

INNOWACJE FINANSOWE

Sławomir Antkiewicz
Marcin Kalinowski
(red.)



 CEDEWU.PL

WYDAWNICTWA FACHOWE


WYŻSZA SZKOŁA
BANKOWA
GDĄSK

Recenzja: prof. nadzw. UMK, dr hab. Bożena Kołosowska
prof. zw., dr hab. Jan Głuchowski
prof. nadzw. UG, dr hab. Henryk Ćwikliński

© Copyright do wydania polskiego CeDeWu Sp. z o.o.
Wszelkie prawa zastrzeżone.

Zabronione jest kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakimkolwiek celu oraz postaci bez pisemnej zgody autorów i wydawcy.

Wydawnictwo CeDeWu oraz autorzy dołożyli wszelkich starań, aby treści zawarte w niniejszej publikacji były kompletne i rzetelne. Nie biorą jednak odpowiedzialności za ich wykorzystanie ani za związane z tym ewentualne naruszenie praw autorskich oraz za skutki działań wynikłe z wykorzystania informacji zawartych w książce.

Projekt okładki: Agnieszka Natalia Bury

DTP: CeDeWu Sp. z o.o.

Wydanie I papierowe, Warszawa 2008
ISBN 978-83-7556-090-9 (CeDeWu); EAN 9788375560909
ISBN 978-83-7556-117-3 (WSB w Gdańsku); EAN 9788375561173

Wydanie I elektroniczne, Warszawa 2014
ISBN 978-83-7941-117-7

Wydawca: CeDeWu Sp. z o.o.

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47/49
e-mail: cedewu@cedewu.pl
Redakcja wydawnictwa: (4822) 396 15 03
Sekretariat zarządu: (4822) 374 90 20, 374 90 22

Księgarnia Ekonomiczna

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47
Tel.: (4822) 396 15 00...01
Fax: (4822) 827 38 89

Ekonomiczna Księgarnia Internetowa

www.cedewu.pl
www.4books.pl

Made in Poland

Spis treści

Wprowadzenie	9
Część I. Innowacyjne formy inwestycji finansowych	13
1. Fundusze z wydzielonymi subfunduszami jako innowacja na rynku powierniczym	
– Sławomir Antkiewicz	14
1.1. Istota <i>umbrella funds</i>	15
1.2. Przesłanki inwestowania w fundusze typu „ <i>umbrella</i> ”	15
1.3. Regulacje prawne funduszy z wydzielonymi subfunduszami	17
1.4. Powstanie pierwszych funduszy parasolowych na polskim rynku	18
1.5. Poszerzanie oferty funduszy z wydzielonymi subfunduszami	19
1.6. Innowacyjna oferta TFI Union Investment	20
1.7. Oferta TFI Allianz	21
1.8. Stan rynku funduszy z wydzielonymi subfunduszami	22
1.9. Perspektywy rozwoju polskiego rynku funduszy z wydzielonymi subfunduszami ..	23
Literatura	26
Streszczenie/Summary	26
2. Fundusze hedgingowe jako forma alternatywnych inwestycji	
– Marcin Kalinowski	28
2.1. Inwestycje alternatywne	28
2.2. Istota funduszy hedgingowych	29
2.3. Regulacje prawne funduszy hedgingowych	30
2.4. Rynek funduszy hedgingowych na świecie	31
2.5. Rynek funduszy hedgingowych w Polsce	33
Literatura	35
Streszczenie/Summary	36
3. Uregulowania rynku funduszy hedgingowych w Niemczech	
– Ewelina Sokołowska	37
3.1. Regulacje funduszy hedgingowych w Unii Europejskiej	38
3.2. Regulacje rynku funduszy hedgingowych w Niemczech do końca 2003 r.	39
3.3. Zmiany regulacji rynku funduszy hedgingowych w Niemczech w 2004 r.	41
Literatura	43
Streszczenie/Summary	44

4. Rozwój funduszy rynku nieruchomości na polskim rynku finansowym a tendencje światowe – Anna Szelańska.	45
4.1. Geneza funduszy nieruchomości	45
4.2. Prawne uwarunkowania rozwoju funduszy rynku nieruchomości w Polsce.	49
4.3. Rozwój polskiego rynku funduszy nieruchomości	51
Literatura	63
Streszczenie/Summary	64
5. REIT jako forma inwestycji – Marta Wiśniewska.	65
5.1. REIT	65
5.2. Historyczne wyniki inwestycji w REIT.	68
5.3. Korelacja REIT z rynkiem akcji	70
Literatura	71
Streszczenie/Summary	72
Część II. Instrumenty i rynki finansowe	73
6. Procesy konsolidacyjne giełd na świecie – wybrane aspekty – Ewa Cieślak	74
6.1. Przyczyny konsolidacji giełd	74
6.2. Tendencje konsolidacyjne na światowych rynkach giełdowych w XXI wieku.	75
6.2.1. NYSE-Euronext	75
6.2.2. Nasdaq-OMX	76
6.2.3. Giełdy kontraktów terminowych	79
6.2.4. Wybrane udane i niedoszące fuzje giełd	80
6.3. Przyszłość polskiej Giełdy Papierów Wartościowych w kontekście procesów konsolidacyjnych na świecie	81
6.4. Wpływ konsolidacji giełd na światowy rynek finansowy	81
Literatura	85
Streszczenie/Summary	87
7. Funkcjonowanie i rozwój rynku alternatywnego systemu obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie – Piotr Szczepankowski.	89
7.1. Rynki alternatywnego systemu obrotu	90
7.2. Charakterystyka polskiego giełdowego rynku alternatywnego systemu obrotu	94
7.2.1. Formy i cechy ofert emisji akcji na polskim rynku alternatywnym.	96
7.2.2. Rola i znaczenie autoryzowanych doradców	97
7.3. Profil i oczekiwania spółek giełdowego alternatywnego systemu obrotu w Polsce	98
7.4. Grupy inwestorów na giełdowym rynku alternatywnym w Polsce	102

Literatura	106
Streszczenie/Summary	107
8. Perspektywy i szanse rozwoju leasingu nieruchomości komercyjnych w Polsce	
– Jerzy Gwizdała	109
8.1. Czynniki wpływające na rozwój leasingu nieruchomości	109
8.2. Wielkość, struktura i tempo zmian wartości nieruchomości komercyjnych finansowanych leasingiem	113
8.3. Bariery rozwoju leasingu nieruchomości komercyjnych	118
8.4. Prognoza rozwoju leasingu nieruchomości komercyjnych	120
Literatura	124
Streszczenie/Summary	125
9. Wealth management – standardy zachodnie a pierwsze polskie doświadczenia	
– Rafał Płókarz	126
9.1. Definicja i geneza <i>wealth management</i>	126
9.2. <i>Wealth management</i> a <i>private banking</i> i <i>family office</i>	127
9.3. Integracja europejska a rozwój <i>wealth management</i>	129
9.4. Międzynarodowe standardy <i>wealth management</i> na przykładzie banku Rothschilda	132
9.5. <i>Wealth management</i> w Polsce – pierwsze doświadczenia	134
9.5.1. Ewolucja <i>private banking</i> w kierunku <i>wealth management</i>	134
9.5.2. Lokalny <i>wealth management</i> . Zakres oferty i wielkość rynku	135
9.5.3. Perspektywy rozwoju rynku	137
Literatura	139
Streszczenie/Summary	140
10. Finansowanie inwestycji infrastrukturalnych w formule Partnerstwa Publiczno-Prywatnego – Anna Górczyńska, Krzysztof Szczepaniak	141
10.1. Specyfika inwestycji infrastrukturalnych	141
10.2. Potrzeby w dziedzinie inwestycji infrastrukturalnych	144
10.3. Ograniczenia finansowe jednostek samorządu terytorialnego (JST)	147
10.4. Przedstawienie formuły partnerstwa publiczno- prywatnego (PPP)	150
10.5. Doświadczenia krajów Unii Europejskiej we wdrażaniu partnerstwa publiczno- prywatnego	152
10.6. Wskazania dla Polski w zakresie wykorzystania PPP przy rozwiązywaniu problemów niedoinwestowania infrastruktury	155
Literatura	158
Streszczenie/Summary	159

Część III. Nowoczesna bankowość komercyjna	161
11. Internacjonalizacja działalności bankowej – <i>Eugeniusz Gostomski</i>	162
11.1. Pojęcie i ewolucja internacjonalizacji banków	162
11.2. Formy obecności banków na rynkach zagranicznych	165
11.3. Przykłady banków realizujących strategię globalną	168
11.4. Internacjonalizacja bankowości w ramach Unii Europejskiej	170
Literatura	174
Streszczenie/Summary	175
12. Inicjatywy na rzecz ochrony interesów banków i klientów przed praniem brudnych pieniędzy – <i>Elżbieta Mirecka</i>	176
12.1. Transfer nielegalnych środków finansowych	176
12.2. Techniki wykorzystywane w fazach prania pieniędzy	179
12.3. Działania na rzecz ochrony banków i ich klientów przed negatywnym wpływem procesu prania pieniędzy	180
12.3.1. Międzynarodowe organizacje	181
12.3.2. Jednostki specjalne	182
12.3.3. Organizacje nieformalne	183
12.3.4. Działania Unii Europejskiej	184
12.3.5. Komitety, grupy zadaniowe	184
12.4. Program „Poznaj Swojego Klienta”	185
12.5. System polski walki z praniem pieniędzy	185
Literatura	188
Streszczenie/Summary	189
13. Internetowe pożyczki społeczne jako alternatywa dla banków – <i>Tomasz Wszeborowski</i>	190
13.1. Geneza powstania internetowych pożyczek społecznych	190
13.2. Internetowe pożyczki społeczne w polskim Internecie	193
13.3. Perspektywy rozwoju internetowych serwisów pożyczkowych w Polsce	194
Streszczenie/Summary	197
14. <i>Private banking</i> na rynku usług finansowych w Polsce – kierunki rozwoju – <i>Jerzy Gwizdała</i>	199
14.1. <i>Private banking</i> w Polsce – sytuacja obecna i możliwe kierunki zmian	200
14.2. <i>Private banking</i> w Europie	205
Literatura	210
Streszczenie/Summary	210

15. Produkty strukturyzowane jako innowacyjne produkty depozytowe w bankowości detalicznej w Polsce – <i>Janina Laudańska-Trynka</i>	212
15.1. Uwarunkowania rozwoju innowacji depozytowych	212
15.2. Lokaty strukturyzowane	215
15.3. Strukturyzowane certyfikaty depozytowe (SCD)	219
15.4. Obligacje strukturyzowane	221
15.5. Polisy strukturyzowane (inwestycyjne)	222
Literatura	226
Streszczenie/Summary	227

Część 4. Bankowość centralna

16. Wyższa faza globalizacji a polityka banku centralnego – <i>Adam Hetmańczuk</i>.	230
16.1. Nowa faza globalizacji	231
16.2. Polityka pieniężna w warunkach zglobalizowanej gospodarki	235
Literatura	243
Streszczenie/Summary	244
17. Modyfikacja czy kontynuacja – polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego w obliczu kryzysów na rynkach finansowych w latach 2007-2008 – <i>Tadeusz Miruszewski</i>	245
17.1. Kryzys na światowych rynkach finansowych a stabilność finansowa	247
17.2. Procesy inflacyjne w strefie euro a polityka monetarna EBC	249
17.3. Wahania krótkoterminowych stóp procentowych i zapotrzebowanie na płynność	251
Literatura	255
Streszczenie/Summary	256

Wprowadzenie

Przemiany zachodzące w instytucjach i na rynkach finansowych w skali globalnej stały się podbudową dla zmian w strukturach regionalnych oraz lokalnych podmiotów i rynków. Zaobserwowane przeobrażenia są wynikiem zmieniających się potrzeb kapitałowych przedsiębiorców oraz preferencji inwestorów, które w konsekwencji prowadzą do oferowania uczestnikom rynku nowych instrumentów finansowych. Ich wzrastająca liczba i różnorodność sprawiają, że właściwy wybór formy finansowania przedsięwzięcia lub alokacji kapitału w danych warunkach gospodarczych nie jest zadaniem łatwym. Stąd niezmiernie ważne jest poznanie istoty tych instrumentów, ich zalet i niedogodności oraz uwarunkowań ich funkcjonowania na danym rynku finansowym.

W przypadku Polski, gdzie mechanizm rynkowy kształtowany jest od blisko dwóch dekad, jedną z najważniejszych determinant rozwoju rynku finansowego, przybliżającą go do kształtu rynków finansowych w gospodarkach wysoko rozwiniętych, jest zastosowanie innowacyjnych instrumentów finansowych. Poza przyczynami związanymi z wymaganiami uczestników rynku, wynikającymi z ich uczestnictwa w międzynarodowych przepływach kapitału, należy zwrócić uwagę na chęć i konieczność zwiększenia konkurencyjności polskiego rynku finansowego względem rynków zagranicznych, co ma szczególne znaczenie w związku z akcesją Polski do struktur unijnych i procesem tworzenia jednolitego rynku usług finansowych.

Tempo przemian, jakiego jesteśmy świadkami, nie byłoby możliwe bez odpowiedniego podłoża legislacyjnego. Działalność każdej instytucji rynku finansowego regulowana jest przepisami prawa. Dlatego też zasady ich funkcjonowania powinny być przejrzyste, nie tylko dla osób zawodowo zajmujących się finansami, ale również dla szerokiego kręgu klientów i inwestorów. Instytucje finansowe to podmioty specjalizujące się w przyjmowaniu na siebie zobowiązań finansowych oraz kreowaniu zobowiązań w stosunku do innych podmiotów. Ich zasadniczym przedmiotem działalności jest tworzenie instrumentów finansowych oraz dokonywanie obrotu tymi instrumentami.

Rola instytucji finansowych ulega istotnym zmianom wraz z rozwojem rynków finansowych, wzrostem ryzyka prowadzenia działalności gospodarczej, wzrostem skali transakcji transgranicznych, skróceniem czasu realizacji transakcji. W konsekwencji instytucje finansowe muszą, z jednej strony, dostosowywać się do tych zmian, a z drugiej – aktywnie włączać się w ich kształtowanie. Kierunki rozwoju polskich instytucji

funkcjonujących na rynku finansowym uzależnione są w znacznej mierze od rozwiązań przyjętych przez instytucje nadzorcze i regulacyjne zarówno na szczeblu krajowym, jak i międzynarodowym – w szczególności w ramach rozwiązań unijnych.

Prezentowane opracowanie jest wyrazem indywidualnych oraz zespołowych dociekań naukowych. Jednym z celów autorów było zaprezentowanie innowacyjnych instrumentów finansowych w coraz większym stopniu dostępnych dla inwestorów, którzy są zainteresowani czerpaniem korzyści z uczestnictwa w międzynarodowych przepływach kapitałowych. W szczególności skupiono się na cechach charakterystycznych danej innowacji produktowej oraz jej ofercie na rynku, dokładając wszelkich starań, aby przedstawione informacje były rzetelne i ciekawe. Drugim celem było przedstawienie instytucji finansowych, szczególnie tych, które cechują się wysokim poziomem innowacyjności. Analizie poddano towarzystwa funduszy inwestycyjnych, giełdy papierów wartościowych, banki komercyjne oraz centralne, a także zakłady ubezpieczeniowe.

Opracowanie składa się z siedemnastu rozdziałów. Pierwsza część książki poświęcona jest innowacyjnym formom inwestycji finansowych. Zaprezentowano w niej różne rodzaje funduszy inwestycyjnych, które bądź od niedawna oferowane są na polskim rynku, bądź funkcjonują na światowym rynku, a w Polsce dopiero zaczynają być rozpoznawalne. Do pierwszej grupy należą fundusze z wydzielonymi subfunduszami oraz fundusze nieruchomości, które dzięki swym zaletom stanowią bardzo ciekawe instrumenty finansowe, co sprawia, że zainteresowanie nimi systematycznie rośnie. W drugiej grupie zaprezentowano fundusze hedgingowe oraz fundusze typu REIT, które są innowacyjnymi formami inwestycji alternatywnych. Część druga opracowania obejmuje innowacje na rynkach finansowych. Rozpoczyna się ona od omówienia tematyki giełdowej: po pierwsze, w skali międzynarodowej (procesy konsolidacyjne giełd na świecie), po drugie, w skali Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (alternatywny system obrotu). Drugą część pracy zawiera rozważania na temat leasingu nieruchomości komercyjnych, wdrażania w Polsce zagranicznych standardów wealth management i finansowania inwestycji infrastrukturalnych w formule Partnerstwa Publiczno – Prywatnego. Trzecia część opracowania zawiera analizę innowacji w bankowości. Pierwszy rozdział tej części (r. 11) książki przedstawia ogólne spojrzenie na działalność bankową, która ma w coraz większym stopniu charakter międzynarodowy. Coraz większa internacjonalizacja bankowości ma wpływ na nielegalne procedury związane z obrotem, w tym na pranie pieniędzy omówione w rozdziale trzynastym. Kolejne rozdziały zawierają analizę produktów kredytowych (pożyczki społeczne – r. 13) oraz analizę produktów skierowanych do określonych segmentów rynku (produkty *private banking* skierowane do zamożnych klientów – r. 14, produkty strukturyzowane jako formy depozytów dla klientów detalicznych – r. 15).

Czwarta część publikacji poświęcona jest bankowości centralnej. Rozdział 16 omawia fazy globalizacji w kontekście polityki banku centralnego, zaś rozdział 17

porusza kwestie polityki monetarnej Europejskiego Banku Centralnego w świetle kryzysów na rynkach finansowych.

Podsumowując całość monografii, należy podkreślić, że podejmowana przez autorów problematyka jest bardzo zróżnicowana, a jednocześnie nie obejmuje wszystkich zagadnień związanych z innowacjami finansowymi. Na podstawie lektury poszczególnych rozdziałów czytelnik ma możliwość zapoznania się z aktualnymi kierunkami badań realizowanych w powyższym obszarze w ośrodkach naukowych w Polsce.

Autorzy niniejszej książki wyrażają nadzieję, iż zaprezentowana przez nich pozycja będzie stanowić interesującą lekturę dla inwestorów operujących na rynkach finansowych, pracowników instytucji finansowych, wykładowców i studentów uczelni ekonomicznych, a także wszystkich osób zainteresowanych innowacjami finansowymi.

W tym miejscu chcielibyśmy serdecznie podziękować za cenne wskazówki dr hab. prof. UMK Bożenie Kołosowskiej, prof. zw. dr. hab. Janowi Głuchowskiemu oraz dr hab. prof. UG Henrykowi Ćwiklińskiemu, a także za podjęcie się recenzowania tej obszernej tematycznie publikacji, która z założenia ma być kompendium wiedzy z zakresu innowacji finansowych.

dr Sławomir Antkiewicz

dr Marcin Kalinowski

Część 1

Innowacyjne formy inwestycji finansowych

Fundusze z wydzielonymi subfunduszami jako innowacja na rynku powierniczym

*Sławomir Antkiewicz**

Uczestnicy rynku finansowego stają się coraz bardziej świadomi możliwości, jakie niesie ze sobą rozwijający się rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce. Coraz większy nacisk kładzie się na dywersyfikację portfela inwestycyjnego. Pozornie wydaje się, że najprostszym sposobem na zróżnicowanie portfela jest jednocześnie ulokowanie kapitału w jednostkach kilku, różniących się pod względem polityki inwestycyjnej, funduszach inwestycyjnych.

Takie rozwiązanie ma jednak dwie istotne wady. Po pierwsze, w związku z inwestowaniem w większą liczbę funduszy, inwestor będzie zmuszony do ponoszenia znacznych kosztów, przede wszystkim w formie opłat dystrybucyjnych. Jest to szczególnie widoczne w przypadku funduszy, które pobierają obniżoną opłatę po przekroczeniu określonego poziomu inwestycji. Nadmierne zróżnicowanie portfela zawyża wówczas poziom uiszczanych opłat. Za drugą wadę tego rodzaju dywersyfikacji można uznać jej małą elastyczność. Każdorazowe przeniesienie środków pieniężnych z jednego funduszu do innego wiąże się z dodatkowymi kosztami związanymi z nabyciem jednostek w tym kolejnym funduszu. Poza tym, przy każdej zmianie funduszu konieczne jest zapłacenie podatku od osiągniętych zysków w dotychczasowym funduszu. Aby stworzyć inwestorom środowisko bardziej sprzyjające zmianom funduszy, ustawodawca wprowadził zmiany w regulacjach. Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 r.¹ zezwoliła na tworzenie funduszy inwestycyjnych o bardziej złożonych konstrukcjach niż klasyczne. Jednym z takich innowacyjnych typów funduszy są fundusze z wydzielonymi subfunduszami, czyli tzw. fundusze parasolowe (*umbrella funds*).

Celem niniejszego rozdziału jest przedstawienie istoty funduszy z wydzielonymi subfunduszami, a także uwarunkowań rozwoju polskiego rynku tych podmiotów. Hipotezą badawczą jest stwierdzenie, że fundusze parasolowe są atrakcyjną formą lokowania dla inwestorów. Minimalizują one obciążenia podatkowe uczestników fundu-

* dr Sławomir Antkiewicz, Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku

szu i pozwalają efektywnie dostosowywać strukturę inwestycji do dynamicznie zmieniającej się sytuacji na rynkach finansowych. Miało to szczególne znaczenie w latach 2007-2008, kiedy to występowały znaczne wahania kursów papierów wartościowych. Podczas realizacji badania stosowano metody statystyczne, opisowe oraz metodę obserwacji faktów.

1.1. Istota *umbrella funds*

Fundusze inwestycyjne z wydzielonymi subfunduszami, zwane funduszami parasolowymi lub funduszami typu „*umbrella*”, z powodzeniem działają w krajach o rozwiniętych rynkach finansowych. W Polsce mogą powstawać na mocy ustawy o funduszach inwestycyjnych z 2004 roku. Istota ich funkcjonowania sprowadza się do tego, że w ramach funduszu inwestycyjnego wyróżnia się kilka lub kilkanaście subfunduszy, różniących się od siebie polityką inwestycyjną.

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych nie mają ograniczeń dotyczących liczby tworzonych funduszy i subfunduszy, dzięki czemu mogą w razie potrzeby likwidować te już istniejące i tworzyć nowe, które lepiej spełniają wymagania inwestorów. Dzięki zastosowaniu takiej konstrukcji fundusz może tworzyć różne portfele inwestycyjne, co wcześniej nie było możliwe. Osobowość prawną posiada jedynie sam fundusz; nie posiadają jej zaś subfundusze. Schemat zależności funduszu z wydzielonymi subfunduszami przedstawiony został na rysunku 1.1.

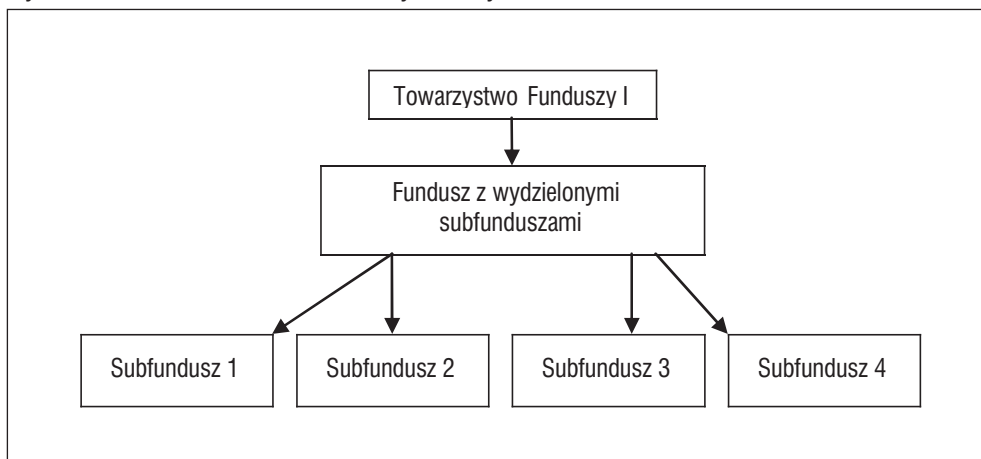
W ramach funduszu parasolowego inwestor może dowolnie zmieniać subfundusze, bez konieczności ponoszenia dodatkowych opłat z tego tytułu. Taka konstrukcja jest niezwykle korzystna dla inwestorów indywidualnych, nie tylko ze względu na możliwość zamiany subfunduszy w ramach jednego funduszu inwestycyjnego, ale także pozwala ona na minimalizację kosztów i wybór subfunduszu odpowiadającego aktualnej sytuacji rynkowej. Dodatkowo odrębność subfunduszy i ich niezależność względem siebie zapewnia bezpieczeństwo uczestnikom poszczególnych subfunduszy i sprawia, że w razie niepowodzenia jednego z nich, uczestnicy innych nie poniosą w związku z tym żadnych kosztów.

Wybór kombinacji subfunduszy oraz proporcji środków pieniężnych ulokowanych w każdym z nich zależy jedynie od inwestora. Czynnikiem wpływającym na tę decyzję mogą być między innymi wielkość ryzyka, na jakie gotowy jest się zdecydować inwestor, horyzont czasowy inwestycji oraz oczekiwana rentowność².

1.2. Przesłanki inwestowania w fundusze typu „*umbrella*”

Za główne cechy charakterystyczne funduszy z wydzielonymi subfunduszami uznaje się³:

Rysunek 1.1. Zależności funduszu z wydzielonymi subfunduszami



Źródło: Opracowanie własne.

- istnienie w ramach jednego funduszu różnych portfeli inwestycyjnych,
- zwolnienie z opłat przy zmianie subfunduszy (tzw. konwersja),
- możliwość tworzenia i likwidowania subfunduszy w ramach jednego funduszu w razie zajścia takiej konieczności,
- dokonywanie oddzielnej wyceny jednostek subfunduszy.

Najważniejszą zaletą funduszy parasolowych, która przyciąga największą liczbę inwestorów, jest brak konieczności płacenia podatku od zysków kapitałowych oraz podatku od dochodów z odsetek. Możliwe jest to dzięki zapisowi w przepisach o podatku dochodowym od osób fizycznych⁴. Zgodnie z normą prawną, przy zamianie jednostek subfunduszy w ramach jednego funduszu inwestycyjnego, inwestor zwolniony jest z obciążeń podatkowych od dochodów i zysków kapitałowych. Podatek inwestor będzie musiał zapłacić dopiero w momencie całkowitej rezygnacji z funduszu inwestycyjnego⁵.

Z kolei z punktu widzenia towarzystwa funduszy inwestycyjnych, niewątpliwie największą zaletą i jednocześnie zachętą do tworzenia *umbrella funds* jest taki sam wymóg kapitałowy, jaki obowiązuje fundusze o klasycznej konstrukcji – bez wydzielonych subfunduszy. Skutkuje to realnie mniejszym wymogiem kapitałowym w przeliczeniu na pojedynczy subfundusz⁶.

W miejscu tym warto jednak wspomnieć o pewnej niedogodności, którą posiadają fundusze z wydzielonymi subfunduszami. Za najważniejszą niedogodność funduszy działających w Polsce przyjęło się uznawać brak możliwości oferowania przez nie jednostek o różnym poziomie opłat za zarządzanie. Możliwość taką posiadają na polskim rynku klasyczne fundusze. Pozwala to im na zwiększenie elastyczności w kształtowaniu opłat dla różnych grup inwestorów.

1.3. Regulacje prawne funduszy z wydzielonymi subfunduszami

Regulacje prawne dotyczące funduszy inwestycyjnych z wydzielonymi subfunduszami znajdują się w obowiązującej ustawie o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 roku. Zgodnie z ustawą fundusz inwestycyjny może składać się z subfunduszy nieposiadających osobowości prawnej i różniących się od siebie polityką inwestycyjną. Obowiązany on jest, podobnie jak fundusze o klasycznej konstrukcji, do zgromadzenia odpowiedniej wielkości kapitału określonej w art. 15 ustawy.

Istnieje możliwość, aby w sytuacji, gdy działające subfundusze różnią się od siebie polityką inwestycyjną, były one zarządzane przez różne podmioty zarządzające. Dodatkowo, w wyniku wzajemnej niezależności subfunduszy, wszystkie zobowiązania wynikające z działalności jednego z nich nie dotyczą żadnego innego subfunduszu i ewentualna ich egzekucja może nastąpić tylko i wyłącznie z aktywów subfunduszu zadłużonego. W przypadku jednak, gdy to cały fundusz posiada zobowiązania, w celu ich pokrycia obciąża się wszystkie subfundusze proporcjonalnie do udziału wartości ich aktywów netto w wartości aktywów netto całego funduszu.

Każdy z wydzielonych subfunduszy musi być oddzielnie oznaczony, a wymagane informacje o każdym z nich powinny znaleźć się w statucie funduszu.

Wymagane informacje dotyczą⁷:

- zasad polityki inwestycyjnej stosowanych w subfunduszach,
- celu inwestycyjnego każdego z subfunduszy,
- zasad dotyczących sposobu wypłacania wypracowanych dochodów,
- rodzajów, wysokości i sposobu kalkulacji oraz naliczania kosztów obciążających fundusz,
- najwcześniejszych terminów, w których koszty mogą zostać pokryte,
- wymaganej minimalnej wpłaty.

Jeżeli statut dodatkowo przewiduje możliwość denominowania subfunduszy w różnych walutach, konieczne jest wskazanie waluty, w której denominowany będzie fundusz inwestycyjny.

Niezależność subfunduszy w ramach jednego funduszu inwestycyjnego nie pozwala na wzajemne inwestowanie w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne. Ustawa nie przewiduje ograniczeń ilościowych działających subfunduszy w ramach jednego funduszu. Nakłada jednak na towarzystwo zainteresowane stworzeniem nowego lub zlikwidowaniem już istniejącego subfunduszu określone obowiązki. Najważniejsze jest, aby w statucie funduszu takie działania były dozwolone. W przypadku tworzenia nowego subfunduszu statut powinien określać zasady jego tworzenia, a w szczególności sposób i termin dokonywania wpłat do nowego subfunduszu. W przypadku, gdy w statucie nie określono ewentualnych subfun-

duszy, ich utworzenie wymagać będzie zmian w takim statucie. W przypadku dozwolonej w statucie likwidacji jednego z subfunduszy, konieczne jest, aby znalazły się w nim także informacje dotyczące czasu, na jaki fundusz został utworzony lub przesłanek jego likwidacji. Wymagane jest również określenie trybu, zasad i warunków ewentualnej likwidacji.

1.4. Powstanie pierwszych funduszy parasolowych na polskim rynku

Możliwość tworzenia funduszy parasolowych na polskim rynku powstała już w 2004 roku wraz z wejściem w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych. Początkowo jednak ich rozwój zahamowany był w związku z niejasnościami podatkowymi dotyczącymi podatku od zysków kapitałowych⁸. Nie zatrzymało to jednak niektórych towarzystw i już w styczniu 2005 roku na polski rynek wprowadzono

Tabela 1.1. Najważniejsze informacje dotyczące subfunduszy pierwszego polskiego funduszu parasolowego – Fortis FIO

	Fortis Akcji	Fortis Stabilnego Wzrostu
Pełna nazwa	Fortis Fundusz Inwestycyjny Otwarty subfundusz Fortis Akcji	Fortis Fundusz Inwestycyjny Otwarty subfundusz Fortis Stabilnego Wzrostu
Geograficzny zakres inwestycji	Polska	
Data uzyskania licencji	05.12.2004	
Pierwsza wycena aktywów	18.01.2005	
Częstotliwość wyceny aktywów	każdy dzień roboczy GPW	
Cel inwestycyjny	wzrost wartości aktywów subfunduszu w wyniku wzrostu lokat	
Struktura funduszu	- instrumenty udziałowe (70-100%) - instrumenty dłużne (0-30%)	- instrumenty udziałowe (10-40%) - instrumenty dłużne (60-90%)
Wysokość wpłat	pierwsza wpłata nie mniejsza niż 200 zł; każda kolejna nie mniej niż 100 zł	
Oplaty za zarządzanie	2% wartości aktywów netto w skali roku	
Oплата manipulacyjna	w zależności od wielkości inwestycji od 0,45% do 5%	w zależności od wielkości inwestycji od 0,25% do 3%
Cechy inwestycji	- skierowana do inwestorów szukających alternatywy dla samodzielnego i bezpośredniego inwestowania w akcje - nastawienie na długi horyzont czasowy - możliwość połączenia inwestycji z Lokatą Fortis FIO	- skierowana do inwestorów poszukujących alternatywy dla lokat bankowych - nastawienie na długi lub średni horyzont czasowy - możliwość połączenia inwestycji z Lokatą Fortis FIO

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.fortisbank.com.pl i www.funduszeffortis.pl (05.04.2008 r.).

pierwszy fundusz parasolowy Fortis FIO utworzony przez TFI Skarbiec na zlecenie Fortis Banku⁹.

W ramach pierwszego dostępnego na rynku funduszu utworzono dwa subfundusze – Fortis Akcji oraz Fortis Stabilnego Wzrostu. Jednostki uczestnictwa obu subfunduszy inwestorzy mogli nabyć w placówkach Fortis Securities Polska zlokalizowanych przy oddziałach sieci Fortis Banku. Najważniejsze informacje dotyczące subfunduszy Fortis FIO zawiera tabela 1.1.

Następnym TFI, które wprowadziło na rynek fundusz z wydzielonymi subfunduszami było towarzystwo Millennium (fundusz: Millennium SFIO Funduszy Zagranicznych)¹⁰. Fundusz ten był swojego rodzaju prekursorem na rynku, gdyż jako pierwszy połączył w sobie konstrukcję funduszu z wydzielonymi funduszami z konstrukcją funduszu funduszy. Inwestorzy indywidualni po raz pierwszy otrzymali możliwość pośredniego lokowania kapitału w najlepszych na świecie funduszach inwestycyjnych. Wcześniej mogli co najwyżej inwestować w nie poprzez bezpośrednie nabycie ich jednostek. Całość aktywów Millennium SFIO inwestowana jest w udziały właśnie takich funduszy, a subfundusze różnią się strategiami i poziomem ryzyka.

1.5. Poszerzanie oferty funduszy z wydzielonymi subfunduszami

Zainteresowanie ze strony inwestorów, połączone z dobrymi wynikami, zachęciły kolejne towarzystwa do dodawania do swojej oferty funduszy parasolowych. W 2005 roku o fundusze inwestycyjne z wydzielonymi subfunduszami swoją ofertę poszerzyły towarzystwa BZ WBK AIB na zlecenie LUKAS Banku (Lukas FIO), PKO/Credit Suisse (PKO/CS Światowy Fundusz Walutowy) oraz Superfund. W 2006 r. dołączyły do nich między innymi KBC (KBC Portfel VIP), Pioneer (Pioneer Funduszy Globalnych), ING (ING Parasol SFIO) oraz Commercial Union.

Fundusz oferowany przez ING TFI jako pierwszy objął wszystkie podstawowe kategorie subfunduszy, a więc znajdują się w nim subfundusze gotówkowy, obligacji, stabilnego wzrostu, a także subfundusze zrównoważony i akcji. Dodatkowo, w ramach ING Parasol SFIO zaoferowano produkt innowacyjny w kontekście polityki inwestycyjnej. Chodzi tutaj o Subfundusz ING Selektywny Plus, który w ramach strategii inwestycyjnej skupia się na poszukiwaniu i wybieraniu atrakcyjnych spółek o niedowartościowanych akcjach. Fundusze o takiej polityce inwestycyjnej są niezwykle popularne na bardziej rozwiniętych rynkach niż rynek polski i określane mianem *opportunities funds*. Przy tworzeniu portfela lokat zwracają one szczególną uwagę między innymi na pierwsze oferty publiczne (tzw. IPO), na cele potencjalnych fuzji i przejęć oraz na spółki, których akcje odnotowały spadek war-

tości w wyniku jednorazowo niekorzystnych informacji, które w dłuższym horyzoncie czasowym nie mają wpływu na wartość podmiotu gospodarczego¹¹.

Skarbiec FIO powstał z przekształcenia dotychczasowych funduszy otwartych towarzystwa¹². Składa się z dziewięciu subfunduszy reprezentujących zarówno bezpieczne, jak i dynamiczne sposoby inwestowania. Są to: Skarbiec – Akcja, Skarbiec – Waga, Skarbiec – Obligacja, Skarbiec – III Filar, Skarbiec – Depozytowy, Skarbiec – Kasa, Skarbiec – Gotówkowy, Skarbiec – Euro Obligacja i Skarbiec – Ochrony Kapitału. Celem TFI Skarbiec jest przekształcenie wszystkich otwartych funduszy w subfundusze Skarbca FIO.

1.6. Innowacyjna oferta TFI Union Investment

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Union Investment wybrało, podobnie jak Skarbiec, drogę przekształcenia własnych już działających funduszy otwartych w *umbrella funds*. W lipcu 2007 roku powstał Parasol UniFundusze FIO. Objął on wszystkie istniejące otwarte fundusze z oferty Union Investment TFI SA, z wyjątkiem UniWIBID SFIO, za względu na jego specjalistyczny charakter. Dodatkowo, każdy nowo tworzony fundusz otwarty będzie automatycznie stawał się subfundu-

Tabela 1.2. Subfundusze wydzielone w ramach funduszu Parasol UniFundusze FIO

Nazwa subfunduszu	Przedmiot inwestycji
UniKorona Pieniężny	papiery skarbowe o niskich wahaniami wartości
UniKorona Obligacje	papiery dłużne
UniDolar Obligacje	obligacje i papiery dłużne denominowane w USD, emitowane przez rząd USA i korporacje z siedzibą na terenie USA lub w krajach OECD
UniStoProcent Plus	akcje (max. 45% portfela) oraz papiery dłużne (min. 55% portfela)
UniStoProcent BIS	akcje (max. 45% portfela) oraz papiery dłużne (min. 55% portfela)
UniAktywna Alokacja (95%)	akcje i inne papiery udziałowe
UniKorona Zrównoważony	akcje (min.20%, max.80% portfela) i obligacje
UniKorona Akcje	akcje głównie dużych polskich przedsiębiorstw (od 60 do 100% portfela)
UniGlobal	globalne marki, spółki z całego świata
UniAkcje: Nowa Europa	akcje i instrumenty akcyjne, emitowane przez spółki z Europy Centralnej i Wschodniej (do 100% portfela)
UniMaxDłużne	jednostki funduszy lub subfunduszy papierów dłużnych z polskiego rynku (do 100% portfela)
UniMaxZrównoważony	jednostki funduszy lub subfunduszy rynku akcji i papierów dłużnych z polskiego rynku (do 100% portfela)
UniMaxAkcje	jednostki funduszy lub subfunduszy polskiego rynku akcji (do 100% portfela)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie <http://www.union-investment.pl> (15.06.2008 r.).

szem Parasola. Parasol UniFundusze FIO objął zarówno subfundusze Union Investment, jak i fundusze UniMax. Pierwsze należą do funduszy tradycyjnych i obejmują fundusze pieniężne, papierów dłużnych, zrównoważone, akcyjne – z ochroną kapitału. Drugie natomiast, były funduszami funduszy. Pozwalają one klientom na dostęp do oferty rynkowej bez konieczności składania dużej liczby zleceń w poszczególnych towarzystwach funduszy inwestycyjnych. Subfundusze UniMax inwestują w jednostki funduszy lub subfunduszy akcji i papierów dłużnych na krajowym rynku. Lista subfunduszy wydzielonych w ramach funduszu Parasol UniFundusze FIO przedstawiona jest w tabeli 1.2. Minimalna wysokość wpłat, zarówno pierwszej, jak i kolejnych, w przypadku subfunduszy Union Investment wynosi 50 PLN. W przypadku subfunduszy UniMax jest ona dwukrotnie większa (100 PLN). Opłaty manipulacyjne za nabycie jednostek uczestnictwa różnią się w zależności od sumy wpłat i wartości posiadanych już jednostek uczestnictwa oraz od wybranego subfunduszu. Maksymalnie wynieść ona może 5% wpłacanej kwoty, przy czym, w przypadku zmiany subfunduszy, inwestor może ponieść opłatę wyrównawczą, jeśli opłata za nabycie jednostek pierwszego z subfunduszy jest niższa od opłaty związanej z kupnem udziałów drugiego.

1.7. Oferta TFI Allianz

Kolejnym towarzystwem, które wprowadziło do oferty fundusze z wydzielonymi subfunduszami było TFI Allianz. Wprowadziło ono na rynek dwa tego typu fundusze. Są to: Allianz Globalny SFIO oraz Allianz FIO. Pierwszy z nich jest jednocześnie funduszem funduszy i składa się pięciu subfunduszy. W ramach każdego z nich, inwestor może dokonywać wpłat w trzech walutach: PLN, USD i EUR. Minimalna pierwsza wpłata do któregośkolwiek z subfunduszy wynosić powinna nie mniej niż 4000 PLN, 1000 EUR lub 1000 USD. Limity kolejnych wpłat są dwukrotnie niższe. Maksymalna wysokość opłaty za zarządzanie wynosi 2,25%, natomiast w kwestii opłat za nabycie jednostek uczestnictwa stworzono dwa poziomy opłat. Inwestor nabywający jednostki Subfunduszu Akcji Japońskich ponosi koszt rzędu od 0,15% do 4%, natomiast w przypadku zakupu jednostek w pozostałych subfunduszach, opłata manipulacyjna waha się między 0,25% a 5% (w zależności od wielkości dokonywanej wpłaty).

Allianz FIO powstał z przekształcenia wcześniej działających już sześciu otwartych funduszy zarządzanych przez TFI Allianz. Dostępny jest na rynku od początku lipca 2007 roku. W skład funduszu wchodzi następujące subfundusze: Akcji, Akcji Plus, Akcji Małych i Średnich Spółek, Aktywnej Alokacji, Budownictwo 2012, Stabilnego Wzrostu, Walutowy, Obligacji i Pieniężny¹³. W wyniku procesu przekształcenia dotychczasowi uczestnicy otwartych funduszy, które weszły w skład nowego funduszu parasolowego, automatycznie stali się jego uczestnikami¹⁴.

1.8. Stan rynku funduszy z wydzielonymi subfunduszami

Do połowy 2007 roku na polskim rynku działało 15 funduszy parasolowych (utworzonych w formie funduszu otwartego lub specjalistycznego otwartego), które łącznie zarządzały 80 subfunduszami. W drugiej połowie 2007 roku kilka innych towarzystw poszerzyło swoje oferty o fundusze z wydzielonymi subfunduszami. Były to: TFI Skarbiec, Allianz i Union Investment. Część z nich powstała w formie przekształcenia dotychczasowych funduszy otwartych w jeden fundusz, natomiast pozostałe zostały utworzone jako całkowicie nowe.

Z kolei na koniec 2007 r. funkcjonowało w Polsce już 18 funduszy z wydzielonymi subfunduszami, obejmujących 136 subfunduszy. Dla porównania na koniec 2006 r. było to 10 funduszy parasolowych obejmujących 48 subfunduszy, zaś na koniec 2005 r. – 5 funduszy parasolowych obejmujących 22 subfundusze¹⁵. Łączne aktywa funduszy parasolowych wynosiły na koniec 2007 roku 15 mld PLN (rok wcześniej 7 mld PLN; dwa lata wcześniej – niespełna 0,8 mld PLN). Można zatem powiedzieć, że rynek funduszy z wydzielonymi subfunduszami z roku na rok powiększa się ponad 2-krotnie.

Tabela 1.3 przedstawia otwarte fundusze inwestycyjne z wydzielonymi subfunduszami, które działały na rynku na początku czerwca 2007 r.

Tabela 1.3. Fundusze z wydzielonymi subfunduszami

Lp.	Nazwa funduszu	TFI	Data uruchomienia
1	Fortis FIO	Skarbiec	I 2005
2	Millennium SFIO Funduszy Zagranicznych	Millennium	II 2005
3	Lukas FIO	BZ WBK AIB	VII 2005
4	PKO/Credit Suisse Światowy Fundusz Walutowy SFIO	PKO	XI 2005
5	Superfund SFIO	Superfund	XII 2005
6	KBC Portfel VIP SFIO	KBC	IV 2006
7	Pioneer Funduszy Globalnych SFIO	Pioneer Pekao	V 2006
8	ING Parasol SFIO	ING	VI 2006
9	Commercial Union FIO	Commercial Union Polska	XI 2006
10	PZU SFIO Funduszy Zagranicznych	PZU	XI 2006
11	Noble Funds FIO	Noble Funds	XII 2006
12	AIG SFIO Parasol Podatkowy	AIG	I 2007
13	Opera FIO	Opera	II 2007
14	SEB FIO	SEB	V 2007
15	PKO/Credit Suisse Parasolowy SFIO	PKO	V 2007

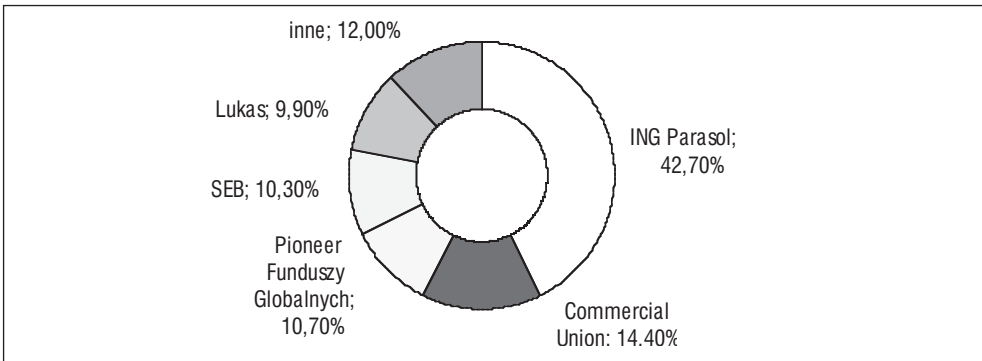
Źródło: Opracowanie własne na podstawie „Gazeta Prawna”, 15-17.06.2007 r.

Według danych Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami na koniec 2007 roku liderem pod względem wielkości na polskim rynku funduszy parasolowych był ING Parasol z ponad 40% udziałem. Jako drugi w zestawieniu, uplasował się fundusz z oferty Commercial Union, z niespełna 15% udziałem. Trzecim, co do wielko-

ści zaś okazał się Pioneer Funduszy Globalnych z prawie 11% udziałem w rynku (Rysunek 1.2).

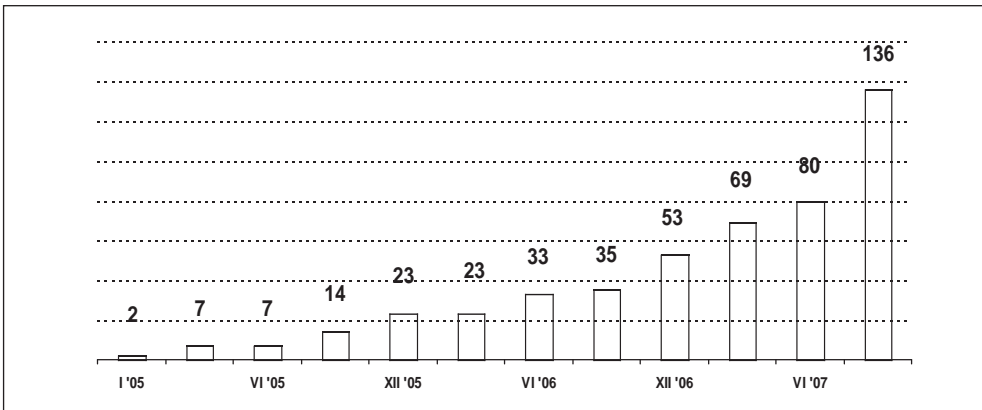
Wzrastające zainteresowanie towarzystw funduszami parasolowymi jest wyraźne. Wraz z rosnącą ich liczbą, rośnie także liczba subfunduszy zarządzanych przez towarzystwa (Rysunek 1.3).

Rysunek 1.2. Największe fundusze parasolowe w Polsce (stan na koniec 2007 r., udział w proc.)



Źródło: Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, www.izfa.pl (20.02.2008 r.).

Rysunek 1.3. Liczba subfunduszy wchodzących w skład funduszy parasolowych (stan na 31 grudnia 2007 r.)



Źródło: Opracowanie własne.

1.9. Perspektywy rozwoju polskiego rynku funduszy z wydzielonymi subfunduszami

Specyfika *umbrella funds* wpływa na coraz większą popularność tego typu funduszy wśród polskich inwestorów. Dywersyfikacja oferowanego portfela w ramach funduszu oraz udogodnienia podatkowe związane z inwestycją w fundusze paraso-

lowe są czynnikami sprzyjającymi w największym stopniu wzrostowi zainteresowania funduszami z wydzielonymi subfunduszami.

Istotne znaczenie miało również coraz częstsze odchodzenie indywidualnych inwestorów od tradycyjnych form lokowania oszczędności na rzecz form alternatywnych, zwłaszcza funduszy inwestycyjnych. Szczególnie widać to było w okresie: styczeń 2006 – sierpień 2007 r. Do realokacji oszczędności z depozytów bankowych do funduszy przyczyniały się stosunkowo wysokie dochody tych drugich i spadające oprocentowanie tych pierwszych. Dodatkowo, wzrost zainteresowania funduszami podsycany był wówczas dobrą sytuacją na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz spadkiem stóp procentowych na rynku pieniężnym. Inwestorzy indywidualni niedoświadczeni w samodzielnym inwestowaniu na giełdzie, a zainteresowani wyższymi zyskami chętnie przenosili swoje wolne środki do funduszy – pośredników na rynku finansowym¹⁶. Okres dynamicznego wzrostu aktywów polskich funduszy inwestycyjnych, w tym również funduszy parasolowych zakończył się w listopadzie 2007 r. W okresie listopad 2007 – czerwiec 2008 r. zarządzający polskimi funduszami odnotować mogli zmniejszenie wartości zarządzanych aktywów. Wynikało ono z dwóch przyczyn: po pierwsze, ze spadku wartości papierów wartościowych w portfelach powierników, po drugie z przewagi umorzeń jednostek uczestnictwa przez klientów nad nabyciami nowych jednostek.

Należy jednak stwierdzić, że dalszy rozwój funduszy z wydzielonymi subfunduszami w Polsce uzależniony będzie od rozwoju całego rynku funduszy. A ten z kolei powiązany jest z koniunkturą na rynku akcji. Jeśli okres spadków cen akcji spółek notowanych na GPW zakończy się, można przewidywać, że dynamicznie wzrośnie liczba klientów funduszy inwestycyjnych, w tym klientów nabywających fundusze parasolowe.

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych posiadające w swojej ofercie fundusze z wydzielonymi subfunduszami muszą jednak sprostać konkurencji związanej z pojawieniem się funduszy zagranicznych oferujących podobne produkty. Podmioty zagraniczne mają z pewnością większe doświadczenia z funduszami typu „umbrella” oraz posiadają szerszą ofertę subfunduszy. Jakkolwiek, inwestowanie w ich udziały związane jest z dodatkowym ryzykiem. Istnieje jednak kilka czynników przemawiających za inwestowaniem w rodzime fundusze. Są to między innymi¹⁷:

- wyeliminowanie ryzyka walutowego,
- możliwość korzystania z pełnej obsługi zlokalizowanej na terenie całego kraju.

Fundusze z wydzielonymi subfunduszami mają konstrukcję niezwykle korzystną z punktu widzenia inwestora indywidualnego. Możliwość zmiany strategii inwestycyjnej w ramach jednego funduszu bez konieczności ponoszenia z tego tytułu dodatkowych opłat ma i z pewnością będzie nadal miało pozytywny wpływ na wzrost zainteresowania tym typem funduszy inwestycyjnych. W związku z tym,

prognozować można, że w dalszej perspektywie będziemy świadkami dynamicznego rozwoju *umbrella funds* na polskim rynku.

Jedynym czynnikiem, który mógłby wpłynąć na spadek zainteresowania funduszami typu „*umbrella*”, jest ewentualna likwidacja podatku od dochodów kapitałowych. Zniknęłaby wówczas przewaga tych funduszy nad pozostałymi instytucjami powierniczymi. Jednak, biorąc pod uwagę stan finansów publicznych w Polsce, nie należy sądzić, aby zniesienie podatku mogło nastąpić przed 2012 rokiem.

Przypisy do rozdziału 1

- ¹ Dz. U. z 2004 r. Nr 146 poz. 1546
- ² W. Pochmara, A. Zapala, *Prawa uczestnika funduszu inwestycyjnego i sposób ich realizacji*, KPWiG, Warszawa 2004, s. 25.
- ³ Zob. A. Perczak, *Fundusze parasolowe jako forma dywersyfikacji portfela inwestycyjnego*, w: K. Gabryelczyk (red.), *Nowe usługi finansowe*, CeDeWu. pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2006, s. 30.
- ⁴ Por. też T. Miziołek, *Parasole bez żadnych problemów zdobywają polski rynek funduszy inwestycyjnych*, „Gazeta Prawna”, nr 138, 15-17.06.2007.
- ⁵ Por. S. Antkiewicz, *Ewolucja regulacji prawnych w zakresie instytucji zbiorowego lokowania funkcjonujących w Europie*, (w:) J. Bilski (red.) *Unia Europejska w gospodarce światowej*, Acta Universitatis Lodzensis, Folia Oeconomica, nr 209, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007, s. 13.
- ⁶ Por. M. Staniszewski, *Dlaczego „parasol” a nie zwykły fundusz?*, <http://www.bankier.pl> (05.05.2008 r.).
- ⁷ Art. 18 ust. 2 pkt 10–12, pkt 14 oraz pkt 16 i 17.
- ⁸ S. Antkiewicz, *Ewolucja polskich regulacji prawnych w zakresie instytucji zbiorowego lokowania – od funduszy powierniczych do funduszy inwestycyjnych dostosowanych do norm unijnych*, (w:) K. Łokucijewski, L. Starosta (red.), *Studia Europejskie. Stosunki międzynarodowe. Integracja europejska. Politologia. Prawo. Tom XIV*, Instytut Studiów Europejskich. Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2005, s. 115.
- ⁹ Była to tzw. konstrukcja white label, polegająca na zleceniu przed jeden podmiot innemu procedury utworzenia funduszu, a następnie zarządzania nim. Por. P. Krawczyński, *Parasole szturmują rynek*, <http://www.bankier.pl> (05.05.2008 r.).
- ¹⁰ W niektórych opracowaniach dotyczących funduszy parasolowych, w związku z połączonymi konstrukcjami funduszu parasolowego z funduszem funduszy, funduszu TFI Millennium nie uwzględnia się. Por.: A. Perczak, *Fundusze parasolowe...*, op. cit., s. 35.
- ¹¹ Szerzej T. Miziołek, *Moda na parasole*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 7-8/2006, s. 71.
- ¹² 13 lipca klienci posiadający jednostki wybranych funduszy Skarbcza zostali automatycznie uczestnikami nowego funduszu Skarbiec FIO.
- ¹³ <http://www.allianz.pl/tfi> (15.04.2008 r.).
- ¹⁴ *Fundusz parasolowy w TFI Allianz* <http://www.analizy.pl> (05.05.2008 r.).
- ¹⁵ S. Antkiewicz, *The evolution of investment funds in Poland*, (w:) J. Pietrzak (ed.), *Polish Transformation Experience*, Working Papers Institute of International Business University of Gdańsk, No. 21, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2006, s. 124.
- ¹⁶ T. Miziołek *Fundusze inwestycyjne w Polsce. 50 miliardów złotych w funduszach inwestycyjnych*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 9/2005, s. 90.
- ¹⁷ A. Perczak, *Fundusze parasolowe...*, op. cit., s. 39.

Literatura

- Antkiewicz S., *Ewolucja polskich regulacji prawnych w zakresie instytucji zbiorowego lokowania – od funduszy powierniczych do funduszy inwestycyjnych dostosowanych do norm unijnych*, w: Łokucijewski K., Starosta L. (red.), *Studia Europejskie. Stosunki międzynarodowe. Integracja europejska. Politologia. Prawo. Tom XIV*, Instytut Studiów Europejskich. Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2005.
- Antkiewicz S., *Ewolucja regulacji prawnych w zakresie instytucji zbiorowego lokowania funkcjonujących w Europie*, w: Bilski J. (red.) *Unia Europejska w gospodarce światowej*, Acta Universitatis Lodziensis, Folia Oeconomica, nr 209, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007.
- Antkiewicz S., *The evolution of investment funds in Poland*, w: Pietrzak J. (ed.), *Polish Transformation Experience*, Working Papers Institute of International Business University of Gdańsk, No. 21, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2006.
- Fundusz parasolowy w TFI Allianz*, <http://www.analazy.pl> (05.05.2008 r.).
- <http://www.allianz.pl/tfi> (15.04.2008 r.).
- Krawczyński P., *Parasole szturmują rynek*, <http://www.bankier.pl> (05.05.2008 r.).
- Miziołek T., *Fundusze inwestycyjne w Polsce. 50 miliardów złotych w funduszach inwestycyjnych*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 9/2005.
- Miziołek T., *Moda na parasole*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 7-8/2006.
- Miziołek T., *Parasole bez żadnych problemów zdobywają polski rynek funduszy inwestycyjnych*, „Gazeta Prawna”, nr 138, 15-17 czerwca 2007.
- Perczak A., *Fundusze parasolowe jako forma dywersyfikacji portfela inwestycyjnego*, w: Gabryelczyk K. (red.), *Nowe usługi finansowe*, CeDeWu. pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2006.
- Pochmara W., Zapala A., *Prawa uczestnika funduszu inwestycyjnego i sposób ich realizacji*, KPWiG, Warszawa 2004.
- Staniszewski M., *Dlaczego „parasol” a nie zwykły fundusz?*, <http://www.bankier.pl> (05.05.2008 r.).
- Ustawa z 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych, Dz. U. z 2004 r. Nr 146 poz. 1546.

Streszczenie

Akcesja Polski do Unii Europejskiej w 2004 r. spowodowała, że prawo polskie musiało podlegać procesowi harmonizacji w stosunku do rozwiązań wspólnotowych. Uchwalona 27 maja 2004 r. ustawa o funduszach inwestycyjnych zgodna jest z dyrektywami unijnymi w zakresie instytucji wspólnego lokowania. Ustawa z 2004 r. umożliwia tworzenie nowych rodzajów funduszy. Nie wszystkie nowe produkty zyskały jednakową popularność wśród towarzystw funduszy inwestycyjnych. Dotychczas największy wzrost przypadł w udziale funduszom z wydzielonymi subfunduszami, które stały się najbardziej popularną konstrukcją. Większość towarzystw posiada w swojej ofercie fundusze tego rodzaju. Rozdział przedstawia właśnie rozwój polskiego rynku funduszy z wydzielonymi subfunduszami.