

Rozwój regulacji  
polskiego  
rynku funduszy  
inwestycyjnych



Sławomir Antkiewicz

# Rozwój regulacji polskiego ryнку funduszy inwestycyjnych

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego  
Gdańsk 2025

Recenzent  
prof. dr hab. Anna Szelańska

Redaktor Wydawnictwa  
Jerzy Toczek

Projekt okładki i stron tytułowych  
Filip Sendal

Skład i łamanie  
Mariusz Szewczyk

Publikacja sfinansowana ze środków  
Prorektora Uniwersytetu Gdańskiego ds. Badań Naukowych  
w ramach Programu Humanistyki Gdańskiej  
oraz Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Gdańskiego

© Copyright by Uniwersytet Gdański  
Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-8206-770-5

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego  
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot  
tel. +48 58 523 11 37, tel. kom. +48 725 991 206  
e-mail: [wydawnictwo@ug.edu.pl](mailto:wydawnictwo@ug.edu.pl)  
[wydawnictwo.ug.edu.pl](http://wydawnictwo.ug.edu.pl)

Księgarnia internetowa: [wydawnictwo.ug.edu.pl/sklep/](http://wydawnictwo.ug.edu.pl/sklep/)

Druk i oprawa  
Zakład Poligrafii Uniwersytetu Gdańskiego  
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot  
tel. +48 58 523 14 49

# Spis treści

|                                                                                             |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Wstęp . . . . .                                                                             | 9  |
| 1. Fundusz inwestycyjny jako instytucja funkcjonująca w systemie finansowym . . . . .       | 15 |
| 1.1. Istota funduszu inwestycyjnego . . . . .                                               | 15 |
| 1.2. Główne podziały funduszy inwestycyjnych . . . . .                                      | 17 |
| 1.3. Cele funduszy inwestycyjnych i ich korzyści . . . . .                                  | 20 |
| 1.4. Znaczenie funduszy inwestycyjnych dla systemu finansowego . . . . .                    | 22 |
| 2. Stopień rozwoju polskiego rynku funduszy inwestycyjnych . . . . .                        | 25 |
| 2.1. Etapy ewolucji rynku . . . . .                                                         | 25 |
| 2.2. Zmiana sposobu dystrybucji funduszy inwestycyjnych . . . . .                           | 26 |
| 2.3. Aktywa funduszy w 2024 r. . . . .                                                      | 28 |
| 3. Etapy zmian ustawowych w zakresie funduszy inwestycyjnych . . . . .                      | 33 |
| 3.1. Pierwsza ustawa dotycząca rynku powierniczego . . . . .                                | 33 |
| 3.1.1. Stosunek powiernictwa jako podstawa tworzenia funduszy powierniczych . . . . .       | 33 |
| 3.1.2. Zasady funkcjonowania towarzystw funduszy powierniczych . . . . .                    | 35 |
| 3.1.3. Instytucje obsługujące fundusz powierniczy . . . . .                                 | 38 |
| 3.2. Kompleksowa ustawa z 1997 r. . . . .                                                   | 40 |
| 3.2.1. Zmiana ustroju funduszu powierniczego i towarzystwa funduszy powierniczych . . . . . | 42 |
| 3.2.2. Nowa koncepcja funduszu . . . . .                                                    | 43 |
| 3.2.3. Bank-depozytariusz . . . . .                                                         | 47 |
| 3.2.4. Fundusze inwestycyjne otwarte oraz specjalistyczne otwarte . . . . .                 | 48 |
| 3.2.5. Ograniczenia inwestycyjne funduszy otwartych . . . . .                               | 49 |
| 3.2.6. Fundusze zamknięte . . . . .                                                         | 50 |

|                                                                                                               |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 3.2.7. Fundusze mieszane . . . . .                                                                            | 51 |
| 3.2.8. Ocena ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r. . . . .                                             | 52 |
| 3.3. Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 2004 r. . . . .                                                     | 55 |
| 3.3.1. Uchwalenie ustawy . . . . .                                                                            | 55 |
| 3.3.2. Status funduszy inwestycyjnych w ustawie z 2004 r. . . . .                                             | 56 |
| 3.3.3. Regulacje w zakresie Izby Zarządzających Funduszami<br>i Aktywami . . . . .                            | 59 |
| 3.3.4. Ocena ustawy z 2004 r. . . . .                                                                         | 60 |
| 3.4. Konsekwencje nowych regulacji rynku finansowego<br>dla funduszy inwestycyjnych . . . . .                 | 61 |
| 3.5. Regulacje dotyczące klubów inwestora . . . . .                                                           | 65 |
| 3.6. Nowelizacje ustawy z 2008, 2011 i 2013 r. . . . .                                                        | 67 |
| 3.7. Fundamentalna nowelizacja z 2016 r. . . . .                                                              | 71 |
| 4. Rozporządzenia wykonawcze do ustawy o funduszach inwestycyjnych . . . . .                                  | 75 |
| 4.1. Rozporządzenia dotyczące standaryzacji, prospektu<br>i kosztów dystrybucji . . . . .                     | 75 |
| 4.2. Rozporządzenia dotyczące portfela inwestycyjnego . . . . .                                               | 77 |
| 4.3. Rozporządzenia w zakresie rachunkowości funduszy<br>inwestycyjnych . . . . .                             | 78 |
| 4.4. Inne rozporządzenia . . . . .                                                                            | 79 |
| 5. Regulacje funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego . . . . .                                              | 81 |
| 5.1. Istota funduszy rynku pieniężnego i gotówkowych na tle<br>innych funduszy . . . . .                      | 81 |
| 5.2. Standard funduszu rynku pieniężnego . . . . .                                                            | 83 |
| 5.3. Skład portfela funduszy rynku pieniężnego . . . . .                                                      | 86 |
| 6. Specyficzne typy umów na rynku funduszy inwestycyjnych . . . . .                                           | 89 |
| 6.1. Ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe . . . . .                                                            | 89 |
| 6.1.1. Konstrukcja prawna ubezpieczeniowych funduszy<br>kapitałowych . . . . .                                | 89 |
| 6.1.2. Korzyści zawarcia umowy o ubezpieczenie na życie<br>z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym . . . . . | 91 |

|                                                                                                                                |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 6.1.3. Opłaty wynikające z umowy o ubezpieczenie na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym . . . . .                   | 92  |
| 6.1.4. Perspektywy rozwoju ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych . . . . .                                                   | 93  |
| 6.2. Umowa zarządzania przez TFI cudzym portfelem papierów wartościowych na zlecenie klientów . . . . .                        | 95  |
| 6.2.1. Cechy charakterystyczne umowy zarządzania portfelem przez TFI . . . . .                                                 | 95  |
| 6.2.2. Skład portfela inwestycyjnego . . . . .                                                                                 | 98  |
| 6.2.3. Koszty wynikające z umowy zarządzania portfelem przez TFI . . . . .                                                     | 100 |
| 6.2.4. Perspektywy rozwoju usługi zarządzania przez TFI cudzym portfelem papierów wartościowych na zlecenie klientów . . . . . | 103 |
| 6.3. Fundusze <i>venture capital</i> . . . . .                                                                                 | 104 |
| 6.3.1. Istota funduszy <i>venture capital</i> . . . . .                                                                        | 104 |
| 6.3.2. Regulacje dotyczące funduszy <i>venture capital</i> . . . . .                                                           | 107 |
| 6.3.3. Rozwój polskiego rynku funduszy <i>venture capital</i> . . . . .                                                        | 109 |
| 6.4. Fundusze nieruchomości . . . . .                                                                                          | 112 |
| 6.4.1. Wymogi regulacyjne funduszy nieruchomości . . . . .                                                                     | 113 |
| 6.4.2. Wprowadzenie zamkniętych i otwartych funduszy nieruchomości na rynek . . . . .                                          | 115 |
| 6.4.3. Prace nad funduszami REIT . . . . .                                                                                     | 116 |
| 6.4.4. Perspektywy funduszy nieruchomości . . . . .                                                                            | 118 |
| 7. Regulacje Narodowych Funduszy Inwestycyjnych jako szczególnego przypadku funduszy zamkniętych . . . . .                     | 121 |
| 7.1. Koncepcja Narodowych Funduszy Inwestycyjnych . . . . .                                                                    | 121 |
| 7.2. Charakter prawny Narodowych Funduszy Inwestycyjnych . . . . .                                                             | 124 |
| 7.3. Procesy selekcyjne w Programie Narodowych Funduszy Inwestycyjnych . . . . .                                               | 126 |
| 7.4. Ocena Programu Narodowych Funduszy Inwestycyjnych . . . . .                                                               | 128 |

|                                                                                                                     |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 8. Naruszenia przepisów prawa na polskim rynku funduszy inwestycyjnych . . . . .                                    | 133 |
| 8.1. Kary nakładane przez organ nadzoru za naruszenia przepisów . . .                                               | 133 |
| 8.2. Naruszenia przepisów prawa związane z wyceną i rachunkowością funduszy . . . . .                               | 135 |
| 8.3. Naruszenia przepisów prawa związane z przekazem reklamowym funduszy . . . . .                                  | 137 |
| 9. Perspektywy rozwoju polskiego rynku funduszy inwestycyjnych z uwzględnieniem uwarunkowań regulacyjnych . . . . . | 141 |
| 9.1. Etapy rozwoju . . . . .                                                                                        | 141 |
| 9.2. Planowane innowacje . . . . .                                                                                  | 143 |
| 9.3. Bariery rozwoju rynku . . . . .                                                                                | 148 |
| 9.4. Konsekwencje akcesji Polski do Unii Europejskiej dla rynku funduszy inwestycyjnych . . . . .                   | 152 |
| 9.5. Scenariusze rozwoju rynku . . . . .                                                                            | 156 |
| Zakończenie . . . . .                                                                                               | 163 |
| Bibliografia . . . . .                                                                                              | 165 |
| Wykaz aktów prawnych . . . . .                                                                                      | 175 |
| Spis tabel . . . . .                                                                                                | 179 |
| Spis rysunków . . . . .                                                                                             | 179 |

## Wstęp

Wraz z etapowym wprowadzaniem zmian regulacji rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce rośnie znaczenie badań naukowych dotyczących tego zagadnienia. Fundusze inwestycyjne na przestrzeni lat podlegały różnym reżimom prawnym, nad którymi badania mają istotne znaczenie dla rozwoju dyscypliny ekonomia i finanse. Na początku lat dziewięćdziesiątych XX w. na polskim rynku funkcjonowały fundusze powiernicze oparte na instytucji prawnej powiernictwa znanej jeszcze w czasach rzymskich. Regulacje dotyczące funduszy zawarte były zaledwie w kilku przepisach ustawy dotyczącej całego rynku kapitałowego. Były to niedoskonałe uregulowania skutkujące tym, że na rynku funkcjonował jedynie jeden typ funduszy. Z biegiem lat rynek funduszy doczekał się ustaw regulujących wyłącznie ten segment rynku finansowego. Tymczasem w 2025 r. w Polsce poza rynkiem klasycznych funduszy inwestycyjnych otwartych funkcjonuje szeroki rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych oraz specjalistycznych.

Znaczenia nabrały przede wszystkim fundusze inwestycyjne otwarte, specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte i fundusze zamknięte uregulowane w ustawie o funduszach inwestycyjnych z 2004 r. Fundusze te charakteryzują się innowacyjnymi strategiami inwestycyjnymi. Przedmiotem ich inwestycji są już nie tylko akcje i obligacje, ale również instrumenty rynku pieniężnego, nieruchomości, wierzytelności czy przedsiębiorstwa w fazie załączkowej. Istotne znaczenie pośród funduszy mają te, które inwestują wprawdzie w klasyczne akcje czy obligacje, jednak konstrukcja samych funduszy jest tak zmodyfikowana, aby w lepszy sposób wykorzystać obowiązujące ustawodawstwo.

Konsekwencją powyższych obserwacji jest niniejsza monografia naukowa, w której przebadano wszystkie zasygnalizowane regulacje powierniczego rynku. Badania dotyczą genezy i stanu rozwoju infrastruktury prawnej polskiego rynku funduszy inwestycyjnych, a także uwzględniają ocenę aktów prawnych wciąż obowiązujących lub wcześniej uchylonych. Nacisk położono również na przedstawienie niedociągnięć regulacyjnych rynku funduszy oraz przypadków naruszania obowiązujących przepisów. Zbadano też opinie klientów funduszy na temat przypadków łamania obowiązujących norm na rynku powierniczym.

Wybór tematu monografii autor chciałby uzasadnić niemal zupełnym brakiem badań naukowych w zakresie uregulowań funduszy inwestycyjnych oraz nieobecnością publikacji na ten temat na polskim rynku wydawniczym. Nieliczne badania dotyczą przede wszystkim ekonomicznej analizy klasycznych funduszy inwestycyjnych lokujących aktywa w akcje czy obligacje. Rzadko prowadzone są badania regulacji prawnych funduszy inwestycyjnych, a jeśli są już podejmowane – to dotyczą jednego produktu powierniczego, np. wyłącznie funduszy otwartych. Ponadto skoro ustawa o funduszach inwestycyjnych z 2004 r., wielokrotnie później nowelizowana, wciąż obowiązuje w 2025 r., warto podjąć jedną z pierwszych prób kompleksowego zbadania tego aktu prawnego i przyczyn tego, że wymagała ona sukcesywnych zmian.

Autor postawił sobie następujące cele. Po pierwsze, zbadanie uwarunkowań pojawienia się poszczególnych regulacji funduszy inwestycyjnych na krajowym rynku, ze szczególnym uwzględnieniem ustaw o funduszach inwestycyjnych. Po drugie, krytyczne zbadanie niedoskonałości regulacyjnych na rynku. Po trzecie, nakreślenie perspektyw rozwoju rynku funduszy z uwzględnieniem uwarunkowań regulacyjnych.

Główną hipotezę badawczą monografii stanowi stwierdzenie, że poszczególne regulacje dotyczące funduszy inwestycyjnych były z dużym trudem przyswajane przez polski rynek, głównie ze względu na bardzo skomplikowaną materię. Jednak obowiązująca w 2025 r. infrastruktura prawna w Polsce jest już dobrze dostosowana do potrzeb podmiotów funkcjonujących na

rynku powierniczym. Monografia niniejsza ma też za zadanie weryfikację dwóch hipotez pomocniczych. Pierwsza hipoteza jest próbą udowodnienia, że wielokrotnie znowelizowana ustawa o funduszach inwestycyjnych dała możliwość tworzenia wielu efektywnych i innowacyjnych funduszy inwestycyjnych, a rynek tych podmiotów jest już względnie dobrze rozwinięty. Druga hipoteza to stwierdzenie, że obowiązujące w Polsce regulacje funduszy inwestycyjnych stanowią bardziej dopasowaną do potrzeb instytucji, w porównaniu z wcześniejszymi regulacjami funduszy powierniczych, infrastrukturę prawną.

Monografia składa się z dziewięciu rozdziałów. Rozdział pierwszy ma charakter teoretyczny – pokazuje istotę funduszy inwestycyjnych i ich rolę w systemie finansowym. Przedstawia pojęcie, klasyfikacje i cele funduszy. Ukazuje on, jak bardzo na rynku powierniczym potrzebne są zarówno fundusze otwarte, jak i zamknięte. Rozdział drugi jest przedstawieniem ewolucji polskiego rynku funduszy inwestycyjnych, ze szczególnym uwzględnieniem zmian sposobu dystrybucji oraz fluktuacji poziomu aktywów.

Najbardziej rozbudowany rozdział trzeci jest analizą wdrażania zmian ustawowych w zakresie funduszy inwestycyjnych. Jako pierwsza została zbadana ustawa z 1991 r. wprowadzająca instytucję funduszu powierniczego. Szczegółowo omówiono stosunek powiernictwa i zasady funkcjonowania funduszy powierniczych. W drugiej kolejności zbadano kompleksową ustawę z 1997 r. Ukazano zmianę ustroju prawnego funduszy powierniczych skutkującą wprowadzeniem instytucji funduszu inwestycyjnego. W szczególności analizie poddano fundusze otwarte, specjalistyczne otwarte, zamknięte i mieszane, a także depozytariusza. Trzeci element badania stanowi ustawa o funduszach inwestycyjnych z 2004 r., która wraz z kilkoma późniejszymi nowelizacjami obowiązuje również w 2025 r. Przedstawiono status funduszu inwestycyjnego ukształtowany w 2004 r., a także regulacje w zakresie Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami. Wszystkie trzy ustawy poddano próbie oceny. W dalszej części trzeciego rozdziału ukazano skutki dla rynku funduszy wprowadzenia trzech ustaw regulujących rynek kapitałowy: ustawy

o obrocie instrumentami finansowymi z 29 lipca 2005 r., ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z 29 lipca 2005 r. oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym z 21 lipca 2006 r. Rozdział trzeci wieńczy analiza późniejszych nowelizacji prawa funduszy inwestycyjnych (z lat 2008, 2011, 2013 i 2016).

Czwarty rozdział monografii jest badaniem rozporządzeń wykonawczych do ustawy o funduszach inwestycyjnych, przy czym analizie poddano tylko akty nadal obowiązujące w 2025 r. Rozporządzenia te dotyczą standaryzacji, prospektu, kosztów dystrybucji, portfela inwestycyjnego oraz rachunkowości funduszy inwestycyjnych. W piątym rozdziale przedstawiono natomiast regulacje funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego, ze szczególnym uwzględnieniem standaryzacji tego typu funduszy, co wpływa na skład portfela inwestycyjnego.

W rozbudowanym szóstym rozdziale monografii zbadano specyficzne typy umów zawieranych na rynku funduszy inwestycyjnych. Przede wszystkim chodzi tu o umowę ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym oraz umowę zarządzania przez towarzystwo funduszu inwestycyjnych cudzym portfelem papierów wartościowych na zlecenie klientów. W rozdziale tym ukazano też specyfikę funduszy *venture capital* i funduszy nieruchomości.

Siódmy rozdział monografii jest badaniem regulacji Narodowych Funduszy Inwestycyjnych jako szczególnego przypadku funduszy zamkniętych. Przedstawiono też koncepcję tego programu prywatyzacyjnego i procesy selekcyjne spółek, które trafiły do portfeli funduszy. Dokonano również próby oceny wykorzystania funduszy w Programie Powszechnej Prywatyzacji.

W ósmym rozdziale zbadano przypadki naruszeń przepisów prawa na polskim rynku funduszy inwestycyjnych oraz reakcję organu nadzoru na taki proceder.

Ostatni rozdział jest nakreśleniem perspektyw rozwoju polskiego rynku funduszy inwestycyjnych z uwzględnieniem uwarunkowań regulacyjnych.

Ukazano bariery rozwoju rynku powierniczego oraz konsekwencje funkcjonowania funduszy na jednolitym rynku finansowym Unii Europejskiej. Nakreślono scenariusze rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w perspektywie 2030 r.

Analizując zmiany regulacji prawnych, wykorzystano przede wszystkim metodę dokumentacyjną i metodę obserwacji faktów. Pewne znaczenie miała też metoda statystyczna. 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 tym bazy aktów prawnych.