

Sławomir Antkiewicz

# Uwarunkowania rozwoju innowacyjnych funduszy inwestycyjnych



Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

**Uwarunkowania rozwoju  
innowacyjnych  
funduszy inwestycyjnych**



**Sławomir Antkiewicz**

**Uwarunkowania rozwoju  
innowacyjnych  
funduszy inwestycyjnych**

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego  
Gdańsk 2020

Recenzent  
dr hab. Anna Szelańska, prof. SGH

Redaktor Wydawnictwa  
Małgorzata Kaczmarek

Projekt okładki i stron tytułowych  
Joanna Śmidowicz

Skład i łamanie  
Michał Janczewski

Publikacja sfinansowana ze środków  
Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Gdańskiego

© Copyright by Uniwersytet Gdański  
Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-8206-183-3

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego  
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot  
tel.: 58 523 11 37; 725 991 206  
e-mail: [wydawnictwo@ug.edu.pl](mailto:wydawnictwo@ug.edu.pl)  
[www.wyd.ug.edu.pl](http://www.wyd.ug.edu.pl)

Księgarnia internetowa: [www.kiw.ug.edu.pl](http://www.kiw.ug.edu.pl)

Druk i oprawa  
Zakład Poligrafii Uniwersytetu Gdańskiego  
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot  
tel. 58 523 14 49

# SPIS TREŚCI

---

---

Wstęp . . . . .	9
-----------------	---

## Rozdział 1

<b>Idea zbiorowego lokowania na rynku finansowym a fundusze inwestycyjne . . . . .</b>	<b>15</b>
--	-----------

1.1. Istota zbiorowego lokowania i klasycznego funduszu inwestycyjnego . . .	15
1.2. Klasyfikacja klasycznych funduszy inwestycyjnych . . . . .	18
1.3. Zalety inwestowania w fundusze . . . . .	24
1.4. Znaczenie funduszy inwestycyjnych w gospodarce . . . . .	26

## Rozdział 2

<b>Innowacje w funduszach w zakresie strategii inwestycyjnych . . . . .</b>	<b>29</b>
---	-----------

2.1. Fundusze nieruchomości . . . . .	29
2.1.1. Inwestycje w nieruchomości . . . . .	29
2.1.2. Koncepcja funduszy nieruchomości . . . . .	31
2.1.3. Wprowadzenie innowacji na polski rynek . . . . .	34
2.1.4. Zależność wycen certyfikatów inwestycyjnych funduszy nieruchomości działających w Polsce od koniunktury giełdowej – wyniki badań . . . . .	37
2.1.5. Perspektywy rozwoju funduszy nieruchomości . . . . .	41
2.2. Fundusze sekurytyzacyjne . . . . .	43
2.2.1. Istota transakcji sekurytyzacji . . . . .	43
2.2.2. Fundusze sekurytyzacyjne w świetle regulacji prawnych . . . . .	45
2.2.3. Wprowadzenie innowacji na rynek . . . . .	47
2.2.4. Perspektywy rozwoju funduszy sekurytyzacyjnych . . . . .	51

2.3.	Etyczne fundusze inwestycyjne . . . . .	52
2.3.1.	Koncepcja funduszy etycznych . . . . .	53
2.3.2.	Strategie inwestycyjne funduszy etycznych . . . . .	56
2.3.3.	Wprowadzenie innowacji na polski rynek . . . . .	59
2.3.4.	Perspektywy etycznych funduszy inwestycyjnych . . . . .	61
2.4.	Fundusze wysokiego ryzyka . . . . .	62
2.4.1.	Istota funduszy wysokiego ryzyka . . . . .	63
2.4.2.	Etapy procesu finansowania przez fundusze wysokiego ryzyka . . . . .	65
2.4.3.	Wprowadzenie innowacji na polski rynek . . . . .	68
2.4.4.	Znaczenie funduszy wysokiego ryzyka dla przedsiębiorstw . . . . .	70
2.4.5.	Perspektywy rozwoju funduszy wysokiego ryzyka . . . . .	71
2.5.	Fundusze hedgingowe . . . . .	73
2.5.1.	Koncepcja funduszy hedgingowych . . . . .	74
2.5.2.	Polskie regulacje prawne dotyczące funduszy hedgingowych . . . . .	77
2.5.3.	Wprowadzenie innowacji na polski rynek . . . . .	79
2.5.4.	Perspektywy rozwoju funduszy hedgingowych . . . . .	84
2.6.	Islamskie fundusze inwestycyjne . . . . .	86
2.6.1.	Założenia islamskiego rynku finansowego . . . . .	86
2.6.2.	Fundusze inwestycyjne funkcjonujące zgodnie z nakazami szariatu . . . . .	88
2.6.3.	Perspektywy funduszy islamskich . . . . .	92

### Rozdział 3

	<b>Innowacje w funduszach inwestycji w zakresie konstrukcji . . . . .</b>	<b>95</b>
3.1.	Fundusze funduszy inwestycyjnych . . . . .	95
3.1.1.	Przesłanki wykorzystywania funduszy funduszy inwestycyjnych . . . . .	96
3.1.2.	Wprowadzenie innowacji na polski rynek . . . . .	98
3.1.3.	Perspektywy rozwoju <i>funds of funds</i> . . . . .	101
3.2.	Fundusze inwestycyjne rynku pieniężnego i fundusze gotówkowe . . . . .	103
3.2.1.	Istota funduszy rynku pieniężnego i gotówkowych . . . . .	103
3.2.2.	Uregulowania funduszy rynku pieniężnego i gotówkowych . . . . .	105
3.2.3.	Rynek funduszy pieniężnych i gotówkowych . . . . .	106

3.2.4. Instrumenty w portfelach funduszy rynku pieniężnego i gotówkowych . . . . .	107
3.2.5. Perspektywy funduszy gotówkowych i pieniężnych . . . . .	110
3.3. Ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe . . . . .	111
3.3.1. Konstrukcja ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych . . . . .	111
3.3.2. Przesłanki wykorzystywania ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych . . . . .	113
3.3.3. Opłaty pobierane przez ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe . . . . .	114
3.3.4. Wprowadzenie innowacji na polski rynek . . . . .	115
3.3.5. Perspektywy rozwoju ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych . . . . .	120
3.4. Zarządzanie przez TFI cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie klientów . . . . .	121
3.4.1. Istota zarządzania portfelem przez TFI . . . . .	122
3.4.2. Portfele papierów wartościowych . . . . .	124
3.4.3. Koszty zarządzania portfelem . . . . .	126
3.4.4. Opodatkowanie usługi podstawową stawką podatku od towarów i usług . . . . .	128
3.4.5. Perspektywy rozwoju usługi zarządzania portfelem papierów wartościowych . . . . .	129

## Rozdział 4

### Niedociągnięcia regulacyjne oraz przypadki

<b>łamania prawa na polskim rynku funduszy inwestycyjnych . . . . .</b>	<b>131</b>
4.1. Kary nakładane na fundusze i naruszenia przepisów prawa . . . . .	131
4.2. Kontrowersyjne zmiany stawek podatkowych od dochodów z funduszy inwestycyjnych . . . . .	134
4.3. Niedostateczny limit wpłat na indywidualne konta emerytalne . . . . .	135
4.4. Wizerunek polskich funduszy inwestycyjnych w świetle naruszeń przepisów prawa – wyniki badania . . . . .	137
4.5. Przyczyny lokowania w funduszach inwestycyjnych . . . . .	143
4.6. Perspektywy w zakresie podejścia do regulacji prawnych . . . . .	146



<b>Rozdział 5</b>	
<b>Innowacje technologiczne w funduszach inwestycyjnych . . . . .</b>	<b>149</b>
5.1. Wykorzystanie technologii informatyczno-telekomunikacyjnych przez klientów funduszy . . . . .	149
5.2. Internetowa dystrybucja jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych . . . . .	150
5.3. Usługi dostępne w Internecie dla zarejestrowanych uczestników funduszy . . . . .	153
5.4. Supermarket Funduszy Inwestycyjnych mBanku . . . . .	154
5.5. Dystrybucja jednostek przez biura doradztwa finansowego . . . . .	156
<b>Zakończenie . . . . .</b>	<b>159</b>
<b>Literatura . . . . .</b>	<b>161</b>
<b>Spis rysunków . . . . .</b>	<b>169</b>
<b>Spis tabel . . . . .</b>	<b>170</b>

## WSTĘP

---

---

Wraz z rozwojem rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce rośnie znaczenie badań naukowych dotyczących tego zjawiska. Na rynku tym pojawiają się również określone innowacje, których analiza ma istotne znaczenie dla rozwoju dyscypliny ekonomia i finanse. Na początku pierwszej dekady nowego tysiąclecia polski rynek funduszy inwestycyjnych składał się tylko z klasycznych funduszy akcyjnych, obligacyjnych i zrównoważonych. Tymczasem w 2020 r. w Polsce poza rynkiem klasycznych funduszy inwestycyjnych funkcjonuje szeroki rynek innowacyjnych funduszy inwestycyjnych.

Znaczenia nabrały przede wszystkim fundusze charakteryzujące się innowacyjnymi strategiami inwestycyjnymi. Przedmiotem ich inwestycji są już nie tylko akcje, obligacje i proste instrumenty rynku pieniężnego, ale także nieruchomości, wierzytelności czy przedsiębiorstwa w fazie załóżkowej. Zarządzający innowacyjnymi funduszami dokonują również modyfikacji swoich strategii inwestycyjnych, kierując się kryteriami etycznymi czy religijnymi podczas doboru walorów do portfela. Istotne znaczenie wśród innowacyjnych funduszy mają te, które inwestują wprawdzie w klasyczne akcje czy obligacje, jednak konstrukcja samych funduszy jest zmodyfikowana tak, aby w lepszy sposób wykorzystać obowiązujące ustawodawstwo, w tym również niedoskonałości systemu regulacyjnego.

Konsekwencją poczynienia wspomnianych obserwacji było powstanie niniejszej monografii naukowej, w której przebadano wszystkie zasygnalizowane wyżej innowacyjne fundusze inwestycyjne. **Problem badawczy**

stanowi analiza uwarunkowań rozwoju polskiego rynku innowacyjnych funduszy inwestycyjnych, a także nakreślenie perspektyw rozwoju wszystkich rodzajów funduszy dostępnych lub dopiero wprowadzanych na krajowy rynek finansowy. Podczas przygotowania monografii wielokrotnie przeprowadzono badania własne, a wyniki niektórych z nich przytoczone zostały bezpośrednio. Istotny nacisk położono również na przedstawienie niedociągnięć regulacyjnych rynku funduszy oraz przypadków naruszania obowiązujących regulacji. Zbadano też opinię klientów funduszy na temat łamania obowiązujących norm na powierniczym rynku. Ponadto przedstawiono innowacje technologiczne występujące na rynku funduszy inwestycyjnych. Fundamentalne znaczenie ma tutaj wykorzystanie Internetu zarówno w dystrybucji funduszy inwestycyjnych, jak i w późniejszej obsłudze klientów. Zbadano nie tylko wykorzystanie sieci przez same towarzystwa funduszy inwestycyjnych i ich klientów, ale również przez niezależnych dystrybutorów innowacyjnych produktów powierniczych. Przedstawiono także innowacyjną platformę bankową oferującą dostęp do wielu funduszy inwestycyjnych.

Wybór tematu monografii jest uzasadniony niemal zupełnym brakiem badań naukowych w zakresie innowacyjnych funduszy inwestycyjnych na polskim rynku wydawniczym. Nieliczne z nich dotyczą przede wszystkim klasycznych funduszy inwestycyjnych lokujących aktywa w akcje czy obligacje. Rzadko prowadzi się badania innowacyjnych funduszy inwestycyjnych, a jeśli są już podejmowane, to dotyczą jednego produktu powierniczego, np. wyłącznie funduszy hedgingowych. Ponadto skoro dekada 2010–2020 była okresem dynamicznego rozwoju funduszy innowacyjnych, warto podjąć jedną z pierwszych prób kompleksowego zbadania tego rynku.

W monografii postawiono trzy **cele badawcze**. Pierwszym z nich jest zbadanie uwarunkowań pojawienia się innowacyjnych funduszy inwestycyjnych na krajowym rynku finansowym, ze szczególnym uwzględnieniem podmiotów innowacyjnych, mało jeszcze w Polsce rozpowszechnionych. Drugim celem jest krytyczna analiza niedoskonałości regulacyjnych na

rynku funduszy inwestycyjnych, trzecim zaś nakreślenie perspektyw rozwoju poszczególnych typów funduszy.

**Główną hipotezę badawczą** monografii stanowi stwierdzenie, że zasadniczą barierą rozwoju innowacyjnych funduszy inwestycyjnych na polskim rynku finansowym była i nadal jest konkurencja ze strony dobrze rozwiniętych klasycznych funduszy inwestycyjnych. Niniejsza monografia ma też za zadanie weryfikację trzech **hipotez pomocniczych**. Pierwsza hipoteza stanowi próbę udowodnienia, że na polskim rynku istnieje wiele innowacyjnych funduszy, a rynek tych podmiotów jest już względnie dobrze rozwinięty. Druga hipoteza to stwierdzenie, że innowacyjne fundusze inwestycyjne stanowią bardziej efektywne – w porównaniu z funduszami klasycznymi – narzędzie inwestycyjne. Trzecia hipoteza to próba wykazania, że infrastruktura prawna w Polsce nie jest w pełni dostosowana do potrzeb innowacyjnych podmiotów rynku finansowego.

Monografia składa się z pięciu rozdziałów. Rozdział pierwszy ma charakter teoretyczny – pokazano w nim istotę funduszy inwestycyjnych i ich miejsce na rynku finansowym. Przedstawiono pojęcie i klasyfikacje funduszy i ukazano, jak bardzo na powierniczym rynku potrzebne są nie tylko fundusze klasyczne, ale i fundusze innowacyjne. Rozdział drugi przedstawia analizę uwarunkowań rozwoju sześciu typów innowacyjnych funduszy – tych, których innowacyjność przejawia się w nowoczesnych strategiach inwestycyjnych. Jako pierwsze zostały zbadane fundusze inwestujące w nieruchomości; prześledzono ich funkcjonowanie na polskim rynku od momentu pojawienia się, nakreślono także perspektywę rozwoju. W rozdziale tym przedstawiono wyniki badania własnego dotyczącego zachowania się wycen certyfikatów tych funduszy w okresie światowego kryzysu finansowego. W drugiej kolejności zbadano fundusze inwestujące we wierzycielności od ich pojawienia się aż do prognoz ich rozwoju. Jako trzecie analizie poddano fundusze stosujące kryteria etyczne podczas dokonywania inwestycji. Polski rynek funduszy etycznych wciąż jest we wstępnej fazie rozwoju, mimo że pierwszy fundusz tego typu powstał już w 2008 r.

Czwarty element badania stanowią fundusze wysokiego ryzyka. W szczególności analizie poddano znaczenie tych funduszy dla rozwoju przedsiębiorstw. W dalszej kolejności zbadano fundusze hedgingowe. Szczegółowo przedstawiono całą ofertę polskiego rynku funduszy *hedge*. Rozdział drugi wieńczy badanie funduszy kierujących się kryterium religijnym podczas dokonywania decyzji inwestycyjnych. Z racji obecnych uwarunkowań polskiego rynku fundusze te jeszcze nie są obecne, jednak ich pojawienie się to kwestia najbliższych lat, podobnie jak dzieje się to np. w Wielkiej Brytanii czy Turcji.

W trzecim rozdziale omówiono innowacje w zakresie konstrukcji funduszy inwestycyjnych. Jako pierwsze analizie poddano te, które inwestują w klasyczne akcje czy obligacje w sposób pośredni – poprzez inne fundusze. W drugiej kolejności zbadano uwarunkowania rozwoju funduszy pieniężnych i gotówkowych, których konstrukcja powoduje, że przeznaczone są dla inwestorów preferujących bardzo bezpieczny styl lokowania nadwyżek. W trzeciej kolejności omówiono fundusze oferowane przez zakłady ubezpieczeń, wykorzystujące w swym funkcjonowaniu zupełnie odmienne podstawy regulacyjne. Trzeci rozdział kończy badanie oferty towarzystw funduszy inwestycyjnych w zakresie zarządzania portfelem papierów wartościowych.

W czwartym rozdziale monografii zbadano niedoskonałości regulacji prawnych powierniczego rynku oraz przypadki łamania przepisów i reakcję organu nadzoru na taki proceder. W części tej przedstawiono wyniki badania opinii klientów funduszy w zakresie naruszania przepisów prawa.

W ostatnim rozdziale przedstawiono innowacje technologiczne w funduszach inwestycyjnych. Dotyczą one przede wszystkim wykorzystania sieci internetowej do dystrybucji i obsługi powierniczego rynku. Zbadano innowacje techniczne oferowane nie tylko przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych, ale również przez dystrybutorów zewnętrznych, jakimi są banki i biura doradztwa finansowego.

W monografii wykorzystano następujące **metody badawcze**: statystyczną, dokumentacyjną i metodę obserwacji faktów. Opierano się na polskiej i angielskiej literaturze z zakresu rynków powierniczych. Obok opracowań zwartych istotną pozycję w bibliografii zajmują artykuły z czasopism oraz źródła internetowe. W pracy wykorzystano również materiały empiryczne w postaci statystyk publikowanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz badania własne autora.



ROZDZIAŁ 1

**IDEA ZBIOROWEGO LOKOWANIA  
NA RYNKU FINANSOWYM  
A FUNDUSZE INWESTYCYJNE**

---

---

**1.1. Istota zbiorowego lokowania  
i klasycznego funduszu inwestycyjnego**

Rozmiary i specyfika rynku kapitałowego, na którym następuje przepływ kapitału pomiędzy stroną podażową a popytową, są okolicznościami utrudniającymi swobodne działania inwestora indywidualnego. Ważna przeszkoda występuje przede wszystkim przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Wynika ona ze skomplikowania rynku kapitałowego, wymagającego dla sprawnego operowania posiadanym kapitałem dobrej znajomości mechanizmów rządzących tym rynkiem. Istotne są także zdolności do odpowiedniej analizy znacznej liczby informacji napływających z różnych źródeł do osoby zainteresowanej pomnażaniem swojego kapitału. Trafnie podjęte decyzje inwestorskie mogą przynieść wysokie zyski, jednak popełnione w tym zakresie błędy bywają przyczyną poważnych strat.

Optymalizacji podejmowanych decyzji nie służy także mały potencjał środków, jakimi z reguły dysponuje indywidualny inwestor. Nie jest możliwe wówczas skonstruowanie efektywnego portfela lokat, czyli takiego, który przy założonej stopie zysku minimalizuje ryzyko jej osiągnięcia lub przy założonym poziomie ryzyka maksymalizuje wartość stopy zysku. Ważny jest również czas, którym trzeba dysponować, aby zbudować portfel lokat i zarządzać nim.



Dobór odpowiedniego pakietu aktywów, spełniającego warunek efektywności, wymaga zatem odpowiednich zasobów:

- wiedzy,
- kapitału,
- czasu.

Nie wszyscy inwestorzy dysponują jednocześnie trzema powyższymi zasobami, a nawet jakimkolwiek z nich w dostatecznym zakresie. W takich przypadkach możemy mówić o nieefektywności decyzji inwestycyjnych.

Uwzględniając braki w powyższych zasobach, inwestor indywidualny często nie jest w stanie sprostać zaistniałej na rynku sytuacji, co prowadzi do negatywnych następstw, nie tylko dla niego, ale poprzez sumowanie zbliżonych zachowań innych inwestorów także dla całego rynku kapitałowego. Konsekwencje błędnych decyzji przeciętnych inwestorów prywatnych mają niezaprzeczalny wpływ na stan rynku, a zatem także na gospodarkę, gdyż na efektywność rynku kapitałowego składa się aktywność zarówno emitentów papierów wartościowych, jak i inwestorów.

Dla minimalizacji ujemnych następstw nieprawidłowych decyzji inwestycyjnych indywidualny uczestnik rynku zamiast samodzielnego zarządzania swoim portfelem papierów wartościowych może wziąć udział w tzw. zbiorowym lokowaniu<sup>1</sup>, które można zdefiniować jako dostępną dla każdego, prawnie uregulowaną, wystandaryzowaną formę zarządzania majątkiem przez ekspertów. Zbiorowe lokowanie w instrumenty rynku kapitałowego wyraża jedną z ogólnych tendencji współczesnego rynku finansowego, która poza rozwojem technicznym oraz globalizacją określa podstawę jego funkcjonowania.

Pojęcie zbiorowego lokowania nie zawsze pokrywa się z uczestnictwem instytucjonalnym, gdyż niekiedy może wykraczać poza nie, obejmując wprawdzie zorganizowane formy działań na rynku, jednak bez elemen-

---

<sup>1</sup> Por. D. Dziawgo, L. Dziawgo, *Fundusze powiernicze*, Dom Organizatora, Toruń 1994, s. 11.

tu wysokiego profesjonalizmu i znacznej ilości zaangażowanych środków. Formy takie pozwalają prywatnym inwestorom na racjonalizację podejmowanych przez nich decyzji inwestorskich. Dzięki nim inwestorzy uzyskują szybszy dostęp do informacji, a także poszerzają swą wiedzę. Najczęściej spotykaną formą zorganizowania inwestorów są kluby inwestorskie grupujące osoby, które wspólnie inwestują oszczędności. Uczestnicy klubów wnoszą wkład początkowy oraz składki miesięczne. Środki te zarządzane są wspólnie przez członków, spotykających się w różnych terminach, zaś posiadane papiery wartościowe oraz fundusze zdeponowane są u upoważnionych pośredników działających na rynku.

Ideę zbiorowego lokowania urzeczywistniają jednak przede wszystkim inwestorzy instytucjonalni. Dzielą się oni na dwie zasadnicze kategorie. Pierwszą stanowią fundusze emerytalne oraz instytucje ubezpieczeniowe lokujące środki pochodzące ze składek swoich klientów w instrumenty rynku kapitałowego, które zapewniają bezpieczeństwo inwestycyjne, chroniąc jednocześnie przed skutkami inflacji. Inwestorzy ci nie podejmują działań spekulacyjnych o wysokim stopniu ryzyka. Drugą kategorię inwestorów instytucjonalnych tworzą instytucje finansowe, których podstawowym celem, w przeciwieństwie do pierwszej grupy, jest działalność na rynku kapitałowym. Do inwestorów tych należą przede wszystkim fundusze inwestycyjne.

Fundusz inwestycyjny można zdefiniować jako zinstytucjonalizowaną formę pośredniego uczestnictwa inwestorów w operacjach na rynku finansowym (znaczenie formalne). Jednak pojęcie funduszu inwestycyjnego ma jeszcze drugie znaczenie, według którego fundusz inwestycyjny to całość majątku powstałego z wpłat udziałowców, przekształconego w majątek w postaci akcji, obligacji i nieruchomości<sup>2</sup>. W tym drugim ujęciu fundusz inwestycyjny rozumiany jest zatem jako wyodrębniona pula składników

---

<sup>2</sup> Szerzej: S. Antkiewicz, *Papiery wartościowe na rynku pieniężnym i kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 257–258.

majątkowych, stanowiąca własność inwestorów w znaczeniu ekonomicznym. To drugie znaczenie można określić jako materialne.

W świetle powyższych rozważań można graficznie określić miejsce funduszy inwestycyjnych jako pośrednika na rynku kapitałowym (tab. 1).

Tabela 1. Miejsce funduszy inwestycyjnych na rynku kapitałowym

Inwestycje na rynku kapitałowym			
Zbiorowe lokowanie			Inwestowanie indywidualne
Lokowanie instytucjonalne		Lokowanie nieinstytucjonalne	
Lokowanie o charakterze ochronnym	Lokowanie o charakterze spekulacyjnym		
fundusze emerytalne	fundusze inwestycyjne		
instytucje ubezpieczeniowe			

Źródło: Opracowanie własne.

## 1.2. Klasyfikacja klasycznych funduszy inwestycyjnych

Fundusze inwestycyjne można podzielić pod względem różnych kryteriów<sup>3</sup>. Przedstawiona niżej klasyfikacja jest w znacznym stopniu uniwersalna. Tworzy ona zwarty system. Odrębnie omówiono jedynie problematykę specjalizacji funduszy inwestycyjnych, ze względu na znaczną złożoność.

### I. Podział ze względu na substancję majątkową

#### a) fundusze inwestycyjne papierów wartościowych

<sup>3</sup> Szerzej: G. Borowski, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, CeDeWu, Warszawa 2011, s. 35.

Są funduszami najczęściej występującymi na rynkach finansowych. Ze względu na rodzaj papierów wartościowych, który przeważa w danym funduszu, wyróżnia się:

1. fundusze inwestycyjne akcyjne,
  2. fundusze inwestycyjne obligacyjne,
  3. fundusze inwestycyjne rynku pieniężnego (inwestują one głównie w weksle skarbowe, lokaty międzybankowe i certyfikaty depozytowe),
  4. fundusze inwestycyjne mieszane.
- b) fundusze inwestycyjne nieruchomości  
Fundusze te działają na dwóch rynkach: finansowym i nieruchomości. Nabywają one nieruchomości, które są następnie dzierżawione lub sprzedawane, stąd też pochodzą ich dochody.
- c) fundusze inwestycyjne udziałowe  
Lokują one w udziały przedsiębiorstw (udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością oraz tzw. ciche udziały).
- d) fundusze inwestycyjne towarowe  
Inwestują w wybraną grupę towarów, np. złoto, miedź.

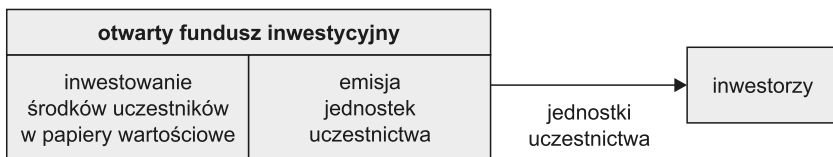
## II. Podział ze względu na konstrukcję

- a) fundusze inwestycyjne otwarte  
Ich zasadniczą cechą jest zmienność liczby jednostek uczestnictwa, a także wielkości zaangażowanego kapitału. Przystąpienie inwestorów do tych funduszy jest możliwe w każdym czasie, jednostki uczestnictwa są wydawane w zależności od istniejącego na nie popytu. Natomiast wystąpienie z funduszu otwartego jest możliwe w drodze umorzenia jednostek, czyli ich odsprzedaży funduszowi<sup>4</sup>. Można również nabywać ułamkowe części jednostek uczestnictwa. Ich cena jest ustalana na

---

<sup>4</sup> Zob. M. Dyl, *Fundusze inwestycyjne – zasady funkcjonowania*, KiK, Warszawa 2001, s. 38.

podstawie wartości aktywów netto podzielonej przez liczbę jednostek w obiegu. Istotę funduszu otwartego przedstawiono na rys. 1.

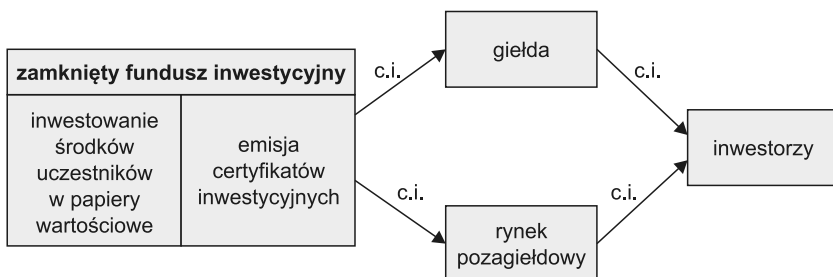


Rysunek 1. Mechanizm działalności funduszu otwartego

Źródło: Opracowanie własne.

#### b) fundusze inwestycyjne zamknięte

Ich konstrukcja jest zbliżona do kapitału spółki akcyjnej. Liczba jednostek uczestnictwa nazywanych certyfikatami inwestycyjnymi jest stała i emitowana jednorazowo. Nie są one umarżane, a zatem fundusz nie skupuje własnych certyfikatów. Można je nabyć oraz sprzedać na giełdzie lub rynku pozagiełdowym, gdzie ich cenę określa podaż i popyt. Istotę funduszu zamkniętego przedstawia rys. 2.



c.i. – certyfikaty inwestycyjne

Rysunek 2. Mechanizm działalności funduszu zamkniętego

Źródło: Opracowanie własne.



**Sławomir Antkiewicz** – doktor nauk ekonomicznych Uniwersytetu Gdańskiego, absolwent Wydziału Ekonomicznego oraz Wydziału Prawa i Administracji tej uczelni. Ukończył wiele kierunków studiów podyplomowych, w tym Studium Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego. Laureat Nagrody Naukowej Miasta Gdańska „Młody Heweliusz”. Kilkukrotnie wyróżniony Nagrodą Rektora Uniwersytetu Gdańskiego. Wyróżniony w Konkursie im. Krzysztofa Celestyna Mrongowiusza „Nauczyciel Roku”. Odznaczony Medalem Komisji Edukacji Narodowej oraz dwukrotnie Medalem Prezydenta RP za Długoletnią Służbę.

Pracuje jako adiunkt w Katedrze Biznesu Międzynarodowego na Wydziale Ekonomicznym Uniwersytetu Gdańskiego. Wykłada również na studiach menedżerskich MBA. Specjalizuje się w zagadnieniach rynków finansowych, w tym w problematyce funduszy inwestycyjnych, instrumentów pochodnych, wierzytelnościowych papierów wartościowych, restrukturyzacji, a także w aspektach prawnych regulacji systemu finansowego. Członek Rady Narodowego Centrum Badań i Rozwoju. Członek Zarządu Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego Oddział Gdańsk oraz wiceprzewodniczący Sądu Koleżeńskiego Zarządu Krajowego Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego. Członek Zarządu Związku Nauczycielstwa Polskiego w Uniwersytecie Gdańskim. Wcześniej sekretarz rady nadzorczej (dwie kadencje) Agencji Rozwoju Przemysłu SA oraz ekspert Narodowej Rady Rozwoju przy Prezydencie RP. Wielokrotnie recenzent i członek Zespołu Ekspertów Narodowego Centrum Badań i Rozwoju oraz Narodowego Centrum Nauki. Autor kilku książek, rozdziałów w kilkudziesięciu pozycjach i ponad 350 artykułów.