

## Wstęp

Tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych są jednymi z najpopularniejszych obecnie instrumentów finansowych. Są one wykorzystywane zarówno przez klientów indywidualnych, jak i inwestorów instytucjonalnych niemal na całym świecie, którzy od wielu dekad powierzają im swoje środki finansowe. Najważniejszymi zaletami tej formy wspólnego inwestowania są: możliwość dywersyfikacji portfela inwestycyjnego (a w konsekwencji zredukowania ryzyka inwestycyjnego), wysoki stopień płynności (w funduszach o charakterze otwartym oraz tych notowanych na giełdzie), bezpieczeństwo inwestycji (wynikające przede wszystkim z rygorystycznych regulacji prawnych, określających zasady funkcjonowania funduszy i podmiotów je obsługujących, oraz z kontroli organów nadzoru i depozytariuszy), możliwość elastycznego wyboru zróżnicowanych strategii inwestycyjnych oraz waluty inwestycji (dopasowanych do oczekiwań, potrzeb i poziomu akceptacji ryzyka niemal każdego inwestora), możliwość czerpania zysków bez konieczności umarzania tytułów uczestnictwa (w przypadku funduszy okresowo dystrybuujących część lub całość dochodów z inwestowania w papiery wartościowe), wysoki stopień transparentności, pośredni dostęp do instrumentów finansowych niedostępnych dla inwestora indywidualnego (zwłaszcza do niektórych instrumentów rynku pieniężnego, obligacji korporacyjnych i komunalnych), relatywnie niskie koszty dokonywania inwestycji wynikające z korzyści skali i metody zarządzania aktywami (w szczególności w przypadku funduszy zarządzanych pasywnie) czy wreszcie profesjonalne zarządzanie portfelem inwestycyjnym.

Powyższe zalety w połączeniu z wieloma dodatkowymi usługami oferowanymi przez firmy zarządzające (zwłaszcza w zakresie długoterminowego oszczędzania) sprawiają, że fundusze inwestycyjne – w szczególności w krajach najbogatszych i najbardziej rozwiniętych – są coraz chętniej wykorzystywane w celach emerytalnych. Choć oczekiwania wobec nich są w oczywisty sposób zróżnicowane w zależności m.in. od wieku i statusu materialnego ich uczestników, tytuły uczestnictwa funduszy są obecne w aktywach finansowych wszystkich grup społeczeństwa – także wśród osób posiadających niewielkie dochody i oszczędności, mogących systematycznie inwestować nawet bardzo niewielkie kwoty. Z kolei dla osób zamożnych firmy zarządzające funduszami oferują bardzo zróżnicowane możliwości inwestycyjne – poczynając od dostępu do różnych klas aktywów (nie tylko finansowych), a kończąc na przykład na coraz popularniejszych w ostatnich latach funduszach tematycznych (tj. funduszach inwestujących w instrumenty finansowe, które umożliwiają osiągnięcie korzyści wynikających z pojawiania się nowych trendów społecznych, ekonomicznych, politycznych,

środowiskowych, demograficznych czy religijnych). Fundusze inwestycyjne są więc wehikułami inwestycyjnymi, które upowszechniły lokowanie kapitału na rynku finansowym (i nie tylko), co pozwoliło zdemokratyzować świat inwestycji finansowych.

Świadome inwestowanie w tytuły uczestnictwa funduszy nie oznacza jednak, że znając podstawowe mechanizmy funkcjonowania tych instrumentów finansowych, jesteśmy świadomi wyłącznie zalet, jakie oferują. Każda inwestycja finansowa – także ta dokonywana za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych – ma bowiem także swoje wady. Decyzja o ulokowaniu oszczędności w funduszach musi być zatem bardzo dobrze przemyślana i musi uwzględniać także zagrożenia lub niedogodności, jakie potencjalnie mogą się z nią wiązać. Najistotniejszymi wadami są w tym przypadku: ryzyko poniesienia straty (fundusze co do zasady nie zapewniają ochrony zainwestowanego kapitału), brak gwarancji powtórzenia historycznych wyników inwestycyjnych, rozwodnienie zysku (jako efekt dywersyfikacji portfela i limitów inwestycyjnych), brak bezpośredniego wpływu na politykę inwestycyjną, koszty inwestycji (ponoszone często niezależnie od wypracowanego przez fundusz wyniku – a zatem także w sytuacji straty) czy wreszcie ograniczona płynność w przypadku funduszy zamkniętych. Zastanawiając się nad tym, czy i w jaki sposób ulokować środki finansowe w funduszach, należy więc w pierwszej kolejności rozważyć wszystkie „za” i „przeciw” tej formy inwestowania (w szczególności odnosząc je do obecnej i przyszłej sytuacji materialnej i własnych oczekiwań) i porównać je z innymi dostępnymi na rynku opcjami. Ten wysiłek z pewnością się opłaci – decyzja będzie wówczas naprawdę naszą decyzją (a nie np. osoby sprzedającej fundusze), popartą naszymi konkretnymi argumentami.

Na świecie wartość aktywów zarządzanych przez fundusze inwestycyjne jest szacowana na około 50 bilionów dolarów (dane ICI Global na koniec 2017 r.). Również Polacy, już od ponad ćwierćwiecza, mogą korzystać z zalet funduszy inwestycyjnych (wcześniej – funduszy powierniczych) i chętnie czynią to w praktyce. Według różnych szacunków kilka milionów osób posiada jednostki uczestnictwa funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych oraz certyfikaty inwestycyjne funduszy zamkniętych (bezpośrednio jak i pośrednio – np. „opakowanych” w ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe (UFK)). Już niebawem grupa osób inwestujących w fundusze znacznie się zwiększy za sprawą uruchomienia pracowniczych planów kapitałowych (PPK). Tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych będą zatem coraz ważniejszym składnikiem aktywów finansowych wielu z nas. W tym kontekście wydaje się, że możliwość dogłębnego poznania dotychczasowego rozwoju rynku instytucji wspólnego inwestowania w naszym kraju i analizy różnorodnych aspektów jego funkcjonowania – którą oferuje nasza monografia – może okazać się przydatna dla wielu grup czytelników. Chodzi nie tylko osoby zawodowo z tym rynkiem związane (tj. pracowników TFI i innych podmiotów zaangażowanych w sprawne funkcjonowanie funduszy), profesjonalnie się nim zajmujące (np. przedstawiciele mediów, firm doradczych i analitycznych, kancelarii prawnych czy osoby prowadzące blogi o tematyce finansowej) oraz środowisko akademickie i studentów

kierunków ekonomicznych, interesujących się w szczególności rynkiem finansowym w Polsce. Naszą książkę kierujemy również do wszystkich, którzy już inwestują w tytuły uczestnictwa funduszy lub noszą się z takim zamiarem i chcieliby poznać zarówno ponad 25-letnią historię jego rozwoju, jak też stan obecny. Choć publikacja ta nie jest poradnikiem „jak inwestować w fundusze”, jesteśmy przekonani, że znajdą Państwo w niej wiele naprawdę nie tylko interesujących, ale przede wszystkim wartościowych i prawdziwych informacji i danych, które wykorzystają Państwo przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych lub w pracy zawodowej.

Celem głównym niniejszej monografii jest kompleksowe i dogłębne przeanalizowanie ponad 25 lat rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce. Z uwagi na jego stosunkowo długą i obfitującą w wiele wydarzeń historię analiza ta nie będzie miała jednak charakteru wyczerpującego. Mimo to jesteśmy głęboko przekonani, że znajdą w niej Państwo omówienie wszystkich najważniejszych aspektów funkcjonowania rynku instytucji wspólnego inwestowania od powstania pierwszej firmy zarządzającej funduszami i pierwszego funduszu w 1992 roku aż do końca roku 2017. Zdajemy sobie równocześnie sprawę, że nasza książka nie jest pierwszym wydawnictwem zwartym, poruszającym tematykę funduszy inwestycyjnych w Polsce. Tym jednak, co ją wyróżnia na tle innych opublikowanych dotychczas książek, jest przede wszystkim to, że w 100 procentach poświęcona jest polskiemu rynkowi funduszy i porusza wiele różnorodnych aspektów jego funkcjonowania. Przechodząc do szczegółów, możemy stwierdzić, że jest to pierwsza monografia, w której tak wszechstronnie scharakteryzowany został (zarówno pod względem ewolucji rozwiązań prawnych, jak i działalności operacyjnej) rozwój instytucjonalny rynku funduszy w Polsce. Innymi cechami wyróżniającymi naszą publikację są m.in.: bogaty przegląd badań nad efektywnością funduszy, powtarzalnością (persystencją) stóp zwrotu i umiejętnościami zarządzających, omówienie najważniejszych działań podejmowanych na rzecz ochrony interesów uczestników funduszy, analiza wpływu zmian technologicznych na rynek i podmioty na nim działające, charakterystyka działań związanych z budową wizerunku funduszy czy też przegląd badań i analiz (krajowych i zagranicznych) nad kosztami uczestnictwa w funduszach. *Last but not least* – jest to obecnie jedyna pozycja, w której scharakteryzowane zostały zmiany prawne, instytucjonalne, jakościowe i ilościowe, jakie zaszły na rynku funduszy w drugiej dekadzie XXI wieku.

Zakres czasowy przeprowadzonych analiz to zasadniczo cały dotychczasowy okres funkcjonowania rynku funduszy w Polsce – tj. lata 1992–2017. W kilku uzasadnionych przypadkach omówione zostały również akty prawne lub wykorzystane informacje, opracowania bądź dane ilościowe, dotyczące roku 2018. Ze względu na fakt, że nie wszystkie oficjalne statystyki dotyczące rynku funduszy inwestycyjnych są prowadzone od początku jego istnienia (lub dostęp do niektórych z nich nie jest możliwy), część analiz o charakterze ilościowym dotyczy krótszych okresów (zawsze jednak jest to najdłuższy możliwy do uwzględnienia okres).

Zakres podmiotowy książki obejmuje fundusze inwestycyjne zarejestrowane w Polsce oraz towarzystwa funduszy inwestycyjnych i inne podmioty funkcjonujące na polskim rynku. Pominięty został natomiast temat funduszy zagranicznych, notyfikowanych w Polsce (poza krótkim omówieniem kwestii prawnych). Było to celowe posunięcie – przy charakteryzowaniu rynku funduszy zależało nam bowiem na zachowaniu jednorodności analizy.

W monografii zastosowano różnorodne metody analityczne. Przede wszystkim wykorzystano analizę literatury przedmiotu – poczynając od wydawnictw zwartych, poprzez artykuły naukowe, artykuły popularnonaukowe, raporty i opracowania krajowych i zagranicznych podmiotów i instytucji, materiały konferencyjne aż po artykuły z prasy ekonomicznej i finansowej (w sumie ponad 400 pozycji bibliograficznych); posłużono się także tekstami opublikowanymi w Internecie. W gronie najważniejszych instytucji, których materiały i dane zostały wykorzystane w pracy, znalazły się m.in.: spośród krajowych podmiotów – Komisja Nadzoru Finansowego (i jej poprzednicy – Komisja Papierów Wartościowych i Komisja Papierów Wartościowych i Giełd), Narodowy Bank Polski, Główny Urząd Statystyczny, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami (i jej poprzednik – Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce), spółka Analizy Online, Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów, Ministerstwo Finansów i Centrum Badań Opinii Społecznej; spośród zagranicznych podmiotów – European Commission, European Funds and Asset Management Association (EFAMA) i spółka Morningstar. W ramach analizy uregulowań prawnych dotyczących funduszy powierniczych i inwestycyjnych oraz podmiotów zaangażowanych z ich obsługą wykorzystane zostały ustawy i rozporządzenia oraz dyrektywy i rozporządzenia instytucji Unii Europejskiej. Ponadto wykorzystana została analiza statystyczna, w szczególności metody statystyki opisowej i elementy analizy finansowej.

Monografia składa się ze wstępu, sześciu rozdziałów i zakończenia.

Rozdział pierwszy zawiera charakterystykę najistotniejszych zmian prawnych, jakie dotyczyły instytucji wspólnego inwestowania – najpierw funduszy powierniczych, a następnie funduszy inwestycyjnych (w tym alternatywnych funduszy inwestycyjnych) – w latach 1991–2017. Jest on podzielony na siedem podrozdziałów, w ramach których zostały opisane kluczowe regulacje bezpośrednio lub pośrednio określające reguły funkcjonowania ww. podmiotów i ich zmiany. Kryterium ich wyróżnienia była data wejścia w życie nowych aktów prawnych, wyznaczających podstawowe zasady działania funduszy bądź ich ważniejszych nowelizacji: począwszy od Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z marca 1991 roku aż po ustawę o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw, uchwaloną przez parlament w marcu 2016 roku. Warto podkreślić, że począwszy od ustawy o funduszach inwestycyjnych z maja 2004 roku wszystkie kolejne istotne nowelizacje polskiego prawa dotyczącego funduszy miały za zadanie implementację

do krajowego porządku prawnego nowych lub nowelizowanych dyrektyw unijnych i/lub rozporządzeń, które zostały także krótko omówione w tym rozdziale. W ramach każdego z podrozdziałów scharakteryzowane zostały również wybrane, najważniejsze ustawy, które zaczęły obowiązywać w danym okresie, odnoszące się pośrednio (lecz w istotny sposób) do funduszy. Opisanych zostało w ten sposób kilkadziesiąt ustaw, w szczególności ustawy określające zasady funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce oraz ustawy „podatkowe”. Ponadto w uzasadnionych przypadkach zostały wymienione i krótko opisane zmiany dotyczące funduszy, wynikające z aktów wykonawczych.

Drugi rozdział poświęcony został dotychczasowemu rozwojowi instytucjonalnemu rynku funduszy inwestycyjnych. Uwaga skupiona została przede wszystkim na podmiotach, które są bezpośrednio zaangażowane w funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych, zwłaszcza zaś na podmiotach zarządzających funduszami inwestycyjnymi (w tym alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi). Towarzystwa funduszy inwestycyjnych (wcześniej – towarzystwa funduszy powierniczych) – jako główne organy funduszy, reprezentujące je w stosunkach z osobami trzecimi – są bez wątpienia kluczowymi podmiotami w strukturze instytucjonalnej rynku funduszy w Polsce, stąd też zasadnicza część tego rozdziału im właśnie została poświęcona. Znalazły się w niej: analiza najważniejszych regulacji prawnych, odnoszących się do TFI (a także spółek zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi jako jednej z form alternatywnego funduszu inwestycyjnego), omówienie wszystkich 80 towarzystw, które otrzymały zgodę organu nadzoru na zarządzanie funduszami w latach 1992–2017 (niektóre z nich już nie działają), opis współpracy TFI z innymi podmiotami (m.in. z bankami, firmami ubezpieczeniowymi i przedsiębiorstwami niefinansowymi) oraz analiza sytuacji finansowej i wyników finansowych towarzystw w latach 2000–2017. W drugiej części rozdziału scharakteryzowane zostały (przede wszystkim pod kątem zmieniających się uregulowań prawnych) pozostałe najważniejsze instytucje rynku funduszy inwestycyjnych – spółki *asset management*, depozytariusze, agenci transferowi oraz podmioty pośredniczące w zbywaniu tytułów uczestnictwa funduszy. Nie zabrakło również analizy zmian prawnych i instytucjonalnych w obszarze nadzoru nad funduszami i ww. podmiotami, działalności izb samorządowych branży funduszy inwestycyjnych (Stowarzyszenia Funduszy Inwestycyjnych w Polsce oraz Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami), a także krótkiej charakterystyki innych wybranych podmiotów, zaangażowanych w działalność funduszy i zarządzających nimi towarzystw.

W trzecim rozdziale główny nacisk położony został na rozwój jakościowy rynku funduszy inwestycyjnych. W pierwszej kolejności zaprezentowana została ewolucja oferty produktowej TFI – zarówno w kontekście polityki inwestycyjnej funduszy i metod zarządzania portfelem (głównymi inicjatorami nowych funduszy były w tym przypadku same towarzystwa), jak też w aspekcie konstrukcji prawnych (będących z reguły konsekwencją wprowadzanych zmian prawnych) oraz innych produktów i usług. Następnie opisane zostały produkty i usługi oferowane przez TFI w ramach

systemu emerytalnego – trzeciofilarowe (grupowe – PPE i indywidualne – IKE i IKZE) oraz pozostałe (np. plany systematycznego oszczędzania). W charakterystykę rozwoju jakościowego rynku funduszy inwestycyjnych wpisują się również pozostałe części trzeciego rozdziału – analiza zmian w wizerunku funduszy w polskim społeczeństwie i podejmowanych działań służących jego poprawie, opis wybranych działań instytucjonalnych i prawnych na rzecz ochrony interesów uczestników funduszy oraz analiza wpływu postępu technologicznego na rozwój rynku funduszy (w obszarze komunikacji i sprzedaży, oferty funduszy, narzędzi dla inwestorów oraz FinTechu i RegTechu).

Czwarty rozdział obejmuje analizę zmian ilościowych na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce. Rozpoczyna się on od analizy liczebności funduszy w latach 1992–2017 ogółem i w podziale na ich główne rodzaje (głównie FIO, SFIO i FIZ). W dalszej jego części znalazły się informacje na temat zmian liczby uczestników funduszy inwestycyjnych oraz struktury posiadaczy jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych (ze względu na kraj pochodzenia oraz typ podmiotu – w przypadku instytucji). Kolejnym elementem poddanym analizie była wartość aktywów netto (WAN), zarządzanych przez fundusze na przestrzeni minionych ponad 25 lat. Oprócz prześledzenia zmian WAN i czynników je determinujących zbadane zostały m.in. zmiany struktury WAN całego rynku według rodzajów funduszy oraz ich typów (prowadzonej polityki inwestycyjnej). Dokonana została również dekompozycja zmian aktywów funduszy (pod kątem wpływu na te zmiany salda wpłat i wypłat oraz wyniku z operacji) i analiza zmian stopnia koncentracji rynku (mierzonej WAN). Następnie uwaga została poświęcona przepływowi netto kapitału do i z funduszy oraz ich determinantom, z uwzględnieniem rodzaju funduszy, typu funduszy i poziomu ich ryzyka inwestycyjnego. Na zakończenie rozdziału przeanalizowana została struktura lokat funduszy inwestycyjnych (ogółem i w podziale na rodzaje funduszy) oraz omówione zostały zmiany w stopniu dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych wybranych funduszy.

Przedmiotem rozważań w rozdziale piątym są najważniejsze czynniki mikroekonomiczne, które wpływały na dotychczasowy rozwój rynku funduszy w Polsce. W kontekście wyników inwestycyjnych, na podstawie szerokich studiów literaturowych, zaprezentowane zostały wyniki ponad stu badań naukowych z lat 1997–2017, odnoszące się do: efektywności funduszy (badania uwzględniające zarówno klasyczne, jak i nowoczesne miary), zdolności zarządzających do selekcji instrumentów finansowych (mikroprzewidywanie), umiejętności identyfikacji trendów rynkowych przez zarządzających (makroprzewidywanie) oraz powtarzalności (persystencji) wyników inwestycyjnych. W celu lepszego zrozumienia i możliwości interpretacji zaprezentowanych wyników przedstawiono również syntetyczne opisy najważniejszych miar i metod badawczych, którymi posługiwali się autorzy tychże badań. Uzupełnieniem tej części rozdziału jest własna analiza, zawierająca wybrane dane dotyczące stóp zwrotu funduszy, w szczególności FIO i SFIO, oraz najważniejszych typów funduszy. Na zakończenie scharakteryzowane zostały podstawowe rodzaje kosztów związanych z uczestnictwem w funduszach

inwestycyjnych (w podziale na bezpośrednie i pośrednie) oraz zmiany, jakie następowały w wysokości stawek wybranych kategorii kosztów w minionych latach i ich determinanty. Ponadto zaprezentowano wyniki dotychczasowych badań krajowych autorów w tym zakresie oraz raporty instytucji i podmiotów międzynarodowych (Komisji Europejskiej i Morningstara), dotyczące m.in. kosztów inwestowania w polskie fundusze.

Szósty rozdział niejako podsumowuje ponad 25 lat obecności instytucji wspólnego inwestowania w Polsce z perspektywy rynku finansowego w naszym kraju i polskiej gospodarki. Obejmuje on dwie części. W pierwszej wskazana została rola funduszy inwestycyjnych i TFI na całym rynku finansowym na tle innych instytucji finansowych (w ujęciu wartościowym i ilościowym) oraz w poszczególnych jego segmentach – na rynku instrumentów dłużnych (skarbowych i nieskarbowych), udziałowych i tytułów uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania. Odrębnej analizie poddany został rynek certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych, notowanych na GPW w Warszawie. W drugiej części rozdziału zaprezentowane zostało – zarówno na podstawie własnych analiz, jak i badań innych autorów – znaczenie funduszy inwestycyjnych w gospodarce Polski. W tym kontekście najwięcej uwagi poświęcono roli funduszy w systemie emerytalnym (w szczególności w III filarze), w strukturze oszczędności gospodarstw domowych, w wybranych sektorach gospodarki (w tym w sektorze nieruchomości, na rynku wierzytelności, w sektorze infrastrukturalnym) oraz funkcji, jaką pełnią w ramach zarządzania finansami przez jednostki samorządu terytorialnego.

Zwieńczeniem monografii jest zakończenie, w którym w sposób syntetyczny podsumowano ponad 25 lat funkcjonowania rynku instytucji zbiorowego inwestowania w Polsce. W tym kontekście zwrócono w szczególności uwagę na ogromny, często niedoceniany lub nawet pomijany, wkład ogromnej rzeszy osób w rozwój tego segmentu rynku finansowego – zarówno tych, które swoimi decyzjami wyznaczały kierunki tego rozwoju i zarządzały najważniejszymi jego instytucjami i podmiotami, jak też tych, które swoją codzienną pracą przyczyniały się do jego sprawnego funkcjonowania (z korzyścią dla podmiotów z branży, jak również uczestników funduszy). Wskazane zostały także najważniejsze wyzwania stojące przed rynkiem funduszy, jak i szanse, które się przed nim rysują (np. w perspektywie uruchomienia pracowniczych planów kapitałowych).

Autorzy pragną bardzo podziękować recenzentowi monografii – Pani prof. dr hab. Wiesławie Przybylskiej-Kapuścińskiej – za cenne, celne i życzliwe uwagi, wzbogacające to opracowanie. Podziękowania składamy również Panu dr hab. Sebastianowi Buczkowi – prezesowi Quercus TFI – za pomoc finansową w wydaniu książki. Dziękujemy serdecznie także naszym najbliższym – bez Waszego wsparcia, a zwłaszcza cierpliwości okazywanej w trakcie przygotowywania książki, publikacja ta z pewnością by się nie ukazała.

Oczekując życzliwego przyjęcia monografii przez czytelników, prosimy równocześnie o dzielenie się z nami wszelkimi konstruktywnymi uwagami polemicznymi i krytycznymi, które pozwolą nam w przyszłości ją udoskonalić i wzbogacić.