

Historia polskich giełd papierów wartościowych

Rynek papierów wartościowych jest częścią rynku finansowego, który z jednej strony pozwala lokować wolne środki a z drugiej – pozyskiwać kapitał na działalność inwestycyjną. Na rynku finansowym, pieniądź pod różną postacią jest kupowany i sprzedawany, a ceną jest spodziewany zysk, jaki mają zamiar osiągnąć strony transakcji. Wraz z rynkiem realnym, rynek finansowy tworzy podstawy gospodarki. Giełda jest instytucją rynku finansowego, pośredniczącą w transakcjach.

Za dalekiego przodka wszystkich giełd uznaje się targ, instytucję handlową znaną już w starożytnych cywilizacjach Babilonu i Egiptu [K. Nowak; Polski rynek kapitałowy. Instrumenty, uczestnicy, inwestycje; Wyd. Wyższej Szkoły Bankowości; Poznań 1998, s. 17.]. Początkowo na jarmarkach odbywała się wyłącznie wymiana rzeczywistymi towarami, ale w pewnym momencie zaczęto tam również zawierać transakcje, których przedmioty fizycznie nie znajdowały się w miejscu targu, lecz były przechowywane w magazynach. Uważa się także, że giełdzie kapitałowej początek dał handel weksłami oraz pośrednictwo w wymianie pieniędzy.

Pierwsze giełdy założono w Holandii, w Antwerpii i Amsterdamie. Szybko dołączyła do nich Giełda Londyńska. W XIX w. następował dynamiczny rozwój giełd, kształtowanie regulacji prawnych określających obrót i powstawanie instytucji związanych z giełdami.

Według M. Górskiego rynek dzieli się na [M. Górski, Makroekonomia – doradca inwestycyjny, Międzynarodowa Fundacja Rozwoju Rynku Kapitałowego i Przekształceń Własnościowych; Centrum Prywatyzacji, Warszawa 1994.]:

- realny,
- finansowy.

Na rynku realnym sprzedawane są i kupowane czynniki materialne i usługi, natomiast na finansowym – wyłącznie prawa do udziału w zyskach, odsetki z tytułu depozytu lub obligacji, prawa poboru itd.

Rola rynku finansowego jest w literaturze ujmowana następująco: „...stanowi pomost pomiędzy pożyczkobiorcami, podmiotami i osobami poszukującymi środków finansowych a pożyczkodawcami, tj. tymi, którzy środkami dysponują i są skłonni zrezygnować z ich dysponowania za pewnym, określonym wynagrodzeniem. Wynagrodzeniem tym jest stopa procentowa, cena pieniądza ustalana na rynku finansowym” [K. Nowak; Polski rynek kapitałowy. Instrumenty, uczestnicy, inwestycje; op. cit., s. 12.].

Przedmiotem obrotu na rynku finansowym są finansowe papiery wartościowe, czyli dokumenty stwierdzające określone prawa majątkowe o charakterze pieniężnym, których realizacja jest możliwa jedynie na podstawie okazania, udowodnienia własności lub zwrotu tych dokumentów [W. Bień; Rynek papierów wartościowych; Difin; Warszawa 1998, s. 13.]. Ponieważ ich wartość jest określana bezpośrednio w pieniądzu, nazywa się je często walorami, od łacińskiego *valor* czyli wartość.

Uważa się, że papiery wartościowe spełniają w gospodarce rynkowej wiele istotnych funkcji związanych z lokowaniem kapitału [Tamże, s. 26.]:

- stanowią ważny instrument akumulacji i wprowadzania do obrotu gospodarczego wolnych środków finansowych, umożliwiających ich lepsze wykorzystanie dla wzrostu efektywności gospodarki,

- umożliwiają centralizację i przekształcanie w duże kapitały również drobnych kwot oszczędności, a także transformację kapitałów krótkoterminowych w długoterminowe,
- umożliwiają przepływy środków z mniej do bardziej efektywnych dziedzin gospodarki,
- sygnalizują różny stopień efektywności ekonomicznej rozmieszczenia i wykorzystania kapitałów w różnych sferach gospodarki i w różnych organizacjach skupiających kapitały,
- stwarzają posiadaczom szansę osiągnięcia z lokat pieniężnych wyższych dochodów w porównaniu z dochodami uzyskiwanymi w przypadku deponowaniu środków w bankach, lokowania w nieruchomości itd.,
- ułatwiają normowanie operacji spekulacyjnych, jakie są przeprowadzane przez niektóre osoby fizyczne lub prawne, dysponujące wolnymi środkami pieniężnymi,
- upraszczają tworzenie mieszanych kapitałów oraz przemiany form własności przedsiębiorstw.

Najważniejszą różnicą pomiędzy rynkiem pieniężnym a kapitałowym jest horyzont czasowy dokonywanych na nich inwestycji. W pierwszym przypadku są to przede wszystkim operacje krótkoterminowe (do jednego roku), w drugim – długoterminowe (powyżej jednego roku). K. Nowak uważa, że cenzurą która rzeczywiście rozgranicza rynki pieniężne od kapitałowych są cztery lata, stanowiące praktyczny krótkoterminowy horyzont inwestycyjny w rozwiniętych gospodarkach [K. Nowak; Polski rynek kapitałowy. Instrumenty, uczestnicy, inwestycje; op. cit., s. 12.].

Tabela. Struktura i instrumenty rynku finansowego

Źródło: opracowanie własne

Na rynku pieniężnym dokonywana jest wycena kapitału krótkoterminowego. Jego zadaniem jest stworzenie możliwości upłynniania przejściowo funkcjonujących nadwyżek pieniężnych oraz uzupełnianie niedoborów o analogicznym charakterze [K. Nowak; Polski rynek kapitałowy. Instrumenty, uczestnicy, inwestycje; op. cit., s. 12.].

Uczestnikami rynku pieniężnego są różnego rodzaju instytucje finansowe takie jak na przykład bank centralny, banki komercyjne, fundusze inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe i emerytalne, fundusze venture capital (wysokiego ryzyka), specjalistyczne spółki inwestycyjne a także instytucje niefinansowe oraz osoby fizyczne.

Miejscem, na którym spotykają się uczestnicy rynku i dokonywane są transakcje jest giełda. Ogólnie można określić ją jako „stałe, odbywające się w określonym czasie i miejscu, podporządkowane określonemu regulaminowi spotkania osób pragnących zawrzeć transakcje kupna-sprzedaży oraz osób pośredniczących w zawieraniu transakcji” [S. Szczypiorski; Organizacja i technika handlu zagranicznego, PWE, Warszawa 1980.].

S. Woyzbun definiuje ją jako „regularne, w określonym czasie i miejscu odbywające się zebranie osób, które według ściśle oznaczonych norm i zasad zawierają transakcje handlowe, nie znajdującymi się na miejscu – w pomieszczeniu giełdy – lecz dającymi się zastąpić jedynie przez drugie tego samego gatunku i w tej samej ilości dobrami zamiennymi, przy czym transakcje poddawane są do wiadomości publicznej” [S. Woyzbun; Giełda; Warszawa 1928.].

W książce „Giełdy w gospodarce światowej” szczególnie podkreśla się zamienność (wymienność) jako cechę charakterystyczną rynku giełdowego. Polega ona na tym, że przedmiotem obrotu na giełdzie mogą być tylko obiekty wystandaryzowane i przez to całkowicie zamienne [W. Januszkiewicz (red.), Giełdy w gospodarce światowej; PWE;

Warszawa 1991, s. 120.]. Inne cechy giełdy dokonywanie transakcji wyłącznie przez upoważnione osoby oraz ustalanie cen papierów wartościowych w wyniku gry popytu i podaży [Tamże].

Giełda papierów wartościowych jest rynkiem wtórnym dla papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu, na którym istnieje możliwość natychmiastowej zamiany niepłynnych wierzytelności finansowych i praw finansowych na pieniądź lub inne wierzytelności i prawa finansowe o spodziewanym wyższym poziomie dochodowości.

Czynnikami, które wymienia się jako decydujące o pierwotnym zapotrzebowaniu na papiery wartościowe są [Tamże, s. 153.]:

1. stopa oszczędności
2. zwyczaje społeczeństwa w odniesieniu do form lokowania oszczędności
3. organizacja rynku kapitałowego

Z drugiej strony, czynnikami wpływającymi na pierwotną podaż papierów wartościowych są [Tamże, s. 154.]:

1. skłonności przedsiębiorstw do inwestowania
2. możliwości wykorzystania alternatywnych metod finansowania inwestycji
3. zapotrzebowanie państwa na kredytowe dochody budżetowe

Wtórny popyt i wtórna podaż zależy natomiast od kształtowania się potrzeb i preferencji podmiotów, które ulokowały już swoje wolne środki w papierach wartościowych dostępnych na rynku, z drugiej zaś strony od chęci innych podmiotów, które dopiero zamierzają ulokować swoje pieniądze w papiery znajdujące się w

obrocie. Giełda pozwala spotkać się tym siłom i doprowadzić do ustalenia kursu wymiany.

W związku z tym, zadaniami giełdy papierów wartościowych są:

- mobilizacja kapitału – umożliwienie przesunięcia oszczędności pieniężnych od tzw. dysponentów pierwotnych (m.in. gospodarstw domowych) do ostatecznych użytkowników (np. przedsiębiorstw),
- transformacja kapitału – poprzez zamianę jednej formy kapitału na inną, giełda ułatwia optymalne jego wykorzystanie, pomoc we wskazaniu odbiorców, którzy najskuteczniej są w stanie zagospodarować udostępnione im środki,
- właściwa, obiektywna wycena majątku produkcyjnego przedsiębiorstw na nich notowanych.

Zadania te można sprowadzić do zapewniania swobodnego obrotu kapitałem finansowym, umożliwiania i ułatwiania finansowania nowych przedsięwzięć inwestycyjnych oraz oceny wartości kapitału. Kontrola skuteczności działania giełd powinna polegać na sprawdzaniu właściwego wypełniania powyższych funkcji.

Jako miary uzupełniające, dające obraz sprawności działania giełdy, można przyjąć [K. Nowak; Polski rynek kapitałowy. Instrumenty, uczestnicy, inwestycje; op. cit., s. 18.]:

- przyjęty system handlu notowań (rynek ciągły lub punktowy),
- częstotliwość sesji,
- wielkość obrotów,
- liczbę transakcji,
- sprawność i szybkość rozliczeń,
- liczbę uczestników (dostępność),

- bezpieczeństwo obrotu,
- konkurencję pośrednictwa,
- przejrzystość i czytelność reguł i zasad,
- zaufanie do instytucji rynku.

Giełda jest uznawana za barometr gospodarczy, świadczący o sile gospodarki danego kraju lub regionu. Jest ona także miejscem intensywnej gry spekulacyjnej, której rezultatem są ostre wahania kursów papierów wartościowych a czasami nawet długotrwały kryzys (bessa).

Aby giełda mogła spełniać swoje funkcje, muszą zostać wypełnione pewne podstawowe postulaty [W. Januszkiewicz (red.), Giełdy w gospodarce światowej; op. cit., s. 129.]:

- musi istnieć regulamin giełdy, zawierający zasady przeprowadzania transakcji,
- musi istnieć zarząd giełdy oraz wyspecjalizowane organy nadzorujące przestrzeganie regulaminu,
- giełda musi dysponować odpowiednim wyposażeniem materialnym.

Jako główne cechy giełdy wymienia się [K. Nowak; Polski rynek kapitałowy. Instrumenty, uczestnicy, inwestycje; op. cit., s. 17.]:

- istnienie wewnętrznej organizacji opartej na ogólnych przepisach prawa oraz szczegółowych regulacjach samych giełd,
- zawieranie transakcji bez konieczności okazywania towaru handlu,
- unifikacja, zmienność i standaryzacja przedmiotu handlu,
- dopuszczenie do handlu na giełdzie ściśle określonego grona instytucji i osób (koncesjonowanie ich działania),

- stałe miejsce i częstotliwość sesji giełdowych.

Giełdy ewoluują w stronę coraz większych organizmów, koncentrujących obrót papierami wartościowymi także spoza rynków lokalnych.

Tendencje na rynkach kapitałowych:

- koncentracja obrotu na dużych giełdach (np. New York Stock Exchange NYSE, London Stock Exchange LSE czy Giełdy w Paryżu i Frankfurcie),

- postępująca komputeryzacja obrotu giełdowego,

- rosnące znaczenie dużych inwestorów instytucjonalnych,

- globalizacja rynków giełdowych.

Pierwsza giełda papierów wartościowych w Polsce została otwarta w Warszawie, 12. maja 1817 roku – Warszawska Giełda Kupiecka. Działała ona na podstawie francuskiego Kodeksu Handlowego, wprowadzonego w 1809 roku. Sesje odbywały się tylko przez godzinę, od 12:00 do 13:00, w Pałacu Saskim, a głównym przedmiotem obrotu były początkowo weksle, listy zastawne i obligacje. Handel akcjami rozwinął się dopiero w drugiej połowie XIX wieku.

W latach międzywojennych giełdy w Polsce działały na podstawie rozporządzenia prezydenta o organizacji giełd (rozporządzenie z 28. grudnia 1924 roku) oraz przepisów wykonawczych Ministra Skarbu. Oprócz giełdy warszawskiej (Giełdy Pieniężnej w Warszawie), działały także rynki w Katowicach, Krakowie, Lwowie, Łodzi, Poznaniu i Wilnie. Ta pierwsza miała jednak zdecydowanie największe znaczenie, koncentrując około 95% obrotów papierami wartościowymi.

W 1938 roku na warszawskiej giełdzie notowanych było 130 papierów: obligacje, listy zastawne oraz akcje. W chwili wybuchu II Wojny Światowej działalność giełdy została wstrzymana. Po zakończeniu działań wojennych, w 1945 roku,

próbowano reaktywować warszawską giełdę, jednak trudno było pogodzić istnienie wolnego rynku kapitałowego z centralnie sterowaną gospodarką. Giełda, będąc mechanizmem alokacji kapitałów była w takim systemie zbędna.

Polska giełda została ponownie otwarta 16. kwietnia 1991 roku, kiedy to odbyło się pierwsze notowanie na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (WGPW). Wydarzenie to poprzedziło uchwalenie 22. marca 1991 roku Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Dało ono podstawę do powstania niezbędnych instytucji rynku kapitałowego: Komisji Papierów Wartościowych (KPW), Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych (KDPW), giełd, domów maklerskich oraz otwartych funduszy powierniczych. 12. kwietnia 1991 roku, Minister Przekształceń Własnościowych i Minister Finansów podpisali akt założycielski spółki Warszawska Giełda Papierów Wartościowych S.A.

WGPW powstała przy znaczącej pomocy merytorycznej i finansowej Spółki Giełd Francuskich (Société de Bourses Françaises) i Centralnego Depozytu SICOVAN. Konsekwencją tego było przyjęcie tak zwanego francuskiego modelu funkcjonowania giełd. W początkowym okresie WGPW działała na wzór nie istniejącej już giełdy w Lyonie. O takiej decyzji zdecydowało przede wszystkim [K. Nowak; Polski rynek kapitałowy. Instrumenty, uczestnicy, inwestycje; op. cit., s. 95.]:

- przedstawienie przez stronę francuską pełnej koncepcji i harmonogramu działań zmierzających do uruchomienia giełdy w Warszawie,
- korzystny dla strony polskiej sposób finansowania projektu (ze środków rządu francuskiego),
- zaoferowanie pomocy ze strony ekspertów i francuskich firm konsultingowych w trakcie organizacji giełdy, szkolenia pracowników giełdy i maklerów.

Na pierwszym notowaniu, na parkiecie znalazły się walory

pięciu spółek: Tonsilu, Próchnika, Krośnieńskiej Huty Szkła „Krosno”, Exbudu i Śląskiej Fabryki Kabli. Wpłynęło 112 zleceń kupna i sprzedaży, obrót wyniósł około dwóch tysięcy dolarów. W sesji wzięło udział 7 domów maklerskich. Od lipca 1996 roku, na WGPW rozpoczęły się notowania Powszechnych Świadczeń Udziałowych (PŚU), wyemitowanych w ramach Powszechnego Programu Prywatyzacji (PPP). W 1997 roku dołączyły do nich akcje niektórych spółek parterowych Narodowych Funduszy Inwestycyjnych (NFI), a w czerwcu 1997 roku również akcje NFI. 21. lutego 1998 roku, prawo papierów wartościowych zostało po raz kolejny znowelizowane, by, między innymi, umożliwić istnienie zamkniętych funduszy inwestycyjnych, co było potrzebne do przeprowadzenia reformy systemu ubezpieczeń społecznych.

K. Nowak uważa, że polski rynek kapitałowy przeszedł już wszystkie klasyczne fazy rozwoju [Tamże, s. 102.]:

1. wątpliwości co do możliwości wzrostu notowań – pierwsze półtorej roku funkcjonowania WGPW,
2. wzrost zaufania inwestorów, a co za tym idzie – wzrost notowań i liczby notowanych spółek,
3. gwałtowne załamanie się rynku giełdowego, silny spadek cen – II. kwartał 1994 roku,
4. nadzieję, że rynek znalazł swój właściwy poziom – połowa 1994 roku,
5. wyprzedaż papierów wartościowych – przełom 1994/1995,
6. stabilizację rynku – od 1995 roku.

Obecnie można powiedzieć, że Warszawska Giełda Papierów Wartościowych na trwałe włączyła się w system gospodarki krajowej i światowej, o czym świadczy korelacja pomiędzy sytuacją gospodarczą w kraju oraz na najważniejszych rynkach światowych a notowaniami kursów akcji.

Jeśli szukają Państwo pomocy w napisaniu własnej pracy - potrzebują Państwo fachowych konsultacji to polecamy stronę [pisanie prac](#) - profesjonalna pomoc w pisaniu prac w granicach prawa.

Analiza efektywności wybranych narzędzi analizy technicznej: Wstęp

Na początku 1991 roku, w ramach szerszych działań mających na celu transformację polskiej gospodarki, reaktywowano Warszawską Giełdę Papierów Wartościowych. Przez ostatnie niemal osiem lat, inwestorzy mieli okazję poznać co oznacza gorączka zakupów i długotrwała bessy. Niektórzy zdążyli zrobić na obrocie papierami wartościowymi spory majątek, inni równie dużo stracić. Systematycznie rośnie ilość spółek i kapitalizacja całego rynku. Zachodnie instytucje ratingowe przydzielają WGPW coraz wyższe oceny. Ceny wydają się prawidłowo reagować na sygnały napływające zarówno ze spółek, gospodarki jak i ze świata. Przybywa funduszy powierniczych, które deklarują szansę na wysokie zyski. Na początku 1999 roku, w związku z reformą systemu emerytalnego, powstały Otwarte Fundusze Emerytalne, które sporą część zebranych składek mają inwestować na giełdzie. Zarówno one jak i fundusze powiernicze, z którymi zresztą są często związane, deklarują długookresową stopę zwrotu na poziomie 5-10% realnie rocznie.

Czy jednak wystarczy wybrać dowolny walor, kupić go i czekać, aż jego kurs wzrośnie na odpowiedni pułap? A może jednak lepiej skorzystać z jakichś narzędzi wspomaganie inwestycji, które są powszechnie stosowane na świecie już od wielu lat?

Do narzędzi tych zaliczamy analizę fundamentalną, analizę portfelową i analizę techniczną. W niniejszej pracy skoncentrowałem się na tej ostatniej, a konkretniej na ilościowej analizie technicznej, zwanej również analizą wskaźnikową. Moim celem było sprawdzenie, jakie efekty dawało wykorzystanie analizy technicznej w ciągu ostatnich trzech lat i czy można było osiągnąć rezultaty w jakiś sposób poprawić. Do testów wybrałem najczęściej stosowane i najlepiej opracowane w literaturze wskaźniki techniczne takie jak: średnia ruchoma, MACD, RSI, ROC i W-W.

Każdy z tych wskaźników zawiera szereg parametrów, które mogą podlegać zmianom. Dla przykładu, każda średnia jest pewnego typu, np. arytmetyczna lub wygładzana wykładniczo, posiada okres, mówiący o tym, ile sesji uwzględniamy w obliczeniach oraz rodzaj i szerokość filtra wstęgi. Często w literaturze spotykamy się także z nieco odmiennymi regułami dotyczącymi wyznaczania sygnałów dla poszczególnych wskaźników. W swojej pracy starałem się zbudować system automatycznego generowania sygnałów kupna i sprzedaży a następnie wyliczania zysku, jaki osiągnęłoby się stosując pewne reguły dotyczące wskaźników mechanicznie. Odpowiada to sytuacji, kiedy inwestor wszystkie swoje decyzje podejmuje na podstawie tylko jednego wskaźnika, bezwzględnie stosując się do pojawiających się sygnałów. Jest to oczywiście znaczne uproszczenie, ale okazuje się, że teoretycznie bardziej poprawna analiza wielowskaźnikowa (szukanie potwierdzenia sygnału w stanie innych wskaźników) może również sprawiać wiele trudności.

Analiza techniczna jest jednym z najczęściej stosowanych podejść do prognozowania ruchów cen na rynkach kapitałowych. Jej celem jest identyfikacja wzorców i trendów na podstawie historycznych danych cenowych oraz wolumenów obrotu. Mimo że metodologia ta ma zarówno licznych zwolenników, jak i krytyków, nie ulega wątpliwości, że odegrała kluczową rolę w rozwoju nowoczesnych strategii inwestycyjnych. W niniejszej pracy podjęta zostanie próba oceny efektywności wybranych

narzędzi analizy technicznej w kontekście rynku kapitałowego, ze szczególnym uwzględnieniem polskiego rynku giełdowego.

Historia analizy technicznej sięga setek lat wstecz. Już w XVII wieku japońscy handlarze ryżem stosowali wykresy świecowe, aby przewidywać ruchy cen. W XIX wieku Charles Dow, twórca teorii Dow, sformułował podstawowe założenia analizy technicznej, które stały się fundamentem współczesnych metod badania wykresów cenowych. Od tamtego czasu techniki te były nieustannie rozwijane, a w XX i XXI wieku dzięki rozwojowi technologii komputerowych i algorytmów inwestycyjnych osiągnęły zupełnie nowy poziom precyzji i zastosowań.

Giełda papierów wartościowych odgrywa istotną rolę w gospodarce, umożliwiając przedsiębiorstwom pozyskiwanie kapitału poprzez emisję akcji i obligacji, a inwestorom – lokowanie kapitału w nadziei na zyski. Polska giełda, choć reaktywowana dopiero w 1991 roku, szybko ugruntowała swoją pozycję na rynkach finansowych Europy Środkowo-Wschodniej. Od tamtej pory dynamiczny rozwój rynku kapitałowego w Polsce skłonił inwestorów do poszukiwania skutecznych narzędzi analizy i prognozowania zmian cen, co przełożyło się na rosnące zainteresowanie metodami analizy technicznej.

Przedmiotem niniejszej pracy jest zbadanie efektywności wybranych wskaźników analizy technicznej w kontekście inwestycji giełdowych. Kluczowe pytania, na które próbuje odpowiedzieć autor, dotyczą tego, czy zastosowanie narzędzi analizy technicznej faktycznie pozwala na osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków oraz czy ich skuteczność może być poprawiona poprzez odpowiednią optymalizację parametrów. W badaniach uwzględnione zostaną zarówno tradycyjne wskaźniki, jak średnie ruchome i oscylatory, jak i bardziej zaawansowane techniki analizy ilościowej.

Struktura pracy odzwierciedla kompleksowość zagadnienia. Pierwsza część poświęcona jest roli giełdy w gospodarce, historii polskiego rynku kapitałowego oraz funkcjonowaniu

instytucji związanych z obrotem papierami wartościowymi. Następnie omówione zostaną instrumenty dostępne na rynku kapitałowym, a w kolejnych rozdziałach – szczegółowa analiza techniczna i badanie skuteczności poszczególnych metod inwestycyjnych. Kluczowym elementem pracy jest analiza praktyczna, w której ocenione zostaną wyniki uzyskiwane przy zastosowaniu różnych strategii opartych na wskaźnikach technicznych.

W świetle rosnącej złożoności rynków finansowych oraz coraz większej liczby narzędzi dostępnych dla inwestorów, analiza techniczna pozostaje ważnym elementem strategii inwestycyjnych. Jednakże skuteczność poszczególnych narzędzi wymaga empirycznej weryfikacji, ponieważ w dynamicznie zmieniających się warunkach rynkowych nie każde rozwiązanie okazuje się efektywne. Niniejsza praca ma na celu przybliżenie tego zagadnienia oraz dostarczenie wniosków, które mogą okazać się przydatne zarówno dla inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych.

Pracę magisterską na ten temat znajdziesz na stronie <https://pracedyplomowe.eu/analiza-efektywnoci-wybranych-narzdzi-analizy-technicznej/>

Jeśli szukają Państwo pomocy w napisaniu własnej pracy - potrzebują Państwo fachowych konsultacji to polecamy stronę [pisanie prac](#) - profesjonalna pomoc w pisaniu prac w granicach prawa.

Fundusze inwestycyjne zamknięte

kontynuacja [pracy magisterskiej z września](#)

Fundusze zamknięte są w Polsce instytucją stosunkowo nową – pierwszy z nich powstał dopiero w 1999 r. Fundusze te emitują certyfikaty inwestycyjne. Są to papiery wartościowe, których liczba – w odróżnieniu od liczby jednostek uczestnictwa funduszy otwartych – jest stała i może się zmieniać tylko w przypadku nowych emisji. Certyfikaty inwestycyjne są dopuszczane do publicznego obrotu, a następnie wprowadzane do notowań na rynku regulowanym (giełdzie lub rynku pozagiełdowym). Dzięki temu podlegają stałej wycenie rynkowej i mogą być bez przeszkód zbywane lub nabywane. Cena rynkowa jest na ogół niższa od wartości aktywów netto przypadających na certyfikat inwestycyjny, co wynika z wymaganego przez inwestorów dyskonta.

Brak obowiązku odkupywania certyfikatów inwestycyjnych sprawia, że fundusze zamknięte mogą dokonywać lokat w mniej płynne aktywa i nie muszą utrzymywać płynnych rezerw, co podnosi efektywność zarządzania portfelem. W porównaniu z funduszami otwartymi katalog lokat funduszu zamkniętego jest znacznie rozszerzony, gdyż oprócz papierów wartościowych obejmuje również udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, waluty i transakcje terminowe, które mogą być zawierane nawet w celach spekulacyjnych. Fundusz zamknięty może również w szerszym zakresie korzystać z kredytów i pożyczek bankowych, których limit wynosi 50% wartości aktywów netto funduszu.[\[1\]](#)

Specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte

Specjalistyczny fundusz inwestycyjny zamknięty można traktować jako szczególną formę funduszu zamkniętego. Możliwość tworzenia takich funduszy wynika ze znowelizowanych przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych, które obowiązują od 2001 roku. Dotychczas nie powstał żaden tego typu fundusz.

Certyfikaty inwestycyjne funduszu zamkniętego umożliwiają ich

nabywcom realizację niektórych funkcji korporacyjnych. Posiadacz certyfikatu ma prawo do udziału w zgromadzeniu inwestorów, do którego kompetencji należy m.in. zatwierdzanie rocznego sprawozdania finansowego funduszu oraz podjęcie uchwały o likwidacji funduszu. Statut funduszu może również przyznawać zgromadzeniu inwestorów inne kompetencje. Specjalistyczny fundusz inwestycyjny może emitować certyfikaty imienne, w tym również certyfikaty uprzywilejowane w zakresie prawa głosu na zgromadzeniu inwestorów.

W przypadku specjalistycznego funduszu zamkniętego nie obowiązuje wymóg wprowadzania certyfikatów do obrotu publicznego. Certyfikaty, które nie podlegają obowiązkowi wprowadzenia do obrotu publicznego, mogą być emitowane wyłącznie poprzez (1) proponowanie nabycia skierowane bez wykorzystania środków masowego przekazu do nie więcej niż 300 osób lub (2) proponowanie nabycia certyfikatów, których jednostkowa wartość nominalna jest nie mniejsza niż równowartość 40 000 euro.

Katalog lokat funduszu zamkniętego jest szerszy niż w funduszach otwartych i obejmuje m.in. prawa własności do nieruchomości gruntowych oraz budynków i lokali. Wyższe są również limity koncentracji aktywów. Specjalistyczny fundusz inwestycyjny zamknięty może ponadto zaciągać kredyty i pożyczki bankowe, których limit wynosi 75% wartości aktywów netto funduszu.[\[2\]](#)

[\[1\]](#) por. ustawa z dnia 16 listopada 2000r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych

[\[2\]](#) por. ustawa z dnia 16 listopada 2000r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych

Jeśli szukają Państwo pomocy w napisaniu własnej pracy - potrzebują Państwo fachowych konsultacji to polecamy stronę [pisanie prac](#) - profesjonalna pomoc w pisaniu prac w granicach

prawa.

Fundusze inwestycyjne otwarte

Fundusze inwestycyjne otwarte są jedną z pięciu podstawowych kategorii funduszy, których działalność reguluje ustawa o funduszach inwestycyjnych z 1997 roku. Wszystkie fundusze powiernicze, które powstały przed wejściem w życie tej ustawy, zostały przekształcone w otwarte fundusze inwestycyjne. Otwarte fundusze inwestycyjne są, więc kontynuatorami prawnymi funduszy powierniczych, których działalność regulowała ustawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1991 roku, i które działają w Polsce od 1992 roku.

Pod względem liczebności i wartości zgromadzonych aktywów fundusze otwarte są zdecydowanie najbardziej popularnym typem funduszy inwestycyjnych w Polsce. Fundusze otwarte mogą zbywać nieograniczoną liczbę jednostek uczestnictwa i są zobowiązane do ich odkupienia na każde żądanie uczestnika. Gotowość do odkupienia jednostek uczestnictwa oznacza, że fundusz otwarty musi być w stanie dokonać szybkiej zamiany posiadanych lokat na gotówkę. Lokaty funduszy otwartych charakteryzują się, więc znacznie większą płynnością niż w przypadku funduszy zamkniętych.

Fundusz otwarty jest również zobowiązany do prowadzenia rejestru uczestników. Czynność ta jest najczęściej powierzana wyspecjalizowanej firmie zwanej agentem transferowym. Do zadań agenta transferowego należy też ewidencjonowanie w rejestrach wszelkich zmian, które wynikają ze zleceń składanych przez uczestników funduszu.[\[1\]](#)

Fundusze inwestycyjne otwarte (FIO) to rodzaj funduszy inwestycyjnych, które pozwalają inwestorom na łatwy dostęp do

środków i umożliwiają ciągłą emisję oraz umorzenie jednostek uczestnictwa. Oznacza to, że inwestorzy mogą w każdej chwili dokonać zakupu lub sprzedaży jednostek funduszu, co czyni te fundusze stosunkowo elastycznym instrumentem inwestycyjnym.

FIO są zarządzane przez profesjonalne towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI), które decydują o strategii inwestycyjnej funduszu oraz dokonują wyboru aktywów, w które fundusz inwestuje. Mogą to być różnorodne instrumenty finansowe, takie jak akcje, obligacje, instrumenty rynku pieniężnego czy nieruchomości, w zależności od typu funduszu. Fundusze te oferują inwestorom możliwość dywersyfikacji portfela, dzięki czemu ryzyko związane z inwestowaniem jest rozłożone na różne aktywa.

W ramach **funduszy inwestycyjnych otwartych** istnieje wiele różnych rodzajów funduszy, które różnią się strategią inwestycyjną oraz poziomem ryzyka. Fundusze te mogą być klasyfikowane według rodzaju aktywów, w które inwestują, np. fundusze akcyjne, obligacyjne, mieszane, pieniężne czy zrównoważone. W zależności od celu inwestycyjnego i tolerancji na ryzyko, inwestorzy mogą wybierać fundusze, które najlepiej odpowiadają ich potrzebom.

Fundusze otwarte charakteryzują się tym, że ich wartość netto aktywów (NAV) jest obliczana na podstawie aktualnej wyceny aktywów funduszu, a inwestorzy nabywają jednostki uczestnictwa po tej cenie. Ceny jednostek funduszu zmieniają się codziennie, ponieważ są zależne od wahań wartości rynkowej aktywów, w które inwestuje fundusz. Inwestorzy mogą więc zrealizować zyski lub straty w zależności od wyników osiągniętych przez fundusz na rynku.

Zaletą **funduszy inwestycyjnych otwartych** jest ich płynność oraz dostępność. Można je kupować lub sprzedawać w ciągu dnia roboczego, co daje inwestorom dużą elastyczność w zarządzaniu swoimi inwestycjami. Fundusze te są także dobrym rozwiązaniem dla osób, które nie mają czasu lub wiedzy, aby samodzielnie

inwestować na rynku. Dzięki profesjonalnemu zarządzaniu, fundusze te dają szansę na osiągnięcie atrakcyjnych stóp zwrotu, chociaż należy pamiętać, że inwestowanie wiąże się z ryzykiem, a wyniki funduszu w przeszłości nie gwarantują przyszłych rezultatów.

Fundusze inwestycyjne otwarte są dostępne dla szerokiego kręgu inwestorów, od indywidualnych osób po większe instytucje, a ich oferta jest dostępna w bankach, domach maklerskich oraz bezpośrednio u towarzystw funduszy inwestycyjnych.

Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte

Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte stanowią szczególną formę funduszy inwestycyjnych otwartych. Podstawowa różnica polega na tym, że statut funduszu specjalistycznego może ograniczyć krąg uczestników oraz wprowadzać dodatkowe warunki, w jakich uczestnik może żądać odkupienia jednostek uczestnictwa, a w szczególności określać termin, w jakim odkupienie to może nastąpić. Spośród działających w Polsce funduszy specjalistycznych część adresowana jest wyłącznie do osób prawnych, inne natomiast przeznaczone są dla uczestników pracowniczych programów emerytalnych lub osób, które deklarują długoterminowe oszczędzanie. Jeśli zgodnie ze statutem uczestnikami danego specjalistycznego funduszu mogą być wyłącznie osoby prawne, to fundusz ten może stosować zasady polityki inwestycyjnej właściwe dla funduszy mieszanych.[\[2\]](#)

Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (SFI0) to rodzaj funduszy, które różnią się od tradycyjnych funduszy inwestycyjnych otwartych (FIO) pod względem strategii inwestycyjnej oraz obszaru działalności. SFI0 są dedykowane inwestorom, którzy poszukują bardziej zaawansowanych i niszowych możliwości inwestycyjnych. Cechą charakterystyczną tych funduszy jest inwestowanie w bardziej wyspecjalizowane segmenty rynku, które mogą oferować wyższe potencjalne zyski,

ale także wiążą się z wyższym poziomem ryzyka.

Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte mogą obejmować takie obszary jak inwestowanie w akcje małych i średnich przedsiębiorstw, rynki wschodzące, surowce, nieruchomości, fundusze sektora technologicznego, fundusze ESG (zrównoważony rozwój), fundusze private equity, a także inwestycje w instrumenty pochodne czy inne bardziej skomplikowane aktywa finansowe. Fundusze te mogą także skupiać się na określonych branżach, takich jak biotechnologia, energia odnawialna, czy nowe technologie.

W zależności od strategii, specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte mogą być bardzo elastyczne, jednak inwestowanie w tego typu fundusze wymaga od inwestorów większej wiedzy oraz zrozumienia rynku, w którym fundusz operuje. Dzięki takim funduszom inwestorzy mają możliwość inwestowania w bardziej niszowe obszary, które mogą nie być dostępne poprzez tradycyjne fundusze inwestycyjne, co daje potencjalnie większe możliwości zysków, ale także wiąże się z wyższym ryzykiem.

Zaletą specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych jest ich zdolność do koncentracji na wąskich, ale obiecujących obszarach rynku, co pozwala na osiągnięcie lepszych wyników w porównaniu z funduszami bardziej zdywersyfikowanymi. Ponadto, inwestorzy w SFIO mogą liczyć na dostęp do wyjątkowych strategii inwestycyjnych, które nie są dostępne w standardowych funduszach. Jednak ze względu na wyższe ryzyko związane z inwestowaniem w bardziej specyficzne segmenty rynku, fundusze te są rekomendowane głównie dla inwestorów, którzy mają większe doświadczenie i są w stanie zaakceptować potencjalne wahania wartości swoich inwestycji.

Jednym z głównych wyzwań związanych z tymi funduszami jest również ich większa zmienność, wynikająca z koncentracji na konkretnych rynkach lub branżach, które mogą podlegać dużym fluktuacjom. Inwestorzy muszą być więc gotowi na szybkie

zmiany w wartości inwestycji i posiadać odpowiednią strategię zarządzania ryzykiem. Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte mogą być także bardziej kosztowne pod względem opłat za zarządzanie i innych kosztów związanych z inwestowaniem w bardziej skomplikowane aktywa.

[1] por. Ustawa z dnia 22 marca 1991 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz ustawa z dnia 28 sierpnia 1997r. o funduszach inwestycyjnych

[2] por. Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997r. o funduszach inwestycyjnych

Jeśli szukają Państwo pomocy w napisaniu własnej pracy - potrzebują Państwo fachowych konsultacji to polecamy stronę [pisanie prac](#) - profesjonalna pomoc w pisaniu prac w granicach prawa.

Fundusze inwestycyjne rynku pieniężnego

Definiując ostatecznie rynek pieniężny, należy powiedzieć, że jest to rynek, na którym przedmiotem obrotu są szeroko pojęte krótkoterminowe instrumenty (tytuły) finansowe. Będąc jednym z podstawowych ogniw systemu finansowego w rozwiniętej gospodarce rynkowej, pełni zadania, które pozwalają na bieżące sprawne jej funkcjonowanie, a co za tym idzie i na długofalowy rozwój. [1]

Bywa też określany jako rynek handlu płynnymi aktywami finansowymi, a za najważniejszą funkcję uznaje się umożliwienie dokonywania takich zmian w ogólnym portfelu

walorów, aby równocześnie można było zrealizować dwa cele: uzyskanie dochodów od posiadanych aktywów oraz utrzymanie płynności finansowej, czyli zapewnienie ciągłości dokonywanych wydatków. [2]

W Polsce dwoma najważniejszymi segmentami rynku pieniężnego są: międzybankowy rynek depozytowy oraz rynek krótkoterminowych papierów wartościowych. Powyższy podział jest podziałem przedmiotowym, co implikuje, że najważniejszymi instrumentami są odpowiednio depozyty międzybankowe oraz papiery wartościowe o krótkich terminach wymagalności. [3]

Jeśli chodzi o depozyty międzybankowe to nie będę się na nich skupiał, ponieważ z momentem powierzenia środków przez fundusz inwestycyjny bankowi dalszy nimi obrót nie leży już w gestii samego funduszu. Na rynku depozytów międzybankowych fundusz inwestycyjny funkcjonuje więc pośrednio, wobec czego nie determinuje to już jego efektywności. Podobnie ma się rzecz z bonami pieniężnymi, obrót którymi również leży w gestii banków komercyjnych oraz banku centralnego – wobec czego tę grupę instrumentów finansowych także wyłączam z dalszej analizy.

Jeśli natomiast chodzi o pozostałe, tj. akcepty bankowe, weksle czy bony municypalne to nie zajmę się nimi z dwu powodów. Pierwszy z nich to to, że fundusze inwestycyjne po prostu z nich nie korzystają, a drugi to, że stanowią tak niewielki procent rynku, iż można je uznać za nieistotne.

Tabela 3. Najważniejszych instrumentów rynku pieniężnego w Polsce

INSTRUMENTY POLSKIEGO RYNKU PIENIĘŻNEGO I ICH RODZAJE	DEPOZYTY MIĘDZYBANKOWE
	BONY PIENIĘŻNE
	BONY SKARBOWE
	PAPIERY KOMERCYJNE PRZEDSIĘBIORSTW
	AKCEPTY BANKOWE
	WEKSLE
	BONY MUNICYPALNE

Źródło: W. Bień, Rynek finansowy, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 1998

Skupię się na bonach skarbowych, oraz papierach komercyjnych emitowanych przez przedsiębiorstwa, jako że są one głównym przedmiotem lokat funduszy rynku pieniężnego. Nie znaczy to jednak, że pozostałe fundusze z nich nie korzystają. Jednak dla nich stanowią one mniejszy procent ułokowanych w najpłynniejsze środki pieniężne aktywa, jako alternatywa dla gotówki czy lokat bankowych.

Bony skarbowe

Bony skarbowe, są to dyskontowe papiery dłużne, emitowane przez Skarb Państwa, o nominale 10.000 PLN i określonym terminie wykupu wynoszącym od 1 do 52 tygodni. Występują w postaci zdematerializowanej, czyli jako zapis na koncie. W przypadku bonów zarówno skarbowych jak i pieniężnych o zysku inwestora decyduje dyskonto, które stanowi procentowo ujętą różnicę między ceną nominalną a emisyjną. Cena emisji jest zawsze niższa od ceny nominalnej. [\[4\]](#)

Atrakcyjność inwestycji w te instrumenty wyraża się poprzez ich rentowność, zazwyczaj wyższą niż lokat bankowych oraz fakt, że emitenci bonów zarówno skarbowych jak i pieniężnych są z założenia zawsze wypłacalni.

Nabywanie bonów skarbowych może następować na rynku pierwotnym na przetargach ogłaszanych przez emitenta, jak też na rynku

wtórny. Operacje na rynku pierwotnym przeprowadzać mogą tylko podmioty posiadające status uczestnika przetargu, którymi zwykle są banki lub duże instytucje finansowe. Aby zostać bezpośrednim uczestnikiem rynku, instytucje te muszą w ciągu kwartału nabyć poprzez innego uczestnika przetargu rynku 0,2% wartości nominalnej wszystkich wyemitowanych bonów oraz uzyskać akceptację emitenta, czyli Ministerstwa Finansów. Ostatecznymi nabywcami bonów skarbowych mogą być zarówno osoby prawne jak i fizyczne.

Jeśli inwestor chce się pozbyć kupionego waloru, nie musi czekać do wykupu, może go sprzedać na rynku wtórnym. Duża płynność rynku bonów skarbowych dodaje atrakcyjności inwestowaniu w ten rodzaj walorów.

Przetargi na bony skarbowe odbywają się co tydzień, z reguły w poniedziałki, a informacje o tym, podobnie jak szczegóły dotyczące rentowności czy wielkości emisji, zamieszczane są w prasie codziennej. Podobnie łatwo można znaleźć w prasie kwotowania banków z rynku wtórnego bonów.

Nie każdy jednak chętny do tego rodzaju lokowania swojego kapitału może z niego korzystać, choć teoretycznie nie ma ograniczeń. Wiąże się to z potrzebą dysponowania dość okazałymi zasobami pieniężnymi potrzebnymi do zakupu choćby jednego bonu, przy czym transakcje na pojedynczych walorach są rzadkością ze względu na stosunkowo duże wtedy koszty transakcyjne, w związku z czym zazwyczaj handluje się pakietami o wartości 100.000 PLN. Potrzeba korzystania z pośrednika i idące za tym prowizje obniżają, więc atrakcyjność tych instrumentów dla przeciętnego inwestora. Powoduje to, że potencjalnymi nabywcami są zamożne osoby fizyczne, a w obecnej sytuacji głównie instytucje finansowe, dla których są to bardzo wygodne i zapewniające wysoki zysk instrumenty finansowe. [\[5\]](#)

W Polsce bony emitowane przez Skarb Państwa pojawiły się w obrocie w 1991 roku. Wykorzystano je wtedy po raz pierwszy do

finansowania deficytu budżetowego. Jak już wspomniałem terminy wykupu, według obowiązującego obecnie rozporządzenia ministra finansów, wynoszą od 1 do 52 tygodni. Proces ich dematerializacji rozpoczął się w Polsce w 1995 roku a zakończony został w połowie 1996 roku. Spowodowało to usprawnienie mechanizmu i bezpieczeństwa obrotu rynkowego tym instrumentem finansowym. Wprowadzono obowiązek rejestracji bonów skarbowych w Centralnym Rejestrze Bonów Skarbowych (CRBS), który prowadzi NBP. On to również jest agentem emisji podczas przetargów (aukcji) – w taki sposób, bowiem sprzedaje się w Polsce bony na rynku pierwotnym, do którego dostęp mają jednak tylko pośrednicy określani jako dealerzy lub market-makerzy. Są nimi przede wszystkim banki, fundusze inwestycyjne właśnie, towarzystwa emerytalne i instytucje ubezpieczeniowe – wykazują się dużą aktywnością, dokonują stałych i częstych zakupów oraz animują obrót wtórny, czyli dbają o jego płynność.

Rynek wtórny w Polsce zaczął się rozwijać od 1992 roku wraz z pojawieniem się banków-dealerów rynku pieniężnego. Obecnie transakcje, których przedmiotem są bony można zawierać także za pośrednictwem PGF S.A. – Polskiej Giełdy Finansowej S.A. w ramach jej rynku kasowego. To znacznie usprawnia obrót i charakteryzuje się zaletami takimi jak np. przejrzystość, szybkość czy bezpieczeństwo.[\[6\]](#)

Podsumowując trzeba jednak dodać, że finansując deficyt budżetowy Ministerstwo Finansów emituje papiery wartościowe najbardziej temu odpowiadające, czyli o długich terminach i możliwie niskim oprocentowaniu,[\[7\]](#) więc choć obecne na rynku pieniężnym, bony skarbowe są stosowane na znacznie mniejszą skalę niż na przykład obligacje skarbowe. O tych papierach będę jednak pisał w dalszej części pracy poświęconej segmentowi rynku kapitałowego.

Wracając jednak do bonów skarbowych to stanowią one dla funduszy inwestycyjnych – szczególnie rynku pieniężnego – podstawowy instrument, w który dokonują lokat swoich aktywów.

Przy stosunkowo wysokiej rentowności gwarantują one, bowiem praktycznie całkowite bezpieczeństwo wynikające ze 100-procentowej, co do zasady wypłacalności emitenta.

Papiery komercyjne przedsiębiorstw

Pojęcie papiery komercyjne przedsiębiorstw (bony komercyjne) używane jest w stosunku do papierów na okaziciela, sprzedawanych na rynku pieniężnym z maksymalnym okresem zapadalności do roku. Emisja bonów komercyjnych stanowi sposób bezpośredniego pozyskiwania kapitału z rynku, skonstruowany zgodnie z formułą pomniejszania wartości nominalnej według określonej stopy dyskonta, wskazującej, o ile procent cena bieżąca (emisyjna) jest niższa od wartości nominalnej.[\[8\]](#)

W Polsce systematyka papierów komercyjnych jest o tyle nieprzejrzysta i skomplikowana, że nie ma jednolitej podstawy prawnej dla ich emisji. Po pierwsze emisje można oprzeć na ustawie Prawo wekslowe, wówczas papiery takie mają cechy weksla i bywają nazywane np. weksłami handlowymi, komercyjnymi weksłami inwestycyjno-terminowymi (KWIT), weksłami obrotowo-inwestycyjnymi (WOI) czy weksłami inwestycyjno-komercyjnymi (WIK).[\[9\]](#)

Instrumenty mające konstrukcję weksla własnego emitenta lub tzw. globalnego w tym pierwszym przypadku mogą przybrać formę materialną i stanowią bezpośrednie zobowiązanie wystawcy do zapłacenia oznaczonej sumy w określonym czasie, zaś weksel globalny opiewający na całą wartość danej transzy jest deponowany w banku, a inwestor nabywa jego część, co potwierdzone jest wydaniem świadectwa depozytowego.[\[10\]](#)

Ponadto podstawę prawną emisji stanowić może ustawa o obligacjach, wówczas bony komercyjne spełniają warunki określone dla obligacji i mogą zostać nazwane np. komercyjnymi obligacjami dyskontowymi.[\[11\]](#)

Obrót nimi jednak nie stanowi publicznego obrotu papierami

wartościowymi, nie podlegają (co jest regułą jeśli chodzi o bony komercyjne w Polsce) ustawie Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i nie są przedmiotem zainteresowania Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Emitowane mogą być w trybie subskrypcji publicznej, jeżeli termin wykupu nie przekracza roku lub ich wartość nominalna jest nie mniejsza niż 40 tys. euro bądź subskrypcji zamkniętej (prywatnej) skierowanej jednak do nie więcej niż 300 osób.[\[12\]](#)

Kolejną z podstaw prawnych może być w przypadku emisji bonów komercyjnych kodeks cywilny – taka forma pożyczki, oparta na przepisach prawa cywilnego charakteryzuje się jednak największym ryzykiem kredytowym z punktu widzenia inwestora, co jednak przekłada się na wyższą rentowność tego papieru. I właśnie przede wszystkim ta cecha biorąc pod uwagę bony komercyjne w ogóle decyduje o atrakcyjności tych papierów dla nabywców, którymi są w głównej mierze inwestorzy instytucjonalni.

Rynek bonów komercyjnych w Polsce, mimo dynamicznego rozwoju podobnie jak rynek certyfikatów depozytowych jest wciąż dosyć płytki. Biorąc jednak pod uwagę, iż fundusze inwestycyjne zatrudniają sztaby specjalistów analizujących ryzyko inwestycyjne, papiery dłużne przedsiębiorstw mogą się okazać bardzo zyskowną alternatywą dla pozostałych krótkoterminowych papierów wartościowych polskiego rynku pieniężnego.

[\[1\]](#) Z. Polański, *Rynek pieniężny a polityka banku centralnego Polsce*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Warszawa 1994, s. 3

[\[2\]](#) A. Kaźmierczak, *Pieniądz i bank w kapitalizmie – zarys problematyki*, PWN, Warszawa 1997, s. 50

[\[3\]](#) M. Wiśniewski, *Rentowność jako determinanta inwestycji banków komercyjnych instrumenty polskiego rynku pieniężnego*, Warszawa 2001, s. 88

[4] Ibidem

[5] Ibidem

[6] Ibidem

[7] B. Laboga, *Charakterystyka międzybankowego rynku krótkoterminowych papierów wartościowych*, Warszawa 2000, s. 80-81

[8] W. Dębski, *Krótkoterminowe papiery dłużne firm*, „Bank i Kredyt” 1997, nr 10 s. 35

[9] B. Laboga, *Charakterystyka międzybankowego rynku krótkoterminowych papierów wartościowych*, Warszawa 2000, s. 70

[10] *Rynek pieniężny i kapitałowy*, praca zbiorowa pod redakcją Ireny Pyki, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adameckiego w Katowicach, Katowice 2001, s. 76

[11] B. Laboga, *Charakterystyka międzybankowego rynku krótkoterminowych papierów wartościowych*, Warszawa 2000, s. 70

[12] *Rynek pieniężny i kapitałowy*, praca zbiorowa pod redakcją Ireny Pyki, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adameckiego w Katowicach, Katowice 2001, s. 77

Jeśli szukają Państwo pomocy w napisaniu własnej pracy - potrzebują Państwo fachowych konsultacji to polecamy stronę [pisanie prac](#) - profesjonalna pomoc w pisaniu prac w granicach prawa.

Ograniczenia dotyczące funduszy specjalistycznych zamkniętych

praca magisterska o funduszach inwestycyjnych

Przedmiot lokat specjalistycznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego jest analogiczny do funduszu zamkniętego, lecz został poszerzony o:

1) prawo własności:

- *nieruchomości gruntowych w rozumieniu przepisów o gospodarce nieruchomościami,*
- *budynków i lokali stanowiących odrębne nieruchomości, lub*

2) udział we współwłasności nieruchomości, o których mowa wyżej [\[1\]](#)

Analogicznie, jeżeli chodzi o ograniczenia dotyczące udziału poszczególnych składników:

- *wartość poszczególnych lokat, o których mowa w powyżej, w chwili ich nabycia nie może przekraczać 10% wartości aktywów funduszu.*
- *papiery wartościowe wyemitowane przez jeden podmiot, wierzytelności wobec tego podmiotu i udziały w tym podmiocie nie mogą stanowić łącznie więcej niż 20% wartości aktywów specjalistycznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego.*
- *waluta obca jednego państwa nie może stanowić więcej niż 20% wartości aktywów specjalistycznego funduszu*

inwestycyjnego zamkniętego (przy czym EURO nie może stanowić więcej niż 20% wartości aktywów funduszu).

- *ograniczeń tych podobnie jak w przypadku innych typów funduszy, nie stosuje się do papierów wartościowych emitowanych lub gwarantowanych przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, państwa należące do OECD albo międzynarodowe instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub co najmniej jedno z państw należących do OECD.*
- *specjalistyczny fundusz inwestycyjny zamknięty może zaciągać, wyłącznie w bankach, pożyczki i kredyty o łącznej wysokości nie przekraczającej 75% wartości aktywów netto funduszu w chwili ich zaciągania.* [\[2\]](#)

Fundusze specjalistyczne zamknięte są narzędziem inwestycyjnym o ograniczonym dostępie, które w ramach precyzyjnych regulacji prawnych i organizacyjnych umożliwiają inwestorom, głównie o dużym kapitale, realizację bardziej zaawansowanych strategii inwestycyjnych. Ich specyfika i różnice względem otwartych funduszy inwestycyjnych wiążą się z dodatkowymi ograniczeniami dotyczącymi zarządzania funduszami oraz zasad pozyskiwania kapitału i realizacji inwestycji. Tego typu ograniczenia mają na celu ochronę interesów uczestników funduszu, stabilność sektora finansowego oraz zgodność z obowiązującymi przepisami prawa.

Specyfika funduszy specjalistycznych zamkniętych

Fundusze specjalistyczne zamknięte są szczególną kategorią funduszy inwestycyjnych, które charakteryzują się określonym, zamkniętym gronem uczestników oraz ściśle określonym okresem działalności. Zasadniczo, inwestorzy w tego rodzaju fundusze muszą spełniać określone kryteria – posiadać odpowiednie kwalifikacje finansowe lub odpowiedni poziom kapitału – co pozwala na bardziej złożone i mniej płynne strategie inwestycyjne. W rezultacie fundusze te mają ograniczony dostęp

do rynku publicznego i charakteryzują się specyficznymi zasadami, które przekładają się na formę, strukturę i sposób zarządzania inwestycjami.

Ograniczenia inwestycyjne

Jednym z kluczowych ograniczeń funduszy specjalistycznych zamkniętych są ograniczenia inwestycyjne wynikające z przepisów prawa oraz zasad bezpieczeństwa finansowego. Fundusze te często inwestują w bardziej ryzykowne lub mniej płynne instrumenty, jak nieruchomości, kredyty zabezpieczone czy spółki niepubliczne. Choć pozwala to na większą dywersyfikację i potencjalnie wyższy zwrot z inwestycji, ryzyko z tym związane wymaga ustalenia surowych zasad w zakresie:

- **Limitów inwestycyjnych** – Fundusze specjalistyczne zamknięte mają zazwyczaj określone limity dotyczące procentowego udziału poszczególnych aktywów w portfelu inwestycyjnym. Może to ograniczać możliwość koncentracji kapitału na jednym rodzaju inwestycji, aby chronić inwestorów przed zbyt dużym ryzykiem.
- **Dywersyfikacji** – Fundusze tego typu zobowiązane są do utrzymywania odpowiedniego stopnia dywersyfikacji inwestycji, co pozwala ograniczyć ryzyko związane z nadmiernym zaangażowaniem w pojedyncze aktywa lub sektory rynku. W praktyce fundusze często inwestują w szeroki wachlarz aktywów, od instrumentów finansowych po nieruchomości i spółki niepubliczne.
- **Płynności** – Fundusze specjalistyczne zamknięte, choć mają możliwość inwestowania w mniej płynne aktywa, muszą także brać pod uwagę płynność portfela, szczególnie w przypadku wycofywania kapitału przez inwestorów w okresie zamknięcia funduszu. Często prowadzi to do określenia minimalnego poziomu płynnych aktywów w portfelu, by móc sprostać ewentualnym wymaganiom dotyczącym wypłat.

Ograniczenia dotyczące pozyskiwania kapitału

Fundusze specjalistyczne zamknięte z definicji działają na zasadzie zamkniętego kręgu uczestników. W związku z tym, ich emisja nie jest skierowana do szerokiej publiczności, a sam kapitał pochodzi głównie od wyspecjalizowanych inwestorów. Takie fundusze często opierają swoje działanie na większych wkładach kapitałowych i charakteryzują się:

- **Emisją zamkniętą** – Fundusze zamknięte mają ograniczoną liczbę emisji udziałów lub certyfikatów inwestycyjnych, które zwykle odbywają się na początku działalności funduszu. Ograniczenie to ma zapobiec nadmiernemu rozproszeniu inwestorów i ułatwić zarządzanie środkami, jednak ogranicza możliwość stałego pozyskiwania nowego kapitału.
- **Brakiem codziennej możliwości zakupu i sprzedaży jednostek uczestnictwa** – W przeciwieństwie do funduszy otwartych, fundusze specjalistyczne zamknięte nie oferują codziennego zakupu lub sprzedaży jednostek uczestnictwa. Oznacza to, że inwestorzy, którzy chcą zainwestować w taki fundusz, muszą zrobić to podczas określonej emisji lub nabyć certyfikaty inwestycyjne na rynku wtórnym.

Ograniczenia wynikające z regulacji prawnych i nadzoru

Zarządzanie funduszami specjalistycznymi zamkniętymi podlega surowym regulacjom prawnym, których celem jest ochrona interesów inwestorów oraz stabilności finansowej. Przepisy te różnią się w zależności od kraju, ale ogólnie koncentrują się na:

- **Nadzorze finansowym** – Fundusze te podlegają nadzorowi odpowiednich organów finansowych, które weryfikują

zgodność działań funduszy z obowiązującymi przepisami. Często wymaga to składania raportów i deklaracji na temat podejmowanych działań oraz struktury portfela inwestycyjnego.

- **Przepisach dotyczących przejrzystości** – Fundusze specjalistyczne zamknięte muszą spełniać wymagania dotyczące raportowania finansowego, co pozwala inwestorom na ocenę ich wyników i ryzyka. Jest to szczególnie istotne w przypadku, gdy fundusz inwestuje w ryzykowne aktywa lub podejmuje strategie inwestycyjne wymagające większej wiedzy specjalistycznej.
- **Ograniczeniach w reklamie i promocji** – Fundusze specjalistyczne zamknięte, z racji specyficznego grona odbiorców, często nie mogą być reklamowane w taki sposób jak fundusze otwarte. Oznacza to, że ich oferta nie jest dostępna dla przeciętnego inwestora, a promowanie funduszu ogranicza się do określonych grup inwestorów.

Ograniczenia związane z dostępnością i strategią wyjścia z inwestycji

Inwestycje w fundusze specjalistyczne zamknięte są często inwestycjami o charakterze długoterminowym, co oznacza, że strategia wyjścia z inwestycji jest bardziej ograniczona niż w przypadku funduszy otwartych. Inwestorzy muszą być gotowi na długoterminowe zaangażowanie kapitałowe, a fundusz sam w sobie może posiadać określony czas trwania.

- **Ograniczona dostępność środków** – Fundusze specjalistyczne zamknięte wymagają od inwestorów zaakceptowania braku codziennej możliwości wypłaty środków. W praktyce oznacza to, że inwestorzy mogą odzyskać kapitał dopiero po zakończeniu działalności funduszu lub w wyniku sprzedaży certyfikatów na rynku wtórnym, co może być utrudnione ze względu na mniejszą płynność.
- **Długi horyzont inwestycyjny** – Inwestorzy w funduszach

specjalistycznych zamkniętych często zobowiązani są do zaakceptowania długiego okresu inwestycyjnego, który może wynosić nawet kilkanaście lat. W związku z tym możliwość szybkiego wycofania kapitału jest ograniczona.

Wyzwania i przyszłość funduszy specjalistycznych zamkniętych

Mimo że fundusze specjalistyczne zamknięte dają możliwość bardziej zaawansowanego inwestowania i dywersyfikacji, ograniczenia związane z ich strukturą sprawiają, że są one dostępne głównie dla inwestorów posiadających duże doświadczenie i kapitał. Dynamiczny rozwój technologii finansowych oraz zmiany w regulacjach mogą wpłynąć na zwiększenie elastyczności tych funduszy, jednak ich podstawowe ograniczenia, takie jak długi horyzont inwestycyjny czy specyficzne wymogi prawne, prawdopodobnie pozostaną niezmiennie.

[\[1\]](#) por. Obwieszczenie Ministra Finansów z dnia 21 marca 2002r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy o funduszach inwestycyjnych

[\[2\]](#) por. Obwieszczenie Ministra Finansów z dnia 21 marca 2002r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy o funduszach inwestycyjnych

Jeśli szukają Państwo pomocy w napisaniu własnej pracy - potrzebują Państwo fachowych konsultacji to polecamy stronę [pisanie prac](#) - profesjonalna pomoc w pisaniu prac w granicach prawa.

Ramy inwestycyjne funduszy zbiorowego lokowania w Polsce

praca magisterska o funduszach inwestycyjnych

Trzeba pamiętać, że są to tylko ramy ustawowe odnoszące się do ustawowych również podziałów. W praktyce statuty poszczególnych funduszy tworzą własne ograniczenia (oczywiście z uwzględnieniem poniższych). Jedną z istotnych cech konstrukcji funduszu inwestycyjnego jest stworzenie zasad jego dywersyfikacji, które mają za zadanie rozłożenie ryzyka inwestycyjnego na poszczególne lokaty znajdujące się w portfelu funduszu. W niektórych przypadkach dywersyfikacja wzmocniona jest budową portfela na podstawie tzw. izolowanego ryzyka. Izolacja ta polega na lokowaniu środków w instrumenty finansowe nieposiadające dodatniej korelacji, tzn. – spadek ceny papieru wartościowego A nie powinien pociągać za sobą spadku ceny papieru wartościowego B. [\[1\]](#)

Poszczególnym rodzajom funduszy przypisuje się różne poziomy ryzyka, przy czym rozpiętość ryzyka w ramach danego rodzaju funduszu doprowadzić może do tego, iż fundusz teoretycznie uznawany za mniej ryzykowny – ze względu na przynależność do określonego rodzaju funduszu – może się okazać obciążony większym stopniem ryzyka inwestycyjnego.

Ważną kwestią mającą wpływ na układ dywersyfikacji ma określenie stopnia „otwartości” (ew. „zamknięcia”) funduszu inwestycyjnego.

Fundusz inwestycyjny otwarty musi się liczyć z możliwością znaczącego wahania wielkości wpłat czy wypłat ze środków funduszu. Ta możliwość implikuje inwestowanie w Aktywa płynne,

przynajmniej w części pozwalającej na zachowanie płynności dokonywania umorzeń jednostek uczestnictwa. W funduszu zamkniętym taka konieczność nie występuje, natomiast stan pośredni może występować w funduszach: specjalistycznych otwartych, gdyż czasem stosuje się pewne ograniczenia związane z umarzaniem, mieszanych, ponieważ w pewnych okresach część certyfikatów może być umorzona oraz specjalistycznych zamkniętych, jeśli weźmiemy pod uwagę możliwość nabywania certyfikatów przez fundusz w celu umorzenia.[\[2\]](#)

[\[1\]](#) M. Dyl, *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*, Warszawa 2001, s. 148

[\[2\]](#) M. Dyl, *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*, Warszawa 2001, s. 149

Jeśli szukają Państwo pomocy w napisaniu własnej pracy - potrzebują Państwo fachowych konsultacji to polecamy stronę [pisanie prac](#) - profesjonalna pomoc w pisaniu prac w granicach prawa.

Tytuły uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym

Ustawodawca wprowadził różnego rodzaju tytuły uczestnictwa w funduszu, przyznając im odmienny charakter prawny. Tytułem uczestnictwa w funduszu otwartym jest jednostka uczestnictwa, zaś w funduszu zamkniętym, funduszu specjalistycznym zamkniętym oraz w funduszu mieszanym – certyfikat inwestycyjny.

Jednostka uczestnictwa jest prawem majątkowym, reprezentującym wierzytelność w stosunku do funduszu, przy czym jednostki

uczestnictwa danego funduszu reprezentują jednakowe prawa majątkowe. Należy pamiętać, iż charakter funduszu otwartego narzuca konieczność ciągłego ustalania wartości wierzytelności wyrażonej w jednostce uczestnictwa.[\[1\]](#)

Bliższego omówienia wymaga również kwestia różnego typu jednostek uczestnictwa. Występowanie poszczególnych typów jednostek uczestnictwa w danym funduszu jest częstokroć – z punktu widzenia uczestnika funduszu – istotnym motywem przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej, w związku z różnorodnymi kosztami uczestnictwa. Szerzej o kosztach i ich wpływie na efektywność napiszę dalej.

Jednym z bardziej znaczących obciążeń finansowych jest opłata, która może być pobierana przez towarzystwo za zbywanie lub odkupywanie jednostek uczestnictwa. Zasady pobierania tej opłaty winny zostać określone w statucie funduszu. Zamysłem pobierania opłaty manipulacyjnej jest pokrycie przez inwestora kosztów dystrybucji. Odbywa się to w sposób niewidoczny w wielkości aktywów netto funduszu oraz w wartości jednostki uczestnictwa.

W zależności od momentu pobierania opłaty manipulacyjnej można wyróżnić różne typy jednostek uczestnictwa. Najbardziej rozpowszechnione jest pobieranie opłaty manipulacyjnej przy nabywaniu jednostek uczestnictwa (typ A). Konstrukcja takiej jednostki zakłada pobieranie znaczącej dla potencjalnego inwestora wartości wpłaty; z psychologicznego punktu widzenia inwestor ma utrudnione „wejście” do funduszu, gdyż widzi od razu ponoszone koszty, które determinują jego pozostawanie w funduszu, co najmniej do czasu takiego wzrostu wartości jednostki uczestnictwa, który wyrównywałby te koszty.

Jeśli chodzi o jednostki uczestnictwa typu B, to w momencie ich nabywania nie jest pobierana opłata; opłatą obciążona jest wartość odkupowanych (umarzanych) jednostek. Opłata ta potrącana jest ze środków pieniężnych, wypłacanych inwestorowi z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa. Praktyka wskazuje,

że wielkość opłaty manipulacyjnej pobieranej przy odkupieniu jednostek uczestnictwa i wyrażonej w procentach, zależy od okresu powierzenia środków pieniężnych funduszowi. Im dłużej trwa inwestycja tym wielkość opłaty maleje, a może nawet dojść do sytuacji, gdy przyjmie wartość zerową.

Zachęca to inwestora do inwestowania bez ponoszenia kosztów początkowych, jednocześnie wiążąc go z funduszem na dłuższy czas.

Jednostka typu C łączy w sobie elementy jednostek uczestnictwa typów A i B. Opłata pobierana jest, bowiem w dwu częściach – zarówno przy nabywaniu jak i przy umarzaniu jednostki.[\[2\]](#)

Certyfikaty inwestycyjne, to papiery wartościowe emitowane przez zamknięte lub mieszane fundusze inwestycyjne. Są one papierami wartościowymi na okaziciela, dlatego mogą być notowane na giełdzie. Te, które nie zostały dopuszczone do obrotu publicznego mogą być emitowane w postaci dokumentów imiennych. Nie jest jednak dopuszczone, aby występowały w obrocie certyfikaty inwestycyjne jako papiery wartościowe na zlecenie.[\[3\]](#)

Ustawodawca założył niepodzielność certyfikatu inwestycyjnego. Oznacza to „pierwotną” niemożność dokonania podziału i dokonywania obrotu ułamkowa częścią certyfikatu, a w konsekwencji ułamkowa częścią praw w nim wyrażonych.[\[4\]](#)

Ustawodawca nie określił praw majątkowych, które zawarte są w certyfikacie inwestycyjnym; przesądzono jedynie, że certyfikaty inwestycyjne danego funduszu reprezentują jednakowe prawa majątkowe. Każdy więc certyfikat konkretnego funduszu może ucieleśniać następujące prawa:

- **określoną wierzytelność pieniężną w stosunku do likwidatora funduszu (a dokładniej, odpowiadającą udziałowi w funduszu uzależnioną od wielkości uzyskanych w wyniku likwidacji środków pieniężnych, proporcjonalna do liczby certyfikatów inwestycyjnych),**

- **określoną wierzytelność pieniężną w stosunku do funduszu – w przypadku wykupywania certyfikatów inwestycyjnych funduszu mieszanego,**
 - **prawo do środków pieniężnych – pieniężnych przypadku wypłacania dochodów funduszu uczestnikom funduszu, gdy statut przewiduje wypłacanie tych dochodów bez wykupywania certyfikatów inwestycyjnych,**
 - **prawo pierwszeństwa kolejnych emisji certyfikatów,**
 - **prawo głosu na zgromadzeniu inwestorów – w przypadku funduszu specjalistycznego zamkniętego.** [\[5\]](#)
-

[\[1\]](#) M. Michalski, *Pojęcie i charakter prawny tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych*, PUG 1998/4

[\[2\]](#) M. Dyl, *Typy jednostek uczestnictwa*, „Glosa” 1998/8

[\[3\]](#) M. Furtek. *Prawo handlowe*, po red. J. Okolskiego, Warszawa 1999,

[\[4\]](#) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 1999,

[\[5\]](#) M. Dyl. *Fundusze.....s. 67*

Jeśli szukają Państwo pomocy w napisaniu własnej pracy - potrzebują Państwo fachowych konsultacji to polecamy stronę [pisanie prac](#) - profesjonalna pomoc w pisaniu prac w granicach prawa.