domu maklerskim, muszą także ponieść opłatę za jego otwarcie.

## **Zasady opodatkowania**

Zgodnie z art. 2 ust. 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych, fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, dlatego też podlega przepisom ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych. Zgodnie z art. 6 ust. 1 pkt 10 tej ustawy, dochody osiągnięte przez fundusze inwestycyjne

utworzone na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych są zwolnione z podatku dochodowego od osób prawnych. Natomiast zasady opodatkowania dochodów funduszy związanych z lokowaniem aktywów poza granicami Polski są regulowane przepisami kraju, w którym dochód ten został osiągnięty, chyba że Polska zawarła z danym krajem stosowną umowę o zapobieżeniu podwójnego opodatkowania, która odmiennie reguluje zasady opodatkowania.

Podatkiem dochodowym są obciążeni uczestnicy funduszy inwestycyjnych, zarówno osoby fizyczne jak i osoby prawne. Zgodnie z art. 30 ust. 1 pkt 1c ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych od dochodów z tytułu udziału w funduszach kapitałowych (do których zalicza się m.in. fundusze inwestycyjne) jest pobierany zryczałtowany podatek dochodowy równy 20% wypłacanej kwoty dochodu (począwszy od 1 marca 2002 roku). Dochodu tego nie pomniejsza się o straty z tytułu udziału w funduszach kapitałowych ani inne straty z kapitałów pieniężnych i praw majątkowych, poniesione w roku podatkowym oraz w latach poprzednich. Wolne od podatku dochodowego od osób fizycznych są natomiast wypłaty środków z pracowniczego programu emerytalnego dokonane na rzecz uczestnika tego programu lub osób uprawnionych w razie śmierci uczestnika (w 2001 roku utworzono 33 pracownicze programy emerytalne w formie umowy o wnoszenie składek do funduszu inwestycyjnego). Zwolnione z podatku są także dochody z tytułu udziału w funduszach kapitałowych, jeżeli są one wypłacane podatnikowi na podstawie umów zawartych lub zapisów dokonanych przez podatnika przed 1 grudnia 2001 roku. Zwolnienie to nie dotyczy jednak dochodów uzyskanych w związku z przystąpieniem do programu oszczędzania z funduszem inwestycyjnym, bez względu na jego formę. W wypadku osób fizycznych mających miejsce zamieszkania lub pobytu poza granicami Polski obowiązek podatkowy zależy od tego, czy Polska zawarła umowy w sprawie zapobiegania podwójnemu opodatkowaniu z państwami zamieszkania lub pobytu tych osób, pod warunkiem przedstawienia przez uczestnika funduszu certyfikatu rezydencji. Fundusz pobiera podatek w formie zryczałtowanej w chwili odkupienia jednostek uczestnictwa i odprowadza do organów podatkowych. Ponieważ jednostki uczestnictwa nie są indywidualnie oznaczane, nie jest możliwa ich identyfikacja. Dlatego przyjmuje się, iż fundusze odkupują kolejno jednostki uczestnictwa począwszy od nabytych najwcześniej (zgodnie z zasadą FIFO – *first in, first out*).

Zgodnie z ustawą o podatku dochodowym od osób prawnych, uczestnicy funduszy inwestycyjnych będący osobami prawnymi w przypadku uzyskania dochodu są zobowiązani do zapłacenia podatku dochodowego na zasadach ogólnych (w latach 2001–2002 jego stawka wynosi 28%). Przy ustalaniu dochodu ze zbycia jednostek funduszu lub przy ich umorzeniu (w przypadku likwidacji funduszu) wydatki osób

prawnych poniesione na ich nabycie stanowią koszt uzyskania przychodu (nie są nimi natomiast np. opłaty manipulacyjne). Oznacza to, że osoby prawne zapłacą podatek dochodowy, jeżeli kwota uzyskana przy odkupieniu jednostek przewyższa kwotę wydatkowaną na ich nabycie. Obowiązek podatkowy powstaje dopiero w momencie odkupienia jednostek przez fundusz lub ich umorzenia w przypadku likwidacji funduszu. W przypadku osób prawnych, które nie mają na terytorium Polski siedziby lub zarządu, obowiązek podatkowy jest uzależniony od tego, czy Polska zawarła umowy w sprawie zapobiegania podwójnemu opodatkowaniu z państwami siedziby lub zarządu tych podmiotów. Warto także wspomnieć, iż w 2001 roku powstało 11 tzw. funduszy terminowych, których konstrukcja prawna zdaniem TFI miała umożliwić osobom prawnym opodatkowanie zysków z takiej inwestycji według zryczałtowanej stawki podatkowej (15%) zamiast podstawowej stawki CIT (na podobnej zasadzie jak w 2000 roku fundusze dywidendowe). Jednak według Ministerstwa Finansów zyski osób prawnych z umorzenia jednostek w likwidowanych w końcu 2001 roku funduszach terminowych powinny być opodatkowane na zasadach ogólnych.

W przypadku funduszy zamkniętych, specjalistycznych zamkniętych i mieszanych emitujących certyfikaty inwestycyjne, które zgodnie z art. 89 ust. 1, art. 102c ust. 1 i art. 105 ustawy o funduszach inwestycyjnych są papierami wartościowymi, dochody uzyskiwane przez osoby fizyczne z tytułu odpłatnego zbycia papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu są zwolnione z podatku dochodowego do końca 2003 roku. W przypadku osób prawnych dochody te podlegają obowiązkowi podatkowemu i są opodatkowane na zasadach ogólnych (podobnie w przypadku nierezydentów).

## Zmiany w regulacjach prawnych

21 marca 2001 roku, po trzymiesięcznym *vacatio legis*, weszła w życie większość przepisów uchwalonej w listopadzie 2000 roku ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych (jej obszerny opis znalazł się w ubiegłorocznym raporcie STFI). Dwa miesiące później, 28 maja 2001 roku zaczął obowiązywać artykuł 98 ust. 1 pkt. 7 ustawy zezwalający funduszom inwestycyjnym zamkniętym na lokowanie aktywów w towary giełdowe, w rozumieniu ustawy o giełdach towarowych. Od 21 grudnia 2001 roku zaczęły natomiast obowiązywać przepisy art. 11 ust. 4 oraz art. 149a w zakresie art. 11 ust. 4 ustawy, które wprowadziły prawną ochronę nazwy „fundusz inwestycyjny”. Zgodnie z nowelizacją ustawy o funduszach inwestycyjnych, nazwy tej lub jej skrótu może 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). Nie podporządkowanie się temu wymogowi podlega grzywnie w wysokości do miliona złotych.

W 2001 roku zostało wydanych siedem rozporządzeń dotyczących w sposób bezpośredni funduszy inwestycyjnych. Są to:

- rozporządzenie Rady Ministrów z 3 lipca w sprawie sprawozdań finansowych zbiorczego portfela papierów wartościowych (Dz.U. Nr 77, poz. 815) – weszło w życie 12 sierpnia;
- rozporządzenie Rady Ministrów z 3 lipca w sprawie warunków zarządzania zbiorczymi portfelami papierów wartościowych (Dz.U. Nr 77, poz. 816) – weszło w życie 12 sierpnia;
- rozporządzenie Rady Ministrów z 3 lipca w sprawie prospektu informacyjnego funduszu inwestycyjnego otwartego oraz specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego, a także skrótu tego prospektu (Dz.U. Nr 77, poz. 817) – weszło w życie 12 sierpnia;
- rozporządzenie Rady Ministrów z 3 lipca w sprawie trybu likwidacji funduszy inwestycyjnych (Dz.U. Nr 77, poz. 818) – weszło w życie 12 sierpnia;
- rozporządzenie Ministra Finansów z 21 sierpnia w sprawie treści i wzoru zawiadomienia o emisji certyfikatów inwestycyjnych specjalistycznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego niepodlegających obowiązkowi wprowadzenia do publicznego obrotu, w której wartość nominalna jednego certyfikatu inwestycyjnego jest nie mniejsza niż równowartość w złotych 40 000 euro (Dz.U. Nr 92, poz. 1023) – weszło w życie 18 września;
- rozporządzenie Rady Ministrów z 18 września w sprawie szczegółowej treści warunków emisji certyfikatów inwestycyjnych specjalistycznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego,

które nie podlegają obowiązkowi wprowadzenia do publicznego obrotu (Dz.U. Nr 116, poz. 1236) – weszło w życie 27 października;

- rozporządzenie Rady Ministrów z 10 grudnia w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych (Dz.U. Nr 149, poz. 1670) – weszło w życie 1 stycznia 2002 roku.

Opis pierwszych czterech rozporządzeń znalazł się w raporcie STFI za 2000 roku. Rozporządzenie MF z 21 sierpnia określa treść i wzór zawiadomienia o niepublicznej emisji certyfikatów inwestycyjnych specjalistycznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego, dokonywanego w trybie i na warunkach określonych w art. 102i ust. 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych. Rozporządzenie RM z 18 września jest aktem wykonawczym wydanym na podstawie art. 102k ust. 3 ustawy o funduszach inwestycyjnych. Reguluje ono wymogi informacyjne w przypadku dokonywania przez specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte emisji certyfikatów inwestycyjnych, które nie podlegają obowiązkowi wprowadzenia do publicznego obrotu. Głównym założeniem sporządzenia i udostępniania warunków emisji jest zaprezentowanie informacji na temat emitenta, certyfikatów inwestycyjnych oraz czynników ryzyka inwestycyjnego związanych z certyfikatami inwestycyjnymi i ich emitentem w taki sposób, by umożliwić potencjalnemu inwestorowi ocenę wiarygodności emitenta oraz zakres ryzyka, jaki wiąże się z nabyciem certyfikatów. Uwzględniając specyfikę działania funduszy specjalistycznych zamkniętych, które można tworzyć dla potrzeb inwestycji typu *venture capital*, w warunkach emisji oprócz szczegółowego opisu działalności i polityki funduszu w zakresie lokat, konieczne jest przedstawienie także opisu polityki funduszu w zakresie kredytów i pożyczek oraz inwestycji o podwyższonym ryzyku. Należy uwzględnić kryteria wyboru przedsiębiorstw, przewidywane zaangażowanie kapitałowe w poszczególne rodzaje przedsiębiorstw, politykę funduszu w zarządzaniu przedsiębiorstwami oraz przewidywane sposoby wyjścia z inwestycji. W rozporządzeniu RM z 10 grudnia, najważniejszym *novum* jest art. 26 ust. 3, zgodnie z którym począwszy od 2002 roku zarówno wartość aktywów jak i zobowiązań funduszy inwestycyjnych w danym dniu wyceny ustala się na podstawie aktywów, zobowiązań, kursów, cen i wartości z dnia poprzedniego.

Fundusze inwestycyjne zamknięte, specjalistyczne zamknięte, mieszane oraz fundusze otwarte utworzone na podstawie przepisów kraju będącego członkiem OECD objęły trzy rozporządzenia Rady Ministrów z 16 października w sprawie: szczegółowych warunków jakim powinien odpowiadać prospekt emisyjny oraz skrót prospektu (Dz.U. Nr 139, poz. 1568) oraz informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych (Dz.U. Nr 139, poz. 1569)

oraz określenia terminu ważności prospektu emisyjnego, terminu, w którym po opublikowaniu prospektu i jego skrótu może rozpocząć się sprzedaż lub subskrypcja papierów wartościowych, wymaganej liczby prospektów oraz miejsca, terminów i sposobów udostępniania do publicznej wiadomości prospektu oraz jego skrótu (Dz.U. Nr 139, poz. 1570). Wydanie tych rozporządzeń było konsekwencją przeprowadzonej w grudniu 2000 roku nowelizacji ustawy „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi”, miało także za zadanie dostosować polskie przepisy w tym zakresie do wymogów Unii Europejskiej.

## Towarzystwa funduszy inwestycyjnych – członkowie STFI

<b>Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych BANKU HANDLOWEGO SA</b>	Adres Tel/fax Internet/e-mail Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Traugutta 7/9, 00-067 Warszawa (022) 692-5173 / (022) 692-5353 www.kapitalhandlowy.com / poczta@kapitalhandlowy.com Rafał Lis Bank Handlowy w Warszawie SA – 100%
<b>BZ WBK AIB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet/e-mail Prezes zarządu Akcjonariusze	pl. Wolności 15, 60-967 Poznań (061) 855-7322 / (061) 855-7321 www.wbk.com.pl / tfi@wbkaib.pl Krzysztof Samotij BZ WBK AIB Asset Management SA – 100%
<b>CAIB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet/e-mail Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Emilii Plater 53, 00-113 Warszawa (022) 520-9799 / (022) 520-9798 www.caib.pl / funds.pl@ca-ib.com Grzegorz Świetlik CAIB Securities SA – 54,22% Capital Invest – 32,39% CAIB Fund Management SA – 13,49%
<b>COMMERCIAL UNION Polska Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet/e-mail Prezes zarządu Akcjonariusze	al. Jana Pawła II 25, 00-854 Warszawa (022) 653-4545 / (022) 653-4555 www.cu.com.pl / cu@cu.com.pl Marek Przybylski Commercial Union Polska – Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie SA – 100%
<b>DWS Polska Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet/e-mail Członkowie zarządu Akcjonariusze	al. Armii Ludowej 26, Budynek Focus X p., 00-609 Warszawa (022) 579-9700 / (022) 579-9701 www.dws.com.pl / dws@dws.com.pl Piotr Linke, Jak Mieczkowski Deutsche Asset Management Europe GmbH – 100%
<b>Górnośląskie Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet/e-mail Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Sokolska 8, 40-086 Katowice (032) 200-8440 / (032) 256-3082 www.gtfi.pl / info@gtfi.pl Marek Łukaszewski Fundusz Górnośląski SA – 100%
<b>ING BSK Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet/e-mail Prezes zarządu Akcjonariusze	pl. Trzech Krzyży 10/14, 00-499 Warszawa (022) 820-5200 / (022) 820-5201 www.ing.pl / info@ingtfi.pl Dorota Winczewska ING Investment Management SA – 100%
<b>INVESCO Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet/e-mail Członkowie zarządu Akcjonariusze	ul. Domaniewska 41, budynek Neptun, 02-672 Warszawa (022) 606-1430 / (022) 606-1431 www.invesco.pl / invesco@invesco.pl Stephen Murray, Jacek Janiuk INVESCO Polska Sp. z o.o. – 100%
<b>MILLENNIUM Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet/e-mail Prezes zarządu Akcjonariusze	al. Jana Pawła II 15, 00-828 Warszawa (022) 697-6746 / (022) 697-7790 www.millenniumtfi.pl / millennium@millenniumtfi.pl Robert Borecki Dom Maklerski BIG BG SA – 100%
<b>PBK ATUT Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet/e-mail Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Szymczaka 5, 01-227 Warszawa (022) 631-8883 / (022) 632-9820 www.pbkatut.com.pl / pbkatut@pbkatut.com.pl Jarosław Biernacki BPH PBK SA – 93,79% PBK Asset Management SA – 6,21%
<b>PIONEER PEKAO Pierwsze Polskie Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet/e-mail Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Marynarska 19A, 02-674 Warszawa (022) 640-4000 / (022) 640-4005 www.pioneer.com.pl / fund@pioneer.com.pl Zbigniew Jagiełto Pioneer Pekao Investment Management SA – 100%
<b>PKO/CREDIT SUISSE Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet/e-mail Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa (022) 521-5600 / (022) 521-5601 www.pko-cs.pl / pko-cs.poczta@scam.com Antoni Leonik PKO BP – 50% Credit Suisse Asset Management Holding Europe (Luxembourg) SA – 50%
<b>Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU SA</b>	Adres Tel/fax Internet/e-mail Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Prosta 30, 00-838 Warszawa (022) 656-3700 / (022) 656-3638 www.tfipzu.com.pl / marketing@tfipzu.com.pl Czesław Gawłowski Powszechny Zakład Ubezpieczeń na Życie SA – 100%
<b>SEB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet/e-mail Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Szturmowa 2, 02-687 Warszawa (022) 607-2476 / (022) 607-2500 www.seb.pl / kontakt@seb.pl Ewa Małyszko Skandinaviska Enskilda Banken AB – 100%
<b>SKARBIEC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet/e-mail Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Nowogrodzka 47a, 00-695 Warszawa (022) 521-3170 / (022) 521-3001 www.skarbiec.com.pl / boi@skarbiec.com.pl Andrzej Dorosz BRE Bank SA – 51% Allgemeine Deutsche Investment GmbH – 49%
<b>UNION INVESTMENT Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</b>	Adres Tel/fax Internet/e-mail Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Marynarska 19A, 02-674 Warszawa (022) 607-0477 / (022) 607-0476 www.union-investment.pl / tfi@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/e-mail Prezes zarządu Akcjonariusze	ul. Solec 48, 00-382 Warszawa (022) 622-9316 / (022) 622-9315 www.wartatfi.pl / wartatfi@wartatfi.pl Roman Kosiński Towarzystwo Ubezpieczeń i Reasekuracji WARTA SA – 100%

